

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHÊNH LỆCH ĐÁO HẠN GIỮA VAY NGẮN HẠN VÀ ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA CÁC CÔNG TY VỪA VÀ NHỎ Ở VIỆT NAM

● NGÔ NGUYỄN TƯỜNG VI

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chênh lệch đáo hạn giữa vay ngắn hạn và đầu tư dài hạn của các công ty vừa và nhỏ của Việt Nam. Nghiên cứu xem xét các yếu tố dẫn đến sự không tương thích về thời gian đáo hạn của vay ngắn hạn và đầu tư dài hạn của các công ty Việt Nam và vai trò của chính sách tín dụng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) trong giảm thiểu chênh lệch đáo hạn giữa vay ngắn hạn và đầu tư dài hạn. Nghiên cứu cũng xem xét vai trò của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong việc làm giảm thiểu chênh lệch này. Kết quả của nghiên cứu này có thể giúp các nhà quyết định chính sách tại Việt Nam thiết kế các chính sách tín dụng và khuôn khổ quản lý hiệu quả để giảm bớt chênh lệch đáo hạn giữa vay ngắn hạn và đầu tư dài hạn của doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam.

Từ khóa: chênh lệch thời gian đáo hạn, gánh nặng tài chính, chi phí nợ.

1. Đặt vấn đề

Sự chênh lệch về kỳ hạn bắt nguồn từ lĩnh vực ngân hàng, nơi các ngân hàng có thể nắm giữ các tài sản kém thanh khoản được tài trợ bằng các khoản nợ ngắn hạn. Hiện tượng này được xem xét rộng rãi trong lĩnh vực tài chính (xem Dadush và cộng sự, 2000; Bleakley và Cowan, 2010; Benmelech và Dvir, 2013; Bai và cộng sự, 2018; Silva, 2019), nhưng phần lớn bị bỏ qua trong các lĩnh vực phi tài chính, chủ yếu do những thách thức từ việc quan sát và định lượng sự không phù hợp của chúng. Trong bài viết này, tác giả chủ yếu khái quát thực trạng tỷ lệ nợ ngắn hạn cao của các doanh

nh nghiệp nhỏ và vừa của Việt Nam từ quan điểm về sự không phù hợp giữa thời gian đáo hạn của tài sản và nợ, cụ thể là việc công ty sử dụng nợ ngắn hạn để huy động đầu tư dài hạn.

Trong sự so sánh kỳ hạn giữa tài sản và nợ, các khoản nợ ngắn hạn của công ty được sử dụng để đáp ứng các yêu cầu thanh khoản trong hoạt động hàng ngày và các khoản nợ dài hạn đáp ứng nhu cầu đầu tư dài hạn của công ty. Do đó, sự không phù hợp về thời gian đáo hạn đề cập đến việc một công ty sử dụng các khoản nợ ngắn hạn để hỗ trợ hoạt động đầu tư dài hạn của mình. Theo dữ liệu từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán

Việt Nam giai đoạn 2012 đến 2023, cụ thể tại sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) cho thấy giá trị trung bình của tỷ lệ tài sản cố định (tài sản cố định trên tổng tài sản) là 42%, trong khi tỷ lệ trung bình nợ dài hạn trên tổng nợ phải trả là 38%, thể hiện sự không phù hợp giữa tài sản và nợ đến hạn. Tương tự tại sàn chứng khoán Hà Nội (HNX), tỷ lệ tài sản cố định trung bình là 35%, trong khi tỷ lệ trung bình tỷ lệ nợ dài hạn chỉ 31%, tỷ lệ tài sản cố định lớn hơn tỷ lệ nợ dài hạn hàng năm. Điều này cho thấy các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào các khoản nợ ngắn hạn để hỗ trợ thêm cho việc đầu tư dài hạn. Nguồn cung nợ doanh nghiệp dài hạn không đủ hoặc nhu cầu đối với khoản nợ đó thấp có thể dẫn đến sự chênh lệch kỳ hạn giữa tài sản và nợ của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam. Về phía cung, hầu hết các nghiên cứu đều cho rằng tỷ lệ nợ ngắn hạn cao của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam do tình hình tài chính hạn hẹp, các cú sốc tài chính và phạm vi hạn chế của các kênh tài trợ. Những điều kiện này có thể buộc các công ty áp dụng sai lệch kỳ hạn khi họ không thể tiếp cận được nguồn vốn dài hạn. Mặc dù chính sách thắt chặt việc huy động vốn ngắn hạn cho việc cho vay trung dài hạn của Ngân hàng Nhà nước đối với các ngân hàng thương mại đã có hiệu lực từ tháng 01/10/2023, nhưng việc định giá về tài sản đảm bảo và rủi ro khiến các ngân hàng chú trọng phát hành các khoản vay ngắn hạn hơn các khoản vay dài hạn.

