

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP HIỆU QUẢ, AN TOÀN, BỀN VỮNG SAU KHỦNG HOẢNG

● ĐẶNG THỊ BÍCH NGỌC

TÓM TẮT:

Bài viết phân tích thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) ở Việt Nam giai đoạn 2022-2023 và những thách thức của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới. Giai đoạn 2022-2023 là thời kỳ khó khăn và khủng hoảng với nhiều đại án được phát hiện, để lại hệ quả vô cùng nghiêm trọng cho nền kinh tế của Việt Nam nói chung và nhà đầu tư nói riêng. Trong bối cảnh đó, các cơ chế, chính sách của Chính phủ đã ban hành kịp thời, phát huy tác dụng nhất định trong xử lý vấn đề nợ xấu trái phiếu của doanh nghiệp, giúp dần ổn định và từng bước phục hồi kênh huy động vốn này. Tuy nhiên, việc cần có các giải pháp nhằm phát triển bền vững thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam trong thời gian tới là thật sự cần thiết. Theo đó, tác giả đề xuất cần tiếp tục quan tâm hoàn thiện thể chế, chính sách; phát triển thị trường xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam; đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường TPDN;...

Từ khóa: thị trường vốn, trái phiếu doanh nghiệp.

1. Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2022-2023

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển chậm lại đáng kể trong năm 2022 với 465 đợt phát hành trong nước, bao gồm 436 đợt phát hành riêng lẻ và 29 đợt phát hành ra công chúng (Theo Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam - VBMA). Tổng giá trị TPDN phát hành đạt 269.486 tỷ đồng, giảm 63,7% so với năm 2021. Trong đó, phát hành riêng lẻ ở mức 248.249 tỷ đồng, giảm 65,1%; giá trị phát hành ra công chúng trong năm 2022 đạt 21.237 tỷ đồng, giảm 30%. Đối với thị trường quốc tế, năm 2022 ghi nhận 2 đợt phát hành TPDN với tổng giá trị 625 triệu USD, giảm gần 50% so với năm 2021. Ngày 16/9/2022, Chính phủ

ban hành Nghị định số 65/2022/NĐ-CP (NĐ65) sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP, trong đó có nội dung tăng cường quản lý hoạt động phát hành trái phiếu, nhằm nâng cao chất lượng TPDN và giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư, đảm bảo thúc đẩy thị trường TPDN phát triển bền vững, công khai, minh bạch. Nghị định này đã siết chặt tiêu chí xác định nhà đầu tư chuyên nghiệp; mục đích sử dụng vốn khi phát hành trái phiếu; tăng mệnh giá trái phiếu chào bán; sửa đổi quy định về việc thay đổi điều kiện, điều khoản trái phiếu; bổ sung các trường hợp mua lại trái phiếu; cùng với đó là các quy định khác về thời gian phân phối và hồ sơ chào bán trái phiếu,... Sau khi NĐ65 có hiệu lực,

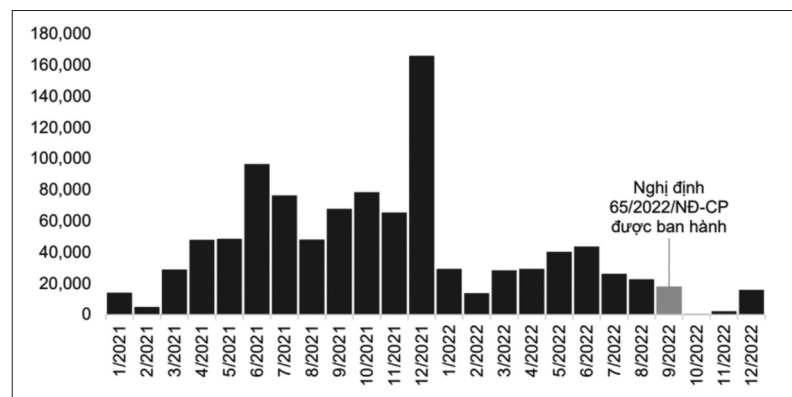
giá trị phát hành TPDN trong nước đã sụt giảm mạnh, từ mức trung bình khoảng trên 20.000 tỷ đồng/tháng vào giai đoạn đầu năm 2022 xuống còn 17.875 tỷ đồng vào tháng 9 và chỉ còn 335 tỷ đồng trong tháng 10.

