

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VIỆT NAM

August 2012

Nguyễn Tấn Thắng

Khái quát về thị trường TPVN

- Nền kinh tế được chi phối chủ yếu bởi hệ thống ngân hàng.
- Tín dụng NH chiếm 135% GDP năm 2010, gấp 4 lần giá trị của TTCKVN, và khoảng 10 lần giá trị của trái phiếu trong nước.
- Thị trường TPVN có qui mô khá nhỏ so với các nước trong khu vực và TP chính phủ chiếm đa số.
- Trái phiếu DN chỉ chiếm 8% tổng giá trị trái phiếu trong nước, cuối nửa đầu 2012.
- Thanh khoản thị trường thấp
- Chưa có đường cong lãi suất chuẩn
- Tuy nhiên MOF và SBV hiện nay tăng cường đối thoại thường xuyên hơn với các thành viên thị trường

Khái quát về thị trường TPVN

Value (VND billion)	FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011
Treasury									
Outstanding	5,310	9,120	20,250	38,720	72,548	88,048	82,183	114,096	152,789
VDB									
Outstanding	7,052	13,053	16,038	25,488	49,233	71,232	72,396	95,940	104,605
Checked		13,053	16,038	25,488	49,323	74,482			
VBSP									
Outstanding							17,200	25,900	19,997
Corporate									
Outstanding	1,877	1,877	2,395	35,289	66,129	70,879	88,223	110,795	180,824
Total outstanding bonds									
	14,239	37,103	54,721	124,985	237,233	304,641	260,002	346,731	458,215
GDP									
	613,442	713,072	837,858	973,790	1,143,442	1,485,038	1,658,389	1,980,914	2,535,008
Total outstanding bonds/GDP									
	2.32%	5.20%	6.53%	12.83%	20.75%	20.51%	15.68%	17.50%	18.08%
Issuance									
Treasury	2,322	3,811	12,230	20,126	34,580	19,362	3,710	51,486	62,154
VDB	5,821	6,001	3,375	10,050	24,095	26,647	5,866	36,357	34,975
VBSP							2,000	8,700	9,297
Corp	300	-	2,095	32,894	30,840	7,350	17,897	24,222	39,708
Matured									
Treasury	-	-	1,100	1,657	752	2,702	8,835	23,391	26,011
VDB	-	-	390	600	260	1,488	6,070	13,934	15,410
VBSP							-	-	2,000
Corp	-	-	1,577	-	-	2,600	552	1,650	-

Khái quát về thị trường TPVN

In % of GDP	2001	2005	2011
TP Chính phủ (bao gồm bảo lãnh)	2.82%	10.92%	13.88%
TP Doanh nghiệp	-	0.12%	4.12%
Tổng dư nợ	2.82%	11.04%	18.00%
<i>Nguồn: Bộ Tài chính</i>			

Thị trường TPCP sơ cấp

- **Trái phiếu Chính phủ**
 - Cơ chế phát hành chưa phù hợp thông lệ quốc tế (phát hành lô lẻ, trước 2011 phương thức đấu thầu chiếm tỷ trọng nhỏ)
 - Lịch biểu và kế hoạch phát hành chưa có tính chất tham chiếu cao. (Ban đầu là nửa tháng 1 đợt phát hành, nhưng hiện nay tuần nào cũng có)
 - Sản phẩm không đa dạng (trái phiếu có lãi suất cố định, kỳ hạn ngắn)
 - Sau khi đấu thầu, TPCP sẽ được niêm yết T+5
- **Trái phiếu doanh nghiệp**
 - Điều kiện phát hành cao do chưa có tổ chức xếp hạng tín nhiệm
 - Quy trình, thủ tục phát hành: phức tạp, chưa thông thoáng (chủ yếu là DNNN)
 - Sản phẩm không đa dạng
 - Không có đường cong lãi suất để định giá (LS của 4 NH Quốc doanh)
 - Nhiều doanh nghiệp chưa quan tâm
 - Công bố thông tin trước và sau phát hành chưa đầy đủ (phát hành riêng lẻ)