2. Các nhân tố ảnh hưởng đến sự không tương thích giữa nợ ngắn hạn cho hoạt động đầu tư dài hạn

2.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến chênh lệch đáo hạn giữa vay ngắn hạn và đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam

Thứ nhất, các doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) của Việt Nam là những công ty có mức độ hạn chế tài chính là những tình trạng áp lực tài chính mà các công ty Việt Nam gặp phải. Nhìn chung, các công ty có ít hạn chế tài chính không cần lo lắng về việc tái cấp vốn và rủi ro thanh khoản khi các khoản nợ của họ đáo hạn. Họ cũng không có

khả năng bị buộc phải sử dụng các khoản nợ ngắn hạn để hỗ trợ các khoản đầu tư dài hạn, vì họ có thể dễ dàng vay được các khoản nợ dài hạn hơn khi nguồn cung vốn dài hạn bị hạn chế. Ngược lại, các DNNVV của Việt Nam thường phải đối mặt với những hạn chế tài chính nghiêm trọng có thể thấy khó khăn trong việc huy động vốn bên ngoài và ít có khả năng đảo nợ đến hạn. Các công ty phải chịu những hạn chế tài chính nghiêm trọng có xu hướng cạn kiệt khả năng huy động vốn để đầu tư. Do đó, nếu các công ty có những hạn chế tài chính nghiêm ngặt tiếp tục áp dụng sự không phù hợp về thời hạn bất kể rủi ro đảo nợ cao, chúng tôi suy ra rằng “quan điểm không khớp thụ động” là chủ đạo. Ngược lại, nếu các công ty phải đối mặt với ít hạn chế tài chính nhưng vẫn tiếp tục huy động nợ ngắn hạn để đầu tư dài hạn nhằm giảm chi phí nợ, chúng tôi có thể suy ra rằng “quan điểm không khớp chủ động” là chủ đạo.

Thứ hai, để giảm chi phí nợ, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có uy tín chủ động áp dụng sự không khớp kỳ hạn bằng cách liên tục đảo nợ ngắn hạn để hỗ trợ các khoản đầu tư dài hạn, thay vì phát hành nợ dài hạn. Trên thực tế, các ngân hàng cũng không mặn mà cho vay trung, dài hạn, vì có nhiều rủi ro hơn so với cho vay ngắn hạn từ 12 tháng trở xuống. Vì vậy, từ trước đến nay, cũng có thể nhiều doanh nghiệp dù vay dài hạn nhưng đa số hợp đồng tín dụng cũng ở kỳ hạn ngắn và sau đó làm thủ tục đáo hạn (Nguyễn Hữu Huân, 2023). Chúng ta coi đây là “quan điểm không khớp chủ động”. Mặc dù sự không khớp kỳ hạn có thể làm giảm chi phí nợ, nhưng các công ty có nợ ngắn hạn quá mức phải đối mặt với rủi ro thanh khoản. Do đó, sự không khớp kỳ hạn chủ động sẽ không gây ra khủng hoảng thanh khoản chỉ khi công ty có khả năng đảo nợ ngắn hạn đến hạn.

