20/09/2006
Cập nhật: 27/02/2013

HUỲNH THẾ DU
NGUYỄN XUÂN THÀNH

ĐẦU TƯ TRÊN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VIỆT NAM

Tháng 9 năm 2006, Tuyết Nghi, chuyên viên Phòng Đầu tư của Công ty Bảo Việt Nhân thọ, thuộc Tập đoàn Bảo Việt, đang tập trung bàn bạc với các đồng nghiệp của mình về khả năng đầu tư vào một số trái phiếu vừa mới phát hành trên thị trường vốn Việt Nam. Mặc dù trong thời gian qua, công ty đã đầu tư vào trái phiếu chính phủ nhưng một số lượng lớn tiền phí bảo hiểm vẫn nằm dưới dạng tiền gửi ngân hàng. Tuy tiền gửi ngân hàng có tính thanh khoản cao nhưng lãi suất lại thấp hơn so với trái phiếu.

Trong thời gian gần đây, cùng với trái phiếu chính phủ trung ương, các chính quyền địa phương, ngân hàng thương mại và doanh nghiệp phi tài chính cũng phát hành trái phiếu ra thị trường. Với sự đa dạng ngày càng cao, lãnh đạo công ty cho rằng việc gia tăng tỷ trọng đầu tư vào các loại trái phiếu khác nhau sẽ tăng đáng kể suất sinh lợi trong khi mức độ rủi ro và tính thanh khoản sẽ không bị ảnh hưởng nhiều.

Nhóm của Tuyết Nghi có nhiệm vụ phân tích một số trái phiếu vừa được niêm yết tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và đề xuất phương án đầu tư vào một hay một số các trái phiếu này.

Trái phiếu chính phủ

Trái phiếu chính phủ xuất hiện lần đầu tiên trong thập niên 80 dưới dạng công trái nhà nước. Với mức lãi suất thấp (10%/10 năm) và tỷ lệ lạm phát phi mã, hầu hết những người mua công trái là vì mục đích đóng góp vào ngân sách nhà nước chứ không phải đầu tư. Cho đến tháng 7/1994, Nghị định 72, trong đó quy định về việc phát hành các loại trái phiếu, mới được ban hành. Từ con số không trong những năm đầu thập niên 90, hiện nay dự nợ trái phiếu chính phủ đã chiếm 7% GDP. Tuy vậy, tỷ lệ còn rất thấp so với mức 21% ở Trung Quốc, 33% ở Thái Lan và 62% ở Malaysia.[1]

[1] Theo Thứ trưởng Bộ Tài chính Trần Văn Tá, website của Bộ Tài chính. http://www.mof.gov.vn, 30/08/2006.

Tình huống này được soạn bởi Huỳnh Thế Du và Nguyễn Xuân Thành, giảng viên Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright. Các nghiên cứu tình huống của Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải để đưa ra khuyến nghị chính sách.

Bản quyền © 2006 Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

Trái phiếu chính phủ đang được huy động theo hai phương thức chính là đấu giá qua các trung tâm giao dịch chứng khoán hoặc/và bán lẻ qua hệ thống chi nhánh của Kho bạc Nhà nước ở 64 tỉnh thành. Trong đó, việc đấu giá qua các trung tâm giao dịch chứng khoán ngày càng chiếm vị trí quan trọng hơn. Tổng khối lượng trái phiếu chính phủ đang giao dịch qua các trung tâm chứng khoán đến 08/2006 vào khoảng 48.000 tỷ đồng.

Hiện tại, Tuyết Nghi đang quan tâm tới Trái phiếu Chính phủ đợt 07/2006. Trái phiếu do Bộ Tài chính phát hành thông qua Kho bạc Nhà nước Trung ương vào ngày 28 tháng 4 năm 2006. Trái phiếu có mệnh giá 100.000 VNĐ, lãi suất 8,75%, trả cố định cuối kỳ hàng năm vào ngày 28 tháng 04, kỳ hạn 5 năm.

Trái phiếu được niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM vào ngày 8/5/2006 với tổng giá trị niêm yết theo mệnh giá là 320 tỷ VNĐ. Kết thúc phiên giao dịch ngày 31/8/2006, giá trái phiếu (giá thanh toán) là 103.100 VNĐ.

