

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH



LÊ THỊ NGỌC

**PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ
Ở VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng
Mã số: 9.34.02.01**

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI 2019

Công trình được hoàn thành tại: Học viện Tài chính

**Người hướng dẫn khoa học: TS. Trịnh Thanh Huyền
TS. Vũ Nhữ Thăng**

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính

vào hồi ... giờ ... ngày ... tháng ... năm 20....

Có thể tìm hiểu Luận án tại:

- Thư viện Quốc gia Việt Nam;
- Thư viện Học viện Tài chính;

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Phát triển thị trường TPCP tại Việt Nam là vấn đề quan trọng nhằm mục tiêu huy động nguồn vốn cho NSNN và cho đầu tư phát triển; khai thác một cách có hiệu quả nhất nguồn vốn phục vụ cho kế hoạch phát triển KT-XH của đất nước; tái cấu trúc và thúc đẩy sự phát triển TTCK và TTTC Việt Nam; thực hiện cơ cấu lại NSNN, quản lý nợ công theo hướng đảm bảo nền tài chính quốc gia an toàn, bền vững, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô và kiềm chế lạm phát; khuyến nghị của các tổ chức quốc tế, điều kiện để hội nhập với TTTP quốc tế. Cuộc Cách mạng công nghiệp 4.0 đang làm thay đổi nền kinh tế thế giới, với những ứng dụng công nghệ mới, hiện đại dự báo sẽ tạo ra hàng loạt thay đổi mang tính bước ngoặt lịch sử, ảnh hưởng sâu rộng tới KT-XH ở tất cả các quốc gia, trong đó có lĩnh vực tài chính.

Phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam cũng có giới hạn nhất định và phải đảm bảo khuôn khổ kinh tế vĩ mô cũng như những cam kết với các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế. Trong điều kiện TTTC Việt Nam chưa phát triển, cần phải đa dạng hóa các công cụ TPCP, đa dạng hóa các phương thức phát hành để có thể huy động các nguồn tiết kiệm nhàn rỗi trong nước cho phát triển kinh tế, không những thế Chính phủ có thể phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế để huy động vốn từ các NĐTNN. Mặc dù vậy, xét trên phương diện tổng thể, quy mô và phạm vi của thị trường vẫn còn nhỏ, tính thanh khoản chưa cao, cấu trúc thị trường chưa hoàn chỉnh, hệ thống nhà đầu tư, đặc biệt các định chế đầu tư dài hạn còn mỏng, hệ thống hạ tầng dịch vụ cho thị trường chưa phát triển. Ngoài ra, môi trường kinh tế vĩ mô chưa ổn định, khuôn khổ pháp lý chưa hoàn thiện, thị trường tài chính chưa phát triển, vì vậy phát triển thị trường TPCP còn hạn chế và TPCP chưa trở thành chuẩn mực cho các công cụ nợ khác. Việc nghiên cứu và tìm ra các giải pháp để phát triển thị trường TPCP Việt Nam là một yêu cầu đòi hỏi mang tính cấp thiết cả về phương diện lý luận và thực tiễn, phù hợp với thực tiễn Việt Nam và thế giới.

Xuất phát từ những lý do nói trên, tác giả đã lựa chọn đề tài ***"Phát triển thị trường Trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam"*** làm luận án nghiên cứu của mình.

2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu của Luận án

2.1. Mục tiêu nghiên cứu: Xây dựng khung lý luận về phát triển thị trường TPCP, nghiên cứu về sự phát triển thị trường TPCP dựa trên các nhân tố tác động đến sự phát triển thị trường, từ đó xác định nội dung phát triển thị trường TPCP; nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường TPCP và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam. Vận dụng khung lý luận để phân tích thực trạng phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam giai đoạn 2011-2017, phân tích các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP. Đề xuất giải pháp nhằm phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030 có cơ sở khoa học về lý luận và thực tiễn.

2.2. Nhiệm vụ nghiên cứu:

- *Về mặt lý luận:* Làm rõ lý luận về thị trường TPCP và phát triển thị trường TPCP, nghiên cứu các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP; Kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường TPCP và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam.

- *Về mặt thực tiễn*: Phân tích đánh giá thực trạng phát triển thị trường TPCP của Việt Nam, kết hợp với các nghiên cứu phân tích định tính và định lượng về các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP tại thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp; từ đó chỉ ra được những kết quả cũng như những hạn chế và nguyên nhân của thị trường TPCP Việt Nam tập trung vào giai đoạn 2011-2017. Dựa trên bối cảnh, quan điểm định hướng và mục tiêu phát triển thị trường TPCP, đề xuất hệ thống giải pháp và lộ trình phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030.

- *Để đạt được mục tiêu nghiên cứu và nhiệm vụ nghiên cứu của luận án sẽ tập trung vào trả lời các câu hỏi nghiên cứu sau*:

- (i) Xây dựng khung lý luận về thị trường TPCP và phát triển thị trường TPCP?
- (ii) Xác định các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP?
- (iv) Nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường TPCP và rút ra những bài học nào cho Việt Nam?
- (v) Phân tích thực trạng phát triển thị trường TPCP Việt Nam và đánh giá các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP Việt Nam?
- (vi) Cần có những giải pháp nào để phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030?

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu Luận án

Đối tượng nghiên cứu của Luận án là thị trường TPCP ở Việt Nam, bao gồm: hệ thống khuôn khổ pháp lý tác động đến sự phát triển của thị trường, cấu trúc và quy mô thị trường, hoạt động phát hành TPCP trên thị trường sơ cấp, hoạt động giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp, cơ sở nhà đầu tư, các định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường. Ngoài ra, Luận án nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế để bổ sung cơ sở lý luận và thực trạng khi đưa ra các giải pháp phát triển thị trường.

Phạm vi về nội dung: Luận án nghiên cứu phát triển thị trường TPCP. Xác định các nhân tố ảnh hưởng đến sự phát triển thị trường TPCP, trên cơ sở đó phân tích thực trạng phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam để đề xuất giải pháp.

Phạm vi về không gian và thời gian: Nghiên cứu và đề xuất giải pháp phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam. Luận án tập trung phân tích số liệu thực trạng phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam giai đoạn 2011-2017, đề xuất hệ thống giải pháp và kiến nghị phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030.

4. Những đóng góp mới của Luận án

Luận án hệ thống hóa và phân tích góp phần phát triển phong phú thêm những lý luận cơ bản về thị trường TPCP và phát triển thị trường TPCP.

Luận án tổng kết kinh nghiệm phát triển thị trường TPCP của một số quốc gia điển hình trên thế giới như Anh, Nhật, Đức, Hàn Quốc là những nước có nền kinh tế lớn, TTTC và TTTP phát triển và ảnh hưởng đến nền kinh tế toàn cầu; rút ra một số bài học có giá trị tham khảo cho Việt Nam.

Luận án đã phân tích làm rõ thực trạng phát triển thị trường TPCP của Việt Nam. Trên cơ sở đó luận án đã đánh giá những kết quả đạt được và chỉ ra những hạn chế cũng như các nguyên nhân hạn

ché đó. Bằng việc sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng luận án đã đánh giá mức độ tác động của các nhân tố đến sự phát triển thị trường TPCP trong giai đoạn 2011-2017. Trong đó nhân tố đa dạng hóa sản phẩm có tác động mạnh nhất, tiếp theo là nhà đầu tư trên thị trường, khuôn khổ pháp lý, minh bạch thông tin, định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường. Cuối cùng là hạ tầng công nghệ không ảnh hưởng tới phát triển thị trường TPCP.

Từ đó, luận án đề xuất hai nhóm giải pháp lớn với nhiều giải pháp cụ thể và các điều kiện phát triển thị trường. Đồng thời đưa ra lộ trình thực hiện các giải pháp phát triển thị trường TPCP đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030. Các giải pháp đề xuất có tính hệ thống, cơ sở khoa học lý luận và thực tiễn.

5. Kết cấu của Luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục chữ viết tắt, danh mục các bảng, hình vẽ, biểu đồ, tài liệu tham khảo và các phụ lục, nội dung chính của luận án được kết cấu gồm 4 chương:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ

Chương 3: Thực trạng phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam

Chương 4: Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1.1.1. Tình hình nghiên cứu ở trong nước

Những nghiên cứu dưới dạng luận án tiến sĩ: Luận án đề cập đến 3 luận án tiến sĩ liên quan đến phát triển thị trường TPCP, 1 luận án phát triển thị trường vốn, 1 luận án phát triển hoạt động đầu tư kinh doanh trái phiếu của NHTM, 2 luận án phát triển thị trường TPDN.

Những nghiên cứu dưới dạng, đề tài nghiên cứu khoa học: Luận án còn đề cập đến 16 đề tài NCKH có liên quan về thị trường TPCP.

Những nghiên cứu dưới dạng bài báo khoa học: Luận án đề cập đến 12 bài báo khoa học liên quan đến phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam.

1.1.2. Tình hình nghiên cứu ở ngoài nước

Luận án đề cập đến 5 công trình nghiên cứu ngoài nước có liên quan đến thị trường trái phiếu và thị trường TPCP.

1.1.3. Đánh giá tổng quan các công trình nghiên cứu có liên quan và khoảng trống cho nghiên cứu của luận án.

Thông qua các công trình nghiên cứu liên quan đến luận án đã được các nhà khoa học làm sáng tỏ và tác giả rút ra những vấn đề cần được kế thừa là cơ sở để tác giả xây dựng cơ sở lý luận, vận dụng lý luận vào nghiên cứu thực tiễn và đề xuất các giải pháp nhằm phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030. Đồng thời khẳng định luận án không trùng lặp với các công trình nghiên cứu trước đây.

1.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nhằm thực hiện mục tiêu nghiên cứu đã đề ra, luận án sử dụng phương pháp hỗn hợp kết hợp cả định tính và định lượng. Trong đó, phương pháp định tính dựa trên phỏng vấn các chuyên gia để xây dựng các thông tin xây dựng các nhân tố giả thuyết giúp phát triển thị trường TPCP. Tiếp theo, phương pháp định lượng được sử dụng nhằm kiểm tra lại các giả thuyết có được từ nghiên cứu định tính.

- Về phương pháp luận: Khi giải quyết các vấn đề cụ thể, luận án sử dụng tổng hợp các phương pháp nghiên cứu phân tích - tổng hợp, thống kê và so sánh.

- Phương pháp thu thập dữ liệu, thông tin:

- + Dữ liệu sơ cấp: Dữ liệu phục vụ cho việc phân tích, đánh giá được thu thập thông qua việc phỏng vấn chuyên gia về lĩnh vực tài chính, tiền tệ, chứng khoán bằng phiếu khảo sát thu thập thông tin được thiết kế dưới dạng một bảng câu hỏi liên quan đến nội dung nghiên cứu.

- + Dữ liệu thứ cấp: các văn bản chế độ ngành tài chính, hệ thống KBNN, tài liệu hội thảo và đào tạo, báo cáo tổng kết; nguồn số liệu được tổng hợp từ BTC, KBNN, UBCKNN, Sở GDCK Hà Nội liên quan đến thị trường TPCP,... còn lại tác giả sử dụng số liệu lấy từ các website và tạp chí khoa học của ngành tài chính, IMF, WB, ADB,... đảm bảo độ tin cậy và phù hợp với phương pháp luận mà luận án nghiên cứu.

