

**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

Trong nền kinh tế thị trường, với xu hướng hội nhập, toàn cầu hoá; bên cạnh các nguồn vốn tín dụng ngân hàng, vốn đầu tư trực tiếp của nước ngoài, vốn vay nợ nước ngoài, việc vay nợ của Chính phủ bằng cách phát hành TPCP nhằm huy động vốn bù đắp cho bội chi NSNN và cho đầu tư phát triển là cần thiết. Để mục tiêu vay nợ của Chính phủ bằng phát hành TPCP thành công, một trong những yếu tố quan trọng là thị trường TPCP phải không ngừng hoàn thiện và phát triển. Phát triển thị trường TPCP có vai trò quan trọng trong việc điều tiết sự luân chuyển vốn của nền kinh tế, đồng thời là kênh huy động vốn cho đầu tư phát triển KT-XH theo mục tiêu của Chính phủ trong từng thời kỳ.

Thị trường TPCP là một bộ phận của TTTC. Phát triển mạnh thị trường TPCP được coi là một công cụ quan trọng để phát triển thị trường vốn. Ở Việt Nam, thị trường TPCP đã và đang trở thành kênh huy động vốn quan trọng hỗ trợ phát triển đối với nền kinh tế góp phần thúc đẩy sự phát triển của TTTC; tăng cường sự độc lập trong điều hành chính sách tiền tệ của NHTW.

Phát triển thị trường TPCP tại Việt Nam nhằm huy động nguồn vốn cho NSNN và cho đầu tư phát triển; 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.

Tuy đã có những kết quả đáng kể nhưng 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, TPCP chưa trở thành chuẩn mực cho các công cụ nợ khác. Vì thế, 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:** Nghiên cứu về sự phát triển thị trường TPCP theo các nhân tố tác động đến sự phát triển thị trường; 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. 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.

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu Luận án**

Đối tượng nghiên cứu của Luận án là những vấn đề lý luận và thực tiễn phát triển 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, hệ thống 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 tác động 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 theo các nhân tố tác động tới thị trường.

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. 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. 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 chế đó. 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:** 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**

#### **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.

### **1.2. NHỮNG GIÁ TRỊ ĐƯỢC KẾ THỪA VÀ KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU**

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.

### **1.3. 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 GD&ĐT 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 cách phân loại TPCP theo đồng tiền phát hành, theo kỳ hạn và theo hình thức.

*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 thị trường trái phiếu Chính phủ

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.

##### 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 hay còn gọi là thị trường cấp 1; 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; cơ quan 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, vai trò, lợi ích và điều kiện phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ**

**Khái niệm:** Phát triển là một sự thay đổi cả về lượng và chất của chủ thể nghiên cứu theo hướng tích cực. Phát triển thị trường TPCP 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 thị trường TPCP.

**Vai trò 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: mức độ hoàn thiện của khuôn khổ pháp lý; sự phát triển hệ thống nhà đầu tư trái phiếu; mức độ hoàn thiện cấu trúc thị trường TPCP; chất lượng và sự đa dạng về hàng hóa trên thị trường TPCP; sự phát triển định chế tài chính trung gian và dịch vụ thị trường; sự phát triển 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



tăng 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 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 sơ khai từ những giai đoạn thời kỳ đầu lập nước và giữ nước, Chính phủ cũng đã áp dụng các hình thức công phiếu để huy động sự đóng góp và vay của dân để tăng cường nguồn lực tài chính phục vụ cho các mục tiêu chính trị, quân sự và phát triển kinh tế đất nước trong từng thời kỳ. Sau khi giành được chính quyền, để giải quyết những khó khăn về mặt tài chính, ngày 16/7/1946 Chính phủ Việt Nam Dân Chủ Cộng Hoà đã ra sắc lệnh số 122 cho phép Ủy ban hành chính Nam bộ phát hành công trái vay của dân 5 triệu đồng, lãi đồng niên không quá 5% để phục vụ cho cuộc kháng chiến chống thực dân Pháp ở Nam bộ. Năm 1948, Chủ tịch Hồ Chí Minh ký sắc lệnh số 160-SL ngày 14/4/1948 cho phép phát hành trong toàn quốc “Công trái kháng chiến”. Với mục tiêu huy động số tiền nhân rỗi trong dân để phục vụ sản xuất và chiến đấu; và dùng công phiếu kháng chiến như một thứ tiền dự trữ với lãi suất 3%, thời hạn trả lãi 5 năm, đến năm 1950, trên tinh thần tổng động viên, Chính phủ cho phép phát hành loại Công trái quốc gia ghi bằng thóc để đảm bảo giá trị số tiền vay lãi suất 3% thời hạn 5 năm (Sắc lệnh số 139-SL ngày 19/9/1950).

