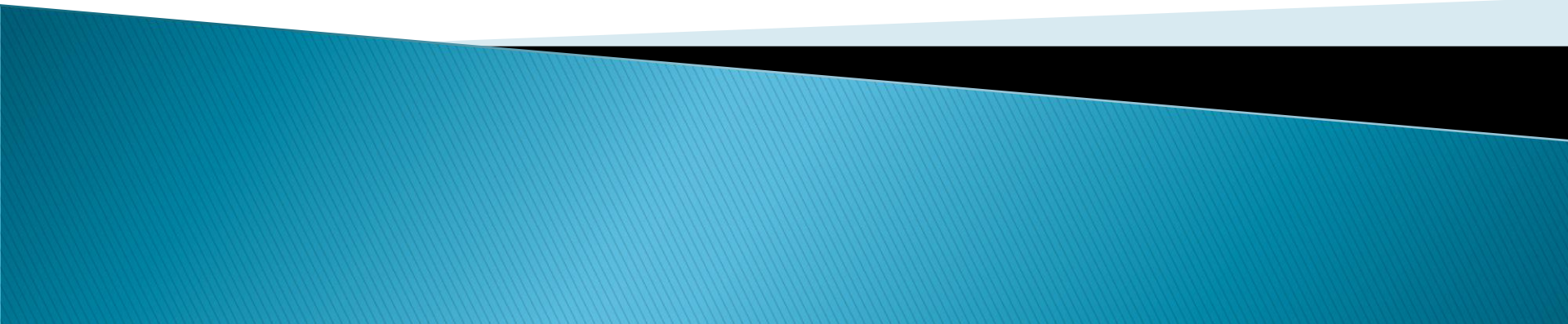
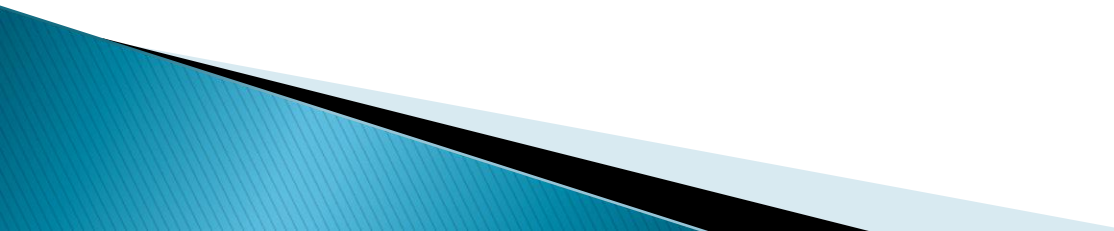


Chương 6: Thị trường trái phiếu



NỘI DUNG

- ▶ 1. Khái niệm và chức năng của thị trường trái phiếu
 - ▶ 2. Trái phiếu chính phủ
 - ▶ 3. Trái phiếu công ty
 - ▶ 4. Định giá trái phiếu
 - ▶ 5. Độ nhạy cảm của giá trái phiếu trước những thay đổi của lãi suất.
- 

1. Khái niệm, chức năng của thị trường trái phiếu

- Khái niệm: Trái phiếu là những chứng khoán thể hiện một món nợ mà người phát hành vay người đầu tư. Trái phiếu ấn định cho người phát hành nghĩa vụ phải trả một số tiền xác định tại một thời điểm xác định và thường là kèm theo những khoản thanh toán lãi định kỳ.