- Phương pháp xử lý số liệu:

- + Đối với dữ liệu sơ cấp: xử lý bằng phần mềm SPSS.

- + Đối với dữ liệu thứ cấp: luận án sử dụng phương pháp thống kê, phân tích, so sánh đối chiếu, mô hình hóa (sơ đồ, bảng biểu) các nguồn số liệu, dữ liệu thu thập được trong quá trình nghiên cứu.

Kết luận Chương 1

Chương 1, thông qua khảo sát các kết quả nghiên cứu trong nước và quốc tế trong thời gian qua về phát triển thị trường TPCP, tác giả đã tổng kết giá trị khoa học, thực tiễn được kế thừa từ các công trình nghiên cứu đó và tìm ra khoảng trống để đi sâu nghiên cứu trong đề tài luận án của mình. Việc nghiên cứu phát triển thị trường TPCP cần thiết trong môi trường kinh tế ở Việt Nam. Các mục tiêu chính sẽ được thực hiện trong luận án: (1) Xây dựng khung lý luận về thị trường TPCP và phát triển thị trường TPCP; (2) Xác định các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP; (3) Nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường TPCP và rút ra những bài học nào cho Việt Nam; (4) Phân tích thực trạng phát triển thị trường TPCP Việt Nam và đánh giá các nhân tố tác động đến sự phát triển của thị trường TPCP Việt Nam; (5) Các giải pháp nào để phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2030.

Trên cơ sở đó, tác giả đưa ra phương pháp nghiên cứu trong luận án. Các phương pháp chủ yếu dựa trên nghiên cứu định tính để tìm ra các nhân tố giả thuyết tác động tới phát triển thị trường TPCP (cả thị trường sơ cấp và thứ cấp). Đồng thời nghiên cứu sử dụng nghiên cứu định lượng với các kỹ thuật phân tích thống kê mô tả, kiểm định sự tin cậy của nhân tố, phân tích nhân tố EFA để khám

phá ra các nhân tố với dữ liệu của tác giả. Với các nhân tố có tác động tới phát triển thị trường TPCP, sử dụng hệ số beta chuẩn hóa để tìm ra nhân tố nào có tác động mạnh nhất và yếu nhất tới phát triển thị trường TPCP. Cuối cùng tác giả sẽ dùng phân tích hồi quy để tìm ra yếu tố có tác động thực sự tới phát triển thị trường TPCP.

CHƯƠNG 2: LÝ LUẬN VỀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

2.1. THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

2.1.1. Trái phiếu Chính phủ

Khái niệm: TPCP là một loại chứng khoán nợ, do Chính phủ phát hành, có thời hạn, có mệnh giá, có lãi, xác nhận nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ đối với người sở hữu trái phiếu.

Luận án đưa ra các yếu tố cơ bản của TPCP, xác định giá trị và tỷ suất sinh lời của TPCP, đường cong lãi suất chuẩn của TPCP.

Luận án đưa ra 4 đặc điểm của TPCP: *Thứ nhất* là loại trái phiếu có uy tín và an toàn nhất trên thị trường do Chính phủ là nhà phát hành có hệ số tín nhiệm cao nhất. *Thứ hai*, tính sinh lời thấp. *Thứ ba*, tính rủi ro thấp vì nguồn vốn thanh toán TPCP khi đến hạn được đảm bảo bằng nguồn NSNN. *Thứ tư*, tính thanh khoản cao.

Phân loại trái phiếu Chính phủ: Luận án đưa ra 6 cách phân loại TPCP theo đồng tiền phát hành kỳ hạn và mục đích phát hành, lợi tức trái phiếu, hình thức trái phiếu, hình thức sử dụng vốn hình thức biểu hiện.

Luận án đưa ra 4 vai trò của TPCP: TPCP là công cụ để Chính phủ quản lý nền kinh tế. TPCP là công cụ đầu tư của công chúng. TPCP làm chuẩn mực cho các công cụ nợ. TPCP cung cấp hàng hóa quan trọng cho TTTC và tham gia điều tiết chính sách tiền tệ quốc gia.

2.1.2. Thị trường trái phiếu Chính phủ

2.1.2.1. Khái niệm và đặc điểm về thị trường trái phiếu Chính phủ

Khái niệm: Thị trường TPCP là một bộ phận của TTTC, là nơi diễn ra các hoạt động phát hành, niêm yết, giao dịch, mua, bán các loại TPCP. TPCP có kỳ hạn nếu đáp ứng đủ các điều kiện kỹ thuật theo quy định của Sở GDCK thì được niêm yết, giao dịch trên TTCK. Thị trường TPCP là một thị trường hoạt động có tổ chức, là kênh huy động vốn cho Chính phủ. Thị trường TPCP là nơi thực hiện các hoạt động phát hành, giao dịch mua bán các trái phiếu do Chính phủ phát hành.

Đặc điểm thị trường trái phiếu Chính phủ: *Thứ nhất*, TTTP là nơi mua bán, trao đổi, giao dịch các công cụ nợ trung và dài hạn, bao gồm TPCP, TPCQĐP và TPDN. Các trái phiếu này được tổ chức phát hành đảm bảo thanh toán, do vậy có độ an toàn cao, đặc biệt là TPCP. *Thứ hai*, quy mô của TTTP rất lớn. *Thứ ba*, thành viên tham gia thị trường chủ yếu là trung gian tài chính, thường được giao dịch theo phương thức thoả thuận, với cách thức và thời gian thanh toán linh hoạt.

2.1.2.2. Phân loại thị trường trái phiếu Chính phủ

Phân loại theo quá trình luân chuyển vốn có thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp; thị trường sơ cấp là thị trường thực hiện việc phát hành mới các loại TPCP, khác với thị trường thứ cấp là nơi

mua, bán các loại trái phiếu đã phát hành trước đó; thị trường thứ cấp là nơi giao dịch các loại TPCP đã được phát hành trên thị trường sơ cấp. Phân loại theo hình thức tổ chức thị trường có thị trường tập trung và thị trường phi tập trung (Over The Counter Market – OTC). Phân loại theo hình thức giao dịch có thị trường giao ngay và thị trường kỳ hạn.

2.1.2.3. Vai trò của thị trường trái phiếu Chính phủ trong phát triển kinh tế

Luận án trình bày vai trò của thị trường TPCP trong phát triển kinh tế thể hiện ở các khía cạnh như đối với sự phát triển chung của nền kinh tế, đối với chủ thể phát hành trái phiếu, đối với thị trường vốn.

2.1.2.4. Các chủ thể tham gia thị trường trái phiếu Chính phủ

Các chủ thể tham gia thị trường TPCP gồm chủ thể phát hành; chủ thể quản lý thị trường; hệ thống các nhà đầu tư; tổ chức tài chính trung gian và dịch vụ thị trường; tổ chức lưu hành và thanh toán bù trừ; cơ quan thực hiện chức năng tổ chức thị trường.

2.1.2.5. Hoạt động của thị trường trái phiếu Chính phủ

Có hoạt động phát hành và hoạt động giao dịch TPCP trên thị trường.

2.2. PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

2.2.1. Khái niệm, yêu cầu, lợi ích và điều kiện phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ

Khái niệm: Phát triển TTTP nói chung và thị trường TPCP nói riêng là sự thay đổi các yếu tố của thị trường cả về định lượng và định tính theo hướng tích cực nhằm thực hiện ngày càng tốt hơn vai trò của TTTP và thị trường TPCP.

Yêu cầu đối với phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ: Đáp ứng nhu cầu về vốn của Chính phủ; thực hiện chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ; thúc đẩy phát triển thị trường vốn và thị trường chứng khoán; thị trường nợ chuẩn để các thị trường khác tham chiếu.

Lợi ích phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ

Một số quốc gia vẫn phát hành TPCP mặc dù có thặng dư ngân sách, với mục tiêu: (i) cung cấp ĐCLS chuẩn cho thị trường nợ; (ii) hỗ trợ hoạt động quản lý thanh khoản của NHTW; (iii) cung cấp giải pháp thay thế đầu tư với ít hoặc không có rủi ro cho nhà đầu tư; (iv) duy trì và phát triển thị trường tài chính hiệu quả; và (v) cung cấp cơ sở hạ tầng thị trường thông qua một hệ thống thanh toán và một khuôn khổ pháp lý hoàn chỉnh.

Một bộ chỉ số để phát triển thị trường TPCP: (i) Đối với các biến kinh tế vĩ mô có tăng trưởng GDP và lạm phát; số dư tài chính và nợ công trên GDP; tài khoản vãng lai và mức độ biến động của dòng vốn; tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình đối với GDP. (ii) Đối với cơ cấu thị trường có thống kê chứng khoán nợ; đường cong lợi tức và cấu trúc của các công cụ đo điểm chuẩn; phát triển hiện thống cơ sở chủ đầu tư; (iv) nắm giữ TPCP của nước ngoài; (v) các loại công cụ thu nhập cố định; và (vi) thị trường phái sinh và các loại dụng cụ bảo hiểm rủi ro. (iii) Đối với tình thanh khoản thị trường có khối lượng các công cụ đo điểm chuẩn; quy mô giao dịch và tỷ lệ thanh khoản.

Điều kiện phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ

Đối với môi trường kinh tế vĩ mô đó là ổn định kinh tế vĩ mô, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý ổn định và có tính dự báo, sự phát triển thị trường tài chính. Đối với môi trường kinh tế vi mô đó là hoàn thiện mô hình tổ chức thị trường TPCP, tiềm lực vốn của các nhà đầu tư và sự phát triển của các định chế tài chính trung gian, cơ sở hạ tầng và hệ thống thanh toán, lưu ký trái phiếu, hệ thống tổ chức đánh giá hệ số tín nhiệm trái phiếu.

1.2.3. Các tiêu chí đánh giá phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ

Trên cơ sở các nghiên cứu, Luận án đưa ra 6 tiêu chí đánh giá phát triển thị trường TPCP đó là: hoàn thiện khuôn khổ pháp lý đồng bộ, phù hợp với điều kiện kinh tế, chính trị, xã hội của đất nước và thông lệ quốc tế; phát triển hệ thống nhà đầu tư trái phiếu; , hoàn thiện cấu trúc thị trường TPCP; chất lượng và sự đa dạng về hàng hóa trên thị trường TPCP; phát triển định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường; hoàn thiện cơ sở hạ tầng công nghệ phục vụ thị trường.

2.2.2. Các nhân tố tác động đến sự phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ

Luận án trình bày 7 nhân tố tác động đến sự phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ đó là: khuôn khổ pháp lý, hệ thống nhà đầu tư, định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường, cơ sở hạ tầng thị trường, minh bạch thông tin thị trường, sản phẩm trên thị trường, hoạt động phát hành trên thị trường sơ cấp và hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp.

