CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN QUY MÔ PHÁT HÀNH CỦA TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

Trần Thị Thu Hiền
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: tranhien@neu.edu.vn

Ngày nhận: 15/9/2020
Ngày nhận bản sửa: 25/10/2020
Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:
Thị trường sơ cấp hay thị trường phát hành quyết định quy mô và tính thanh khoản cho toàn bộ thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói chung. Tại Việt Nam, quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp hàng năm rất nhỏ bé. Nghiên cứu này tập trung vào xây dựng mô hình các nhân tố tác động tới quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam. Kết quả kiểm định cho thấy quy mô của nền kinh tế, quy mô của hệ thống ngân hàng, dự trữ ngoại hối, biến động tỷ giá hối đoái và quyền chủ nợ là những nhân tố tác động tới quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam.
Từ khóa: Quy mô phát hành, quyền chủ nợ, thị trường trái phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, tỷ giá
Mã JEL: D53, E44, G23

Determinants influencing issuance volume of Vietnam corporate bonds

Abstract
The primary market or issue market determines the volume and liquidity of the corporate bond market. In Vietnam, the volume of annual corporate bond issuance is very small. This study focuses on modeling the determinants influencing the volume of corporate bond issuance in Vietnam. The results show that the size of the economy, the size of the banking system, foreign exchange reserves, exchange rate variability and creditors' rights are factors affecting the issuance volume of Vietnam corporate bonds.
Keywords: *Corporate bond, creditors' rights, exchange rate, issuance volume, stock market*
JEL Codes: D53, E44, G23

1. Đặt vấn đề

Một trong những nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng tài chính tại châu Á năm 1997 là do nền kinh tế của châu Á quá phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng thương mại (Bhattacharyay, 2013). Bài học được rút ra sau cuộc khủng hoảng đó là các quốc gia trong khu vực phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp để các doanh nghiệp giảm sự phụ thuộc vốn vay vào ngân hàng hơn.

Thị trường trái phiếu Việt Nam bắt đầu được xác lập từ năm 1990 bằng việc Chính phủ ban hành những văn bản luật đầu tiên về phát hành trái phiếu. Trải qua hơn 15 năm, quy mô thị trường tăng trưởng khả quan, giai đoạn 2014 – 2018 đạt trên 51 tỷ USD (ADB, không năm xuất bản), tăng gần gấp đôi thời kỳ 2010 – 2013. Tuy nhiên, về cơ cấu, trái phiếu Chính phủ chiếm tỷ trọng lớn hơn nhiều so với trái phiếu doanh nghiệp (khoảng 90% là trái phiếu Chính phủ). Trong khi đó, các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu dựa vào vốn vay ngân hàng, làm tăng rủi ro cho hệ thống tài chính.

Trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam bắt đầu được phát hành từ năm 2005 nhưng đến nay quy mô vẫn còn rất nhỏ béQuy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp tính đến hết năm 2018 chỉ khoảng gần 5 tỷ USD, chiếm khoảng 7% GDP cả nước. Trong khi đó, Trung Quốc là gần 4 nghìn tỷ USD, Hàn Quốc là hơn 1

nghìn tỷ USD, Malaysia là khoảng 160 tỷ USD, Thái Lan là 107 tỷ USD và Indonesia là gần 29 tỷ USD (ADB, không năm xuất bản). Mặc dù quy mô phát hành trên thị trường có xu hướng tăng lên những vẫn còn rất nhỏ bé khi so sánh với quy mô của thị trường trái phiếu Chính phủ nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung. Chính vì vậy, tăng quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam đang là vấn đề được quan tâm hiện nay.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp là nội dung đã được nghiên cứu từ lâu tại nhiều quốc gia phát triển trên thế giới như Mỹ, Hàn Quốc,… Tại các quốc gia này, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã phát triển ở mức độ cao và có quy mô rất lớn. Vì thế, nhiều nghiên cứu hiện nay hướng tới thị trường trái phiếu doanh nghiệp của các nền kinh tế mới nổi như một số nước châu Á (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004; Bhattacharyay, 2013; Mizen & Tsoukas, 2014; Kowalewski & Pisany, 2017) và Đông Nam Á (Plummer & Click, 2005), Châu Phi (Fredrick, 2014; Mu & cộng sự, 2013), Ấn Độ (Maurya & Mishra, 2016),… Những nghiên cứu này tập trung vào xác định các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại các khu vực trên. Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu này rất khác nhau và không bao gồm Việt Nam nên những kết quả này khó có thể áp dụng cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam.