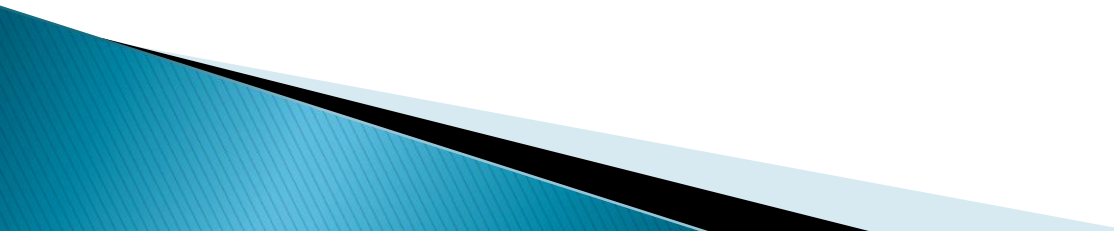
Đặc điểm trái phiếu

- ✓ Mệnh giá trái phiếu là số lượng tiền mà người phát hành trả tại thời điểm trái phiếu đáo hạn.
- ✓ Lãi suất coupon phiếu là mức lãi tính trên mệnh giá mà người phát hành phải trả hàng năm.
- ✓ Thời hạn của trái phiếu là khoảng thời gian tồn tại quan hệ vay mượn, có thể từ 1 đến 30 năm hoặc lâu hơn được ấn định ngay từ khi phát hành

Chức năng của thị trường trái phiếu

- ✓ Cung cấp một kênh tài trợ bổ sung cho hệ thống ngân hàng thương mại
- ✓ Cung cấp một phương thức tài trợ việc tái cơ cấu tài sản và tái cơ cấu vốn của các công ty
 - ✓ Sử dụng trái phiếu để tài trợ một vụ thu tóm bằng đòn bẩy tài chính (LBO)
 - ✓ Sử dụng trái phiếu để điều chỉnh cơ cấu vốn

Các chủ thể tham gia thị trường trái phiếu

- ✓ Chủ thể phát hành: Chính phủ, các công ty, các định chế tài chính
 - ✓ Chủ thể đầu tư: chủ yếu là các định chế tài chính (NHTM, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm...)
 - ✓ Chủ thể cung cấp các dịch vụ có liên quan: Ngân hàng đầu tư, công ty chứng khoán trong vai trò bảo lãnh phát hành, môi giới.
- 

Mục đích tham gia thị trường trái phiếu

Định chế tài chính	Mục đích tham gia
NHTM	Mua trái phiếu cho danh mục tài sản Giúp phát hành riêng trái phiếu đô thị Phát hành trái phiếu để huy động vốn
Công ty tài chính	Phát hành trái phiếu huy động vốn dài hạn
Quỹ tương hỗ	Mua trái phiếu cho danh mục tài sản, đặc biệt các quỹ chuyên đầu tư vào trái phiếu
Công ty chứng khoán	Môi giới giữa người mua và người bán trái phiếu Giúp phát hành trái phiếu chính phủ và trái phiếu công ty
Các công ty bảo hiểm	Mua trái phiếu cho danh mục đầu tư
Quỹ hưu trí	Mua trái phiếu cho danh mục đầu tư
Doanh nghiệp	Mua trái phiếu để đầu tư Phát hành trái phiếu để huy động vốn

2. Trái phiếu chính phủ

- **Trái phiếu kho bạc:** Kho bạc phát hành để tài trợ nợ quốc gia (thường trung và dài hạn > 10 năm)
 - ✓ Trái phiếu kho bạc được coi là không có rủi ro vỡ nợ nhưng có rủi ro lãi suất (giá biến động khi lãi suất thay đổi).
 - ✓ Lãi suất trái phiếu kho bạc thường thấp vì nó không có rủi ro vỡ nợ nhưng cao hơn lãi suất của các công cụ TTTT.

Trái phiếu đô thị

- Trái phiếu đô thị: Là những chứng khoán được phát hành bởi các chính quyền địa phương để tài trợ cho những dự án mang lại lợi ích công cộng.
- Hai loại trái phiếu đô thị: Trái phiếu nghĩa vụ chung và trái phiếu thu nhập