2.3. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ VÀ BÀI HỌC ĐỐI VỚI VIỆT NAM

2.3.1. Kinh nghiệm quốc tế phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ

Thị trường TPCP đã phát triển ở nhiều nước trên thế giới, qua khảo sát kinh nghiệm quốc tế, Luận án nghiên cứu kinh nghiệm phát triển thị trường TPCP Anh quốc là một trong những thị trường phát triển nhất trên thế giới và đứng đầu Châu Âu, thị trường TPCP Nhật Bản là thị trường phát triển số một Châu Á. Bên cạnh đó, Luận án trình bày kinh nghiệm phát triển thị trường TPCP của CHLB Đức và thị trường TPCP Hàn Quốc là những nước đã tư vấn và cung cấp hệ thống giao dịch cho thị trường TPCP Việt Nam thời gian qua. Luận án sẽ trình bày kinh nghiệm phát triển thị trường TPCP Anh quốc, Nhật Bản, Cộng hòa Liên bang Đức và Hàn Quốc.

2.3.2. Một số bài học kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ rút ra cho Việt Nam

Luận án rút ra 6 bài học kinh nghiệm cho phát triển thị trường TPCP Việt Nam: *Thứ nhất*, duy trì và ổn định kinh tế vĩ mô; *Thứ hai*, xây dựng khuôn khổ pháp lý đồng bộ; *Thứ ba*, chuẩn hóa hoạt động phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường sơ cấp; *Thứ tư*, hoàn thiện các nghiệp vụ giao dịch trái phiếu Chính phủ trên thị trường thứ cấp; *Thứ năm*, phát triển hệ thống nhà đầu tư định chế; *Thứ sáu*, phát triển các định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường

Kết luận Chương 2

Với mục tiêu xây dựng khung lý thuyết cho việc nghiên cứu đề tài luận án, trong chương này tác giả đã làm sáng tỏ các vấn đề lý luận liên quan đến đề tài luận án như sau:

Thứ nhất, Lý luận cơ bản về TPCP và thị trường TPCP, phân loại và vai trò của thị trường TPCP trong phát triển kinh tế, các chủ thể tham gia thị trường TPCP và các hoạt động cơ bản trên thị trường TPCP. Lý luận về phát triển thị trường TPCP, yêu cầu, lợi ích và điều kiện phát triển thị trường TPCP.

Thứ hai, Xác định các nhân tố tác động đến sự phát triển thị trường TPCP, tiêu chí đánh giá sự phát triển thị trường TPCP. Đây là những vấn đề cơ sở lý luận cốt lõi là khung lý thuyết để tác giả làm cơ sở tiền đề để tác giả đi sâu phân tích thực trạng phát triển thị trường TPCP Việt Nam, đánh giá kết quả đạt được, hạn chế và nguyên nhân của những hạn chế trên thị trường TPCP Việt Nam.

Thứ ba, Tìm hiểu kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường TPCP tại một số thị trường TPCP phát triển điển hình tại Châu Âu và Châu Á, trên cơ sở đó rút ra sáu bài học kinh nghiệm có giá trị thực tiễn cho Việt Nam.

CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

3.1. BỐI CẢNH KINH TẾ QUỐC TẾ VÀ TRONG NƯỚC

Luận án trình bày tổng quan bối cảnh kinh tế quốc tế và trong nước.

3.2. THỰC TRẠNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

3.2.1. Tổng quan về sự phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam

Thị trường TPCP bắt đầu hình thành từ những năm 1990 khi Chính phủ phát hành công trái xây dựng tổ quốc. Đầu những năm 2000, đối tượng mua TPCP đa dạng hơn, tuy nhiên chủ yếu là các NHTM, hình thức tổ chức phát hành chưa đa dạng, chủ yếu là bảo lãnh và bán lẻ, tổ chức đấu thầu hạn chế. Năm 2009 khi triển khai đấu thầu tại Sở GDCK Hà nội, thị trường bắt đầu phát triển mạnh.

Thị trường TPCP phát triển là kênh huy động vốn hiệu quả cho NSNN và là thị trường chuẩn cho TTTC. Sự thiếu vắng thị trường TPCP làm giảm khả năng huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế và không tạo ra các cơ hội đầu tư cho tầng lớp dân cư. Trước yêu cầu của phát kinh tế, đặc biệt là phát triển hệ thống tài chính đòi hỏi cần phải có một thị trường vốn để huy động vốn dài hạn cho đầu tư phát triển kinh tế. Dù các loại TPCP đang lưu hành với khối lượng khá lớn, nhưng chủ yếu là tín phiếu và trái phiếu kho bạc ngắn hạn; do phát hành bán lẻ nên các loại trái phiếu kho bạc chưa có đủ điều kiện cần thiết để được niêm yết trên thị trường giao dịch tập trung. Thực trạng này, đòi hỏi Chính phủ phải phát hành các loại trái phiếu với khối lượng lớn, có kỳ hạn dài hơn và phải được phép niêm yết và giao dịch trên Sở GDCK. Chính phủ còn đứng ra đảm bảo cho Quỹ hỗ trợ phát triển phát hành trái phiếu để bổ sung nguồn vốn cho vay tài trợ.

Thị trường TPCP Việt Nam đã phát triển mạnh mẽ trong giai đoạn 2011-2017, cả về quy mô, giá trị, chất lượng với tốc độ tăng trưởng bình quân 33%/năm, được đánh giá có mức tăng trưởng dẫn đầu các nền kinh tế mới nổi tại khu vực Đông Nam Á và ASEAN+3.

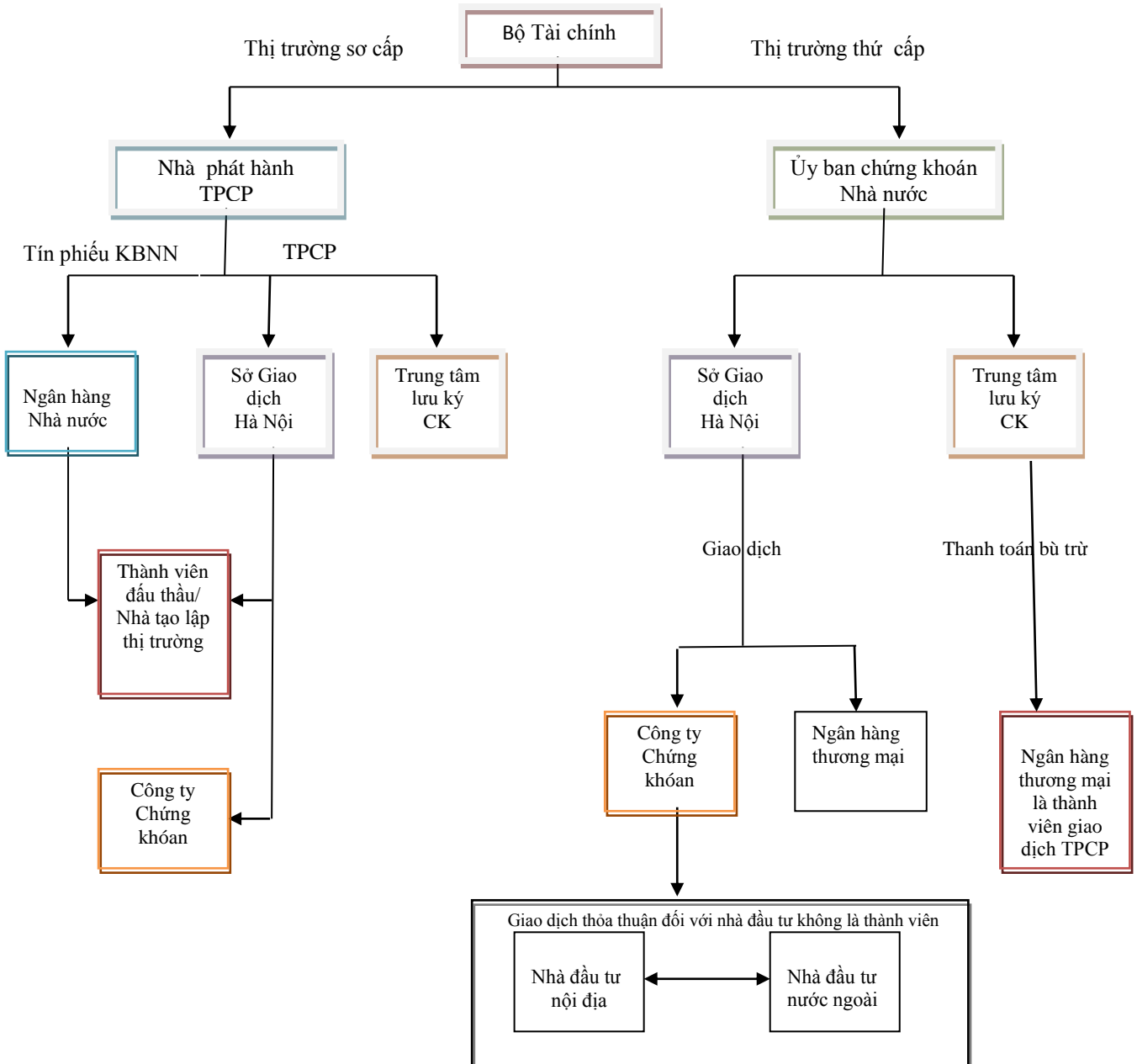
Quy mô TTTP đã tăng từ mức 19% GDP và dư nợ TPCP chỉ chiếm khoảng trên 9% GDP năm 2011, đến năm 2014 là 14,32% GDP, năm 2015 tỷ trọng dư nợ TTTP/GDP đạt 24,13%, trong đó dư

nợ thị trường TPCP đạt 16,19% GDP, năm 2016 đạt 27,33% GDP, năm 2017 đạt 27,59% GDP tương đương 1.3723.139 tỷ đồng và tăng khoảng 6,6 lần so với năm 2011 là 206.740 tỷ đồng.

Một điểm đáng chú ý trong công tác phát hành TPCP những năm gần đây tại Việt Nam là về cơ cấu kỳ hạn của trái phiếu. Trước đây, trái phiếu có kỳ hạn ngắn (2-3 năm) lại chiếm tỷ trọng lớn hơn. Việc nhà đầu tư trên thị trường tập trung vào trái phiếu có kỳ hạn ngắn là do lo ngại sự thiếu ổn định của nền kinh tế trong dài hạn, hoặc cũng có thể các NHTM chỉ coi kênh đầu tư này là tạm thời, trong khi chờ thị trường tín dụng hồi phục. Bên cạnh đó, mức lãi suất trúng thầu khá hấp dẫn (so với độ rủi ro) tại TPCP kỳ hạn ngắn cũng góp phần thu hút các NHTM tham gia vào TTTP.

Nhằm thực hiện mục tiêu kéo dài kỳ hạn vay qua phát hành TPCP trong nước thì cơ cấu kỳ hạn TPCP được phát hành qua Sở GDCK Hà Nội đã từng bước chuyển dịch từ kỳ hạn ngắn sang kỳ hạn trung và dài (5-15 năm). Tần suất phát hành trái phiếu có kỳ hạn 10-15 năm được tăng cường, đặc biệt năm 2017 tiến hành điều chỉnh kế hoạch phát hành lần 2 theo hướng giảm bớt khối lượng huy động ở kỳ hạn ngắn (2-3 năm) và tăng khối lượng huy động cho 3 kỳ hạn 5-10-15 năm, kỳ hạn phát hành trái phiếu dài hạn loại 15 năm đã tăng 40% so với năm 2016.