Tại Việt Nam, đã có nhiều nghiên cứu về thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, các nghiên cứu đa phần tập trung vào thị trường trái phiếu Chính phủ (Trịnh Mai Vân, 2010; Phan Thị Thu Hiền, 2014). Những nghiên cứu về thị trường trái phiếu doanh nghiệp thường rất ít và chủ yếu sử dụng phương pháp thống kê, mô tả số liệu (Vuong & Tran, 2010; Nguyễn Thị Nhung & Trần Thị Thanh Tú, 2019). Trong khi đó, việc sử dụng phương pháp toán để xác định hay định lượng các yếu tố tác động đến quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp, làm cơ sở quan trọng để xây dựng các giải pháp phát triển thị trường, còn chưa được chú ý.

2. Tổng quan nghiên cứu

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ giúp các nước tránh hoặc hạn chế nhiều vấn đề về khủng hoảng tài chính, giúp hệ thống tài chính có khả năng đối mặt với những cú sốc tiềm ẩn trong tương lai (Plummer & Click, 2005). Đối với doanh nghiệp, thị trường trái phiếu giúp doanh nghiệp huy động được vốn dài hạn, đặc biệt những doanh nghiệp tốt sẽ mất chi phí thấp (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004; Hwang, 2016). Để phát hành trái phiếu, các doanh nghiệp cũng được khuyến khích công bố thêm nhiều thông tin và áp dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế, tăng cường quản trị doanh nghiệp (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004). Đối với nhà đầu tư, Hwang (2016) cho rằng thị trường trái phiếu sẽ giúp họ đa dạng hóa danh mục đầu tư rất tốt với mức lợi nhuận cố định và tính thanh khoản cao. Do vậy, xác định các yếu tố tác động tới thị trường trái phiếu doanh nghiệp là vấn đề đã được nghiên cứu tại nhiều khu vực trên thế giới.

Nghiên cứu của Hawkins (2002) tập trung phân tích mối quan hệ giữa thị trường trái phiếu doanh nghiệp và hệ thống ngân hàng tại các quốc gia có nền kinh tế mới nổi. Thông qua tổng quan nghiên cứu và phân tích số liệu về tỷ lệ/khối lượng nợ vay của ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp của một số quốc gia – bao gồm cả những quốc gia có nền kinh tế phát triển và nền kinh tế mới nổi, nghiên cứu đã đưa ra nhận định theo nhiều chiều về mối quan hệ giữa hệ thống ngân hàng và quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Những nhận định này đã đặt nền tảng cho nhiều nghiên cứu sau này trong việc kiểm định mối quan hệ giữa hệ thống ngân hàng và thị trường trái phiếu nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng.

Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004) nghiên cứu về thị trường trái phiếu của một số nước châu Á trước và sau giai đoạn sau khủng hoảng tiền tệ Châu Á năm 1997. Nghiên cứu được thực hiện trên 41 quốc gia tại châu Á và nhiều khu vực khác trên thế giới để có thể so sánh và tìm ra câu trả lời về nguyên nhân kém phát triển của thị trường trái phiếu mới nổi tại châu Á. Kết quả cho thấy, quy mô của nền kinh tế, quy mô của hệ thống ngân hàng, tỷ giá hối đoái, việc tuân thủ chuẩn mực kế toán quốc tế, tham nhũng và quản lý Nhà nước là các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường trái phiếu các nước châu Á. Trong đó, quy mô của nền kinh tế, quy mô của hệ thống ngân hàng và ổn định tỷ giá hối đoái có tác động thuận chiều tới quy mô của thị trường trái phiếu nói chung. Việc quốc gia không tuân thủ các chuẩn mực kế toán quốc tế, tham nhũng và sự yếu kém trong quản lý Nhà nước sẽ làm chậm sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Bhattacharyay (2013) trên thị trường trái phiếu của 10 quốc gia châu Á trong giai đoạn 1998 – 2008 chỉ tập trung tìm hiểu mối tương quan giữa quy mô của thị trường trái phiếu và các yếu tố vĩ mô, bao gồm: quy mô của nền kinh tế, độ mở của nền kinh tế, giai đoạn phát triển của nền kinh tế, quy mô

của hệ thống ngân hàng, chênh lệch lãi suất và tỷ giá hối đoái. Kết quả kiểm định đối với trái phiếu doanh nghiệp cho thấy quy mô phát hành của thị trường bị tác động bởi các yếu tố: quy mô của nền kinh tế, độ mở của nền kinh tế, qui mô của hệ thống ngân hàng, giai đoạn phát triển của nền kinh tế và sự chênh lệch lãi suất.