Sự kiện Vạn Thịnh Phát vào đầu tháng 10/2022 cũng khiến cho hoạt động phát hành trên thị trường TPDN khó khăn hơn. Thị trường sơ cấp TPDN trong tháng 10/2022 gần như đóng băng, nguyên nhân chủ yếu do (1) thị trường chưa kịp thích nghi với quy định mới (2) các sự kiện vi phạm trên thị trường TPDN ảnh hưởng xấu đến tâm lý nhà đầu tư. (Biểu đồ 1)

Năm 2023 là năm có lượng TPDN đáo hạn lớn nhất từ trước đến nay với tổng giá trị TPDN riêng lẻ (TPDNRL) đáo hạn là khoảng hơn 213.000 tỷ đồng, cao gấp gần 2 lần so với tổng giá trị đáo hạn trong năm 2022 (Theo VN Direct - số liệu đã loại trừ lượng TPDN được mua lại trước hạn và lượng TPDN được gia hạn kỳ hạn). Trong bối cảnh hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp vẫn còn khó khăn, thị trường bất động sản (BDS) trầm lắng, nhiều DN đã gặp khó về dòng tiền và hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn. Kể từ quý 4/2022 danh sách các tổ chức phát hành chậm thanh toán các nghĩa vụ nợ TPDN đã liên tục tăng lên. Tính đến cuối năm 2023, có khoảng hơn 70 DN nằm trong danh sách chậm thực hiện nghĩa vụ thanh toán lãi hoặc nợ gốc TPDN. Ước tính tổng dư nợ TPDN của các DN này khoảng hơn 172.000 tỷ đồng, chiếm khoảng 16,5% dư nợ TPDN toàn thị trường. Phần lớn trong số các TCPH này là các doanh nghiệp thuộc nhóm BDS. (Biểu đồ 2)

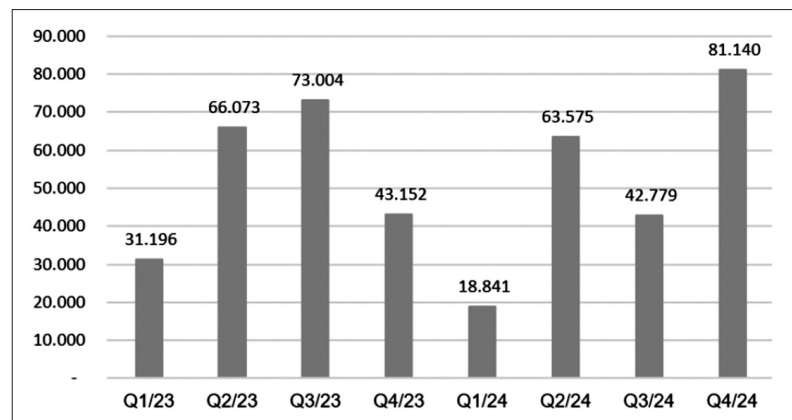
Ngày 5/3/2023, Chính phủ ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP (NĐ08) sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN ra thị trường quốc tế. Trong đó, đáng chú ý là quy định về việc tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp không có tiền trả nợ đối với trái phiếu đến hạn phải thanh toán. Đây được xem là một bước ngoặt quan trọng, ảnh hưởng lớn đến thị trường trái phiếu năm 2023. NĐ08 đã tạo cơ sở pháp lý để các TCPH thỏa thuận về việc điều chỉnh một số điều khoản của trái phiếu, đặc biệt là việc gia hạn

Biểu đồ 1: Giá trị phát hành TPDN trước và sau Nghị định số 65/2022/NĐ-CP



Nguồn: VBMA

Biểu đồ 2: Ước tính giá trị trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đáo hạn theo quý năm 2023 - 2024 (Đơn vị: tỷ đồng)