Hình 3.3. Cấu trúc thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam



3.2.2. Thực trạng phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam

3.2.2.1. Khuôn khổ pháp lý phát triển thị trường Trái phiếu Chính phủ

Các văn bản pháp lý về phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam:

Luật Nợ công số 20/2017/QH14 ngày 20/11/2017 quy định việc vay vốn, sử dụng vốn vay và công khai minh bạch trong việc huy động, phân bổ, sử dụng vốn vay, trả nợ và quản lý nợ công. Luật NSNN số 83/2015/QH13 ngày 25/6/2015 quy định về chấp hành, kiểm toán, quyết toán ngân sách nhà nước; nhiệm vụ, quyền hạn của các cơ quan, đơn vị, cá nhân trong lĩnh vực NSNN bao gồm công tác vay nợ của Chính phủ. Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11 của Quốc hội ngày 26/6/2006 quy định về hoạt động chào bán chứng khoán, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, dịch vụ về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Luật của các TCTD số 17/2017/QH12 ngày 20/11/2017 quy định tỷ lệ mua, đầu tư trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh.

Quyết định số 261/QĐ-BTC ngày 01/02/2013 của Bộ trưởng BTC ban hành lộ trình phát triển TTTP đến năm 2020, qua quá trình thực hiện đã định hướng mục tiêu, giải pháp để phát triển TTTP, tạo dựng niềm tin cho các nhà đầu tư tham gia đầu tư trên thị trường. Quyết định số 1191/QĐ-TTg ngày 14/8/2017 về việc phê duyệt lộ trình phát triển TTTP giai đoạn 2017-2020, tầm nhìn đến năm 2030 đã được ban hành, nhằm ràng buộc trách nhiệm của các Bộ, ban ngành liên quan hướng đến các chỉ tiêu phát triển thị trường cụ thể, qua đó nâng cao vai trò của thị trường TPCP, hướng tới các chuẩn mực tốt của thế giới. Song song với đó là Quyết định số 2035/QĐ-TTg ngày 6/2/2017 phê duyệt đề án tái cơ cấu nợ trong nước của Chính phủ giai đoạn 2017-2021.

Nghị định số 95/2018/NĐ-CP ngày 30/6/2018 về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ nhằm phát triển thị trường TPCP theo hướng ổn định, cấu trúc hoàn chỉnh, mở rộng cơ sở nhà đầu tư, tăng quy mô và chất lượng hoạt động, đảm bảo là kênh huy động vốn an toàn, hiệu quả cho NSNN, làm nền tảng cho sự phát triển của TTTP. Cải tiến quy trình phát hành đối với phương thức bảo lãnh và riêng lẻ theo thông lệ quốc tế.

Trên thị trường TPCP, các cơ chế chính sách để phát triển các định chế tài chính trung gian cũng như nâng cao hiệu quả của công tác quản lý ngân quỹ nhà nước. Nghị định số 88/2014/NĐ-CP ngày 26/9/2014 của Chính phủ quy định về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm; Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 1/9/2015 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung Nghị định 58/2012/NĐ-CP hướng dẫn một số điều của Luật Chứng khoán; Nghị định số 88/2016/NĐ-CP ngày 1/7/2016 của Chính phủ về chương trình lưu trữ bổ sung tự nguyện,... đồng thời, các Thông tư hướng dẫn theo hướng đổi mới về phương thức và quy trình phát hành nhằm thúc đẩy và quy trình phát hành nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho Chính phủ, các ngân hàng chính sách và chính quyền địa phương huy động vốn, trong đó chú trọng phát triển thị trường TPCP trở thành thị trường then chốt để phát triển TTTP.

Nghị định số 60/2015/NĐ-CP ngày 26/6/2017 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung Nghị định 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính phủ hướng dẫn một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán theo hướng không hạn chế đầu tư vào trái phiếu

của NĐTNN, đồng thời đẩy mạnh đơn giản hóa quy trình và thủ tục đầu tư cho NĐTNN khi tham gia đầu tư trên thị trường vốn, TTTP.

Bên cạnh đó, các thông tư hướng dẫn của BTC quy định chi tiết về quy trình thực hiện, trách nhiệm và quyền hạn của các đơn vị trong công tác phát hành TPCP. Nhằm định hướng phát triển, mục tiêu cụ thể của thị trường TPCP, đồng thời có hệ thống các giải pháp từ khung khổ pháp lý, phát triển thị trường sơ cấp, thứ cấp, đa dạng hóa các nhà đầu tư, các định chế trung gian và dịch vụ thị trường.

3.2.2.2. Thực trạng phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường sơ cấp

a) Phương thức và chủ thể phát hành trái phiếu chính phủ

TPCP được phát hành theo 4 phương thức đấu thầu trái phiếu, bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành và bán lẻ trái phiếu. Từ năm 2011 trở đi, KBNN là đơn vị duy nhất phát hành TPCP.

b) Sản phẩm Trái phiếu Chính phủ trên thị trường

Theo đồng tiền phát hành

Theo kỳ hạn phát hành và hình thức trả gốc, lãi trái phiếu

c) Chất lượng của Trái phiếu Chính phủ

- Kỳ hạn phát hành

Cơ cấu kỳ hạn TPCP phát hành đã có sự cải thiện qua từng năm, phát hành đa dạng hóa kỳ hạn từ dưới 1 năm đến 30 năm, đặc biệt là trong giai đoạn 2013 đến nay. Giai đoạn từ năm 2013 trở về trước, TPCP chủ yếu được phát hành ở các kỳ hạn ngắn từ 5 năm trở xuống, gây sức ép trả nợ cho NSNN trong ngắn hạn. Đặc biệt giai đoạn 2013-2016, tăng danh mục đầu tư cho thị trường; việc triển khai phát hành trái phiếu kỳ hạn dài 15 năm, 20 năm và 30 năm đã đáp ứng được tốt hơn nhu cầu của các quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm, giúp kéo dài kỳ hạn vay trung bình của cả danh mục nợ TPCP. Theo đó, kỳ hạn phát hành bình quân TPCP năm 2015 đạt 6,98 năm tăng 2,14 năm so với mức 4,84 năm của năm 2014, năm 2016 đạt 8,71 năm, năm 2017 đạt kỷ lục 12,74 năm, tăng so với mức 4,1 năm của năm 2011 và tăng 8,83 năm so với mức 3,91 năm của năm 2011.

- Lãi suất huy động

Lãi suất phát hành TPCP có xu hướng giảm mạnh trong giai đoạn 2011-2017. Năm 2017, lãi suất phát hành TPCP bình quân đạt 5,98% và bằng một nửa so với lãi suất phát hành bình quân năm 2011 là 12,01%.

- Về khối lượng phát hành: Giai đoạn 2011-2017, khối lượng trái phiếu phát hành trên thị trường có bước tăng trưởng rõ rệt. Theo đó, khối lượng phát hành trên thị trường TPCP năm 2017 đạt 244.221 tỷ đồng, tăng 3 lần so với năm 2011.

- Về quy mô thị trường: Quy mô thị trường liên tục tăng trưởng từ 8,16% năm 2011 và đạt 27,59% GDP năm 2017, dư nợ thị trường TPCP đạt 1.372.139 tỷ đồng tăng 6,6 lần so với năm 2011 đạt 206.740 tỷ đồng.

3.2.2.3. Thực trạng giao dịch trái phiếu Chính phủ trên thị trường thứ cấp

Quy mô và cấu trúc thị trường thị trường thứ cấp cũng phát triển thể hiện qua khối lượng giao dịch bình quân phiên tăng, tuy nhiên còn hạn chế là đối tượng giao dịch chủ yếu là các NHTM, do vậy

bị ảnh hưởng bởi thị trường tiền tệ, chưa có nhà tạo lập thị trường trên thị trường thứ cấp theo thông lệ quốc tế.

Kết quả giao dịch: Quy mô giao dịch trên thị trường tăng trưởng mạnh mẽ qua các năm, năm 2017 tổng giá trị giao dịch đạt 2.249.964 tỷ đồng, tăng 24,6 lần so với cuối năm 2009. Giá trị giao dịch bình quân phiên tăng từ mức 366 tỷ/phiên năm 2009, 1.000-1.200 tỷ đồng/phiên năm 2012, lên mức 1,668 tỷ/phiên năm 2013, đạt 3,642 tỷ/phiên trong năm 2014, và lên mức 9.214 tỷ đồng/phiên năm 2017, bằng 0,67% dư nợ TPCP, tăng 40% so với năm 2016 và gần gấp đôi so với mức thanh khoản trên toàn thị trường cổ phiếu. Giá trị vốn hoá thị trường đạt 997,5 nghìn tỷ đồng, tương đương 22% GDP và tăng 7,2% so với năm 2016. Thị trường ghi nhận sự bùng nổ về giá trị giao dịch với 50/250 phiên (20%) có giá trị giao dịch trên 10.000 tỷ đồng/phiên, trong đó có phiên giao dịch kỷ lục đạt trên 16.000 tỷ đồng/phiên vào ngày 26/9/2017.

Giao dịch Repos: Cùng với quy mô giao dịch của thị trường ngày càng tăng, tỷ trọng giao dịch Repo cũng có xu hướng tăng. Từ năm 2015, tỷ trọng giao dịch Repo đã tăng chiếm hơn 30% giá trị giao dịch toàn thị trường. Đặc biệt hai năm 2016-2017, điểm sáng trên thị trường TPCP là tỷ trọng giao dịch Repos tiếp tục tăng lên đáng kể, chiếm 49,2% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường, cao hơn 11,4% so với năm 2016.

Lợi suất giao dịch trên thị trường thứ cấp cho thấy kể từ năm 2012 đến năm 2014, lãi suất nhìn chung có xu hướng giảm. Lãi suất trái phiếu KBNN kỳ hạn 5 năm giảm mạnh từ mức 9% kể từ đầu năm 2013 xuống mức đáy 4.8% vào năm 2014. Trong năm 2015, lợi suất giao dịch có xu hướng tăng, các kỳ hạn 2 năm, 3 năm và 5 năm tăng từ 30-50 điểm cơ bản so với đầu năm 2015. Tuy nhiên, xu hướng giảm lãi suất lại tiếp tục trong các năm 2016-2017. Trong đó, năm 2017 có mức giảm mạnh hơn năm 2016. Đến năm 2017, lợi suất giao dịch đang ở mức thấp nhất kể từ năm 2017 trở lại đây. Lợi suất giao dịch kỳ hạn 2 năm, 3 năm và 5 năm đang dừng ở mức 3,36%, 3,64% và 4,22%.