Mở rộng các nghiên cứu trước đó, nghiên cứu của Kowalewski & Pisany (2017) được thực hiện trên 10 quốc gia châu Á trong khoảng thời gian từ 1995 đến 2014, bao gồm cả 2 cuộc khủng hoảng tài chính 1997 và 2008, đã khẳng định vai trò của quy mô nền kinh tế, quy mô hệ thống ngân hàng và thể chế đối với sự tăng quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp châu Á. Cụ thể, quyền chủ nợ và quy mô thị trường có mối quan hệ thuận chiều. Trong nghiên cứu này, quyền chủ nợ được đo lường theo thang đo của Djankov & cộng sự (2007). Những quốc gia có quyền chủ nợ càng mạnh thì quy mô thị trường trái phiếu càng lớn. Nghiên cứu cho rằng khi các ngân hàng tăng cho vay sẽ là có thể do sự gia tăng phát hành trái phiếu của các tổ chức tài chính, dẫn tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp tăng.

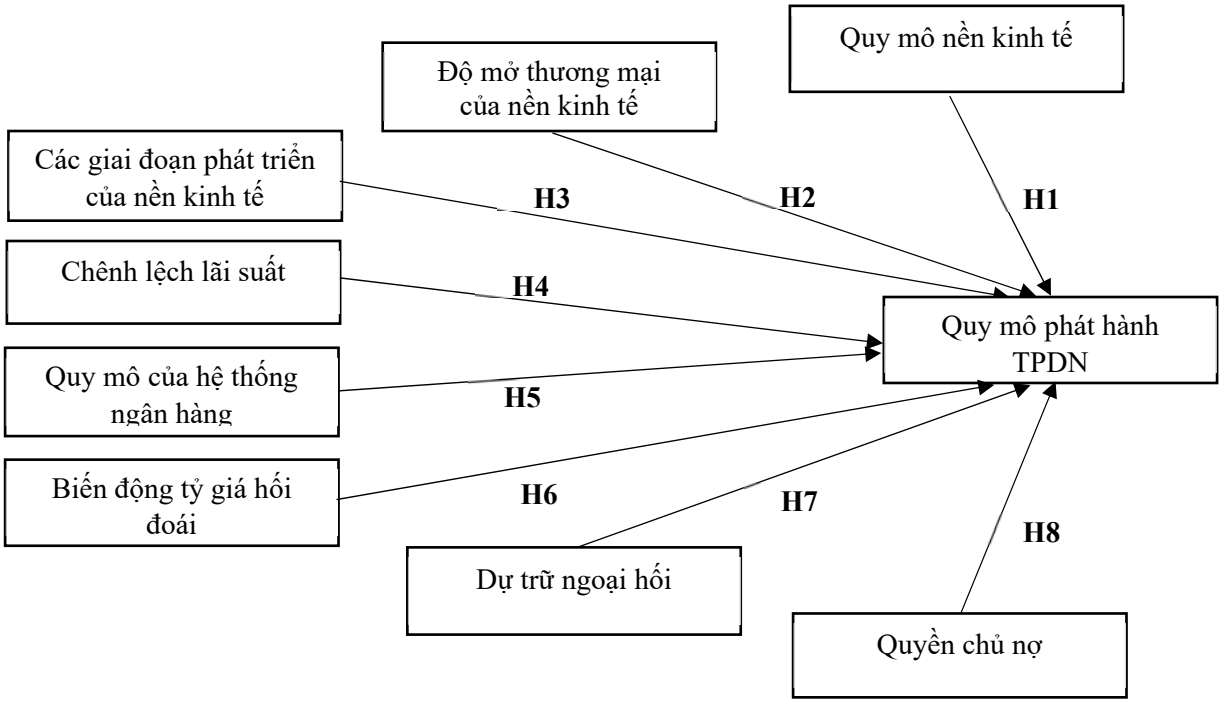
Ở phạm vi toàn cầu, áp dụng mô hình của Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004), Braun & Briones (2006) xem xét các yếu tố tác động tới thị trường trái phiếu tại 46 quốc gia trên thế giới, bao gồm khoảng 100 nghìn trái phiếu doanh nghiệp – trong đó trong đó có 7 nghìn trái phiếu tại các thị trường kém phát triển – trong giai đoạn 1995 đến 2004. Kết quả cho thấy yếu tố quan trọng nhất quyết định quy mô của thị trường trái phiếu là mức độ phát triển kinh tế, hay GDP đầu người. Tuy nhiên, yếu tố này tác động mạnh nhất tới các trái phiếu của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Quy mô hệ thống ngân hàng và quyền chủ nợ cũng có mối quan hệ thuận chiều đối với quy mô của thị trường trái phiếu, đặc biệt là đối với trái phiếu của doanh nghiệp ngoài quốc doanh và phi tài chính. Các trái phiếu tài chính không bị tác động nhiều bởi quyền chủ nợ là do các doanh nghiệp phát hành đã bị giám sát và quản lý bởi nhiều quy định khác.