Thứ ba, theo kết quả nghiên cứu cho thấy, tồn tại một mối tương quan âm giữa nợ vay ngân hàng và việc thực hiện quyết định đầu tư trong các công ty Việt Nam. Xét về kỳ hạn của khoản vay ngân hàng, tồn tại mối tương quan âm giữa nợ ngắn hạn ngân hàng và việc thực hiện quyết định đầu tư trong

các công ty Việt Nam. Điều này hàm ý, khi các công ty Việt Nam vay nợ ngân hàng, đặc biệt là khoản vay ngắn hạn càng nhiều thì các công ty sẽ có xu hướng càng hạn chế việc ra và thực hiện các quyết định đầu tư. Nhưng nếu nợ vay dài hạn ngân hàng được sử dụng trong cấu trúc vốn của các công ty càng nhiều, các công ty càng tăng cường việc thực hiện quyết định đầu tư. Bài nghiên cứu cũng cho thấy, mối tương quan âm giữa nợ ngân hàng và đầu tư ở các công ty tăng trưởng cao yếu hơn so với công ty tăng trưởng thấp. Xét yếu tố kỳ hạn vay, mối tương quan âm giữa khoản vay ngân hàng với kỳ hạn ngắn và đầu tư ở các công ty tăng trưởng cao yếu hơn so với công ty tăng trưởng thấp. Kết quả này ngụ ý, ở những công ty có ít cơ hội tăng trưởng, mức độ nợ ngân hàng, đặc biệt là khoản nợ ngắn hạn các công ty sử dụng trong cấu trúc vốn càng nhiều sẽ giúp các công ty hạn chế được tình trạng đầu tư quá mức (Trần Thị Trang, 2017).

Thứ tư, tùy vào lĩnh vực ngành nghề doanh nghiệp đang hoạt động mà sự chênh lệch đáng hạn giữa vay ngắn hạn và đầu tư dài hạn thường xuất hiện. Chẳng hạn đối với ngành bất động sản thường sử dụng các khoản vay ngắn hạn cho việc đầu tư dài hạn. Minh chứng cho điều này, mới đây, Hiệp hội Bất động sản TP. Hồ Chí Minh (HoREA) đã gửi đến Thủ tướng Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước (NHNN), kiến nghị NHNN khẩn trương xem xét sửa đổi, gia hạn thêm 12 tháng thời điểm áp dụng quy định "các tổ chức tín dụng sử dụng tối đa 30% nguồn vốn huy động ngắn hạn để cho vay trung hạn, dài hạn". Theo HoREA, NHNN nên áp dụng quy định trên kể từ ngày 1/10/2024 nhằm tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng được sử dụng hợp lý nguồn vốn huy động ngắn hạn để cho vay trung hạn, dài hạn, nâng cao khả năng tiếp cận tín dụng của DN và người dân, mà không gây "rủi ro" về an toàn cho hệ thống tín dụng (theo Mai Phương, 2023). Từ thực tế trên, có thể thấy các DNNVV của Việt Nam thường phụ thuộc rất lớn vào vốn vay ngắn hạn, nhất là vốn của các tổ chức tín dụng để tài trợ cho những quyết định đầu tư dài hạn của mình.