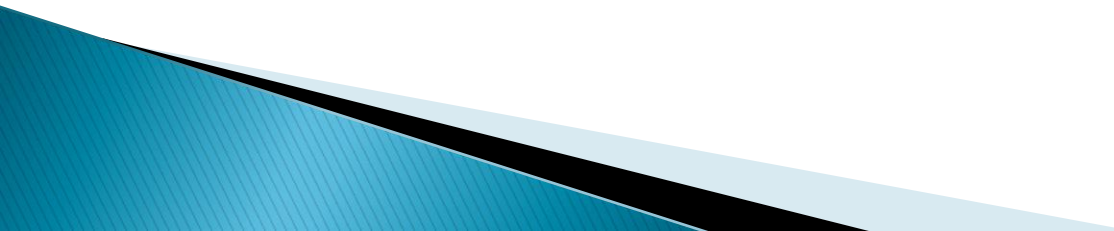
Các loại trái phiếu đô thị

- ✓ Trái phiếu nghĩa vụ chung: Được đảm bảo bởi uy tín của người phát hành, tức là người phát hành hứa sử dụng tất cả nguồn lực có được để hoàn trả như đã cam kết. Việc phát hành trái phiếu này phải được những người đóng thuế chấp nhận vì nguồn để trả cho trái phiếu là từ ngân sách, từ tiền thuế.
- ✓ Trái phiếu thu nhập: Được hỗ trợ bằng dòng tiền của một dự án tạo thu nhập cụ thể. Nếu nguồn thu không đủ thì trái phiếu có thể vỡ nợ.

3. Trái phiếu công ty

- Khái niệm: Là những công cụ nợ trung và dài hạn do các công ty phát hành nhằm đáp ứng nhu cầu về nguồn vốn trung và dài hạn của công ty.
 - ✓ Khế ước trái phiếu là một hợp đồng ghi rõ các quyền của người cho vay và nghĩa vụ của người vay.
 - ✓ Mức độ rủi ro rất khác nhau đối với trái phiếu của các công ty khác nhau bởi nó phụ thuộc vào sức mạnh của công ty, các đặc điểm và tính chất của trái phiếu

Đặc trưng của trái phiếu công ty

- Trái phiếu ký danh và không có phiếu trả lãi.
 - Những điều kiện ràng buộc: Những người mua trái phiếu áp dụng các quy định mang tính khống chế lên các giám đốc công ty để bảo vệ lợi ích của mình. Càng nhiều điều kiện ràng buộc thì lãi suất trái phiếu càng thấp vì trái phiếu được người mua coi là an toàn hơn.
- 

Đặc trưng của trái phiếu công ty

- Điều khoản mua lại: Quy định rằng người phát hành có quyền buộc người nắm giữ bán lại trái phiếu. Điều khoản mua lại quy định khoảng thời gian từ khi trái phiếu được phát hành lần đầu đến khi nó có thể được mua lại và mức giá mua lại.

Đặc trưng của trái phiếu công ty

- ✓ Điều khoản mua lại hạn chế lợi ích của nhà đầu tư nên những trái phiếu có thể mua lại có lợi suất cao hơn những trái phiếu tương đương không bị mua lại.
- ✓ Lợi ích đối với người phát hành:
 - Tạo thuận lợi cho người đi vay hạ chi phí vay.
 - Giúp công ty mua lại trái phiếu theo điều kiện của quỹ chìm.
 - Giúp giảm bớt những điều kiện ràng buộc.
 - Tạo điều kiện cho công ty thay đổi cơ cấu vốn.

Đặc trưng của trái phiếu công ty

- Tính có thể chuyển đổi: Một số trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông. Đặc tính này cho phép những người nắm giữ trái phiếu được chia sẻ những cơ may của công ty nếu giá cổ phiếu tăng.
- Tính có thể chuyển đổi thể hiện quyền chọn mua cổ phiếu nên giá trái phiếu có thể chuyển đổi phản ánh cả giá trị của quyền chọn và vì vậy sẽ cao hơn những trái phiếu tương đương không có khả năng chuyển đổi.

Các loại trái phiếu công ty

- Trái phiếu có bảo đảm: Là những trái phiếu có kèm theo tài sản thế chấp, Trái phiếu thế chấp được sử dụng để tài trợ cho một dự án cụ thể và tài sản trong dự án đó được dùng làm vật thế chấp cho trái phiếu. Do những trái phiếu này ít rủi ro hơn những trái phiếu tương đương không có đảm bảo nên chúng có lãi suất thấp hơn.
- Chứng chỉ tín thác thiết bị: Là những trái phiếu được bảo đảm bằng tài sản hữu hình không phải là nhà đất.

