

Đấu thầu tín phiếu kho bạc nhà nước và những nét mới trong công tác phát hành thời gian tới

ThS. Phạm Thị Thanh Huyền*

Theo lý thuyết, tín phiếu kho bạc là loại trái phiếu Chính phủ (giấy vay nợ ngắn hạn) có kỳ hạn dưới một năm do Bộ Tài chính phát hành để bù đắp thiếu hụt tạm thời của Ngân sách Nhà nước (NSNN) và là một công cụ quan trọng để Ngân hàng Nhà nước (NHNN) điều hành chính sách tiền tệ. Chúng có tính thanh khoản cao, được phát hành dưới hình thức tín chỉ hoặc bút toán ghi sổ, song, hầu hết ở dạng ghi sổ. Đây là công cụ chiết khấu điển hình, không có phiếu lãi suất. Tín phiếu Kho bạc Nhà nước (gọi tắt là tín phiếu) có mức rủi ro thấp nhất trong các công cụ trên thị trường tiền tệ. Thu nhập từ tín phiếu (chênh lệch giữa giá mua và giá bán hoàn trả) không bị đánh thuế vì chúng không được coi là tài sản vốn. Thời hạn của tín phiếu thường là 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng, 1 năm với một hay nhiều mức mệnh giá phát hành thông qua các hình thức đấu thầu hoặc phát hành trực tiếp qua kho bạc, đại lý trên thị trường thứ cấp.

1. Tình hình đấu thầu tín phiếu tại NHNN thời gian qua

Tính chung từ năm 2000 đến nay, với vai trò là đại lý phát hành trái phiếu Chính phủ (TPCP), NHNN đã huy động được 146.342 tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 36%/tổng khối lượng phát hành TPCP nói chung. Đây là một tỷ lệ khá cao so với các loại TPCP có kỳ hạn khác. Chẳng hạn như TPCP loại kỳ hạn 2 năm có tỷ lệ là 15,2%, TPCP kỳ hạn 5 năm là 28%... Tuy nhiên, thời gian qua, nhất là thời điểm từ năm 2010 trở lại đây, khối lượng trúng thầu tín phiếu giảm dần, thậm chí, có phiên không có thành viên nào tham gia. Mặc dù, Kho bạc Nhà nước và NHNN đã có nhiều cố gắng, lãi suất chào ở mức cao nhưng dường như thị trường vẫn quá “yên ắng”, lượng tiền thu về qua kênh này vẫn quá khiêm tốn so với lượng tiền thu được từ các kênh huy động vốn khác.

Nếu chỉ tính riêng 6 tháng đầu năm 2011, Sở Giao dịch NHNN phối hợp với Kho bạc Nhà nước (KBNN) đã tổ chức được 21 phiên, kỳ hạn phát hành là 364 ngày nhưng số tiền huy động chỉ là 2.150 tỷ đồng. Đây là một kết quả rất thấp với các năm trước đây. Cụ thể, năm 2010 huy động được 8.350 tỷ đồng, năm 2009 là 10.714 tỷ đồng và năm 2008 là 20.730 tỷ đồng.

* Sở Giao dịch NHNN

Trong tổng số hơn hai chục phiên đấu thầu vừa qua thì có đến 16/21 phiên không có khối lượng trúng thầu. Điều đáng nói nữa là, ngoài việc khối lượng trúng thầu khá khiêm tốn thì số lượng thành viên tham gia cũng rất ít, trung bình chỉ có từ 1 đến 2 thành viên tham gia/phiên và thường tập trung vào một vài thành viên. Cá biệt, có những phiên không có thành viên tham gia dự thầu. Chi tiết như sau: (Xem bảng 1, bảng 2).

Bảng 1. Kết quả đấu thầu tín phiếu 6 tháng đầu năm 2011

Đơn vị: Tỷ đồng

Thời gian	Số thành viên dự thầu	Số thành viên trúng thầu	Khối lượng dự kiến	Khối lượng trúng thầu	Tỷ lệ trúng thầu/dự kiến
Tháng 01	8	3	1.000	1.000	100%
Tháng 02	22	4	4.000	1.100	27,5%
Tháng 3	11	-	4.000	-	-
Tháng 4	6	-	3.000	100	33,3%
Tháng 5	11	1	4.000	50	1,25%
Tháng 6	4	-	3.000	-	-
Tổng cộng	62	7	19.000	2.150	10,75%

Nguồn: Báo cáo thống kê tổng hợp kết quả đấu thầu TPCP, NHNN.