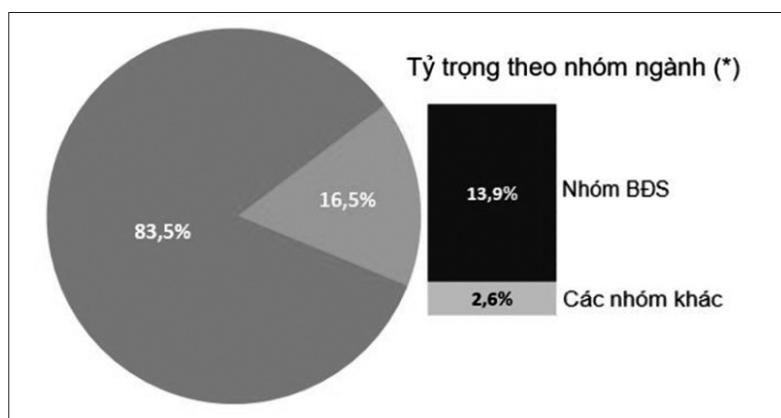


Thống kê này đã loại trừ các DN phát hành đã mua lại TPDN trước thời gian đáo hạn kể từ đầu năm 2021 cho đến ngày 31/12/2023

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

kỳ hạn trái phiếu. Trong năm 2023, nhiều TCPH vẫn khó khăn trong hoạt động kinh doanh và khó khăn về dòng tiền, đặc biệt là nhóm doanh nghiệp BĐS. Nhiều TCPH đã lựa chọn giải pháp đàm phán với các trái chủ để gia hạn thời hạn các lô trái phiếu sắp đến hạn để có thêm thời gian phục hồi sản xuất kinh doanh và tạo ra đủ dòng tiền để chi trả cho các khoản nợ trái phiếu của mình, mặc dù giải pháp này có thể khiến họ phải gia tăng thêm chi phí tài chính. (Biểu đồ 3)

Biểu đồ 3: Tỷ trọng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp của các doanh nghiệp chậm nghĩa vụ thanh toán



(*) Trong số 16,5% Tỷ trọng dư nợ TPDN của các DN chậm nghĩa vụ thanh toán thì Nhóm các DN BĐS chậm thanh toán chiếm 13,9%.
 Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

Kể từ khi ND65 được ban hành cho đến trước thời điểm ban hành ND08, hoạt động phát hành TPDNRL hầu như đã rơi vào tình trạng đóng băng. ND08 được ban hành với các điều khoản tạm ngưng thi hành các quy định về nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và quy định xếp hạng tín nhiệm bắt buộc có hiệu lực thi hành đến hết ngày 31/12/2023 đã giúp hoạt động phát hành TPDNRL có sự phục hồi trong nửa cuối năm 2023.

Tháng 7/2023, Bộ Tài chính đã chính thức đưa thị trường giao dịch TPDNRL tập trung vào vận hành đóng góp vào việc cải thiện tính minh bạch và tăng thanh khoản cho thị trường.

Về kết quả, theo VNDirect, tính riêng trong quý 4/2023 có 166 đợt phát hành TPDN trong nước thành công với tổng giá trị phát hành đạt

khoảng 146.277 tỷ đồng, tăng 22,3% so với quý 3/2023 và cao gấp hơn 8 lần so với cùng kỳ. Trong đó có 159 đợt phát hành riêng lẻ với tổng giá trị phát hành đạt 131.970 tỷ đồng, chiếm 90,2% tổng giá trị phát hành. Và 7 đợt phát hành ra công chúng với giá trị phát hành đạt 14.307 tỷ đồng, chiếm 9,8% tổng giá trị phát hành (số liệu được tổng hợp trên trang thông tin của HNX công bố tới ngày 10/01/2024). Lũy kế cả năm 2023, tổng giá trị phát hành TPDN đạt khoảng 335.721 tỷ đồng,

tăng 25,6% so với cùng kỳ, trong đó tổng giá trị các đợt phát hành riêng lẻ đạt khoảng 300.610 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ, tổng giá trị phát hành công chúng đạt 35.111 tỷ đồng, tăng 87% so với cùng kỳ. (Biểu đồ 4)