Các loại trái phiếu công ty

- Trái phiếu không có bảo đảm:
 - ✓ Trái phiếu tín chấp: Là những trái phiếu dài hạn không có bảo đảm, chỉ được hỗ trợ bởi uy tín của người phát hành. Khi công ty vỡ nợ thì giấy nhận nợ có mức độ ưu tiên thấp hơn các trái phiếu có bảo đảm và vì vậy chúng có lãi suất cao hơn so với những trái phiếu tương đương được bảo đảm.
 - ✓ Trái phiếu tín chấp cấp hai: Cũng tương tự như giấy nhận nợ, chỉ khác ở mức độ ưu tiên hoàn trả thấp hơn. Vì vậy giấy nhận nợ cấp hai có rủi ro vỡ nợ cao hơn và lãi suất cao hơn.

Các loại trái phiếu công ty

- Trái phiếu rủi ro cao: Những trái phiếu có rủi ro cao hơn mức Baa của Moody's hay BBB của S&P.
- Trái phiếu có lãi suất thay đổi: Lãi suất được gắn với một lãi suất thị trường và được điều chỉnh định kỳ.
- Trái phiếu có lãi suất cuốn phiếu thấp hoặc không trả lãi định kỳ: thường được phát hành với giá chiết khấu thấp hơn nhiều so với mệnh giá

Bán trái phiếu công ty

- Bán ra công chúng: Một tổ chức (hoặc một nhóm tổ chức) đảm nhận bảo lãnh một đợt phát hành mới chứng khoán công ty. Phương thức này áp dụng cho những công ty lớn.
- ✓ Phương thức: Tổ chức bảo lãnh có thể mua đứt các chứng khoán từ công ty phát hành hoặc chỉ bảo đảm với bên phát hành về một mức giá cụ thể

Bán trái phiếu công ty

- Chào bán riêng lẻ: Một hoặc một nhóm các nhà đầu tư (thường là các định chế tài chính) tham gia vào việc thỏa thuận trực tiếp với công ty đi vay để mua đợt chứng khoán được phát hành.
 - ✓ Ưu điểm: Chi phí phân phối thấp hơn, không có phí đăng ký gắn với việc phát hành cáo bạch như trường hợp phát hành ra công chúng. Quá trình bán diễn ra nhanh chóng và bí mật. Ít có xung đột giữa người vay và người đi vay.
 - ✓ Nhược điểm: Chi phí lãi nói chung cao hơn, kém thanh khoản hơn và có rủi ro vỡ nợ cao hơn.

4. Định giá trái phiếu

- Giá hiện hành của trái phiếu là giá trị hiện tại của các dòng tiền còn lại của nó.

$$PV = \frac{C}{(1+k)^1} + \frac{C}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C}{(1+k)^n} + \frac{F}{(1+k)^n}$$

Trong đó: C là khoản thanh toán lãi định kỳ, F là mệnh giá trái phiếu, k là lợi suất đòi hỏi trên kỳ, dùng để chiết khấu trái phiếu, n là số kỳ cho tới khi đáo hạn

Định giá trái phiếu

- Tỷ lệ chiết khấu thích hợp để định giá tài sản tài chính là mức lợi suất có thể kiếm được trên những khoản đầu tư khác có rủi ro và lợi suất tương đương
- Giá trái phiếu biến động ngược chiều với lãi suất thị trường:
 - ✓ Các khoản thanh toán của trái phiếu không đổi vì ấn định theo hợp đồng
 - ✓ Giá trái phiếu thay đổi để mang lại cho người sở hữu mới lợi suất thị trường