Bảng 2. Tổng hợp tình hình lãi suất các phiên đấu thầu tín phiếu 6 tháng đầu năm 2011

Đơn vị: %/năm

Phiên giao dịch	Lãi suất đặt thầu	Lãi suất trúng thầu	Phiên giao dịch	Lãi suất đặt thầu	Lãi suất trúng thầu
Phiên 1/2011	10,95 – 13,92	11,0	Phiên 12/2011	13,0 – 14,0	-
Phiên 2/2011	10,70 – 12,0	10,95	Phiên 13/2011	12,0 – 20,0	12,0
Phiên 3/2011	10,84 – 12,0	-	Phiên 14/2011	14,0 – 16,0	-

Phiên 4/2011	10,60 – 12,0	10,70	Phiên 15/2011	14,0 – 15,50	-
Phiên 5/2011	11,20 – 12,5	-	Phiên 16/2011	13,5 – 13,60	-
Phiên 6/2011	11,60 – 12,10	-	Phiên 17/2011	13,0 – 15,40	-
Phiên 7/2011	11,80 – 14,0	-	Phiên 18/2011	13,20 – 13,20	-
Phiên 8/2011	11,10 – 14,0	-	Phiên 19/2011	13,50	-
Phiên 9/2011	12,0 – 14,0	-	Phiên 20/2011	-	-
Phiên 10/2011	12,50 – 13,0	-	Phiên 21/2011	13,50	-
Phiên 11/2011	12,80 – 14,50	-			

Nguồn: Sở Giao dịch Ngân hàng Nhà nước

2. Một số vấn đề bất cập trong công tác đấu thầu tín phiếu

Rõ ràng, với tính ưu việt đã nêu ở trên thì lẽ thường, tín phiếu sẽ hứa hẹn là một loại giấy tờ ưa thích của nhà đầu tư khi có một lượng tiền tạm thời nhàn rỗi trong tay (từ 1 năm trở xuống). Nhưng trên thực tế, thời gian qua, kết quả thu về qua công tác đấu thầu tín phiếu lại không được như kỳ vọng của chủ thể phát hành (Bộ Tài Chính) và của đơn vị tổ chức phát hành (NHNN - KBNN).

Vậy nguyên nhân của sự giảm sút trên là do đâu và liệu có phải nhà đầu tư thực sự không “mặn mà” với loại hàng hóa này không.

Qua thời gian công tác thực tế, tác giả nhận thấy, có một nguyên nhân ảnh hưởng tới kết quả các phiên đấu thầu thời gian qua là do tình hình kinh tế trong nước và kinh tế trên thế giới có chiều hướng không thuận lợi cùng với cơ cấu danh mục đầu tư chưa thuận lợi để nhà đầu tư tham gia đối với loại công cụ Nợ ngắn hạn của Chính phủ. Nhưng nguyên nhân chính mà nhà đầu tư chưa “mặn mà” với tín phiếu lại nằm ở chính nội tại của cơ chế tổ chức phát hành và “sân chơi” thứ cấp của loại giấy tờ có giá này. Theo đánh giá của Bộ Tài chính, công tác phát hành tín phiếu qua NHNN thời gian qua phát sinh một số bất cập, đó là:

- Thành viên đấu thầu tín phiếu chỉ bao gồm các tổ chức tín dụng (TCTD) có tài khoản tiền gửi thanh toán tại NHNN (Sở Giao dịch). Hiện nay, trong tổng số 57 thành viên đấu thầu tín phiếu thì có tới 40 thành viên là các TCTD, có 14 thành viên là chi nhánh ngân hàng nước ngoài và có 3 thành viên là các công ty tài chính.