Thời kỳ xây dựng đất nước, để tăng cường huy động vốn phục vụ cho nhu cầu đầu tư phát triển, đưa đất nước thoát khỏi nghèo nàn, lạc hậu nhanh chóng hội nhập cộng đồng quốc tế. Ngày 25/11/1983, Chính phủ ban hành pháp lệnh về việc phát hành Công trái xây dựng Tổ Quốc bằng đồng Việt Nam, bằng thóc, bằng ngoại tệ thời hạn công trái là 10 năm, 5 năm, đảm bảo bằng một số mặt hàng chiến lược. Với mục đích cải thiện tình hình tài chính - ngân sách góp phần ổn định và phát triển KT-XH.

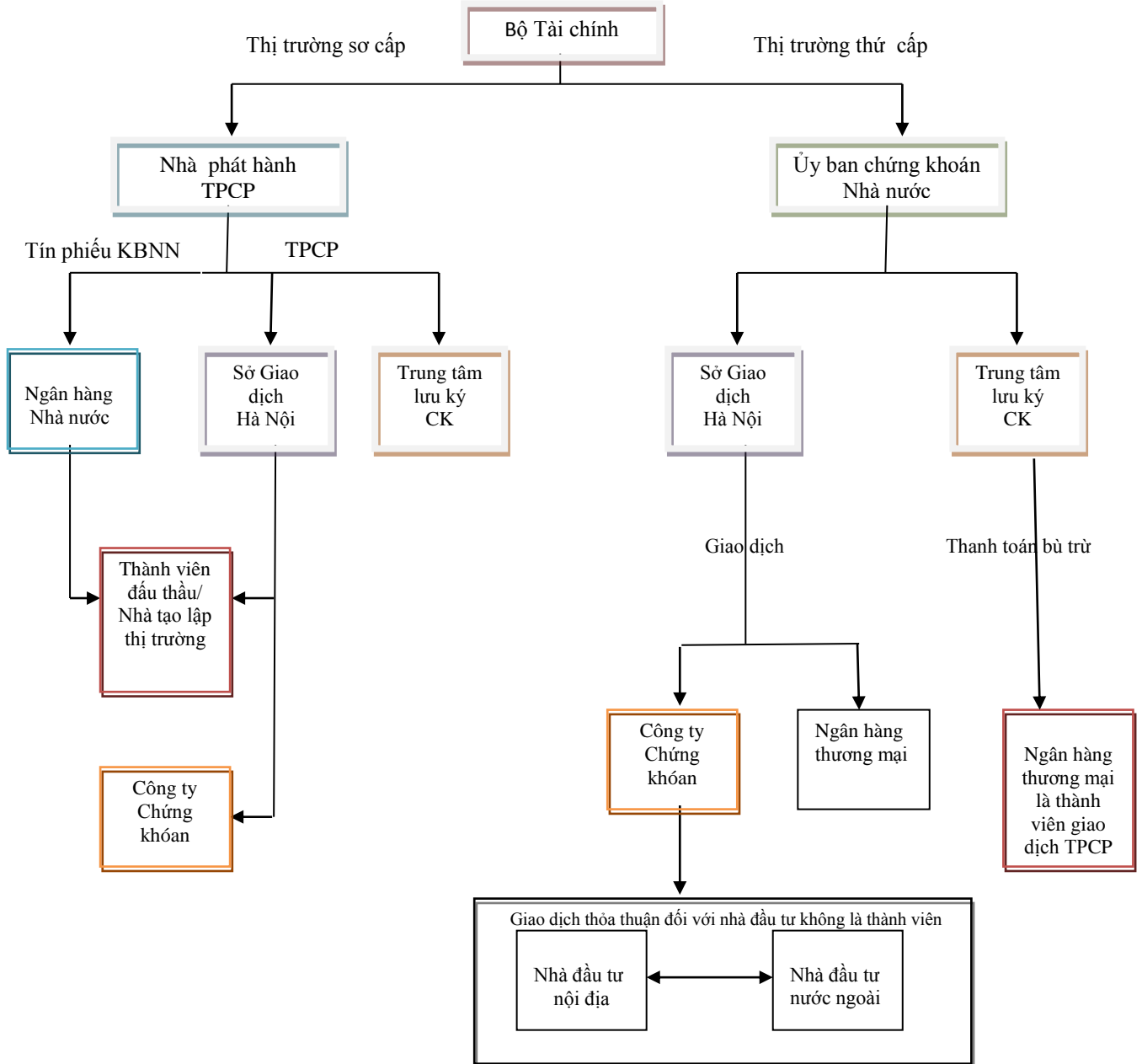
Khi hệ thống KBNN thành lập năm 1990, đã phát hành trái phiếu Chính phủ với nhiều hình thức, kỳ hạn, lãi suất khác nhau, nhằm huy động các nguồn vốn nhân rỗi trong xã hội để bù đắp thiếu hụt NSNN và tăng cường nguồn vốn cho đầu tư phát triển. Giai đoạn này chủ yếu là hoạt động tại thị trường phát hành (thị trường sơ cấp). Đầu những năm 2000, thị trường thứ cấp mới từng bước phát triển với đối tượng mua đa dạng hơn. Tuy vậy, hình thức tổ chức phát hành vẫn chủ yếu là bảo lãnh và bán lẻ, tổ chức đấu thầu hạn chế. Năm 2009 khi triển khai hình thức đấu thầu tại Sở GDCK Hà nội, thị trường bắt đầu phát triển mạnh.