Tập trung vào các quốc gia có nền kinh tế mới nổi, nghiên cứu của Tendulkar (2015) đã có những phân tích về thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại các quốc gia này dựa trên hệ thống số liệu đa dạng. Nghiên cứu được thực hiện trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp của 62 quốc gia có nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 2004 – 2013. Nghiên cứu phân chia thị trường trái phiếu doanh nghiệp thành thị trường nội địa và thị trường quốc tế. Dựa trên kết quả phân tích tương quan hạng (Kendall) và hồi quy tác động cố định (FEM), tác giả đã xem xét các yếu tố tác động đến quy mô hiện hành và tăng trưởng của trái phiếu doanh nghiệp tại các quốc gia có nền kinh tế mới nổiKết quả cho thấy các biến độc lập có mức độ tương quan lỏng đối với biến phụ thuộc. Kết quả kiểm định theo FEM cho thấy quy mô của thị trường trái phiếu Chính phủ, số lượng công ty niêm yết, phí bảo hiểm rủi ro, CPI và tín dụng ngân hàng có tác động rất đáng kể tới quy mô của trái phiếu doanh nghiệp trong nước. Quy mô trái phiếu doanh nghiệp quốc tế bị tác động bởi GDP bình quân đầu người, số doanh nghiệp niêm yết, quy mô tín dụng nội địa và chênh lệch lãi suất. Tổng quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp bị tác động bởi quy mô thị trường trái phiếu Chính phủ, thể chế, số doanh nghiệp niêm yết, chênh lệch lãi suất, quy mô tín dụng nội địa, CPI và phí bảo hiểm rủi ro.

Áp dụng mô hình của Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004), Mu & cộng sự (2013) đã kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu tại châu Phi bằng cách sử dụng nhiều phương pháp ước lượng. Với mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), nghiên cứu cho thấy chỉ có quy mô của nền kinh tế, thu nhập bình quân và diện tích đất có tác động thuận chiều tới quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, trong khi, thể chế có tác động ngược chiều. Với ước lượng dữ liệu bảng động với biến công cụ (GMM), số lượng yếu tố tác động được mở rộng hơn. Lúc này, quy mô tín dụng có tác động thuận chiều, chênh lệch lãi suất có mối quan hệ ngược chiều tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp châu Phi. Nghiên cứu cá biệt về thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Kenya của Fredrick (2014) lại chỉ ra những kết quả khác biệt. Theo đó, chỉ có tỷ giá hối đoái, biến động lãi suất, quy mô của nền kinh tế và thu nhập bình quân có tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Độ mở của nền kinh tế, quy mô của hệ thống ngân hàng và chính sách tài khóa không có tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Kenya. Trong đó, tỷ giá có ảnh hưởng cao nhất đến sự phát triển thị trường trái phiếu so với các biến số khác trong khi quy mô kinh tế có mối quan hệ tiêu cực cho thấy rằng khi nền kinh tế Kenya tăng trưởng, sẽ không cần phải phát hành trái phiếu vì chính phủ và khu vực doanh nghiệp có thể dễ dàng tài trợ cho nhu cầu vốn của doanh nghiệp. Đây là khác biệt rất lớn giữa kết quả nghiên cứu tại Kenya và các nghiên cứu khác.

Một nghiên cứu khác tương tự cũng đã được thực hiện tại thị trường trái phiếu doanh nghiệp Ấn Độ bởi Maurya & Mishra (2016) cũng cho những kết luận không quá tương đồng với những nghiên cứu về các thị

Hình 1: Mô hình nghiên cứu



trường mới nổi trước đó. Theo Maurya & Mishra (2016), thị trường trái phiếu doanh nghiệp Ấn Độ giai đoạn 1994 – 2013 bị ảnh hưởng đáng kể nhất bởi dự trữ ngoại hối. Đây là điểm khác biệt lớn của nghiên cứu này so với các nghiên cứu khác về thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại các quốc gia có nền kinh tế mới nổi.