2.2. Đề xuất giải pháp

Vốn là yếu tố tiên quyết, điều kiện cần và đủ để doanh nghiệp (DN) có thể duy trì hoạt động, phát triển. Xuất phát từ nhu cầu vốn cần huy động của DN, các phương thức cung ứng vốn và các hình thức huy động vốn đã ra đời như một tất yếu khách quan, nhằm tăng quy mô tổng nguồn vốn của DN. Thế mạnh của DNNVV là vốn đầu tư ban đầu thấp, thu hồi vốn nhanh, bộ máy tổ chức và quản lý gọn nhẹ, lĩnh vực sản xuất, kinh doanh đa dạng, khả năng ứng biến linh hoạt trước những biến động của thị trường... Tuy nhiên, DNNVV đang bộc lộ những hạn chế xuất phát từ quy mô nhỏ và vừa, năng lực tài chính yếu nên gặp bất lợi trong cạnh tranh, đồng thời dễ bị "tổn hại" khi có biến động xảy ra. Thiếu vốn và khó khăn trong huy động vốn để phát triển là vấn đề nổi cộm đang đặt ra của nhiều DNNVV, là bài toán nan giải cần được tháo gỡ từ chính mỗi DNNVV, các tổ chức cung ứng vốn và các cơ quan quản lý nhà nước. Nguồn vốn của DNNVV ở Việt Nam thường được huy động qua các kênh: đi vay tổ chức tín dụng (TCTD); phát hành trái phiếu; vốn tự có, vốn góp để thành lập DN và thực hiện sản xuất - kinh doanh; vốn huy động từ các nguồn khác (như ngân sách trợ cấp, bảo lãnh, bảo hiểm và ưu đãi thuế, phí; vay người thân trong gia đình, vay bạn bè; vốn tín dụng bảo lãnh chiết khấu, thuê tài chính; nguồn vốn từ đối tác trả chậm, tín dụng thương mại...). Trong đó, 2 kênh huy động vốn ngắn hạn (chủ yếu huy động vốn vay các TCTD), trung và dài hạn (thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp - TPDN) có vai trò rất quan trọng đối với DNNVV.

2.2.1. Giải pháp về chính sách cho vay đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa của Việt Nam

Ở Việt Nam, các tổ chức tín dụng đang đóng vai trò là kênh dẫn vốn chủ yếu, đặc biệt là vốn ngắn hạn cho doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV). Trước đây, việc cho tổ chức, cá nhân vay vốn của tổ chức tín dụng được thực hiện theo Quy chế cho vay của tổ chức tín dụng đối với khách hàng ban hành kèm theo Quyết định số 1627/2001/QĐ-NHNN ngày 31/12/2001 của Ngân hàng Nhà nước

(NHNN) và một số văn bản khác liên quan đến hoạt động cho vay. Tuy nhiên, để điều chỉnh khung pháp lý chung đối với hoạt động cho vay phù hợp quy định tại Luật Các tổ chức tín dụng năm 2010, Bộ Luật Dân sự năm 2015... NHNN đã ban hành Thông tư số 39/2016/TT-NHNN ngày 30/12/2016 (được bổ sung sửa đổi bởi Thông tư số 06/2023/TT-NHNN ngày 28/06/2023) quy định về hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng để thay thế cho Quyết định số 1627/2001/QĐ-NHNN, quy định cho vay ngày đối với khách hàng nói chung và DNNVV nói riêng vẫn đang được áp dụng.

Thông qua việc triển khai chính sách cho vay đối với các DNNVV, giai đoạn 2011 - 2018, tín dụng cho vay đối với DNNVV tăng trưởng khá, trung bình tăng 8,97%/năm. Tuy nhiên, đến năm 2018, số DNNVV tiếp cận được vốn ngân hàng, tổ chức tín dụng có xu hướng giảm, có 70% DNNVV chưa tiếp cận được nguồn vốn tín dụng ngân hàng (trong đó, có hơn 30% là DNNVV không thể tiếp cận nguồn vốn ngân hàng và 30% DN khác cho biết, rất khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn ngân hàng...). Điều này cho thấy rõ hơn những khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn ngân hàng đối với các DNNVV.

Theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước, trong 3 tháng đầu năm 2019, tín dụng tăng khoảng 2,8% so với cuối năm 2018, trong đó tín dụng cho DNNVV đạt 1,31 nghìn tỷ đồng, tăng 15,6%, chiếm tỷ trọng 18% tổng dư nợ toàn nền kinh tế. Trong tổng dư nợ cho vay DNNVV, có 54% dư nợ thuộc lĩnh vực thương mại và dịch vụ, 41% là lĩnh vực công nghiệp và xây dựng, trong khi lĩnh vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ chiếm 5%. Như vậy, cơ cấu tín dụng phục vụ sản xuất vẫn còn thấp, trong khi cho vay dịch vụ còn khá cao.