Thị trường TPCP Việt Nam đã phát triển mạnh mẽ trong giai đoạn 2011-2017 với tốc độ tăng trưởng bình quân 33%/năm dẫn đầu các nền kinh tế mới nổi tại khu vực và ASEAN+3. Dư nợ TPCP đã tăng từ khoảng 9% GDP năm 2011 lên 27,59% năm 2017.

Trên thị trường sơ cấp, khối lượng phát hành TPCP tăng từ 70 nghìn tỷ đồng trong năm 2010 lên mức 244 nghìn tỷ đồng năm 2017. Kết quả huy động thông qua phát hành TPCP luôn đạt tỷ trọng cao, đáp ứng được từ 50-70% nhu cầu vốn cho NSNN.

Một điểm đáng chú ý là những năm gần đây cơ cấu kỳ hạn của trái phiếu đã có sự chuyển dịch về tỷ trọng từ kỳ hạn ngắn sang kỳ hạn dài hơn. Năm 2017, 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 NSNN; 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 TPCP, TPCPBL.

Với mục tiêu tạo hành lang pháp lý cho việc phát hành TPCP, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 01/2011/NĐ-CP ngày 05/01/2011 về phát hành TPCP, TPCPBL, TPĐP và các thông tư hướng dẫn. Tuy nhiên, sau một thời gian áp dụng đã bộc lộ nhiều hạn chế và khoảng hở. Với sự thay đổi của Luật Quản lý nợ công, Chính phủ ban hành 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. Nghị định tuân thủ các quy định của Luật Quản lý nợ công, Luật NSNN, Luật Chứng khoán và các quy định pháp luật có liên quan để đảm bảo tính thống nhất, đồng bộ về pháp lý; tạo khuôn khổ pháp lý phù hợp với sự phát triển của TTTP.

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. 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.

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.

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 là 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*

Trái phiếu bằng đồng Việt Nam trên thị trường TPCP Việt Nam chủ yếu là sản phẩm trái phiếu bằng đồng Việt Nam với kỳ hạn đa dạng, từ trên 01 năm cho tới 30 năm, chiếm trên 95% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành.

Tín phiếu Kho bạc có kỳ hạn chuẩn là 13 hoặc 26 hoặc 52 tuần, các kỳ hạn khác của tín phiếu do BTC quyết định tùy theo nhu cầu sử dụng vốn và tình hình thị trường nhưng không vượt quá 52 tuần.

Năm 2015, KBNN đã thí điểm phát hành 01 đợt trái phiếu không thanh toán lãi định kỳ với kỳ hạn 05 năm theo phương thức đấu thầu qua Sở GDCK Hà Nội với tổng khối lượng 3.000 tỷ đồng.