Tại Việt Nam, Nghiên cứu của Nguyễn Hòa Nhân & cộng sự (2014) trên trái phiếu phát hành của 95 doanh nghiệp trong giai đoạn 1992 – 2013 là một trong những nghiên cứu đầu tiên tại Việt Nam sử dụng phương pháp phân tích hồi quy GMM để xem xét mối quan hệ giữa quy mô trái phiếu doanh nghiệp hiện hành và một số biến số vĩ mô. Kết quả cho thấy độ mở của nền kinh tế, quy mô hệ thống ngân hàng và giá trị trái phiếu kỳ trước có tác động thuận chiều tới quy mô trái phiếu doanh nghiệp hiện hành. Ngược lại, tỷ giá hối đoái và giai đoạn phát triển của nền kinh tế có tác động ngược chiều tới quy mô trái phiếu doanh nghiệp hiện hành tại Việt Nam. Tuy nhiên, các yếu tố được phân tích trong nghiên cứu còn ít và tỷ lệ phần trăm giải thích sự biến động của biến phụ thuộc thông qua biến độc lập còn thấp. Có thể xem xét thêm nhiều yếu tố khác để xác định thêm các yếu tố tác động tới quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Theo đó, các yếu tố tác động tới quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp bao gồm (1) quy mô của nền kinh tế, (2) độ mở thương mại của nền kinh tế, (3) giai đoạn phát triển của nền kinh tế, (4) chênh lệch lãi suất, (5) quy mô hệ thống ngân hàng, (6) biến động tỷ giá hối đoái, (7) dự trữ ngoại hối và (8) quyền chủ nợ.

Mô hình dự kiến:

$$\mathbf{IVOL_t = \beta_0 + \beta_1 Log(GDP)_t + \beta_2 EXPRT_t + \beta_3 Log(PGDP)_t + \beta_4 DRATE_t + \beta_5 CREDIT_t + \beta_6 EXR_t + \beta_7 FER_t + \beta_8 RIGHTS_t + u_t} \quad (1)$$

Trong đó: t = 1, 2, ..., 56 đại diện cho 4 quý mỗi năm từ năm 2005 đến năm 2018. Các biến số được đo lường như trình bày tại Bảng 1.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

(i) Quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp được sử dụng trong bài viết là số liệu thứ cấp được thu thập từ website Asianbondsonline.adb.org theo quý trong giai đoạn 2005 – 2018. GDP là số liệu phi tuyến tính nên sẽ được lấy logarit.

Bảng 1: Biến số và thang đo

Số TT	Biến số/Ký hiệu	Thang đo	Đơn vị	Nghiên cứu
1	Quy mô phát hành/IVOL	Khối lượng trái phiếu phát hành	Tỷ đồng	
2	Quy mô của nền kinh tế/GDP	Log(GDP)	%	Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004); Braun & Briones (2006); Bhattacharyay (2011; 2013); Mu & cộng sự (2013)
3	Độ mở thương mại của nền kinh tế/EXPRT	Giá trị xuất khẩu	%	Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004); Bhattacharyay (2013)
4	Giai đoạn phát triển của nền kinh tế/PGDP	Log(GDP đầu người)		Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004); Braun & Briones (2006); Bhattacharyay (2013); Mu & cộng sự (2013); Nguyễn Hòa Nhân & cộng sự (2014); Fredrick (2014); Tendulkar (2015); Maurya & Mishra (2016).
5	Chênh lệch lãi suất/DRATE	Lãi suất cho vay – Lãi suất tiết kiệm	%	Bhattacharyay (2013); Fredrick (2014)
6	Quy mô của hệ thống ngân hàng/CREDIT	Dư nợ tín dụng nội địa	Triệu đồng	Bhattacharyay (2013); Hawkins (2002); Hwang (2016); Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004)
7	Biến động tỷ giá hối đoái/EXR	Tỷ giá hối đoái bình quân trong quý		Fredrick (2014); Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004); Bhattacharyay (2011, 2013); Mu & cộng sự (2013)
8	Dự trữ ngoại hối/FER	Quy mô dự trữ ngoại hối		Maurya & Mishra (2016)
9	Quyền của chủ nợ/RIGHTS	Xếp hạng từ 0 đến 4 tương ứng từ yếu đến mạnh	0 – 4 điểm	LaPorta & cộng sự (1998); Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004); Braun & Briones (2006); Mu & cộng sự (2013); Kowalewski & Pisany (2017)