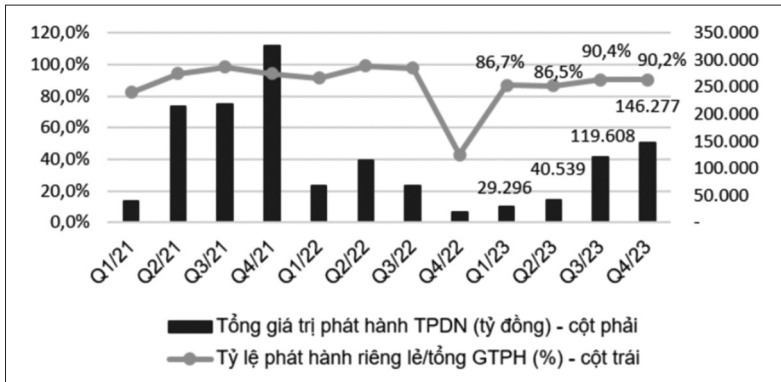
Hoạt động phát hành TPDNRL duy trì đà phục hồi trong quý 4/2023, khi tăng 22% so với quý 3/2023 và cao gấp hơn 17 lần so với cùng kỳ. Sự phục hồi của hoạt động phát hành TPDNRL trong quý 4/2023 chủ yếu đến từ hoạt động gia tăng phát hành của nhóm ngân hàng (tổng giá trị đạt khoảng 92.203 tỷ đồng, chiếm gần 69,9%

tổng giá trị phát hành TPDNRL trong quý 4/2023). (Biểu đồ 5)

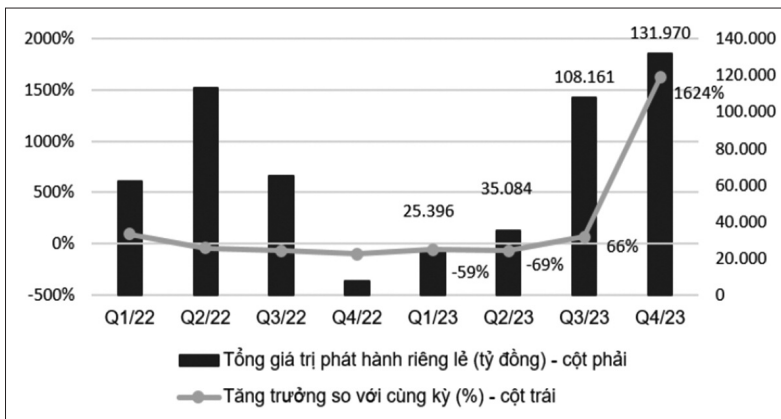
2. Những thách thức của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới

Dù đã qua thời điểm khó khăn nhất, song thị trường TPDN những năm tới vẫn còn nhiều thách thức.

Thứ nhất, áp lực TPDN đáo hạn trong những năm tới vẫn còn lớn. Theo ước tính, tổng giá trị TPDNRL đáo hạn năm 2024 là khoảng 207 nghìn tỷ đồng giảm 3% so với cùng kỳ (số liệu đã loại trừ các TPDN được mua lại trước hạn và các TPDN được gia hạn kỳ hạn theo công bố đến hết ngày 10/01/24). Trong đó lớn nhất là nhóm BĐS chiếm 59,3% tổng giá trị đáo hạn, theo sau là nhóm Tài chính - Ngân hàng chiếm 29,2% tổng

Biểu đồ 4: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp được phát hành và tỷ lệ phát hành riêng lẻ

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

Biểu đồ 5: Giá trị TPDNRL được phát hành theo quý và tỷ lệ tăng trưởng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HNX

giá trị đáo hạn. Nếu so với giá trị đáo hạn trong năm 2023, giá trị đáo hạn của nhóm BĐS tăng 23,7%, của nhóm Tài chính - Ngân hàng tăng 69%. Trong bối cảnh thị trường BĐS vẫn còn trầm lắng, việc tháo gỡ pháp lý cho các dự án vẫn còn chậm so với kỳ vọng, khó khăn đối với hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp BĐS sẽ vẫn còn tiếp diễn trong năm tới. Do đó, áp lực đối với dòng tiền và vấn đề TPDN đáo hạn sẽ vẫn là thách thức lớn đối với nhóm doanh nghiệp BĐS trong năm 2024.