Phát hành TPCP Tháng 7 và 8, 2012

Issuance of government bonds in July & August 2012 (VND billion)

Auction Date	Issuer	Issue Date	Maturity Date	Term (Years)	Offer (Bln. VND)	Bidding (Bln. VND)	Acceptances (Bln. VND)	Bid Yield (%)	Ceiling Rate (%)	Accepted Yield	Success Rate	No. of Participants
21-Aug-12	VST	Aug-12	15-Jul-14	2	2,000							
21-Aug-12	VST	Aug-12	30-Jun-15	3	2,000							
21-Aug-12	VST	Aug-12	30-Jun-17	5	2,000							
17-Aug-12	VBSP	21-Aug-12	21-Aug-14	2	1,000							
17-Aug-12	VBSP	21-Aug-12	21-Aug-15	3	1,000							
17-Aug-12	VBSP	21-Aug-12	21-Aug-17	5	500							
13-Aug-12	VST	15-Aug-12	15-Jun-14	2	1,000	3,795	1,000	08.79-09.45		9.04	100.0%	15
13-Aug-12	VST	15-Aug-12	15-Jun-15	3	2,000	3,250	2,000	09.00-11.25		9.20	100.0%	10
13-Aug-12	VST	15-Aug-12	15-Jun-17	5	2,000	2,769	2,000	09.45-09.60		9.53	100.0%	10
13-Aug-12	VST	15-Aug-12	15-Jun-22	10	500	250	250	09.50		9.50	50.0%	1
10-Aug-12	VBSP	14-Aug-12	14-Aug-17	3	1,000	700	200	09.90-11.56	9.90	9.90	20.0%	3
10-Aug-12	VBSP	14-Aug-12	14-Aug-15	5	1,000	200	-	11.50-11.70			0.0%	1
8-Aug-12	VDB	10-Aug-12	10-Aug-14	2	1,000	500	-	10.10-10.80			0.0%	2
8-Aug-12	VDB	10-Aug-12	10-Aug-15	3	1,000	800	-	09.80-11.63			0.0%	4
8-Aug-12	VDB	10-Aug-12	10-Aug-17	5	1,000	200	-	10.10			0.0%	3
6-Aug-12	VST	8-Aug-12	8-Aug-17	2	2,000	2,750	1,650	08.73-11.00	8.80	9.10	82.5%	13
6-Aug-12	VST	8-Aug-12	8-Aug-15	3	2,000	7,460	2,000	09.01-09.90	9.00	9.20	100.0%	11
6-Aug-12	VST	8-Aug-12	8-Aug-14	5	2,000	5,580	2,000	09.45-10.10	9.50	9.59	100.0%	9
7/30/2012	VBSP	1-Aug-12	1-Aug-15	3	1,000	500	-	11.17-11.70			0.0%	2
7/30/2012	VBSP	1-Aug-12	1-Aug-17	5	1,000	300	-	11.60-12.00			0.0%	1
7/27/2012	VST	31-Jul-12	15-Jun-14	2	1,000	5,495	1,000	09.00-11.44		9.10	100.0%	18
7/27/2012	VST	31-Jul-12	15-Jun-15	3	2,000	7,000	2,000	09.30-11.52		9.39	100.0%	13
7/27/2012	VST	31-Jul-12	15-Jun-17	5	2,000	4,806	2,000	09.55-09.90		9.75	100.0%	8
7/27/2012	VST	31-Jul-12	31-May-22	10	500	250	-	09.60-09.70			0.0%	1

Phát hành TPCP, 2012

YTD Issuance of G-bonds in FY2012 (VND billion) - As of August 13, 2012

Term	T-Bills		VST			VDB			VBSP		
	Issued Amount (YTD)	Latest yield	Issued Amount (YTD)	Plan	Latest yield	Issued Amount (YTD)	Plan	Latest yield	Issued Amount (YTD)	Plan	Latest yield
364 days	10,771	8.5									
1Y			1,840								
2Y			17,474		9.04				1,300		11.93
3Y			26,520		9.20	10,100		9.50	7,400		9.90
5Y			28,480		9.53	9,860		9.68	4,180		10.20
10Y			1,940		9.50						
Total	12,271		76,254	120,000		19,960	33,000		12,880	26,000	