Còn các trái phiếu có lãi suất cố định, thanh toán lãi định kỳ được phát hành hàng tuần với kỳ hạn đan xen để đáp ứng nhu cầu đa dạng của các nhà đầu tư. Ngoài ra, các loại trái phiếu có kỳ trả lãi đầu tiên ngắn hoặc dài hơn kỳ trả lãi chuẩn (long/short coupon) cũng được phát hành thường xuyên.

##### *- 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 tăng, quy mô niêm yết của thị trường tăng dần qua các năm.

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.

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**

Hệ thống 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. 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 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. Hệ thống thành viên được xây dựng từ năm 2009 và được rà soát, đánh giá xếp hạng hàng năm. Trước năm 2012 trên thị trường tồn tại 3 danh sách thành viên gồm: (i) NHNN công bố danh sách thành viên đấu thầu tín phiếu, (ii) Sở GDCK Hà Nội công bố danh sách thành viên đấu thầu trái phiếu và (iii) BTC công bố danh sách thành viên bảo lãnh phát hành TPCP. Từ năm 2012 trở lại đây thống nhất một hệ thống thành viên thị trường đấu thầu TPCP do BTC công bố cuối mỗi năm áp dụng cho năm sau. Năm 2017, danh sách thành viên đấu thầu TPCP gồm có 21 thành viên với 16 NHTM và 5 Công ty chứng khoán, BHH Việt Nam và BHTG Việt Nam (2 thành viên đặc biệt). Trên cơ sở đó, BTC tiếp tục phát triển hệ thống nhà tạo lập thị trường với nền tảng là các thành viên đấu thầu TPCP hiện nay với các nghĩa vụ và quyền lợi hướng đến tương tự như các nước trên thế giới. Hiện nay, Việt Nam đang chưa có hệ thống PDs.

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

### **3.3.1. 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.

### **3.3.2. 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.

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

#### **3.4.1. Những thành tựu**

*Khuôn khổ pháp lý cho thị trường TPCP đã hình thành nhưng còn nhiều bất cập*

*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*

*Hệ thống nhà đầu tư phát triển*

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

#### **3.4.2. 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*

*Hệ thống nhà đầu tư còn phụ thuộc vào hệ thống NHTM*

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

### **3.4.3. 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*, 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 bốn*, Một số quy định và thông lệ quốc tế của TTTP khó áp dụng tại Việt Nam do thị trường đang trong giai đoạn đầu phát triển, nhiều yếu tố của thị trường còn thiếu và chưa đồng bộ.

#### ***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 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 bất cập; *Thứ bảy*, Xếp hạng tín nhiệm còn thấp.

### **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, 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**

Luận án trình bày bối cảnh phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ ở Việt Nam và nhu cầu vốn của Chính phủ.

#### **4.1.2. 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% dư nợ trái phiếu niêm yết vào năm 2020 và 2% dư nợ trái phiếu niêm yết vào năm 2030. Tăng tỷ trọng TPCP do các công ty bảo hiểm, BHHH, 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 BHHH cần được hoàn thiện theo hướng cho phép BHHH được tham gia tích cực hơn trên thị trường TPCP, phát huy tối đa nguồn vốn nhàn rỗi, 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 như 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*

#### ***4.2.1.4. Nâng cao chất lượng công tác kế hoạch hóa về huy động vốn thông qua hình thức phát hành Trái phiếu Chính phủ***

Việc dự báo thâm hụt ngân sách trên cơ sở mục tiêu tăng trưởng GDP trong mỗi giai đoạn là cần thiết. Trên cơ sở của lượng thâm hụt ngân sách được dự báo có thể đưa ra kế hoạch phát hành TPCP thường xuyên và hợp lý, theo lộ trình sau khi đã cân đối với nguồn vốn ODA và các nguồn viện trợ. Việc dự kiến các nguồn bù đắp thâm hụt ngân sách và phát hành TPCP có kế hoạch sẽ không làm thay đổi kỳ vọng của dân chúng cũng như ảnh hưởng đến đầu tư khu vực tư. Từ đó chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ có thể vận hành đồng bộ theo hướng tránh tổn thất cho nền kinh tế.