Trái phiếu đô thị TP.HCM

TP.HCM là địa phương đi đầu trong việc phát hành trái phiếu địa phương. Đầu năm 1994, Ủy ban Nhân dân TP.HCM đề xuất Bộ Tài chính cho phép phát hành trái phiếu đô thị (mang tính thí điểm) để tài trợ cho dự án đường Nguyễn Tất Thành. Tổng vốn đầu tư của dự án là 41,8 tỷ đồng, trong đó 30 tỷ đồng được huy động dưới hình thức trái phiếu đô thị. Trái phiếu có lãi suất 15%/năm, kỳ hạn 3 năm và được bảo đảm bằng ngân sách của thành phố. Vào thời điểm phát hành, trái phiếu được xem là không hấp dẫn do lãi suất tiền gửi ngân hàng lúc đó ở vào mức 21%/năm.[2] Mặc dù vậy, lạm phát sau đó đã giảm, kéo lãi suất thị trường giảm xuống theo. Những nhà đầu tư vào trái phiếu (chủ yếu là ngân hàng và một số doanh nghiệp nhà nước) thực ra lại thu được lợi lớn. Dự án đường Nguyễn Tất Thành cũng thành công trong việc thu phí, từ đó đảm bảo hoàn trả lãi và nợ gốc trái phiếu đúng hạn.

Phải gần 10 năm sau, TP.HCM mới tiếp tục phát hành trái phiếu đô thị, sau khi Nghị định về phân cấp quản lý lý một số lĩnh vực cho TP.HCM[3] được ban hành vào năm 2001, trong đó cho phép Thành phố được huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu. Trong lần gần đây nhất, 245 tỷ trái phiếu đô thị được phát hành thông qua Quỹ Đầu tư Phát triển Đô thị TP.HCM, một tổ chức tài chính thuộc Ủy ban Nhân dân Thành phố. Trái phiếu có mệnh giá 100.000 VNĐ, kỳ hạn 10 năm và đáo hạn vào 10/8/2016. Lãi suất của trái phiếu là 9,25%/năm; lãi được trả sau, 1 lần trong năm vào 10 tháng 8. Sau ngày phát hành 10/8/2006, trái phiếu được niêm yết trên Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với mã số HCMA0506.[4] Mặc dù vậy, mức giao dịch của trái phiếu đô thị là hầu như không đáng kể. Cũng tại thời điểm cuối tháng 8/2006, có một số tổ chức tài chính mua bán trái phiếu này trên thị trường OTC ở mức ngang giá.

Trái phiếu chuyển đổi của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam

Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) là ngân hàng được quản lý tốt nhất trong số các ngân hàng thương mại quốc doanh. Theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam thì tỷ lệ an toàn vốn của

[2] Ngân hàng Thế giới, "Nghiên cứu so sánh trong khu vực Đông Á về sự phát triển thị trường vốn ở cấp độ địa phương – Nghiên cứu tình huống tại Hàn Quốc, Việt Nam, Philippines và Indonesia", 11/1999.
[3] Nghị Định 93/2001/NĐ-CP ngày 12/12/2001.
[4] Ngày niêm yết: 25/08/2006; ngày chính thức giao dịch: 28/08/2006.

Vietncombank là 7%. Tuy nhiên, theo tiêu chuẩn kế toán quốc tế, thì tỷ lệ này chỉ đạt 4,4%, thấp hơn rất nhiều so với mức an toàn vốn tối thiểu 8% áp dụng cho các ngân hàng thương mại quốc tế.

Sau những quảng cáo rầm rộ, ngày 14/12/2005, Vietcombank bắt đầu phát hành trái phiếu tăng vốn cho các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân. Trái phiếu có mệnh giá 100.000 VNĐ, kỳ hạn 7 năm (đáo hạn 26/12/2012), lãi suất 6,0%/năm. Lãi được trả sau, 1 lần trong năm vào ngày 26 tháng 12. Trái phiếu được niêm yết vào ngày 18/7/2006 với tổng giá trị là 1.374,6 nghìn tỷ VNĐ và mã chứng khoán VCB1_105.

Điểm gây sự chú ý của các nhà đầu tư là trái phiếu tăng vốn có kèm theo quyền được mua cổ phiếu phổ thông của Vietcombank theo giá thị trường tại thời điểm cổ phần hóa. Như vậy, những người nắm giữ trái phiếu tại thời điểm cổ phần hóa Vietcombank sẽ được phép tham gia đấu thầu không cạnh tranh. Chỉ ngay trong ngày phát hành, toàn bộ 1.350 tỷ đồng trái phiếu đã được bán hết. Việc đấu thầu trái phiếu được thực hiện theo phương thức đấu thầu lãi suất. Lãi suất dự kiến ban đầu là 8,5%/năm, nhưng lãi suất trúng thầu cuối cùng chỉ là 6%.[5]

Sau khi phát hành, giá trái phiếu đã tăng mạnh và có lúc giá đã lên đến 1,85 lần so với mệnh giá ở thị trường phi tập trung. Vào cuối phiên giao dịch ngày 31/8/2006, trái phiếu có giá thanh toán là 127.000 VNĐ.