Theo các chuyên gia kinh tế, việc khó tiếp cận nguồn vốn của DNNVV có nguyên nhân bắt nguồn từ ngân hàng và doanh nghiệp (DN). Về phía DN, khó khăn lớn nhất hiện nay của các DN khi tiếp cận nguồn vốn ngân hàng, đó là thiếu tài sản thế chấp, thủ tục vay còn phức tạp. Về phía ngân hàng, vẫn

còn tình trạng “trên nóng, dưới lạnh”. Mặc dù NHNN rất quan tâm đến việc đẩy mạnh tiếp cận vốn cho DNNVV, tuy nhiên, ở nhiều bộ phận cho vay trực tiếp của các ngân hàng vẫn còn tình trạng thiếu quan tâm đến khách hàng là DNNVV, do lo ngại không trả được nợ, tạo thêm nợ xấu đối với ngân hàng. Tất cả những điều này đã làm dẫn rộng thêm khoảng cách giữa DNNVV và ngân hàng trong việc cung cấp tín dụng để phát triển sản xuất - kinh doanh.

Các “điểm nghẽn” trong chính sách huy động nguồn vốn đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa

Khoản 1, Điều 13, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN quy định về lãi suất cho vay: “TCTD và khách hàng thỏa thuận về lãi suất cho vay theo cung - cầu vốn thị trường, nhu cầu vay vốn và mức độ tín nhiệm của khách hàng, trừ trường hợp Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có quy định về lãi suất cho vay tối đa tại khoản 2 Điều này”. Với quy định này, DN dễ bị áp lãi suất ngân hàng ở mức cao, vì tính thị trường không được quy định rõ. Đáng chú ý, mặc dù Khoản 1, Điều 13, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN đã quy định lãi suất theo cung - cầu thị trường, tuy nhiên NHNN lại quy định “Tổ chức tín dụng và khách hàng thỏa thuận về lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND nhưng không vượt quá mức lãi suất cho vay tối đa do Thống đốc NHNN Việt Nam quyết định trong từng thời kỳ...” (Khoản 2, Điều 13). Điều này phản ánh tính thị trường chịu sự chi phối của Nhà nước, cho thấy bất cập của vấn đề. Về điều kiện vay vốn, Khoản 1, Điều 7, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN quy định “Khách hàng là pháp nhân có năng lực pháp luật dân sự theo quy định của pháp luật. Khách hàng là cá nhân từ đủ 18 tuổi trở lên có năng lực hành vi dân sự đầy đủ theo quy định của pháp luật hoặc từ đủ 15 tuổi đến chưa đủ 18 tuổi không bị mất hoặc hạn chế năng lực hành vi dân sự theo quy định của pháp luật”. Tuy nhiên, trong khối DNNVV có DN tư nhân lại không có tư cách pháp nhân, theo đó không thuộc đối tượng được vay. Nếu muốn vay được vốn ngân hàng, đối tượng này phải chuyển đổi loại hình công ty để có tính pháp

nhân theo quy định của Bộ luật Dân sự 2015, trong khi việc chuyển đổi này gây nên nhiều bất lợi cho DN tư nhân, làm cho DN tư nhân gặp khó khăn trong vấn đề vay vốn các TCTD. Bên cạnh điều kiện vay vốn quy định là pháp nhân, còn có các điều kiện mà DNNVV vay vốn TCTD phải đáp ứng đó là DNNVV phải có phương án sử dụng vốn khả thi, có khả năng tài chính để trả nợ... Các điều kiện này cũng chưa được định lượng trong Thông tư số 39/2016/TT-NHNN thế nào là phương án sử dụng vốn khả thi? Thế nào được gọi là người đi vay có khả năng tài chính để trả nợ? Như vậy, việc quy định chưa cụ thể đã và đang tạo khó khăn cho DNNVV, tiếp cận nguồn vốn tín dụng, vì dễ bị các TCTD loại do các tiêu chí quy định trong văn bản còn chung chung.