Source: HNX

Issuance Plan of VN G-Bonds for Q3'2012
(Unit: VND billion) - By tenor

No.	Tenor	Issue Plan
1	364 days	4,000
2	2 years	4,000 - 5,000
3	3 years	8,000 - 9,000
4	5 years	15,000
5	10 years	2,000
Total		33,000 - 35,000

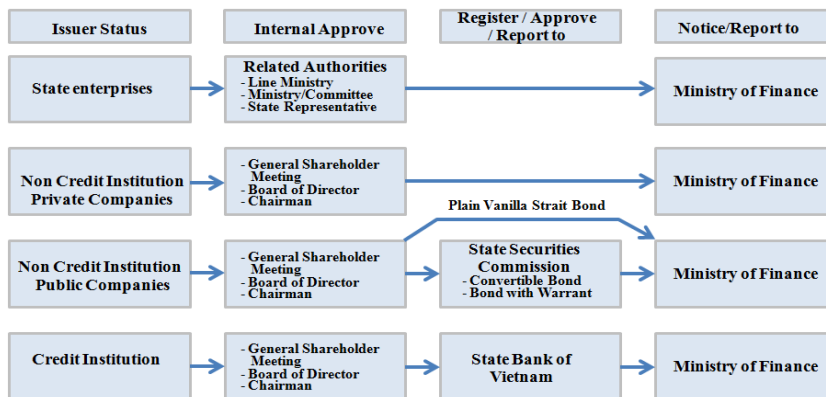
Source: HNX

Issuance Plan of VN G-Bonds for Q3'2012
(Unit: VND billion) - By Issuing method

No.	Issuing Method	Issue Plan
1	Bidding through SBV	4,000
2	Bidding through HNX	26,000 - 28,000
3	Underwriting	3,000
Total		33,000 - 35,000

Source: HNX

Phát hành TPDN theo Nghị định 90



- Việc quản lý phát hành đối với các tổ chức phi tín dụng tư nhân hay đại chúng khá lỏng lẻo
- Ở các nước khác thì một tổ chức (dù là tín dụng hay phi tín dụng) phải cung cấp toàn bộ thông tin cho các cơ quan quản lý để được thông qua trước khi phát hành

Thị trường TPCP thứ cấp

- **Trái phiếu Chính phủ**
 - Đăng ký lưu ký: VSD
 - Các giao dịch thể hiện trên HNX có độ trễ (1 tuần hoặc lâu hơn), do thị trường thực chất là giao dịch OTC rồi sau đó mới báo cáo lại HNX
 - Tín phiếu chưa được lưu ký, chưa được giao dịch giữa các nhà đầu tư
 - Khối lượng giao dịch ít: 400-500 tỷ/ngày
 - Việc tuân thủ chế độ giao dịch hạn chế (repo & outright)
 - Chưa có sự liên thông giữa thị trường tiền tệ và trái phiếu
 - Chưa có đường cong lợi suất (yield curve) chuẩn
 - Vấn đề định giá (Bloomberg/Reuters, HNX, Excel model)

- **Trái phiếu doanh nghiệp**
 - Đăng ký/lưu ký: Tại tổ chức được phép → không có trung tâm dữ liệu
 - Vấn đề chuyển nhượng và phí chuyển nhượng
 - Giao dịch: Tại các Sở GDCK nhưng hầu như không có giao dịch