Kế hoạch huy động vốn xây dựng gồm: Kế hoạch huy động vốn theo khối lượng và từng loại kỳ hạn trái phiếu tương ứng với lịch biểu phát hành cho các nhu cầu khác nhau của Chính phủ; Kế

hoạch huy động vốn theo phương thức phát hành khác nhau gồm kế hoạch huy động vốn qua hình thức đấu thầu tại Sở GDCK Hà Nội, qua bảo lãnh phát hành và bán lẻ,...

#### ***4.2.1.5. Tăng cường tuyên truyền về hiệu quả và vai trò của thị trường Trái phiếu Chính phủ***

Công bố rộng rãi và định kỳ các thông tin về tình hình thu chi NSNN, các chính sách tài chính và chính sách tiền tệ quốc gia trong dài hạn, đồng thời công khai minh bạch các thông tin về huy động vốn và sử dụng nguồn TPCP, tạo sức ép sử dụng hiệu quả, từ đó có sự tin tưởng cao hơn vào thị trường TPCP, tạo nên tính hấp dẫn của TPCP đối với các nhà đầu tư

Chú trọng công tác tuyên truyền phổ cập kiến thức ra công chúng, thông qua các tầng lớp trong xã hội, đặc biệt là các nhà đầu tư tư nhân hiểu rõ hơn về TPCP, các quy trình liên quan đến mua bán, chuyển nhượng, niêm yết, xác định giá trái phiếu giao dịch trên thị trường thứ cấp và các quyền lợi của nhà đầu tư nhận được khi tham gia.

#### ***4.2.1.6. Tăng cường hợp tác quốc tế***

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

### **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 cho 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**

- a) Xây dựng hệ thống nhà tạo lập thị trường*
- b) Phát triển các trung gian tài chính*
- c) Xây dựng và phát triển hệ thống đại lý cấp I*
- d) Xây dựng hệ thống CNTT hiện đại và tăng cường đầu tư cơ sở vật chất*
- e) 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. Phát triển các công cụ phái sinh trái phiếu**

Cần phát triển các sản phẩm chứng khoán phái sinh liên quan đến trái phiếu như hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai, hợp đồng kỳ hạn, các sản phẩm từ chứng khoán tài sản và các khoản nợ,.. Hệ thống NHTM sẽ đóng vai trò chủ đạo trong quá trình cung cấp các sản phẩm phái sinh cho thị trường.

Xây dựng khuôn khổ pháp luật đồng bộ cho hoạt động phát triển công cụ phái sinh trái phiếu để hạn chế tình trạng lũng đoạn thị trường, song song đó là việc phát triển quy mô thị trường, hệ thống giao dịch, hệ thống tài chính ngân hàng, sự hiểu biết của công chúng đầu tư và tăng cường khả năng giám sát thị trường của các cơ quan quản lý.

#### **4.2.2.6. *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.

#### **4.2.2.7. *Nâng cao chất lượng nguồn nhân lực quản lý thị trường TPCP***

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 BHHH, BHTG gửi tham gia thị trường theo hướng chuyên nghiệp, hiệu quả.

### **4.3. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ**

#### **4.3.1. Đối với Chính phủ**

#### **4.3.2. Đối với Ngân hàng Nhà nước**

#### **4.3.3. Đối với Bộ Tài chính**

#### **4.3.4. Đối với Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam**

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

#### **4.4.1. Giai đoạn 2018-2025**

#### **4.4.2. Giai đoạn 2026-2030**

#### **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, kiến nghị với cơ quan nhà nước có thẩm quyền 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; thực hiện cơ cấu lại NSNN, quản lý nợ công theo hướng đảm bảo nền tài chính quốc gia an toàn, bền vững. 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. Phát triển hệ thống nhà đầu tư và các định chế trung gian và dịch vụ thị trường trên thị trường TPCP.

- 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 và minh bạch hóa các khoản đầu tư từ ngân sách, hoàn thiện khuôn khổ pháp lý và hoàn thiện cấu trúc thị trường TPCP, nâng cao chất lượng công tác kế hoạch hóa về huy động vốn thông qua hình thức phát hành TPCP, tăng cường công tác tuyên truyền về hiệu quả và vai trò của thị trường TPCP, tăng cường hợp tác quốc tế.

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, phát triển các công cụ phái sinh trái phiếu, đổi mới cơ chế điều hành lãi suất và tạo lập đường cong lãi suất, 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, kiến

ngộ với cấp có thẩm quyền và 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>.