Giao dịch của NĐTNN: Năm 2016-2017, giá trị giao dịch của NĐTNN tăng nhẹ so với năm 2015, tuy nhiên nếu xét về tỷ trọng thì thị phần của NĐTNN vẫn tiếp tục giảm xuống 6,9% năm 2016 và 5,9% năm 2017. Tuy nhiên, năm 2016 đến nay, NĐTNN có xu hướng mua ròng, với giá trị mua ròng của năm 2016 là 12.689 tỷ đồng, và giá trị mua ròng của năm 2017 là 20.565 tỷ đồng. NĐTNN chủ yếu tham gia giao dịch Outright. Tỷ trọng giao dịch Repo của NĐTNN chỉ chiếm từ 2%-4% giá trị giao dịch Repo toàn thị trường trong giai đoạn 2009-2014. Trong những năm gần đây, tỷ trọng giao dịch Repo của NĐTNN thậm chí giảm xuống còn chưa đến 1% giá trị giao dịch Repo toàn thị trường. Nếu tính chung cả giao dịch Repo, thì tỷ trọng giao dịch của NĐTNN trong năm 2017 chỉ là 3,1% trên tổng giá trị giao dịch toàn thị trường, mua ròng 17,9 nghìn tỷ đồng, tăng 5,2 nghìn tỷ đồng (41%) so với năm 2016, tổng giá trị giao dịch đạt 133,2 nghìn tỷ đồng, giảm 4,6% so với năm 2016. Cuối năm 2017, đầu năm 2018 NĐTNN chuyển sang trạng thái bán ròng sau 3 năm liên tục mua ròng liên tiếp, kỳ hạn giao dịch chủ yếu là dưới 5 năm đạt tỷ trọng trên 80%.

3.2.2.4. Thực trạng hệ thống nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu Chính phủ

Cơ cấu nhà đầu tư trên thị trường TPCP có sự thay đổi tích cực theo hướng tăng tỷ trọng tham

gia của các nhà đầu tư dài hạn như các công ty bảo hiểm, BHXH, các quỹ đầu tư, giảm dần tỷ lệ nắm giữ của các NHTM. Năm 2017, các NHTM nắm giữ khoảng 52,4% khối lượng TPCP, giảm 29% so với mức 78,1% cuối năm 2015, giảm mạnh so với mức 97% trước năm 2011; các nhà đầu tư dài hạn khác nắm giữ khoảng 47,6% khối lượng TPCP (bao gồm BHXH, các doanh nghiệp bảo hiểm, quỹ đầu tư), bằng việc thực hiện đề án chuyển đổi các khoản vay của BHXH Việt Nam dưới hình thức hợp đồng vay sang hình thức TPCP, tỷ lệ sở hữu trái phiếu của nhà đầu tư có sự chuyển dịch đáng kể.

Bên cạnh hệ thống nhà đầu tư là các NHTM, còn có các tổ chức tín dụng, các tổ chức bảo hiểm, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, Nhà đầu tư khác.

3.2.2.5. Hệ thống định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường trái phiếu Chính phủ

Thị trường phái sinh TPCP với các sản phẩm ban đầu cơ bản như giao dịch tương lai, giao dịch quyền chọn với tài sản cơ sở là TPCP là công cụ cần thiết giúp nhà đầu tư phòng ngừa rủi ro trên TTTP, đồng thời đa dạng hóa sản phẩm trên thị trường, giúp nhà đầu tư có nhiều sự lựa chọn hơn và thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia mua TPCP. Thị trường thiếu công cụ phòng ngừa rủi ro cho các nhà đầu tư.

Thị trường TPCP hiện đang tồn tại hệ thống thành viên đấu thầu TPCP với quyền lợi, nghĩa vụ cơ bản như khối lượng mua TPCP tối thiểu, cam kết yết giá chào mua chào bán,... là bước khởi đầu để xây dựng hệ thống nhà tạo lập thị trường.

Thông tin đấu thầu minh bạch. Hệ thống đấu thầu hiện đại. Lịch biểu phát hành từ chỗ được công bố hàng tuần đã phát triển thành được công bố trước hàng năm.

3.3. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

3.3.1. Những thành tựu

Khuôn khổ pháp lý cho thị trường TPCP đã được thiết lập

Thị trường trái phiếu sơ cấp được chuẩn hóa

Cấu trúc thị trường đang từng bước được hoàn thiện

Thị trường trái phiếu thứ cấp được hình thành và phát triển

Cơ sở nhà đầu tư phát triển

Phát triển các định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường

3.3.2. Những hạn chế

Về khuôn khổ pháp lý chưa được ban hành theo chuẩn mực quốc tế

Quy mô thị trường TPCP sơ cấp còn nhỏ

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp thiếu ổn định

Cơ sở nhà đầu tư và đối tượng tham gia thị trường chưa đa dạng

Các định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường chưa được hình thành đầy đủ

3.3.3. Nguyên nhân của những hạn chế

Nguyên nhân khách quan

Thứ nhất, Kinh tế vĩ mô chưa ổn định; Thứ hai, TTTC chưa phát triển; Thứ ba, Kinh tế trong

nước giai đoạn 2011-2017 phải đối mặt với nhiều khó khăn và thách thức; *Thứ tư*, TTTC chưa phát triển do yếu tố lịch sử nên hệ thống NHTM đóng vai trò là kênh cung cấp vốn chủ yếu cho nền kinh tế kể cả vốn trung, dài hạn, trong khi vốn huy động chủ yếu là ngắn hạn và vẫn là nhà đầu tư chính trên thị trường thứ cấp TPCP; *Thứ năm*, Thu nhập bình quân đầu người còn thấp, thói quen tiết kiệm và tích lũy dài hạn của dân cư còn hạn chế; *Thứ sáu*, Công tác triển khai, phối hợp điều hành giữa thị trường vốn, thị trường TPCP với thị trường tiền tệ, tín dụng, thị trường bất động sản còn chậm và thiếu đồng bộ, nhịp nhàng. *Thứ bảy*, Hạ tầng thanh toán, đăng ký, lưu ký đang trong quá trình phát triển.

Nguyên nhân chủ quan

Thứ nhất, Khuôn khổ pháp lý về phát triển thị trường chưa hoàn thiện; *Thứ hai*, Cơ chế chính sách liên kết giữa thị trường trái phiếu với thị trường tiền tệ, tín dụng còn thiếu đồng bộ; *Thứ ba*, Tiềm lực tài chính của các nhà đầu tư và phân phối trái phiếu chưa đủ mạnh, thiếu đội ngũ các nhà tạo lập thị trường; *Thứ tư*, Thị trường sơ cấp còn tập trung vào một số loại hình trái phiếu có kỳ hạn ngắn, phù hợp với tính chất vốn của thị trường tại thời điểm hiện tại; *Thứ năm*, Phát triển thị trường thứ cấp chưa gắn chặt và bao quát hết các mục tiêu của chính sách tiền tệ - tín dụng; *Thứ sáu*: Công tác quản lý, điều hành của Nhà nước còn mang nặng tính hành chính; *Thứ bảy*, Xếp hạng tín nhiệm còn thấp.

3.4. PHÂN TÍCH CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

3.4.1. Khảo sát, đánh giá các nhân tố tác động đến sự phát triển thị trường TPCP

Để đánh giá các yếu tố giúp phát triển thị trường TPCP, tác giả tiến hành phát phiếu khảo sát cho các đối tượng tham gia vào thị trường TPCP. Các đối tượng sẽ được khảo sát thành 2 lần với bảng khảo sát khác nhau cho thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Với 200 phiếu phát đi cho thị trường sơ cấp và 200 phiếu phát đi cho thị trường thứ cấp. (Theo quy tắc lấy mẫu được trình bày ở phần phương pháp nghiên cứu: Theo Hair và cộng sự (2006) cỡ mẫu tối thiểu cho các nghiên cứu định lượng là 100; Đối với những nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy Tabenick và Fidell (2007) đưa ra công thức lấy mẫu: $n \geq 50 + 8p$, trong đó n là cỡ mẫu, p là số biến độc lập. Áp dụng quy tắc này thì cỡ mẫu cần thiết của nghiên cứu tối thiểu là: $n = 50 + 8 \cdot 5 = 90$. Comrey và Lee (1992) đưa ra các cỡ mẫu với các quan điểm tương ứng: 100 = tệ, 200 = khá, 300 = tốt, 500 = rất tốt, 1000 hoặc hơn = tuyệt vời (dẫn theo Maccallum và cộng sự, 1999)). Do đó, số lượng mẫu tác giả phát đi 200 và thu về hơn 180 đạt yêu cầu về số lượng mẫu tối thiểu.

Đồng thời, với phương pháp lấy mẫu thuận tiện với các đối tượng tham gia vào thị trường CPTP. Tác giả thu về được 189 phiếu cho thị trường sơ cấp và 180 phiếu trên thị trường thứ cấp. Các phiếu thu về hợp lệ sẽ được mã hóa kí hiệu theo tên biến và đưa vào phần mềm SPSS để phân tích.

3.4.2. Phân tích các nhân tố tác động đến sự triển của thị trường trái phiếu Chính phủ Việt Nam

Qua dữ liệu khảo sát thu thập được, tác giả tiến hành đưa dữ liệu vào phân tích sự tin cậy thang đo nhằm xem xét tính tin cậy của từng nhân tố khi đo lường qua các biến quan sát (câu hỏi trong từng nhân tố) có được từ nghiên cứu định tính. Tiếp theo, phân tích nhân tố được thực hiện giúp tìm ra

các nhân tố thực sự tồn tại với dữ liệu nghiên cứu của tác giả. Cuối cùng, để tìm ra nhân tố có tác động ý nghĩa tới phát triển thị trường TPCP, tác giả tiến hành phân tích hồi quy.

Để đánh giá các yếu tố giúp phát triển thị trường TPCP, tác giả tiến hành phát phiếu khảo sát cho các đối tượng tham gia vào thị trường TPCP. Các đối tượng sẽ được khảo sát thành 2 lần với bảng khảo sát khác nhau cho thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Với 200 phiếu phát đi cho thị trường sơ cấp và 200 phiếu phát đi cho thị trường thứ cấp. Tác giả thu về được 189 phiếu cho thị trường sơ cấp và 180 phiếu trên thị trường thứ cấp. Các phiếu thu về hợp lệ sẽ được mã hóa kí hiệu theo tên biến và đưa vào phần mềm SPSS để phân tích.

Đối với phát triển thị trường sơ cấp: Kết quả phân tích nhân tố chỉ ra 6 nhân tố giả thuyết ban đầu đều hình thành giống với giả thuyết qua các biến quan sát ban đầu. Với các nhân tố này, tác giả tiến hành đưa và phân tích hồi quy để tìm ra các nhân tố có ý nghĩa thực sự tới việc phát triển thị trường TPCP sơ cấp. Kết quả phân tích cũng chỉ ra có 5 nhân tố có tác động tích cực lên phát triển thị trường TPCP: (1) Sản phẩm; (2) Nhà đầu tư; (3) Khuôn khổ pháp lý; (4) Minh bạch; (5) Định chế trung gian. Bên cạnh đó nhân tố hạ tầng công nghệ không tác động tới phát triển thị trường TPCP.

Đối với phát triển thị trường thứ cấp: Kết quả phân tích nhân tố chỉ ra 5 nhân tố giả thuyết ban đầu đều hình thành giống với giả thuyết qua các biến quan sát ban đầu. Kết quả phân tích hồi quy cũng chỉ ra có 4 nhân tố có tác động tích cực lên phát triển thị trường TPCP: (1) Nhà đầu tư; (2) Khuôn khổ pháp lý; (3) Minh bạch; (4) Định chế trung gian (hệ số beta dương và p-value nhỏ hơn 0.05). Bên cạnh đó nhân tố hạ tầng công nghệ không tác động tới phát triển thị trường TPCP.