Sở dĩ thành viên của nghiệp vụ này chủ yếu là các TCTD, vì tín phiếu phát hành dưới hình thức ghi sổ, người mua phải mở tài khoản chứng khoán và tài khoản tiền gửi tại NHNN để thực hiện các giao dịch thanh toán tiền và tín phiếu theo kết quả trúng thầu. Mọi khoản lãi, gốc được thanh toán trực tiếp vào tài khoản tiền chỉ định của người mua. Trong khi đó, việc mở tài

khoản thanh toán tại NHNN mới chỉ áp dụng cho các TCTD là thành viên của hệ thống thanh toán, chưa áp dụng cho các đối tượng là công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư. Do vậy, phần nào đã hạn chế sự tham gia của các thành viên đấu thầu có nhu cầu không phải là các TCTD. Đặc biệt, việc các công ty bảo hiểm, tổ chức bảo hiểm chưa tham gia đấu thầu tín phiếu cũng tạo nên tình trạng lãng phí vốn hay quan hệ tiền gửi không kỳ hạn trực tiếp với các TCTD như hiện nay.

- Hiện nay, chưa có một danh sách thành viên thống nhất đối với thị trường TPCP nói chung (bao gồm cả TPCP, TPCP bảo lãnh, tín phiếu) nên khi muốn tham gia đấu thầu loại trái phiếu nào thì nhà đầu tư phải thực hiện thủ tục gia nhập thành viên tại đơn vị tổ chức đấu thầu như tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội có một danh sách thành viên riêng, Sở Giao dịch NHNN có một danh sách thành viên riêng... Do đó, nhiều khi phát sinh tình trạng một nhà đầu tư có tư cách thành viên ở hai nơi hoặc có thể là thành viên ở danh sách này nhưng lại không là thành viên ở danh sách kia, cho dù cùng đầu tư một loại giấy tờ có giá là TPCP.

- Số lượng nhà đầu tư đã được công nhận là thành viên tham gia đấu thầu tín phiếu đông nhưng trên thực tế, số thành viên tham gia mỗi phiên là rất ít, đặc biệt là đối với các ngân hàng thương mại cổ phần và chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Cá biệt, có thành viên chỉ có tên trong danh sách nhưng chưa từng tham gia một phiên đấu thầu nào. Nguyên nhân chủ yếu là khối các ngân hàng này chưa quan tâm tới thị trường này do đầu tư vào TPCP có kỳ hạn trung bình 3 - 5 năm có mức lãi suất cao hơn và thời gian đầu tư phù hợp hơn. Điều này cũng dẫn tới lượng vốn khả dụng dư thừa để đầu tư vào tín phiếu vẫn còn hạn chế.

- Việc đầu tư vào tín phiếu của các thành viên chủ yếu nhằm mục đích dự phòng an toàn về khả năng thanh toán vào giai đoạn nhạy cảm (Tết dương lịch và tết âm lịch) qua giao dịch nghiệp vụ thị trường mở với NHNN (OMO). Việc giao dịch mua/bán các loại giấy tờ có giá giữa các TCTD trên thị trường liên ngân hàng với nhau chưa được thực hiện; phần vì do cơ sở hạ tầng (công nghệ, pháp lý) của thị trường thứ cấp chưa phát triển, phần vì do chưa có hướng dẫn chi tiết.

- Quy trình phát hành tín phiếu thời gian qua cũng bộc lộ bất cập, chưa khoa học và thiếu lịch biểu cụ thể để nhà đầu tư biết và có kế hoạch chủ động tham gia khi có nhu cầu. Mặt khác, thời gian qua, chưa tổ chức hình thức đấu thầu kết hợp cả cạnh tranh và không cạnh tranh lãi suất trong một phiên đấu thầu mặc dù đã có quy định về vấn đề này (Quy chế số 935/2004/QĐ-NHNN ngày 23/7/2004 của NHNN về đấu thầu tín phiếu kho bạc, trái phiếu ngoại tệ qua NHNN).

- Công tác lưu ký và chuyển nhượng tín phiếu cũng là một vấn đề cần phải tháo gỡ. Hiện nay, tín phiếu phát hành qua NHNN chỉ thực hiện lưu ký tại Sở Giao dịch NHNN mà chưa được lưu ký và chuyển nhượng nên trái chủ chỉ có thể tham gia các giao dịch thị trường tiền tệ với NHNN (OMO, tái cấp vốn, thầu chi và cho vay qua đêm...). Nói cách khác, do hạn chế trong việc lưu ký nên việc chuyển nhượng giữa các nhà đầu tư tín phiếu tại Việt Nam vẫn chưa thể thực hiện được như thông lệ tại các nước trên thế giới. Điều này đã dẫn tới tình trạng thị trường thứ cấp tín phiếu chưa phát triển, tính thanh khoản bị hạn chế. Đây cũng là một trong những nguyên nhân ảnh hưởng rất lớn tới sự phát triển của thị trường thứ cấp tín phiếu.