Thứ hai, các quy định của Nghị định số 65/2022/NĐ-CP chính thức triển khai đầy đủ sau một thời gian giãn, hoãn theo Nghị định số 08/2023/NĐ-CP. Hoạt động phát hành TPDNRL năm tới có thể trầm lắng trở lại nếu không có

chính sách hỗ trợ thay thế cho NĐ08 hết hiệu lực từ ngày 31/12/2023 (các điều khoản trong NĐ65 bao gồm: quy định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, quy định xếp hạng tín nhiệm bắt buộc chính thức có hiệu lực thi hành - các quy định này đã được ngưng thi hành đến hết ngày 31/12/2023). Việc áp dụng các quy định này là cần thiết để hướng đến mục tiêu nâng cao chất lượng nhằm ổn định và phát triển thị trường TPDN bền vững trong dài hạn. Tuy vậy, Chính phủ có thể nghiên cứu và ban hành một số chính sách hỗ trợ khác thay thế cho NĐ08 đã hết hiệu lực từ ngày 01/01/2024 để hỗ trợ và thúc đẩy quá trình phục hồi của thị trường TPDN một cách bền vững. Trước đó vào tháng 10/2023, Hiệp hội BĐS TP. Hồ Chí Minh (HoREA) đã từng kiến nghị Thủ tướng Chính phủ và Bộ Tài chính cho phép gia hạn ngưng hiệu lực thi hành của các điều khoản trên đến hết ngày 31/12/2024, thay vì đến hết ngày 31/12/2023. Tuy nhiên,

theo ý kiến của Bộ Tài chính, sau hơn 8 tháng triển khai NĐ08, nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân đã tích lũy đủ thời gian để đáp ứng quy định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp tại NĐ65, nên không cần thiết kéo dài thời gian ngưng hiệu lực thi hành quy định này.

3. Giải pháp thúc đẩy phát triển bền vững thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Thứ nhất, cần tiếp tục quan tâm hoàn thiện thể chế, chính sách. Nghị định số 08/2023/NĐ-CP của Chính phủ đã hết hiệu lực (ngày 31/12/2023) và sắp tới sẽ quay trở lại áp dụng Nghị định số 65/2022/NĐ-CP của Chính phủ; vậy việc tiếp tục áp dụng sẽ cần thực hiện như thế nào? Khi thị trường rơi vào giai đoạn khó khăn, vai trò của

“bàn tay hữu hình của Nhà nước” rất quan trọng. Sự can thiệp của Chính phủ không chỉ bằng cơ chế hay tháo gỡ pháp lý dự án, mà còn là các chính sách điều tiết mang tính can thiệp nhất định.

Thứ hai, phát triển thị trường xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam. Thị trường xếp hạng tín nhiệm Việt Nam đang ở giai đoạn sơ khai và cần rất nhiều nỗ lực để xây dựng được thói quen sử dụng việc xếp hạng tín nhiệm từ các tổ chức phát hành và người đầu tư như các thị trường lân cận. Hiện nay, Bộ Tài chính đã cấp phép kinh doanh dịch vụ xếp hạng tín nhiệm cho 3 DN đáp ứng đủ điều kiện và năng lực theo quy định của pháp luật, trong đó có 1 DN có cổ đông góp vốn thành lập là tổ chức xếp hạng tín nhiệm có uy tín trên thế giới là Moodys, 2 DN còn lại đang có sự tham gia hỗ trợ kỹ thuật từ S&P và Fitch. Xếp hạng tín nhiệm sẽ là một công việc khó khăn ban đầu với tất cả các bên tham gia, nhưng về dài hạn sẽ tạo lập nên một thị trường trái phiếu lành mạnh và bền vững, có lợi cho tất cả các bên.

Thứ ba, cần đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường TPDN. Hiện nay, cơ bản chỉ có mỗi TPDN, còn trái phiếu xanh, trái phiếu công trình, trái phiếu bền vững, trái phiếu xã hội thì hầu như vẫn chưa được nhắc đến. Theo đó, chúng ta cần nhân cơ hội này thúc đẩy những sản phẩm mới trên thị trường trái phiếu. Ví dụ như Ngân hàng Thương mại cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) vừa qua đã phát hành rất thành công trái phiếu xanh, thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư.