Định giá trái phiếu

Rủi ro cao hơn

Lãi suất chiết khấu cao hơn

=> Giá trái phiếu thấp hơn

Rủi ro thấp hơn

Lãi suất chiết khấu thấp hơn

=> Giá trái phiếu cao hơn

Quan hệ ngược chiều giữa rủi ro, lợi suất đòi hỏi với giá trái phiếu

Định giá trái phiếu

- Giá thị trường của trái phiếu bị tác động bởi việc ấn định thời hạn thực hiện các khoản thanh toán. Một đồng tiền nhận được sớm hơn sẽ có giá trị hiện tại cao hơn một đồng tiền nhận được muộn hơn => Giá trị thị trường của trái phiếu phụ thuộc vào thời hạn của trái phiếu

Định giá trái phiếu

$PV \text{ của trái phiếu} = PV \text{ các khoản thanh toán lãi} + PV \text{ của khoản thanh toán gốc}$

Lãi suất coupon phiếu $<$ lợi suất đòi hỏi: Giá trái phiếu thấp hơn mệnh giá

Lãi suất coupon phiếu $>$ lợi suất đòi hỏi: Giá trái phiếu cao hơn mệnh giá

Giải thích sự biến động của trái phiếu

- Giá trái phiếu phản ánh giá trị hiện tại của dòng tiền trong tương lai được chiết khấu tại lợi suất đòi hỏi.
- Giá trái phiếu phụ thuộc vào lợi suất đòi hỏi (k). Lợi suất đòi hỏi phụ thuộc vào lãi suất phi rủi ro hiện hành (lợi suất trái phiếu kho bạc cùng thời hạn) và mức bù rủi ro trên trái phiếu.

Các yếu tố tác động tới lãi suất phi rủi ro

- Các yếu tố tác động tới lãi suất phi rủi ro:
- ✓ Tác động của những dự đoán lạm phát: Lạm phát dự tính tăng thì lợi suất đòi hỏi tăng, giá dự tính giảm nên bán trái phiếu nhiều hơn, gây áp lực giảm giá trái phiếu. Ngược lại dự tính lạm phát giảm sẽ mua trái phiếu nhiều hơn
- ✓ Tác động của tăng trưởng kinh tế: Tăng trưởng kinh tế mạnh thường gây áp lực tăng lãi suất còn điều kiện kinh tế yếu gây áp lực giảm lãi suất