(ii) Quy mô của nền kinh tế (Đo lường bằng GDP), độ mở thương mại của nền kinh tế (Đo lường bằng Giá trị xuất khẩu) là số liệu thứ cấp được thu thập từ website finance.vietstock.vn

(iii) Chênh lệch lãi suất tiết kiệm và cho vay bình quân trên thị trường, quy mô hệ thống ngân hàng (Đo lường bằng Dư nợ tín dụng nội địa), biến động tỷ giá hối đoái và dự trữ ngoại hối (Đo lường bằng Quy mô dự trữ ngoại hối) là số liệu thứ cấp được thu thập từ website data.imf.org theo quý trong giai đoạn 2005 – 2018

(iv) Giai đoạn phát triển của nền kinh tế (Đo lường bằng GDP/đầu người) là số liệu thứ cấp được thu thập từ website data.worldbank.org theo năm trong giai đoạn 2005 – 2018 và được nội suy theo quý. Đồng thời, do GDP đầu người là số liệu phi tuyến tính nên được lấy logarit. Tuy nhiên, GDP/đầu người chỉ có dữ liệu theo năm, không có dữ liệu theo quý nên số liệu GDP/đầu người hàng năm được nội suy để có được số liệu theo quý.

(v) Quyền chủ nợ được phân tích và tính toán trên cơ sở tổng hợp nghiên cứu trước và Luật phá sản 1993, 2004, 2014 (Quốc hội, 1993; 2004; 2014) của Việt Nam. Quyền chủ nợ được cho điểm từ 0 – 4 tương ứng quyền chủ nợ từ yếu đến mạnh. Quyền chủ nợ được xác định tương ứng với các quyền được quy định trong Luật phá sản của mỗi quốc gia (Djankov & cộng sự, 2007). Djankov & cộng sự (2007) đánh giá quyền chủ nợ của Việt Nam được 1 điểm căn cứ trên Luật phá sản 1993 vì quy định về các chủ nợ có đảm bảo được ưu tiên trả trước từ tiền thanh lý tài sản của doanh nghiệp phá sản. Theo Phan Thị Mỹ Hạnh (2018), Luật phá sản 2004 không có thay đổi về các quy định liên quan đến quyền chủ nợ. Vì thế, quyền chủ nợ của Việt Nam có thể coi như không thay đổi trong giai đoạn 2005 – 2014. Luật phá sản 2014 – có hiệu lực từ 1/1/2015 – đã có thay đổi quan trọng về việc bổ sung quản tài viên – đáp ứng chức năng quản lý điều hành doanh nghiệp hoặc thanh lý tài sản của doanh nghiệp đang nộp đơn xin phá sản (Djankov & cộng sự, 2007). Vì thế, tính từ đầu năm 2015, quyền chủ nợ của Việt Nam được đánh giá 2 điểm.

(vi) Quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp được sử dụng trong bài viết là số liệu thứ cấp được thu thập từ website Asianbondsonline.adb.org theo quý trong giai đoạn 2005 – 2018.

3.3. Kỹ thuật phân tích

Số liệu của mô hình (1) về các yếu tố tác động tới quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp được thu thập theo quý được gọi là số liệu chuỗi thời gian (time series). Trong số liệu chuỗi thời gian, chỉ số t thường được dùng để chỉ các mốc thời gian trong chuỗi số liệu. Một mô hình số liệu chuỗi thời gian có dạng như sau (Nguyễn Quang Dong & Nguyễn Thị Minh, 2013):

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{2t} + ... + \beta_k X_{kt} + u_t$$

Trong đó:

Y_t: Biến phụ thuộc; X_{kt}: Biến độc lập k tại thời điểm t; β_k: Hệ số hồi quy của biến độc lập k; u_t là sai số ngẫu nhiên thông thường.

Do mô hình sử dụng số liệu chuỗi thời gian nên cần đảm bảo tính dừng – chuỗi dừng. Nếu số liệu chuỗi thời gian không dừng, việc hồi quy các biến không dừng có thể dẫn tới hồi quy giả mạo. (Nguyễn Quang Dong & Nguyễn Thị Minh, 2013). Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu có thể được thực hiện cho bản thân chuỗi số liệu hoặc sai phân các bậc của chuỗi số liệu. Thông thường bản thân các số liệu vĩ mô (như GDP, …) thường không dừng (do số liệu các kỳ sau thường bị ảnh hưởng bởi số liệu của các kỳ trước) mà chỉ dừng ở sai phân bậc 1 hoặc bậc 2.