Kết quả phân tích hồi quy cho cả hai thị trường sơ cấp và thứ cấp đều chỉ ra yếu tố hạ tầng công nghệ không ảnh hưởng tới phát triển thị trường TPCP. Với kết quả đánh giá thực trạng về hạ tầng công nghệ cho thấy yếu tố này là yếu tố duy nhất được đánh giá tốt. Do vậy, có thể thấy yếu tố công nghệ đang đáp ứng tốt nhu cầu thị trường và đây không hoặc chưa phải là yếu tố quan trọng trong việc thúc đẩy thị trường TPCP phát triển ở thời điểm hiện tại cũng như trong tương lai gần.

Kết luận Chương 3

Trên cơ sở lý luận về phát triển thị trường TPCP đã được xây dựng khung lý thuyết cho việc nghiên cứu đề tài luận án tại chương 2, tác giả đi sâu phân tích thực trạng phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam trong giai đoạn 2011-2017, trong chương này Luận án đã giải quyết được các nội dung như sau:

Thứ nhất, Trình bày bối cảnh kinh tế vĩ mô và tổng quan thị trường TPCP ở Việt Nam, trong đó phân tích nhu cầu vốn của nền kinh tế và thực trạng phát triển của TTCK đã thúc đẩy sự phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam.

Thứ hai, Phân tích thực trạng thị trường TPCP Việt Nam giai đoạn 2011-2017 trên cơ sở xây dựng và hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho thị trường, thực trạng phát hành TPCP trên thị trường sơ cấp, giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp, hoạt động của hệ thống nhà đầu tư và tổ chức định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường.

Thứ ba, Luận án đã kết hợp với các nghiên cứu phân tích về định tính và định lượng về các nhân tố phát triển thị trường TPCP tại thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp; căn cứ vào nội dung phát triển thị trường TPCP, luận án đã phân tích thực trạng trên cơ sở các tiêu chí đánh giá, từ đó đánh giá kết quả đạt được, hạn chế và nguyên nhân phát triển thị trường TPCP.

Với việc thu thập dữ liệu sơ cấp qua phát phiếu điều tra, Luận án trình bày thực hiện các kỹ thuật phân tích đa biến (thống kê mô tả thực trạng, phân tích nhân tố, phân tích hồi quy). Kết quả đã chỉ ra các nhân tố (1) Khuôn khổ pháp lý; (2) Sản phẩm; (3) Nhà đầu tư; (4) Minh bạch; (5) Định chế trung gian có tác động tích cực lên phát triển thị trường TPCP (hệ số beta dương và p-value nhỏ hơn 0.05). Chỉ có yếu tố hệ thống công nghệ không tác động lên phát triển hệ thống công nghệ.

Đây chính là cơ sở khoa học xây dựng quan điểm, mục tiêu, đề xuất giải pháp, điều kiện và lộ trình thực hiện mang tính khả thi để phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam hiệu quả và bền vững hơn trong giai đoạn tiếp theo.

CHƯƠNG 4: GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM

4.1 BỐI CẢNH, QUAN ĐIỂM, ĐỊNH HƯỚNG VÀ MỤC TIÊU PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2025 VÀ TẦM NHÌN ĐẾN NĂM 2030

4.1.1. Bối cảnh phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam và nhu cầu vốn của Chính phủ

Giai đoạn 2019-2020, nền kinh tế được dự báo là phát triển ổn định, có sự tăng trưởng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho TTTC, TTTP phát triển để đáp ứng nhu cầu huy động vốn của các doanh nghiệp nhằm phát triển sản xuất kinh doanh. Đặc biệt, dự báo khu vực tài chính tiền tệ ổn định, hỗ trợ mạnh cho khu vực doanh nghiệp và ổn định kinh tế vĩ mô. Quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng sẽ được đẩy mạnh, tạo thuận lợi hơn cho quá trình tiếp cận vốn của khu vực doanh nghiệp khi mà hầu hết doanh nghiệp Việt Nam vẫn hoạt động dựa nhiều vào vốn vay ngân hàng. Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 sẽ được kiểm soát theo hướng vừa hỗ trợ tăng trưởng vừa đảm bảo ổn định dòng tiền và lạm phát. Áp lực tăng tỷ giá sẽ mạnh hơn trong bối cảnh Mỹ duy trì chính sách đồng đô la mạnh, kéo theo đó là gia tăng áp lực nợ công, về cơ bản tỷ giá được điều chỉnh linh hoạt theo tín hiệu thị trường song vẫn ổn định để đảm bảo các mục tiêu vĩ mô dài hạn khác.

Dự kiến cho giai đoạn 2021-2030, tỷ lệ bội chi NSNN giảm xuống 3% so với GDP và năm 2030 trở đi tỷ lệ bội chi NSNN giảm xuống dưới 3% so với GDP, và khoản chi trả nợ gốc đến hạn, nhu cầu vốn lớn sẽ tạo ra áp lực cho công tác huy động vốn từ thị trường trong bối cảnh kinh tế thế giới còn tiềm ẩn nhiều khó khăn, bất ổn khó lường. Do đó, bên cạnh việc đáp ứng nhu cầu nguồn vốn lớn cho đầu tư phát triển đất nước, đa dạng hóa sản phẩm TPCP là cần thiết để thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư, chuyển dịch cơ cấu nhà đầu tư đảm bảo phát triển thị trường TPCP bền vững, từ đó tạo động lực và tham chiếu để phát triển các thị trường khác.

4.1.2 Quan điểm, định hướng phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam

Các quan điểm và định hướng phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam mà cơ quan quản lý đưa ra khá toàn diện. Đây là những giải pháp và định hướng hết sức quan trọng trong việc phát triển thị trường TPCP. Đứng trên góc độ của người nghiên cứu, theo tác giả thì cần có những quan điểm, định hướng cụ thể hơn nhằm phát triển thị trường TPCP, cụ thể: *Thứ nhất*, định hướng phát triển thị trường TPCP một cách bền vững, từng bước tiếp cận với thông lệ, chuẩn mực thế giới; *Thứ hai*, huy động nguồn vốn cho NSNN và cho đầu tư phát triển, góp phần đảm bảo an sinh xã hội, ổn định tài chính quốc gia, kiềm chế lạm phát; *Thứ ba*, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa các sản phẩm tạo nguồn hàng hóa có chất lượng trên TTTP nhằm mục tiêu tái cấu trúc và thúc đẩy sự phát triển TTCK và TTTC Việt Nam; *Thứ tư*, tập trung phát triển nhà đầu tư tổ chức và tăng cường thu hút các NĐTNN.

4.1.3. Mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam

Phát triển TTTP ổn định, vững chắc, cấu trúc hoàn chỉnh, đồng bộ về các yếu tố cung - cầu; mở rộng cơ sở nhà đầu tư, tăng quy mô và chất lượng hoạt động, đa dạng hóa các sản phẩm, nghiệp vụ, đảm bảo thị trường hoạt động công khai, minh bạch và hiệu quả. Chủ động hội nhập thị trường quốc tế, từng bước tiếp cận với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế.

Các chỉ tiêu cụ thể: Dự nợ TTTP đạt khoảng 45% GDP vào năm 2020 và khoảng 65% GDP vào năm 2030, trong đó dự nợ thị trường TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và TPCQĐP đạt khoảng 38% GDP vào năm 2020 và khoảng 45% GDP vào năm 2030, dự nợ thị trường TPDN đạt khoảng 7% GDP vào năm 2020 và khoảng 20% GDP vào năm 2030. Kỳ hạn bình quân danh mục phát hành TPCP trong nước giai đoạn 2017 - 2020 đạt 6 - 7 năm, đảm bảo tỷ lệ phát hành TPCP có kỳ hạn từ 5 năm trở lên tối thiểu 70% tổng khối lượng phát hành; kỳ hạn vay qua phát hành TPCP giai đoạn 2021-2030 trung bình khoảng năm 7-8 năm. Tăng khối lượng giao dịch TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và TPCQĐP bình quân phiên lên mức 1% dự nợ trái phiếu niêm yết vào năm 2020 và 2% dự nợ trái phiếu niêm yết vào năm 2030. Tăng tỷ trọng TPCP do các công ty bảo hiểm, BHXH, quỹ hưu trí, quỹ đầu tư và các tổ chức tài chính phi ngân hàng nắm giữ lên mức 50% năm 2020 và mức 60% vào năm 2030.

Phát triển thị trường TPCP tại Việt Nam nhằm mục tiêu huy động nguồn vốn cho NSNN và cho đầu tư phát triển, phù hợp với nhu cầu thanh toán, giải ngân, ổn định mặt bằng lãi suất, góp phần đảm bảo an sinh xã hội, ổn định tài chính quốc gia, kiềm chế lạm phát; khai thác một cách có hiệu quả nhất nguồn vốn phục vụ cho kế hoạch phát triển KT-XH của đất nước; tái cấu trúc và thúc đẩy sự phát triển TTCK và TTTC Việt Nam; thực hiện cơ cấu lại NSNN, quản lý nợ công theo hướng đảm bảo nền tài chính quốc gia an toàn, bền vững.

4.2. GIẢI PHÁP PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2025 VÀ TẦM NHÌN ĐẾN NĂM 2030 VÀ SAU NĂM 2030 TRỞ ĐI

Trên cơ sở, bối cảnh, quan điểm, định hướng và mục tiêu phát triển thị trường TPCP, từ kết quả phân tích định tính và định lượng các nhân tố ảnh hưởng đến sự phát triển thị trường TPCP và nội dung phát triển thị trường TPCP, sự tác động mạnh của các nhân tố làm cơ sở để tác giả đề xuất 2

nhóm giải pháp lớn vĩ mô và vi mô với các giải pháp cụ thể mang tính chiến lược và phù hợp với xu thế phát triển thị trường TPCP và thông lệ quốc tế.

4.2.1. Nhóm giải pháp vĩ mô

4.2.1.1. Xây dựng môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, minh bạch hóa các khoản đầu tư từ ngân sách

Ổn định môi trường kinh tế vĩ mô là yêu cầu cấp thiết khách quan để phát triển TTTP nói chung và thị trường TPCP nói riêng, cải thiện mức xếp hạng tín nhiệm của Chính phủ, đủ điều kiện để đạt được tiêu chuẩn đầu tư của các nguồn quỹ lớn trên thế giới. Để tạo lập một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, cần có chính sách kinh tế, chính sách tài chính tiền tệ phù hợp trong từng giai đoạn phát triển của đất nước và xây dựng một khung pháp lý đầy đủ, đồng bộ đảm bảo thống nhất phát triển thị trường TPCP.