Thứ tư, cần đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư, nhất là nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư chuyên nghiệp. Nhà đầu tư tổ chức chưa có nhiều, chúng ta cần thúc đẩy để có nhiều nhà đầu tư tổ chức hơn,

đặc biệt là quỹ đầu tư. Các quỹ đầu tư vô cùng quan trọng như quỹ đầu tư, quỹ hưu trí... đây là cách chúng ta thu hút đầu tư của xã hội, của nhà đầu tư.

Thứ năm, cần nâng cấp hạ tầng công nghệ thông tin và dữ liệu, đây là vấn đề vô cùng quan trọng để chúng ta phát triển thị trường này. Đặc biệt, quan trọng hơn nữa là cần đơn giản hóa quy trình thủ tục phát hành ra công chúng. Hiện nay, các thủ tục liên quan còn khá phức tạp, thời gian phê duyệt hơi lâu nên nhà phát hành còn ngại khi xin làm hồ sơ để phát hành ra công chúng, do đó, cần sớm có cơ chế để kích thích sự phát triển của phương thức này.

Thứ sáu, bên cạnh việc khuyến khích, tạo điều kiện để thị trường TPDN phát triển thì giải pháp về tăng cường thanh tra, kiểm tra, giám sát cũng như nâng cao năng lực, trình độ của đội ngũ nhân sự phục vụ công tác này là rất quan trọng. Bên cạnh đó, việc tiếp tục hoàn thiện thể chế để có những công cụ quy định pháp lý thực sự hiệu quả trong việc định hướng phát triển, quản lý, giám sát lĩnh vực này cũng rất cần thiết.

Thứ bảy, về phía các nhà đầu tư, nhà đầu tư TPDN cần hiểu rõ về mức độ chấp nhận rủi ro của bản thân cùng các rủi ro khi đầu tư trái phiếu nói chung để xác định kênh đầu tư TPDN có phù hợp hay không. Tiếp theo, nhà đầu tư cần hiểu biết về hoạt động kinh doanh và các rủi ro có liên quan tới khả năng trả nợ của TCPH, cùng với các thông tin về các trái phiếu định đầu tư, để hiểu đúng những quyền lợi của trái chủ và các điều khoản, điều kiện đi kèm. Ngoài ra, nhà đầu tư có thể tham khảo các đánh giá về tín nhiệm tổ chức phát hành của các công ty xếp hạng tín nhiệm ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (2022). Báo cáo thị trường trái phiếu năm 2022.
2. VnDirect (2024). Báo cáo thị trường trái phiếu năm 2023.

3. Hà An (2024). Triển vọng phục hồi trái phiếu, Truy cập tại <https://vneconomy.vn/trien-vong-phuc-hoi-thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep.htm>
4. Tùng Thư (2024). Thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã “hạ cánh mềm”? Truy cập tại <https://vneconomy.vn/thi-truong-trai-phieu-doanh-nghiep-da-ha-canh-mem.htm>

Ngày nhận bài: 16/02/2024

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 25/02/2024

Ngày chấp nhận đăng bài: 4/3/2024

Thông tin tác giả:

TS. ĐẶNG THỊ BÍCH NGỌC

Học viện Ngân hàng

DEVELOPING AN EFFECTIVE, SAFE AND SUSTAINABLE CORPORATE BOND MARKET AFTER THE CRISIS IN VIETNAM

● Ph.D **DANG THI BICH NGOC**

Banking Academy of Vietnam

ABSTRACT:

This study analyzed Vietnam's corporate bond market in the period 2022 - 2023 and pointed out challenges of the corporate bond market in the coming time. In the period 2022 – 2023, the corporate bond market experienced many difficulties as many major crimes of fraud and misuse of bond issuance were investigated, leaving extremely serious consequences for Vietnam's economy in general and investors in particular. The Government's policies have been issued promptly to handle the problem of bad debt on corporate bonds, helping to gradually stabilize this capital mobilization channel. This study proposed some solutions for the sustainable development of Vietnam's corporate bond market in the coming time.

Keywords: capital market, corporate bond.