Mô hình chuỗi thời gian là mô hình hồi quy tuyến tính nên sẽ được ước lượng bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Square – OLS). Khi các giả thiết của mô hình chuỗi thời gian được thỏa mãn thì các kết quả ước lượng là đáng tin cậy. Để xác định mô hình là thỏa mãn các giả thiết, cần kiểm định xem mô hình có xuất hiện các khuyết tật hay không, bao gồm: đa cộng tuyến (Myers, 1990), phân phối chuẩn (Jarque & Bera, 1987), tự tương quan (Breusch & Pagan, 1979), phương sai sai số (PSSS) thay đổi (Breusch & Pagan, 1979; White, 1980), định dạng hàm (Ramsey, 1969).

Bảng 2: Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian

Tên biến	Bậc dừng	Mức ý nghĩa
IVOL	0	10%
GDP	1	5%
EXPRT	2	1%
PGDP	0	1%
CREDIT	1	1%
DRATE	1	1%
FER	1	1%
EXR	1	1%
RIGHTS	1	1%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 3: Kết quả hồi quy mô hình

Dependent Variable: IVOL
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 2005Q2 2018Q4
Included observations: 55 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-609,552	891,742	-0,68355	0,4975
LOG(GDP)	206,748	115,5235	1,789661	0,0798(*)
D(EXPRT)	0,018589	0,008361	2,223195	0,0309(**)
CREDIT	0,041407	0,010275	4,0298	0,0002(***)
EXR	-0,10087	0,021453	-4,70171	0,0000(***)
FER	0,010688	0,003649	2,929367	0,0052(***)
RIGHTS	143,6858	73,69839	1,949646	0,0571(*)
R-squared				0,515924
Adjusted R-squared				0,455415
S.E. of regression				150,2169
Sum squared resid				1083126
Log likelihood				-349,962
F-statistic				8,526337
Prob(F-statistic)				0,000003

Nguồn: Tính toán của tác giả

Trong đó: (*): có ý nghĩa mức 10%, (**): có ý nghĩa mức 5%, (***): có ý nghĩa mức 1%.

4. Kết quả nghiên cứu

Thông thường, kiểm định Augmented Dickey – Fuller (ADF) thường được sử dụng để kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu. Nếu kết quả $|t_{ADF}| > |t_{\alpha}|$ tại các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% thì chuỗi có tính dừng tại mức ý nghĩa tương ứng (Levin & cộng sự, 2002).

Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu được trình bày tại Bảng 2.

Có thể thấy tất cả các biến độc lập đều không dừng ở bậc 0. Điều này có thể được lý giải do hầu hết các chuỗi thời gian về kinh tế đều không dừng do số liệu phát sinh tại các kỳ sau đều bị ảnh hưởng bởi những kỳ trước. Do EXPRT dừng ở bậc 2 nên khi hồi quy mô hình cần lấy sai phân bậc 1 của EXPRT để tránh hồi quy giả mạo (Nguyễn Quang Dong & Nguyễn Thị Minh, 2013).

Trong quá trình thực hiện kiểm định khuyết tật của mô hình bằng hệ số phóng đại phương sai (VIF – variance inflation factor) (Myers, 1990), biến log(PGDP) có hệ số VIF lớn hơn 10 cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến. Ngoài ra, p – value của DRATE lớn hơn 0,1 cho thấy biến số này không có ý nghĩa ở mức 10%. Vì thế, 2 biến số này đã bị loại bỏ khỏi mô hình.

Kết quả hồi quy mô hình cuối cùng *được trình bày tại Bảng 3.*

Từ kết quả của Bảng 3 cho thấy mô hình có p – value = 0,000003 < 0,05 cho thấy mô hình ước lượng là phù hợp. Các biến log(GDP), D(EXPRT), CREDIT, EXR, FER và RIGHTS đều có ý nghĩa ở mức 1%, 5% và 10% và đều có tác động thuận chiều với biến phụ thuộc, ngoại trừ EXR có tác động ngược chiều. Mô hình có R^2 = 0,515924 cho thấy các biến độc lập trong mô hình giải thích được 51,5924% sự thay đổi của biến phụ thuộc.

Các kết quả trong Bảng 4 cho thấy mô hình cuối cùng có phân phối chuẩn, không có tự tương quan, PSSS đồng đều, định dạng hàm đúng (do các p – value đều lớn hơn 0,01) và đa cộng tuyến (do hệ số VIF của các biến đều nhỏ hơn 10).