Từ những thực trạng nêu trên đề xuất các chính sách cho vay đối với DNNVV của Việt Nam như sau:

- NHNN cần quy định rõ ràng, cụ thể thế nào là lãi suất thị trường (cụ thể hóa Khoản 1, Điều 13, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN), để các ngân hàng thương mại có thể vận dụng chính xác hơn, tránh việc áp lãi suất không mang tính thị trường trong việc cho vay đối với doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN), nhất là đối với DN siêu nhỏ.

- Khu vực kinh tế tư nhân ngày càng thể hiện vai trò là một động lực quan trọng của nền kinh tế. Do vậy, Nhà nước cần sớm chỉnh sửa khung chính sách (Bộ Luật Dân sự, Thông tư số 39/2016/TT-NHNN) để DN tư nhân tiếp cận được nguồn vốn vay ngân hàng với đầy đủ tư cách pháp nhân khi thực hiện các giao dịch dân sự, trong đó có giao dịch dân sự trong việc vay vốn ngân hàng.

- Cần quy định cụ thể về điều kiện vay vốn của tổ chức. Theo đó, cần cụ thể hóa nội dung thế nào là “có phương án sử dụng vốn khả thi; có khả năng tài chính để trả nợ...” trong Thông tư số 39/2016/TT-NHNN. Bởi nếu không quy định cụ thể vấn đề này có thể dẫn đến sự tiếp tay cho “sự vận dụng thiếu khách quan” khi thực hiện chính sách vay vốn đối với DNNVV, làm cho DNNVV bị thiệt thòi trong việc tiếp cận vốn ngân hàng,

đặc biệt đối với DNNVV có quy mô nhỏ, tiềm lực tài chính yếu.

- Về tài sản đảm bảo, đối với DNNVV không đảm bảo các tiêu chí về tài sản đảm bảo trong việc vay vốn ngân hàng có thể tìm kiếm các kênh huy động vốn khác như thông qua Quỹ bảo lãnh tín dụng, Quỹ phát triển DNNVV... để gia tăng nguồn vốn cho sản xuất - kinh doanh.

2.2.2. Giải pháp về chính sách phát hành trái phiếu đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa của Việt Nam

- Về lãi suất: Theo các quy định hiện hành, DN phát hành trái phiếu có thể có hoặc không có tài sản đảm bảo. Như vậy, trong trường hợp không có tài sản đảm bảo thì bản chất phát hành trái phiếu trong trường hợp này là vay tín chấp. Trong trường hợp là vay tín chấp thì lãi vay tín chấp chỉ 10 - 15%/năm. Với nhà đầu tư, mua TPDN là đầu tư, chứ không phải gửi tiết kiệm, mà đầu tư thì phải xác định là luôn có rủi ro. Bên cạnh đó, theo phân tích, lãi suất TPDN bình quân là bằng và cao hơn khoảng 0,5% so với mức cho vay phổ biến của các ngân hàng thương mại. Trong đó, lãi suất một số đợt phát hành TPDN cao trong thời gian gần đây, từ 12 - 14%, dễ tiềm ẩn nguy cơ rủi ro cao về lạm phát, dẫn tới dư địa bất ổn định kinh tế vĩ mô. Một điểm đáng lưu ý nữa là phần lớn nhà đầu tư cá nhân tham gia mua TPDN chỉ đơn thuần dựa trên mức lãi suất mà DN cam kết chi trả. Trong khi đó, để có quyết định đầu tư, các tổ chức lớn đều phải dựa vào bộ phận phân tích chuyên nghiệp của mình để đánh giá thông tin về tình hình tài chính DN, dòng tiền, nguồn trả nợ...