Giao dịch TPCP theo tuần

Weekly bond yields and trading values	1-yr Govt. Bond Yields (%)			Bond yield spreads (End of week)			Trading Values (Billion VND)				
	Week beginning	Week ending	Spread	3Y-1Y	5Y-1Y	10Y-1Y	Total value	% Foreign Participation	< 3 yrs	3 - 5 yrs	> 5 yrs
06/25/12 - 06/29/12	9.00%	9.22%	0.23%	0.27%	0.38%	0.68%	3,344	19.99%	64.52%	21.92%	13.56%
07/02/12 - 07/06/12	9.29%	9.11%	-0.18%	0.37%	0.48%	0.76%	2,241	56.41%	58.61%	31.42%	9.97%
07/09/12 - 07/13/12	9.17%	9.18%	0.01%	0.50%	0.69%	0.89%	2,208	56.12%	87.99%	12.01%	0.00%
07/16/12 - 07/20/12	9.09%	9.10%	0.01%	0.58%	0.79%	0.87%	3,763	25.90%	40.86%	30.94%	28.20%
07/23/12 - 07/27/12	9.07%	8.93%	-0.14%	0.68%	0.98%	1.36%	4,384	27.83%	48.05%	24.14%	27.81%
07/30/12 - 08/03/12	8.80%	8.59%	-0.22%	0.76%	1.06%	1.46%	5,710	12.63%	70.19%	20.10%	9.71%

Source: Reuters and HNX

Các vấn đề tồn đọng

- Số liệu và thông tin về TPCP
 - MOF quản lý việc đấu thầu TPCP ở thị trường sơ cấp
 - HNX quản lý việc giao dịch TPCP ở thị trường thứ cấp
 - NHNN quản lý việc đấu thầu tín phiếu Kho bạc và tín phiếu của NHNN
- Các mẫu hợp đồng mỗi nơi mỗi khác (repos, mua bán, đại lý phân phối)
- Tranh chấp về lãi suất TPDN
- Những thông tin thống kê về TTTP VN nói chung rất hạn chế, ngay cả website HNX cũng không có đầy đủ thông tin
- Các cơ quan quản lý như MOF, SBV, SSC là những tổ chức nắm giữ các thông tin về trái phiếu nhưng hiện chỉ sử dụng nội bộ và được lưu giữ dưới dạng excel → khó khăn khi phân tích cũng như ngày càng nhiều thông tin sau này.
- VSD có phân loại thông tin về chủ thể phát hành theo các tiêu chí như tư nhân/tổ chức, trong nước/nước ngoài → không phân theo các thành phần kinh tế → sẽ được cải thiện trong 2 năm
- Thông tin về trái phiếu DN rất hạn chế

Một số ví dụ thực tiễn

- Vấn đề TPCP bảo lãnh (VDB, VBSP, VEC)
- Những biến tướng trong giao dịch TPCP
 - Chuyển lợi nhuận ngân hàng ra ngoài → dễ bị phát hiện vì yields chênh lệch lớn
 - Tránh thuế
 - Quý đầu tư nước ngoài muốn gửi tiền vào NH TMCP VN: không được phép
 - Đại lý phân phối phụ (tránh những ràng buộc về pháp lý)
 - Giao dịch outright và repo → tùy chọn để tránh ghi nhận lợi nhuận
- Tranh chấp về lãi suất trái phiếu doanh nghiệp khi luật thay đổi
- Cty mẹ cho cty con vay thông qua việc cty con phát hành trái phiếu riêng lẻ (private placement) và phần lớn là cho vay BĐS

Những thay đổi tích cực gần đây

- Hiệp hội Trái phiếu VN (VBMA) là một tổ chức rất năng động, làm trung gian/cầu nối giữa cơ quan quản lý và thành viên thị trường
- Dự án xây dựng cơ sở dữ liệu chuẩn cho TPDN đang triển khai → cần có sự hỗ trợ về luật nhằm tăng cường chức năng của VBMA (kinh nghiệm của ThaiBMA)
- Hệ thống giao dịch và đấu thầu điện tử điện tử đã được áp dụng
- HNX đang cố gắng xây dựng đường cong lợi suất chuẩn
- Hệ thống giao dịch tín phiếu điện tử thứ cấp áp dụng vào ngày 24/8
- Số thành viên đấu thầu TPCP chính thức giảm còn 20
- Sau này NHNN sẽ là cơ quan thanh toán chứng khoán chính thay vì BIDV.
- MOF đang thực hiện chương trình hoán đổi trái phiếu chính phủ để loại bỏ những lô lẻ được phát hành trước đó.
- Cố gắng rút ngắn thời gian phát hành TPCP