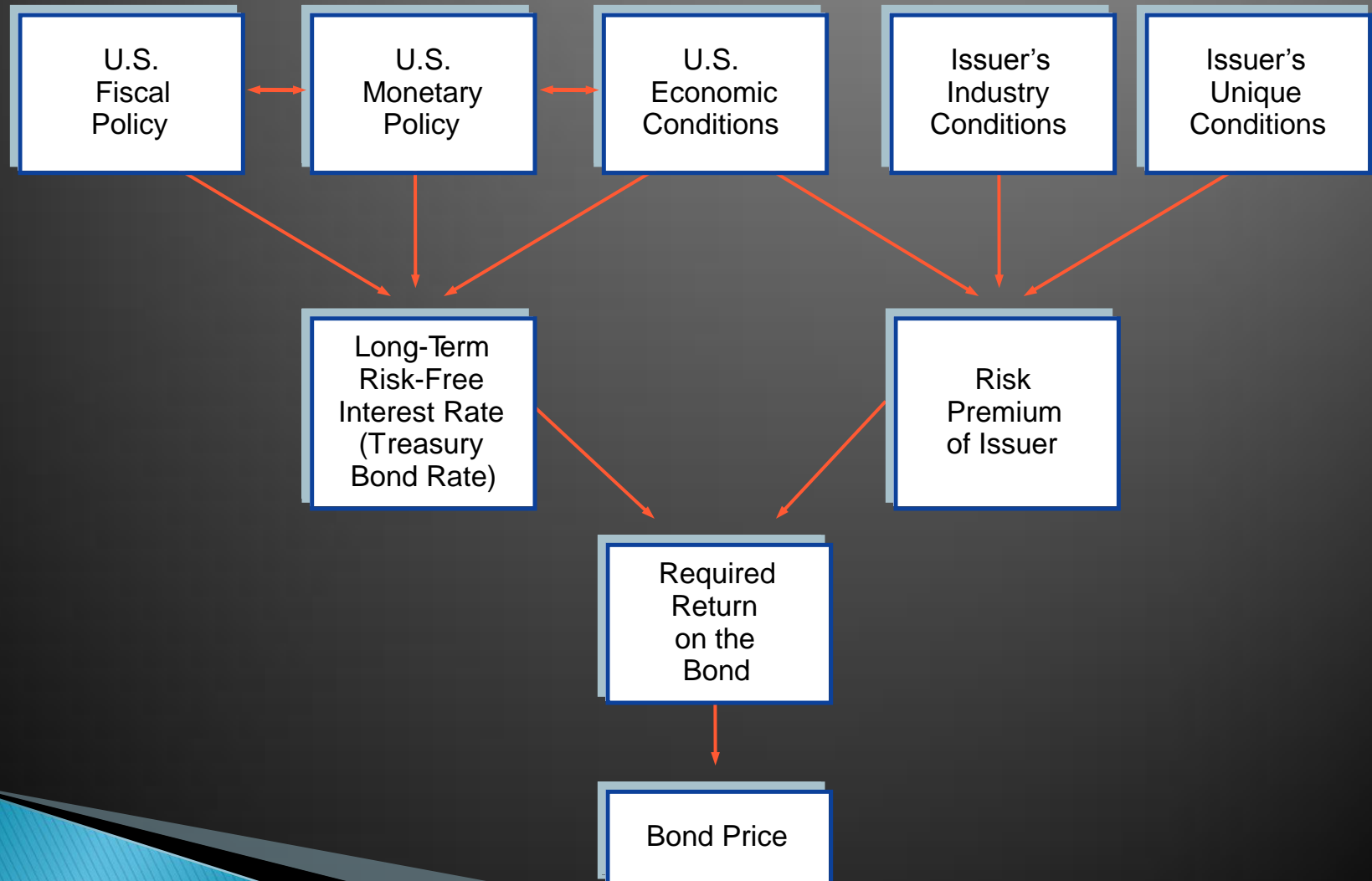
Các yếu tố tác động tới lãi suất phi rủi ro

- ✓ Tác động của tăng trưởng cung tiền: Nếu cung tiền tăng làm tăng cung quỹ có thể cho vay trong khi cầu quỹ không đổi sẽ làm lãi suất giảm. Tuy nhiên nếu thị trường tăng dự báo lạm phát thì sẽ làm tăng cầu quỹ, kết quả tổng hợp tùy thuộc độ lớn sự thay đổi cung cầu quỹ.
- ✓ Tác động của thâm hụt ngân sách: Khi thâm hụt ngân sách thay đổi, cầu về quỹ có thể cho vay của chính phủ thay đổi, từ đó tác động đến lãi suất

Yếu tố tác động đến mức bù rủi ro

- ✓ Điều kiện kinh tế: Kinh tế mạnh ảnh hưởng tích cực đến dòng tiền của doanh nghiệp, giảm xác suất vỡ nợ của doanh nghiệp và ngược lại.
- ✓ Điều kiện riêng của doanh nghiệp: Chẳng hạn thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Exhibit 8.8