(Xem bảng 3)

Bảng 3. Tổng hợp hình hình giao dịch TPCP và Tín phiếu thời gian qua tại Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch Ngân hàng Nhà nước

Đơn vị: tỷ đồng

Loại hình Thời gian	Trái phiếu Chính phủ (không bao gồm TPCP bảo lãnh)			Tín phiếu Kho bạc Nhà nước	
	Đấu thầu	Outright	Repos	Đấu thầu	OMO
Năm 2009	2.385	21.104	1.265	10.714	165.960
Năm 2010	27.959	123.458	4.203	8.350	92.393
Đến 30/6/2011	37.878	112.197	461	2.150	57.722
Cộng	66.212	256.759	5.929	21.214	316.075

Nguồn: Website Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội; Sở Giao dịch Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Như vậy, qua số liệu trên chúng ta có thể dễ dàng nhận thấy rằng, với khối lượng phát hành là 66.212 tỷ đồng nhưng khối lượng giao dịch giữa các nhà đầu tư qua hai phương thức Outright và Repos lên tới 262.688 tỷ đồng, gấp gần 4 lần giá trị phát hành tại thị trường sơ cấp. Trong khi đó, dù khối lượng giao dịch OMO với NHNN của các TCTD là 316.075 tỷ đồng, gấp khoảng gần 15 lần so với khối lượng phát hành ban đầu, nhưng thực chất các giao dịch OMO trong từng phiên cũng có giá trị không cao. Vì, đối với các phiên chào mua kỳ hạn của OMO thời gian qua chủ yếu là mua kỳ hạn từ 7 ngày và 14 ngày, do đó, nếu tính từ năm 2009 đến hết 30/6/2011, có trung bình khoảng 2.431 tỷ đồng tín phiếu được giao dịch/tuần. Nếu so sánh với các loại giấy tờ có giá đã được các TCTD sử dụng trong OMO thời gian qua trong các giao dịch với NHNN thì tín phiếu chỉ chiếm khoảng 5,9%/tổng khối lượng giấy tờ có giá giao dịch (316.075 tỷ đồng/5.359.193 tỷ đồng).

Một con số khá khiêm tốn so với tiện ích của loại hàng hóa này nếu xét trên phương diện lý thuyết.

- Tín phiếu kho bạc được phát hành trên thị trường sơ cấp trên cơ sở đấu thầu. Việc xác định khối lượng và lãi suất trúng thầu của tín phiếu kho bạc được dựa vào khối lượng, lãi suất đặt thầu của các thành viên và khối lượng tín phiếu kho bạc Chính phủ muốn huy động. Khối lượng tín phiếu trúng thầu được tính theo thứ tự tăng lên của lãi suất đặt thầu. Lãi suất phát hành tín phiếu là lãi suất trúng thầu cao nhất được áp dụng chung cho tất cả các đối tượng trúng thầu. Ở Việt Nam, Chính phủ đưa ra lãi suất chỉ đạo trong quá trình đấu thầu và lãi suất trúng thầu không được vượt quá lãi suất chỉ đạo này. Lãi suất chỉ đạo được áp dụng để giới hạn mức lãi tối đa mà Chính phủ phải trả cho tín phiếu kho bạc huy động, trong khi có những phiên đấu thầu, nhà đầu tư đặt thầu với mức lãi suất khá cao (thậm chí, lãi suất đặt thầu cao hơn lãi suất của trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 2 năm), làm ảnh hưởng đến mức giá thực của tín phiếu. Điều này dẫn tới tình trạng Chính phủ khó có thể huy động được đủ khối lượng tín phiếu như mong muốn.

- Hình thức tín phiếu hiện nay đang áp dụng là hình thức chiết khấu, trả lãi trước. Thực chất là tín phiếu được bán thấp hơn mệnh giá và thanh toán theo mệnh giá khi đáo hạn, chứ không trả lãi theo định kỳ. Điều này có nghĩa, đến cuối kỳ thanh toán của tín phiếu Bộ Tài chính phải sử dụng thêm một tỷ suất chiết khấu cho dòng tiền âm.