Hệ thống nhà đầu tư

- Nhà đầu tư tổ chức là chủ yếu
- Tuy nhiên:
 - 90% là các tổ chức tín dụng
 - 8% là các cty bảo hiểm
 - Tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài ít (5-6% tổng dư nợ)
 - Chưa có các nhà đầu tư khác (quỹ hưu trí, các quỹ đầu tư ...)

→ Thị trường bị tác động rất lớn bởi việc điều hành chính sách tiền tệ

→ Nhu cầu đầu tư chủ yếu là loại kỳ hạn ngắn

Định chế trung gian và hạ tầng kỹ thuật

- Cty kiểm toán: Chất lượng?
- Cty định mức tín nhiệm: Chưa có
- Cơ chế đăng ký, lưu ký, niêm yết: T+5 (TPCP)
- Chưa có cơ chế thanh toán trích tài khoản tự động → TPCP chưa được phép giao dịch ngay khi phát hành
- Hệ thống công nghệ của sàn giao dịch

Nguyên nhân của những tồn tại

- Khách quan
 - Kinh tế trong thời kỳ chuyển đổi
 - Thị trường tài chính chưa phát triển
- Chủ quan
 - Chính sách chưa bao trùm hết
 - Quan điểm và nhận thức của tổ chức phát hành
 - Thói quen của tổ chức phát hành và nhà đầu tư
 - Hạ tầng công nghệ thông tin

Kinh nghiệp quốc tế và bài học cho Việt Nam

- Mô hình phát triển
 - Thị trường tín dụng
 - Thị trường vốn

% of GDP 2010	Tỷ trọng thị trường		Dư nợ
	Tín dụng	TT Vốn	
Vietnam	80	20	13.5
Indonesia	40	60	14.9
Malaysia	36.4	63.6	98.6
South Korea	35.7	62.3	115.2

- Kinh nghiệm từ các cuộc khủng hoảng gần đây → Cần phát triển thị trường nợ

Kinh nghiệp quốc tế và bài học cho Việt Nam

- Chính sách
 - Chính sách rõ ràng và tính tuân thủ cao
 - Hệ thống PDs tại một số nước
 - Minh bạch thông tin, bảo vệ nhà đầu tư
 - Cơ chế thuế
 - Hạ tầng thị trường
- Phát triển thị trường TPCP
 - Hiện đại hóa công tác phát hành
 - Hệ thống PDs
 - Phát hành trái phiếu chuẩn, tạo đường cong lợi suất tin cậy
 - Sản phẩm phái sinh trên trái phiếu

Kinh nghiệp quốc tế và bài học cho Việt Nam

- Phát triển thị trường trái phiếu DN
 - Cụ thể hóa điều kiện và quy trình phát hành
 - Các sản phẩm đa dạng
 - Hệ thống định mức tín nhiệm
 - Trách nhiệm công bố thông tin, bảo vệ nhà đầu tư
- Cơ chế phối hợp giữa các cơ quan hoạch định chính sách và nhà đầu tư (Hiệp hội TPVN)

Lộ trình phát triển thị trường TPVN đến 2020

- Tạo nguồn cung dồi dào
 - TPCP: Tăng tỷ trọng trong tổng vay nợ của chính phủ
 - TP được CP bảo lãnh: 2 NH chính sách phát hành để thực hiện các chương trình tín dụng mục tiêu
 - Doanh nghiệp: Tạo môi trường thuận lợi cho việc phát hành
- Xuất hiện các nhà đầu tư mới
 - Tổ chức tín dụng, bảo hiểm, bảo hiểm xã hội
 - Nhà đầu tư mới: quỹ mở, quỹ hưu trí tự nguyện, nhà đầu tư nước ngoài