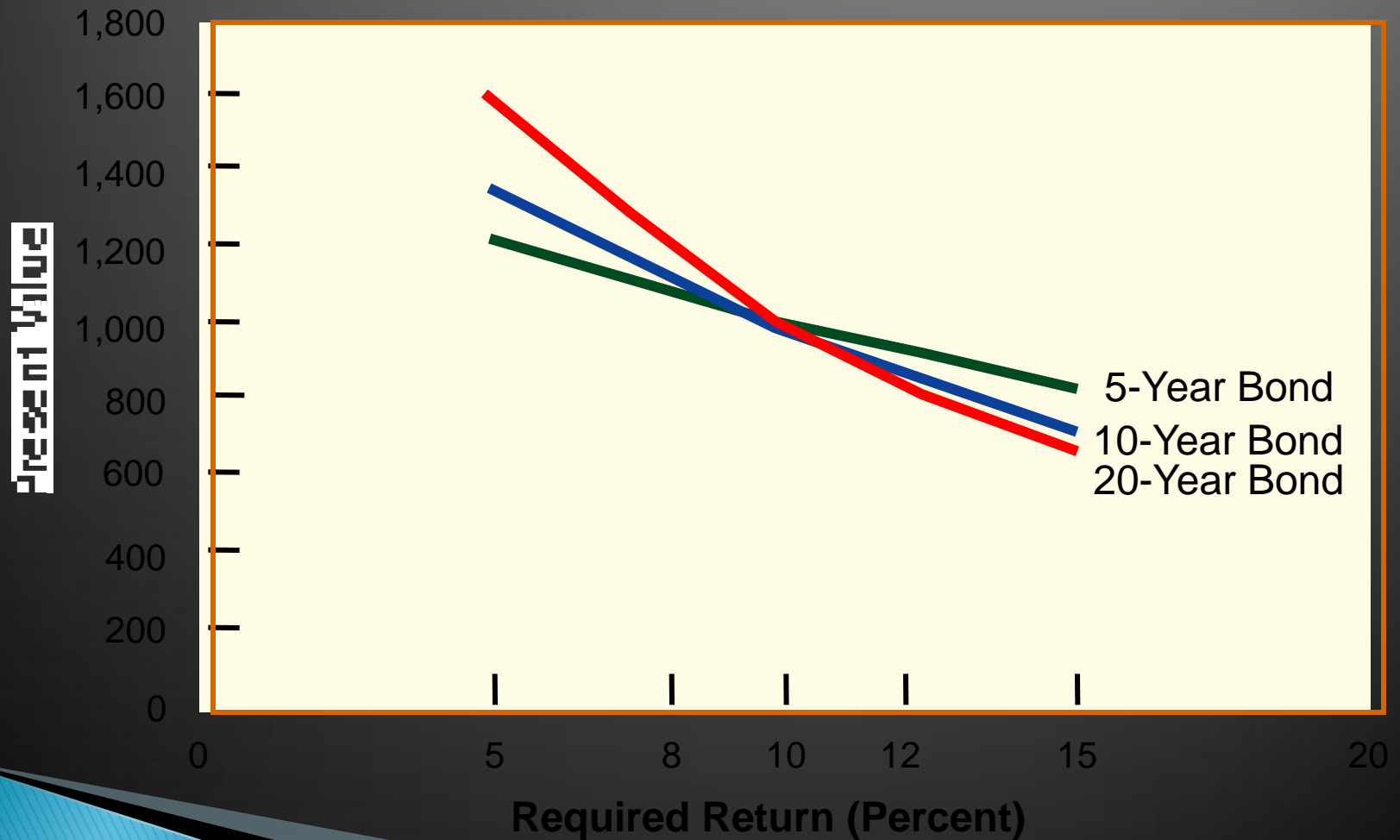
5. Độ nhạy cảm của giá trái phiếu trước thay đổi lãi suất

- Độ co giãn giá của trái phiếu (P) trước những thay đổi của lợi suất đòi hỏi (k)

$$Pe = \% \text{ thay đổi của } P / \% \text{ thay đổi của } k$$

- Ảnh hưởng của lãi suất cuống phiếu lên Pe: Lãi cuống phiếu càng thấp thì giá càng nhạy cảm với sự thay đổi của lợi suất đòi hỏi
- Ảnh hưởng của thời hạn lên Pe: Thời hạn càng dài thì giá trái phiếu càng nhạy cảm với sự thay đổi của lợi suất

Exhibit 8.4



Vòng đáo hạn bình quân

- Đo vòng đời của trái phiếu trên cơ sở giá trị hiện tại
- Công thức

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{C_t(t)}{(1+k)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t}}$$

- Vòng đáo hạn bình quân của một trái phiếu càng dài thì độ nhạy cảm của giá với những thay đổi của lãi suất càng lớn