3. Những nét mới trong công tác phát hành tín phiếu thời gian tới

Với mục tiêu đặt ra là nâng cao hiệu quả huy động vốn cho NSNN và chuẩn hóa công tác, trong tháng 7/2011, Bộ Tài chính đã thực hiện Hội thảo lấy ý kiến của các Bộ, ngành liên quan và công chúng đối với Thông tư hướng dẫn việc phát hành tín phiếu qua NHNN.

Theo đó, trong thời gian tới, Bộ Tài chính với tư cách là chủ thể phát hành sẽ thống nhất danh sách chung đối với thành viên thị trường trái phiếu và thực hiện công bố hàng năm trên phương tiện thông tin đại chúng theo quy định (bao gồm cả TPCP và tín phiếu). Đây là nét mới đầu tiên và có tính khoa học, thống nhất quản lý thành viên thị trường. Đồng thời, Bộ Tài chính sẽ có trách nhiệm quy định tiêu chuẩn và điều kiện đối với các thành viên đấu thầu, bao gồm cả đại lý cấp I. Đồng thời, để chuẩn hóa công tác phát hành theo thông lệ quốc tế và rút ngắn thời gian thanh toán (T), giảm thiểu rủi ro thanh toán cho NSNN và tạo điều kiện cho nhà đầu tư chủ động kế hoạch nguồn vốn tham gia, Bộ Tài chính thống nhất lịch biểu phát hành thống nhất và có tính chất định kỳ.

Thời gian qua, việc tổ chức đấu thầu công cụ Nợ của Chính phủ được tổ chức ở hai nơi. Đấu thầu TPCP thực hiện ở Sở Giao dịch chứng khoán Hà

Nội loại từ 2 năm trở lên. Đấu thầu tín phiếu thực hiện ở Sở Giao dịch NHNN đối với loại từ 364 ngày trở xuống. Về vấn đề này cũng có ý kiến thành viên cho rằng nên tổ chức đấu thầu ở một nơi thống nhất. Tuy nhiên, dù tổ chức ở đâu cũng có mặt thuận lợi và chưa thuận lợi. Nếu tổ chức đấu thầu ở Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội thì việc giao dịch thứ cấp của nhà đầu tư sẽ thuận lợi hơn. Vì nơi đây có hệ thống công nghệ đáp ứng được yêu cầu giao dịch và chuyển đổi sở hữu, nhưng bị khống chế thời gian thanh toán ($T+3$). Nếu tổ chức ở Sở Giao dịch NHNN thì nhà đầu tư có lợi hơn khi tham gia OMO và các nghiệp vụ liên ngân hàng, vì thời gian thanh toán trong ngày ($T \approx 0$).

Chính vì vậy, trong thời gian tới, Bộ Tài chính thống nhất với NHNN quy định Sở Giao dịch NHNN cung cấp dịch vụ lưu ký, chuyển nhượng tín phiếu để đảm bảo tín phiếu có thể được giao dịch, chuyển nhượng giữa các thành viên cũng như các nhà đầu tư khác không phải là TCTD nhằm nâng cao tính thanh khoản của tín phiếu và thúc đẩy thị trường thứ cấp phát triển. Một vấn đề nữa cũng cần hết sức quan tâm, đó là, Bộ Tài chính cần linh hoạt áp dụng khung lãi suất đấu thầu theo sát diễn biến trên thị trường. Thời hạn tín phiếu cũng có thể đa dạng hơn, như kỳ hạn 60 ngày, 90 ngày... thay cho chỉ có loại 360 ngày như hiện nay. Đồng thời, có chính sách phù hợp nhằm thu hút được lượng vốn đầu tư từ các công ty bảo hiểm, tổ chức bảo hiểm tham gia đấu thầu tín phiếu, không nên để tình trạng lãng phí vốn hay quan hệ tiền gửi không kỳ hạn trực tiếp với các TCTD như hiện nay.

Có thể thấy rằng, sự phát triển mạnh mẽ của thị trường TPCP nói chung cũng như hoạt động đấu thầu tín phiếu nói riêng sẽ có tác động hữu cơ với sự phát triển thị trường tiền tệ. Hy vọng rằng, với sự đổi mới mạnh mẽ về cơ chế chính sách và chuẩn hóa theo thông lệ quốc tế, công tác đấu thầu tín phiếu qua NHNN sẽ phát triển hiệu quả và đáp ứng được sự kỳ vọng của thị trường tài chính Việt Nam trong thời gian tới.