Mục tiêu của thị trường TPVN đến 2020

- **Mục tiêu tổng quát**
 - Phát triển sâu rộng thị trường trái phiếu, là kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế
- **Mục tiêu cụ thể**
 - Dự nợ vào 2020: 40% GDP
 - Đa dạng hóa nhà đầu tư, phấn đấu để có được nhà đầu tư khác chiếm 40% tổng thị phần

Hoàn thiện khung pháp lý đến 2020

Số TT	Hành động	2011-2013	2014-2017	2018-2020
1	NĐ về định mức tín nhiệm	✓		
2	NĐ về phát hành TPCp và hệ thống PDs		✓	
3	Nghị định thay thế NĐ 90/2011/NĐ-CP về TPDN		✓	
4	Nghị định về thành lập và hoạt động quỹ hưu trí bổ sung	✓		
5	Rà soát cơ chế thuế và sửa đổi bổ sung trên cơ sở sửa đổi các Luật thuế	✓	✓	
6	Hoàn thiện cơ chế mua lại và hoán đổi trái phiếu		✓	
7	Ban hành hợp đồng mẫu	✓		

Phát triển và hoàn thiện thị trường sơ cấp - TPCP

Số TT	Hành động	2011-2013	2014-2017	2018-2020
1	Công bố kế hoạch và lịch biểu phát hành	✓		
2	Hình thành hệ thống PD trên thị trường sơ cấp	✓		
3	Cải tiến phương thức phát hành - Hiện đại hóa công tác đấu thầu - Tập trung đấu thầu lô lớn - Áp dụng đấu thầu đa giá - Tái cơ cấu hàng hóa	✓		
4	Đa dạng hóa kỳ hạn trái phiếu, tập trung kỳ hạn chuẩn	✓	✓	✓

Phát triển và hoàn thiện thị trường sơ cấp - TPDN

Số TT	Hành động	2011-2013	2014-2017	2018-2020
1	Khuyến khích các doanh nghiệp đa dạng hóa sản phẩm phát hành	✓	✓	✓
2	Đơn giản hóa thủ tục trước phát hành		✓	
3	Rà soát điều kiện phát hành cùng với yêu cầu phải có định giá tin nhiệm		✓	
4	Khuyến khích hoạt động bảo lãnh tín dụng	✓		
5	Nâng cao yêu cầu và tín tuân thủ về công bố thông tin phát hành	✓		

Phát triển và hoàn thiện thị trường thứ cấp

Số TT	Hành động	2011-2013	2014-2017	2018-2020
1	Rút ngắn thời gian đăng ký, lưu ký và niêm yết TPCP (bao gồm cả tín phiếu)	✓	✓	
2	Áp dụng cơ chế đăng ký, lưu ký tập trung TPDN		✓	
3	Tăng cường tính tuân thủ về báo cáo giao dịch trên thị trường và công bố thông tin	✓		
4	Thí điểm áp dụng giao dịch trái phiếu khi phát hành		✓	✓

Phát triển định chế trung gian và hạ tầng

Số TT	Hành động	2011-2013	2014-2017	2018-2020
1	Nâng cao chất lượng kiểm toán	✓		
2	Hình thành 1-2 cty định mức tín nhiệm		✓	
3	Hiện đại hóa và tăng cường sự kết nối giữa công tác đăng ký, lưu ký, và niêm yết trái phiếu	✓		

Điều kiện thực hiện

- Kinh tế vĩ mô ổn định
- Sự phối hợp chặt chẽ giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, chính sách phát hành TPCP với chiến lược nợ công.
- Sự phát triển đồng bộ của thị trường tài chính: năng lực tài chính nhà đầu tư, hạ tầng hệ thống thanh toán, sự liên thông giữa thị trường tiền tệ và thị trường trái phiếu
- Sự phối hợp chặt chẽ giữa cơ quan hoạch định chính sách-các thành viên thị trường-các định chế trung gian thị trường
- Hạ tầng công nghệ thông tin của thị trường