- Về xếp hạng tín nhiệm: Với thị trường TPDN, đối tượng phát hành TPDN chủ yếu là các tập đoàn tư nhân lớn và chủ yếu phát hành riêng lẻ cho đối tác, không phát hành ra công chúng, trong khi các DN siêu nhỏ và DN nhỏ ít thực hiện huy động vốn qua hình thức phát hành trái phiếu. Thực tế này dẫn đến tổ chức phát hành TPDN hầu như chưa được xếp hạng tín nhiệm, nên tiềm ẩn rủi ro cho nhà đầu tư, nhất là nhà đầu tư cá nhân (chiếm 6,1% trên thị trường sơ cấp TPDN).

- *Về cơ cấu phát hành:* Trong cơ cấu DN phát hành trái phiếu, các ngân hàng, công ty bất động sản là những trái chủ chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu phát hành trái phiếu của DN do có tiềm lực về vốn, khả năng tiếp cận thông tin nhanh cũng như năng lực phân tích đầu tư chuyên nghiệp. Trong khi đó, lĩnh vực sản xuất, nông nghiệp, xây dựng hạ tầng cần khuyến khích lại có tỷ trọng phát hành thấp chỉ khoảng 13%/lĩnh vực.

- *Về tiếp cận thông tin:* Do thời gian phát hành riêng lẻ thông thoáng hơn so với phát hành ra công chúng (mặc dù phát hành riêng lẻ bị hạn chế về việc tiếp cận nhà đầu tư so với phát hành ra công chúng, chỉ được phát hành trong phạm vi 100 nhà đầu tư không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp), dẫn đến phát hành TPDN chiếm tới 98% là các đợt phát hành là riêng lẻ. Việc phát hành riêng lẻ này khiến nhà đầu tư khó tiếp cận thông tin.

Nhằm khắc phục tình trạng lách quy định về phát hành trái phiếu riêng lẻ bán trái phiếu ra công chúng, cần quy định trong Luật Chứng khoán nội dung về việc TPDN riêng lẻ được phát hành và giao dịch giữa các nhà đầu tư chuyên nghiệp; Mở rộng phạm vi nhà đầu tư chuyên nghiệp bao gồm cả tổ chức đầu tư chuyên nghiệp và cá nhân đầu tư chuyên nghiệp, đảm bảo các thông lệ quốc tế hiện hành. Nhằm tránh rủi ro cho nhà đầu tư không chuyên nghiệp, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân, cần sửa đổi Nghị định số 63/2018/NĐ-CP theo hướng trái phiếu phát hành riêng lẻ phải bị hạn chế giao dịch trong suốt thời hạn của trái phiếu. Tăng cường gắn kết điều hành trái phiếu chính phủ về kỳ hạn lãi suất huy động với điều

hành phát hành TPDN và chính sách tiền tệ để hạn chế tình trạng chênh lệch quá lớn về lãi suất trong phát hành TPDN, nhất là các DN có tiềm lực tài chính mỏng nhưng lại phát hành TPDN với lãi suất cao dẫn đến rủi ro cho nhà đầu tư. Đồng thời, hoàn thiện khung pháp lý phát triển thị trường xếp hạng tín nhiệm về TPDN. Theo đó, có lộ trình về yêu cầu các DN phát hành trái phiếu phải được xếp hạng tín nhiệm, một mặt, giúp cho thị trường trái phiếu được minh bạch, hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư; mặt khác, giúp tăng tiềm lực tài chính trung và dài hạn cho DN phát triển. Ngoài ra, cần đẩy mạnh chế tài về minh bạch thông tin khi phát hành TPDN, niêm yết trái phiếu, giúp cho nhà đầu tư (tổ chức, cá nhân) có thông tin minh bạch để đưa ra các quyết định đầu tư, giúp DN phát hành trái phiếu huy động hiệu quả nguồn vốn, phục vụ cho hoạt động sản xuất - kinh doanh.