4.2.1.2. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý

Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về đầu tư của các nhà đầu tư chính trên thị trường, trong đó tập trung về khuôn khổ pháp lý cơ chế đầu tư của các tổ chức tín dụng. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về cơ chế đầu tư của các tổ chức bảo hiểm. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về quy định về đầu tư của BHXH cần được hoàn thiện theo hướng cho phép BHXH được tham gia tích cực hơn trên thị trường TPCP, phát huy tối đa nguồn vốn nhân rồi, nâng cao tỷ suất lợi nhuận đầu tư. Sửa đổi Luật BHTG theo hướng mở rộng phạm vi đầu tư của BHTG, cho phép BHTG được tham gia không hạn chế trên cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp TPCP, cho phép BHTG được bán TPCP khi cần thiết. Tái cơ cấu thị trường gắn với tái cơ cấu nợ công nhằm mục đích kéo dài kỳ hạn danh mục nợ TPCP, đa dạng hóa nhà đầu tư trên thị trường TPCP. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về công cụ phòng ngừa, xử lý rủi ro nợ công (bao gồm nợ Chính phủ). Đề xuất về việc cho phép các tổ chức tín dụng sử dụng TPCP là một phần trong dự trữ bắt buộc khi sửa đổi Luật NHNN và Luật các tổ chức tín dụng. Hoàn thiện khung khổ pháp lý quy định về giao dịch kỳ hạn (Repo) đối với TPCP để thúc đẩy thanh khoản của thị trường thứ cấp. Phát hành TPCP chuẩn, hoàn thiện hạ tầng trên thị trường thứ cấp để thực hiện chào giá cam kết chắc chắn, thực hiện nghiệp vụ hoán đổi TPCP. Hoàn thiện khung khổ pháp lý về hệ thống đại lý cấp I với đầy đủ các chức năng tạo lập thị trường trên cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp TPCP. Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và hạ tầng công nghệ cho việc phát hành TPCP hỗ trợ thanh khoản cho PDs chào giá bắt buộc. Bổ sung thông tư quy định công cụ giao dịch nhằm kéo dài thời hạn giao dịch tối đa là 364 ngày theo Nghị định số 95/NĐ-CP đã cho phép không quá 1 năm. Khuôn khổ pháp lý về phát triển trái phiếu xanh để tạo điều kiện cho các chủ thể phát hành huy động vốn qua phát hành trái phiếu để thực hiện các dự án xanh.

4.2.1.3. Hoàn thiện cấu trúc thị trường trái phiếu Chính phủ

Để tiếp tục phát triển thị trường TPCP theo lộ trình phát triển TTTP đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030, cần hoàn thiện cấu trúc thị trường TPCP, trước hết, cần tăng tỷ trọng trái phiếu trung và dài hạn trong cơ cấu thị trường, kéo dài kỳ hạn vay qua phát hành TPCP trong nước giai đoạn 2016-2020 trung bình khoảng từ 6-8 năm. Cần nghiên cứu ban hành những chuẩn mực về giao dịch

nhu hợp đồng Repos mẫu, tạo điều kiện dễ dàng hơn cho các nhà đầu tư trên thị trường tiến hành giao dịch.

Ngoài ra, cần tiến hành nghiên cứu phương thức giao dịch trái phiếu trước khi đấu thầu (When – issued) giống như tại một số thị trường phát triển như Nhật, Mỹ, Singapore cho phép nhà đầu tư xác định được một mức giá hợp lý trước khi tham gia vào thị trường sơ cấp.

a) Hoàn thiện và phát triển thị trường sơ cấp

b) Hoàn thiện và phát triển thị trường thứ cấp

4.2.2. Nhóm giải pháp vi mô

4.2.2.1. Phát triển đa dạng và chuẩn hóa Trái phiếu Chính phủ

Việc đa dạng hóa các loại kỳ hạn sẽ làm tăng khả năng huy động vốn và xây dựng một ĐCLS chuẩn cho các công cụ nợ khác tham chiếu. Quy mô mã TPCP cũng cần được nâng cao để giảm số lượng mã TPCP, tăng tính thanh khoản trên thị trường thứ cấp, từng bước đưa một số mã trái phiếu của Việt Nam vào rõ chỉ số trái phiếu quốc tế. Tái cơ cấu danh mục TPCP, Mở lại các mã TPCP đang lưu hành (phát hành các năm trước). Mở rộng việc phát hành TPCP ra thị trường quốc tế.

4.2.2.2. Phát triển sản phẩm mới trên thị trường trái phiếu Chính phủ

Phát hành trái phiếu theo phương thức đấu thầu nhằm tăng cường tính minh bạch, tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường, cải tiến quy trình cung cấp thông tin trái phiếu nhằm hướng tới thông lệ chuẩn quốc tế, mở rộng cơ sở nhà đầu tư tới các đối tượng nhà đầu tư trong và ngoài nước, hướng tới các công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư... thì việc nghiên cứu, phát triển các sản phẩm trái phiếu mới cũng là một giải pháp quan trọng nhằm thu hút các nhà đầu tư mua TPCP, tăng cường khả năng huy động vốn cho NSNN.

Phát hành Trái phiếu có lãi suất thả nổi (Floating rate bond); phát hành Trái phiếu phòng trừ lạm phát (treasury inflation protected bond); trái phiếu có điều khoản mua lại trước hạn; phát hành Trái phiếu xanh.

4.2.2.3. Phát triển hệ thống nhà đầu tư định chế

a) Phát triển hệ thống nhà đầu tư trái phiếu

Giải pháp về tăng cường hoạt động của các nhà đầu tư trên thị trường. Cần nâng cao chất lượng hoạt động NHTM, thực hiện tái cơ cấu NHTM theo lộ trình nhằm giảm nợ xấu trong hệ thống, qua đó giảm sức ép huy động vốn trên thị trường, tạo điều kiện giảm mặt bằng lãi suất huy động, giảm chi phí vốn để đầu tư trái phiếu. Yêu cầu BHXH tham gia mua, bán TPCP trên thị trường để tiếp tục cơ cấu lại nhà đầu tư trên TTTP; phát triển cơ sở NĐTNN, quan tâm thu hút nhà đầu tư dài hạn; phát triển các quỹ hưu trí tự nguyện, các sản phẩm bảo hiểm hưu trí tự nguyện. Đa dạng hóa các loại hình quỹ đầu tư mục tiêu, trong đó có quỹ đầu tư trái phiếu; khuyến khích các quỹ đầu tư tăng cường đầu tư vào TPCP.

b) Tái cấu trúc hệ thống nhà đầu tư trái phiếu

Mục đích của nội dung tái cấu trúc nhà đầu tư nhằm: (i) Từng bước đa dạng hóa cơ sở nhà đầu tư, tiến tới cấu trúc cơ sở nhà đầu tư có sức cầu lớn, ổn định, chuyên nghiệp để tạo tính thanh khoản ổn định; (ii) Duy trì và thúc đẩy sự tham gia của đông đảo các nhà đầu tư cá nhân.

Để thực hiện nội dung tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư trên TTTP cần có giải pháp đồng bộ sau: *Một là*, ban hành các văn bản quy định hướng dẫn đồng bộ các sản phẩm đầu tư chứng khoán dành cho các nhà đầu tư có mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau, các quỹ đa mục tiêu nhằm kết nối giữa các thị trường bảo hiểm, trái phiếu, bất động sản, tiền tệ với thị trường chứng khoán. *Hai là*, xây dựng cơ chế thuế nhằm khuyến khích các hình thức đầu tư tập thể, khuyến khích việc tham gia đầu tư vào TTTP thông qua các quỹ đầu tư, Có cơ chế ưu đãi miễn, hoàn thuế thu nhập từ các khoản đầu tư vào trái phiếu thông qua hoạt động đầu tư của các quỹ đầu tư tập thể như: các sản phẩm tiết kiệm liên kết đầu tư, bảo hiểm liên kết đầu tư, hưu trí liên kết đầu tư, để tránh tình trạng đánh thuế hai lần vào các khoản thu nhập. *Ba là*, nâng cao chất lượng đào tạo và đạo đức người hành nghề quản lý tài sản. *Bốn là*, tạo điều kiện về cơ sở hạ tầng và sự tiện lợi trong hoạt động giao dịch cho nhà đầu tư. *Năm là*, hoàn thiện cơ chế công bố thông tin, đảm bảo sự minh bạch trong hoạt động của TTTP.

4.2.2.4. Phát triển các định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường

Xây dựng hệ thống nhà tạo lập thị trường với đầy đủ quyền lợi và nghĩa vụ trên thị trường sơ cấp và thứ cấp để hỗ trợ thanh khoản cho thị trường, đóng vai trò bình ổn khi thị trường có biến động mạnh.

Để hệ thống các nhà đại lý cấp I chính thức được triển khai và đi vào hoạt động, một trong các điều kiện tiên quyết là các đại lý cấp I được hỗ trợ về thanh khoản khi cần thiết, được tham gia thị trường mở, được vay chứng khoán. Đề nghị sửa đổi, bổ sung khuôn khổ pháp lý và ban hành văn bản pháp lý về quyền lợi, nghĩa vụ và cơ chế hoạt động của đại lý cấp I.

Giải pháp cải tiến phương thức phát hành TPCP. Để thiết lập hệ thống các nhà đại lý cấp I, cần cải tiến phương thức phát hành TPCP theo hướng chỉ tập trung vào đấu thầu và đảm bảo đại lý cấp I là người duy nhất được tiếp cận mua TPCP trên thị trường phát hành, gồm cả tín phiếu kho bạc và TPCP.

Giải pháp về lãi suất phát hành TPCP, cần phải xóa bỏ cơ chế điều hành lãi suất khung, trần. Giải pháp thúc đẩy thanh khoản trên thị trường TPCP. Xây dựng hệ thống công nghệ thông tin hiện đại. Nâng cấp hệ thống giao dịch, hệ thống giám sát, hệ thống công bố, cung cấp thông tin và hệ thống đăng ký, lưu ký, bù trừ, thanh toán.

4.2.2.5. Đổi mới cơ chế điều hành lãi suất và tạo lập đường cong lãi suất chuẩn

Đổi mới cơ chế điều hành lãi suất: Chính phủ nên áp dụng lãi suất thả nổi đối với TPCP. Để tăng tính hấp dẫn của TPCP nên áp dụng lại suất điều chỉnh theo lạm phát và áp dụng phương thức trả lãi linh hoạt như trả lãi trước, trả lãi định kỳ, ... để nhà đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro và đa dạng hóa danh mục đầu tư. Xây dựng một cơ chế lãi suất thực sự hấp dẫn nhà đầu tư kể cả trong điều kiện lạm phát hay thiếu phát nhằm đảm bảo lợi nhuận của nhà đầu tư trên cơ sở dung hòa lợi ích của Chính phủ.

Tạo lập đường cong lãi suất chuẩn: TPCP cần được huy động ở các kỳ hạn khác nhau, từ ngắn, trung và dài hạn để có thể tạo lập ĐCLS chuẩn cho thị trường với nguyên tắc kỳ hạn càng dài thì mức lãi suất phải càng cao. Hiện nay TPCP vẫn đang được huy động kỳ hạn ngắn và trung hạn, do vậy cần tranh thủ những giai đoạn thị trường thuận lợi để huy động các kỳ dài hạn từ 5 năm trở lên. Kể cả khi các kỳ trung và dài hạn không có nhiều thành công trong việc huy động vốn thì vẫn nên duy trì đều đặn việc phát hành để có thể tạo nên những tín hiệu cho thị trường.