Trái phiếu tăng vốn của Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

Trong số các ngân hàng thương mại quốc doanh, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển (BIDV) có tỷ lệ nợ xấu cao nhất tính theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam (10.5%). Do yếu tố lịch sử, BIDV từng là tổ chức tài trợ chính cho các dự án lớn của nhà nước theo hình thức chỉ định, một nguyên nhân chính dẫn tới chất lượng thấp của danh mục dự nợ vay.

Ngày 19/05/2006, qua hệ thống các chi nhánh của mình, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam đã phát hành gần 1.200 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 10 năm nhằm mục đích tăng vốn cho ngân hàng.

Tương tự như những trái phiếu khác, trái phiếu tăng vốn đợt 1/2006 của BIDV có mệnh giá 100.000 VNĐ, đáo hạn vào ngày 19/5/2016. Vào ngày 19/5/2011, BIDV có quyền (nhưng không có nghĩa vụ) mua lại trái phiếu với mức giá bằng đúng mệnh giá. Lãi suất trái phiếu là 9,8%/năm cho đến ngày 19/05/2011 và trong trường hợp Trái phiếu không được BIDV mua lại vào ngày thực hiện quyền mua lại thì sau đó Trái phiếu sẽ được hưởng lãi suất là 10,325%/năm.

Ngày 13/07/2006, loại trái phiếu này đã chính thức được giao dịch trên thị trường chứng khoán. Giá trái phiếu thanh toán vào cuối phiên giao dịch ngày 31/8/2006 ở mức 102.000 VNĐ.

Quyết định đầu tư

Nhìn lại bốn loại trái phiếu vừa xác định, Tuyết Nghi biết rằng để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn, cô phải tính toán lợi suất của các trái phiếu và so sánh với các lãi suất hiện hành trên thị trường

[5] Thậm chí có nhà đầu tư đặt lệnh với lãi suất bằng không đã làm treo máy do chương trình không lường trước tình huống này. (Vietnam Economy, "34 nhà đầu tư trúng thầu trái phiếu Vietcombank", 14/12/2005).

(xem Minh họa 1). Hơn thế nữa, cổ phải cân nhắc rủi ro của từng loại trái phiếu. Đó là vì, khác với các quỹ đầu tư chứng khoán, hoạt động đầu tư của một công ty bảo hiểm nhân thọ đòi hỏi phải có độ an toàn cao. Đồng thời, kỳ hạn và tính thanh khoản của các khoản đầu tư cũng rất quan trọng. Vì ngân lưu vào (tức là phí bảo hiểm hàng năm) trong hoạt động bảo hiểm nhân thọ có tính dài hạn, các trái phiếu được đầu tư cũng phải có kỳ hạn tương ứng nhưng lại phải đảm bảo có khả năng chuyển thành tiền mặt dễ dàng để đảm bảo khả năng thanh toán cho các trách nhiệm bảo hiểm có thể xảy ra.

Minh họa 1: Lãi suất, 31 tháng 8 năm 2006

Loại lãi suất	Kỳ hạn	Mức lãi suất
Tín phiếu kho bạc	3 tháng	3,71%
Trái phiếu chính phủ	12 tháng	6,10%
Tiền gửi, bình quân NHTM	12 tháng	7,65%
Cho vay, bình quân NHTM	12 tháng	11,18%
Tiết kiệm, Vietcombank	18 tháng	8,46%
Tiết kiệm, Vietcombank	24 tháng	8,52%
Tiết kiệm, Vietcombank	30 tháng	8,58%
Tiết kiệm, Vietcombank	36 tháng	8,64%
Tiết kiệm, Vietcombank	60 tháng	9,00%
Ghi nhớ:		
Lạm phát (so với 12 tháng trước)		7,67%
Lãi suất cơ bản, NHNN		8,25%
Lãi suất tái cấp vốn, NHNN		5,00%

Nguồn: Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam đối với các lãi suất tiết kiệm của Vietcombank và CSDL Thống kê Tài chính quốc tế (IFS) của Quỹ Tiền tệ Quốc tế cho các số liệu còn lại.