3. Kết luận

Sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và kỳ hạn của tài sản không chỉ giúp công ty giảm thiểu rủi ro thiếu hụt tiền mặt thanh toán (Morris, 1992; Stohs và Mauer, 1996) mà còn có thể giúp công ty giảm thiểu các vấn đề đầu tư dưới mức (Myers, 1977). Có thể nói, sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và kỳ hạn của tài sản rất quan trọng và nó được chấp nhận rộng rãi vì giúp công ty kiểm soát rủi ro và chi phí khánh kiệt tài chính (Lemma và Negash, 2012). Các DNNVV nên có các chính sách điều hành nhằm kỳ hạn của tài sản tỷ lệ thuận với kỳ hạn của nợ, từ đó tránh mất thanh khoản và đảm bảo an toàn cho tình hình tài chính của công ty ngoài những hỗ trợ từ chính sách của các cơ quan quản lý nhà nước như đã trình bày ở trên ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Cục Phát triển doanh nghiệp, Sách trắng doanh nghiệp nhỏ và vừa 2017;
2. Mai Phương (2023), "Siết vốn ngắn hạn cho vay dài hạn", Truy cập tại <https://thanhnien.vn/siet-von-ngan-han-cho-vay-dai-han-185231001181832472.htm>;
3. Nguyễn Hoài (2019), "Trái phiếu doanh nghiệp: Nhà đầu tư cá nhân phải rất cẩn trọng", Truy cập tại <http://vneconomy.vn/traai-phiieu-doanh-nghiep-nha-dau-tu-ca-nhan-phai-rat-can-trong-20190905124920863.htm>;

4. Ngô Hải (2019), “Vì sao doanh nghiệp nhỏ và vừa khó tiếp cận vốn ngân hàng?”, <http://vneconomy.vn/vi-sao-doanh-nghiep-nho-va-vua-kho-tiep-can-von-ngan-hang-20190418092318313.htm>;
5. Nguyễn Hữu (2019), “Sửa luật để chặn cửa lách phát hành trái phiếu doanh nghiệp”, Truy cập tại <https://tinnhanhchungkhoan.vn/tra-phieu/sua-luat-de-chan-cua-lach-phat-hanh-trai-phieu-doanh-nghiep-271299.html>;
6. Trần Thị Trang (2017), Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước và các khoản vay ngân hàng đến quyết định đầu tư của các công ty Việt Nam, Luận văn Thạc sĩ Trường ĐH Kinh tế TP. Hồ Chí Minh; Truy cập tại <http://chinhphu.vn>; <https://mof.gov.vn>; <https://www.hnx.vn>; <https://www.hsx.vn>; <https://www.sbv.gov.vn>.
7. Yizhong Wang, Ting Wang, Lifang Chen (2021), Maturity mismatches of Chinese listed firms, Pacific - Basin Finance Journal.

Ngày nhận bài: 28/3/2024

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 9/4/2024

Ngày chấp nhận đăng bài: 3/5/2024

Thông tin tác giả:

NGÔ NGUYỄN TƯỜNG VI

Trường Đại học Kinh tế Luật

Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh

FACTORS AFFECTING THE MISMATCH BETWEEN THE SHORT-TERM DEBT AND LONG-TERM INVESTMENT OF VIETNAMESE SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

● NGO NGUYEN TUONG VI

University of Economics - Law,

Vietnam National University - Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

This study analyzed the factors affecting the maturity mismatch between short-term borrowing and long-term investment in Vietnamese small and medium-sized enterprises (SMEs). The study also analyzed the role of the State Bank of Vietnam (SBV)'s credit policy in reducing the maturity mismatch between short-term borrowing and long-term investment. The study also examined the role of the corporate bond market in reducing this mismatch. This study is expected to help policymakers in Vietnam make effective credit policies and regulatory frameworks to reduce the maturity mismatch between short-term borrowing and long-term investment of SMEs in Vietnam.

Keywords: maturity mismatch, financial constraints, cost of debt