4.2.2.6. Xây dựng và phát triển tổ chức định mức tín nhiệm

Với xu thế toàn cầu hóa, hội nhập kinh tế quốc tế và tự do hóa tài chính thì việc hình thành và phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp là vấn đề hết sức cấp thiết giúp cho quá trình hội nhập và phát triển của TTTC Việt Nam được nhanh và bền vững. Nhà đầu tư sẽ dễ dàng hơn trong việc lựa chọn sản phẩm trái phiếu có định hạng tín nhiệm phù hợp do họ không cần thực hiện việc tự đánh giá rủi ro tín dụng của từng trái phiếu. Nhà đầu tư cũng sẽ dễ dàng so sánh các trái phiếu có cùng định hạng tín nhiệm để chọn ra trái phiếu phù hợp nhất.

4.2.2.7. Nâng cao chất lượng nguồn nhân lực quản lý thị trường TPCP và tăng cường hội nhập quốc tế

Đội ngũ nhân lực có chất lượng là một trong các điều kiện cơ bản để xây dựng, quản lý và vận hành thị trường.

Tăng cường hội nhập quốc tế là một biện pháp tốt để phát triển TTTP Việt Nam.

4.2.3. Điều kiện để thực hiện giải pháp

4.2.3.1. Về phía Nhà nước

Một là, Ổn định môi trường kinh tế vĩ mô là điều kiện cần thiết khách quan để đảm bảo sự phát triển ổn định của TTTC nói chung và TTTP nói riêng, là cơ sở để tăng cường công tác phát hành TPCP tới các nhóm đối tượng nhà đầu tư khác nhau. *Hai là,* Phát triển đồng bộ các thị trường tiền tệ và TTCK, đặc biệt hoàn thiện các công cụ và cơ chế phòng ngừa rủi ro cho các nhà đầu tư; Sự phát triển của các thị trường sẽ hỗ trợ các dòng vốn lưu chuyển mạnh, hỗ trợ sự phát triển của thị trường TPCP. *Ba là,* xây dựng và hoàn thiện về cơ chế, chính sách phát triển thị trường TPCP. *Bốn là,* hoàn thiện về quy trình nghiệp vụ phát triển thị trường TPCP. *Năm là,* hoàn thiện cơ sở hạ tầng CNTT cho thị trường.

4.2.3.2. Về phía nhà đầu tư

Hệ thống nhà đầu tư trên thị trường TPCP là nâng cao năng lực, hiệu quả hoạt động của nhóm nhà đầu tư hiện tại trên thị trường, gồm cả NHTM, các tổ chức bảo hiểm, quỹ đầu tư, khuyến khích các tổ chức có vốn dài hạn như BHH, BHTG gửi tham gia thị trường theo hướng chuyên nghiệp, hiệu quả.

4.3. LỘ TRÌNH PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ Ở VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2025 VÀ TẦM NHÌN ĐẾN NĂM 2030

4.3.1. Giai đoạn 2018-2025

4.3.2. Giai đoạn 2025-2030

Kết luận Chương 4

Thị trường TPCP là kênh dẫn vốn trung và dài hạn bổ trợ cho TTTC; cho phép huy động các nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi trong toàn xã hội vào đầu tư phát triển kinh tế. Tuy nhiên qua phân tích thực trạng phát triển thị trường TPCP của Việt Nam trong thời gian qua cho thấy thị trường TPCP còn phát triển chưa phát huy được hết vai trò của mình. Để phát triển thị trường TPCP trong thời gian tới trên cơ sở quan điểm định hướng và mục tiêu, chương 4 đã tập trung đề xuất hệ thống các giải pháp mang tính chiến lược với 2 nhóm giải pháp vĩ mô và vi mô. Bên cạnh đó, Luận án đã đề xuất các điều kiện phát triển thị trường và xây dựng lộ trình phát triển thị trường TPCP đến năm 2025, tầm nhìn đến 2030.

KẾT LUẬN

Phát triển thị trường TPCP tại Việt Nam là vấn đề quan trọng nhằm mục tiêu huy động nguồn vốn cho NSNN và cho đầu tư phát triển, góp phần đảm bảo an sinh xã hội, ổn định tài chính quốc gia, kiềm chế lạm phát; khai thác một cách có hiệu quả nhất nguồn vốn phục vụ cho kế hoạch phát triển KT-XH của đất nước; tái cấu trúc và thúc đẩy sự phát triển TTCK và TTTC Việt Nam. Việc xây dựng, hoàn thiện và phát triển thị trường TPCP ở Việt Nam vừa có ý nghĩa về khoa học vừa có ý nghĩa thực tiễn, hỗ trợ các cơ quan nhà nước có liên quan trong quá trình điều hành, xây dựng khuôn khổ pháp lý và vận hành thị trường.

Luận án đã kết hợp giữa lý luận và thực tiễn để làm sáng tỏ vấn đề nghiên cứu. Trong quá trình nghiên cứu, Luận án đã cơ bản giải quyết được yêu cầu đặt ra, cụ thể:

- Từ cơ sở lý luận về thị trường TPCP và phát triển thị trường TPCP, kinh nghiệm quốc tế về phát triển thị trường TPCP của các nước phát triển và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam đó là: (i) duy trì và ổn định kinh tế vĩ mô; (ii) xây dựng khuôn khổ pháp lý đồng bộ; (iii) chuẩn hóa hoạt động phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường sơ cấp; (iv) hoàn thiện các nghiệp vụ giao dịch trái phiếu Chính phủ trên thị trường thứ cấp; (v) phát triển hệ thống nhà đầu tư định chế; (vi) phát triển các định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường.

- Khẳng định sự cần thiết đa dạng hóa sản phẩm trái phiếu trên thị trường để đáp ứng nhu cầu đầu tư của các nhà đầu tư trái phiếu, nhằm thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư, tăng khả năng huy động vốn tại thị trường trong nước theo nhu cầu vay ngày càng gia tăng của NSNN.

- Phân tích thực trạng thị trường TPCP Việt Nam trong giai đoạn 2011-2017. Luận án đã kết hợp với các nghiên cứu phân tích về định tính và định lượng dựa vào kết quả nghiên cứu định lượng về các nhân tố phát triển thị trường TPCP tại thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp; căn cứ vào nội dung phát triển thị trường TPCP, luận án đã phân tích thực trạng trên cơ sở các tiêu chí đánh giá, từ đó đánh giá kết quả đạt được, hạn chế và nguyên nhân phát triển thị trường TPCP. Đồng thời qua việc thu

thập dữ liệu sơ cấp qua phát phiếu điều tra, NCS thực hiện các kỹ thuật phân tích đa biến (thống kê mô tả thực trạng, phân tích nhân tố, phân tích hồi quy). Kết quả đã chỉ ra các nhân tố (1) Khuôn khổ pháp lý; (2) Sản phẩm; (3) Nhà đầu tư; (4) Minh bạch; (5) Định chế trung gian có tác động tích cực lên phát triển thị trường TPCP (hệ số beta dương và p-value nhỏ hơn 0.05). Chỉ có yếu tố hệ thống công nghệ không tác động lên phát triển hệ thống công nghệ

- Trên cơ sở đó xây dựng quan điểm định hướng và mục tiêu phát triển thị trường TPCP, Luận án đã đề xuất hai nhóm giải pháp mang tầm vĩ mô và vi mô với các giải pháp cụ thể mang tính chiến lược và phù hợp với xu thế phát triển thị trường TPCP và thông lệ quốc tế: Nhóm giải pháp vĩ mô cần xây dựng môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và hoàn thiện cấu trúc thị trường TPCP.

Khuôn khổ pháp lý cần tập trung sửa đổi Luật của các TCTD số 47/2010/QH12 ngày 26/6/2010 và số 17/2017/QH14 ngày 20/11/2017 theo hướng cho phép các TCTD sử dụng một phần dự trữ bắt buộc bằng TPCP do TPCP là tài sản an toàn, có tính thanh khoản cao tương đương tiền; trên cơ sở đó sửa đổi nội dung về tính tỷ lệ đầu tư TPCP tại thông tư 19/2017/TT-NHNN ngày 28/12/2017. Sửa đổi, bổ sung Nghị định 73/2016/NĐ-CP theo hướng quy định tỷ lệ đầu tư TPCP/Tổng tài sản của doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ tối thiểu là 50%, các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ chưa đáp ứng tỷ lệ này phải sẽ có lộ trình để đổi các tài sản khác sang đầu tư vào TPCP. Trên cơ sở Nghị định số 95/2018/NĐ-CP ngày 30/6/2018 về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ trên TTCK, bổ sung thông tư quy định công cụ giao dịch nhằm kéo dài thời hạn giao dịch tối đa là 364 ngày. Tiếp tục hoàn thiện khuôn khổ pháp lý phát hành TPCP trên thị trường sơ cấp và giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp.

Nhóm giải pháp vi mô cần phát triển đa dạng và chuẩn hóa TPCP, phát triển sản phẩm mới trên thị trường TPCP, phát triển hệ thống nhà đầu tư định chế, phát triển các định chế trung gian và dịch vụ thị trường, đổi mới cơ chế điều hành lãi suất và tạo lập đường cong lãi suất, xây dựng và phát triển tổ chức định mức tín nhiệm và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực quản lý thị trường TPCP. Để các giải pháp được triển khai và có tính khả thi, luận án đã xây dựng các điều kiện để thực hiện giải pháp, xây dựng lộ trình phát triển thị trường TPCP đến năm 2025, tầm nhìn đến 2030.

Thị trường TPCP Việt Nam đang trên đà phát triển; công tác quản lý nợ nói chung và phát hành TPCP nói riêng vẫn đang được nghiên cứu hoàn thiện để hướng tới mục tiêu xây dựng một TTTP Việt Nam phát triển tương ứng với tiềm năng đất nước và đáp ứng nhu cầu vốn phát triển kinh tế xã hội ngày càng gia tăng, trong đó thị trường TPCP đóng vai trò then chốt, định hướng cho các thị trường khác. Với một nội dung phức tạp, đòi hỏi nghiên cứu sâu, rộng nhiều vấn đề, chắc chắn đề tài còn nhiều thiếu sót. Tác giả mong nhận được ý kiến đóng góp của các nhà khoa học để hoàn thiện Luận án và nghiên cứu sâu hơn trong tương lai./.

**DANH MỤC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN
ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

1. ThS. NCS. Lê Thị Ngọc (2018), “*Phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ và định hướng trong thời gian tới*”, Tạp chí công sản, Thứ 5 ngày 20/7/2018 21:33, <http://www.tapchicongsan.org.vn/Home/kinh-te/2018/51603/Phat-trien-thi-truong-trai-phieu-Chinh-phu-va-dinh-huong-trong.aspx>.
2. ThS. NCS. Lê Thị Ngọc (2018), “*Một số vấn đề về phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ*”, Tạp chí Tài chính, Kỳ 2 – Tháng 05/2018 (681), trang 18-20. <http://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/mot-so-van-de-ve-phat-trien-thi-truong-trai-phieu-chinh-phu-142309.html>
3. ThS. NCS. Lê Thị Ngọc (2017), “*Giải pháp phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam giai đoạn 2016 - 2020 và tầm nhìn đến năm 2030*”, Tạp chí công sản, trang nhất, ngày 29/10/2017 21:50, <http://www.tapchicongsan.org.vn/Home/kinh-te/2017/47663/Giai-phap-phat-trien-thi-truong-trai-phieu-Viet-Nam-giai-doan.aspx>.