Bảng 4: Kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình

Khuyết tật	Kiểm định	Kết quả
Phân phối chuẩn	Jarque – Bera	Prob. = 0,235776
Tự tương quan	Breusch – Godfrey	Prob. = 0,6016
PSSS thay đổi	Breusch – Pagan – Godfrey	Prob. = 0,1213
	White	Prob. = 0,0142
Định dạng hàm	Ramsey	Prob. = 0,1005
Đa cộng tuyến	VIF	$VIF_{Log(GDP)}$ = 8,128731 $VIF_{D(EXPRT)}$ = 1,11169 VIF_{CREDIT} = 1,806663 VIF_{EXR} = 7,107215 VIF_{FER} = 5,405627 VIF_{RIGHTS} = 2,730865

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Giai đoạn phát triển của nền kinh tế (PGDP) và chênh lệch lãi suất (DRATE) không có tác động tới quy mô phát hành của TPDN. Những kết quả này là không tương đồng với các nghiên cứu của Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004) và Bhattacharyay (2013). Hai nghiên cứu này đều nghiên cứu tại các nước như Trung Quốc, Thái Lan, Hồng Kông, Singapore, Malaysia, Hàn Quốc. Đây đều là những quốc gia có nền kinh tế nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng rất phát triển. Còn Việt Nam là một nước có mức độ phát triển kém hơn nhiều. Đồng thời, hầu hết các doanh nghiệp phát hành trái phiếu tại Việt Nam là các doanh nghiệp lớn hoặc doanh nghiệp Nhà nước. Việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các doanh nghiệp này nhiều khi mang tính chất như một khoản vay dài hạn ngân hàng, được thực hiện nhằm mục đích đảo nợ nên chủ yếu được phát hành dưới hình thức riêng lẻ (Nguyễn Hòa Nhân & cộng sự, 2014). Việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp chưa nhắm nhiều đến các nhà đầu tư đại chúng. Vì thế, những biến động về thu nhập bình quân của người dân và biến động lãi suất (là dấu hiệu rủi ro của những tài sản tài chính dài hạn trên thị trường) chưa tác động tới hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam.

Quy mô của nền kinh tế (GDP), độ mở thương mại của nền kinh tế (EXPRT) và quy mô của hệ thống ngân hàng (CREDIT) có tác động thuận chiều tới quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp. Kết quả này là tương đồng với các nghiên cứu của Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004) và Bhattacharyay (2013).

Biến động tỷ giá hối đoái (EXR) có tác động ngược chiều tới quy mô phát hành, tức là tỷ giá biến động càng mạnh thì quy mô phát hành trái phiếu của doanh nghiệp càng thấp. Kết quả này là tương đồng với kết luận của Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004), Bhattacharyay (2011; 2013), Mu & cộng sự (2013), Nguyễn Hòa Nhân & cộng sự (2014).

Dự trữ ngoại hối (FER) có tác động thuận chiều tới quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Điều này là tương đồng với kết quả nghiên cứu của Maurya & Mishra (2016).

Quyền chủ nợ (RIGHTS) có tác động thuận chiều tới quy mô phát hành trái phiếu doanh nghiệp có nghĩa là quốc gia có quyền chủ nợ càng nhiều, càng rõ ràng thì doanh nghiệp càng phát hành được nhiều trái phiếu để huy động nợ. Kết luận này là tương tự đối với các nghiên cứu của Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004), Djankov & cộng sự (2007) và Kowalewski & Pisany (2017).

5. Một số hàm ý chính sách

Nền kinh tế tăng trưởng tốt sẽ tạo ra nền tảng cơ bản cho việc tăng quy mô của thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói riêng. Để có thể đạt được mức tăng trưởng cao hơn trong tương lai, cần có sự kết hợp của nhiều cơ quan chức năng, tổ chức để đảm bảo tăng trưởng đi kèm với kiềm chế lạm phát, bảo đảm các cân đối lớn, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô. Chính sách ổn định tỷ giá và tăng quy mô dự trữ ngoại hối là những biện pháp cần thiết nhằm thực hiện mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu

doanh nghiệp Việt Nam trong thời gian tới. Tuy nhiên, việc tăng quy mô dự trữ ngoại hối thường đi kèm lạm phát cao. Cần thực hiện tính toán nhu cầu dự trữ ngoại hối đáp ứng mức dữ trữ cần thiết, đáp ứng được các nhu cầu thanh toán quốc tế, đủ để can thiệp khi có sự đảo chiều của các khoản nợ ngắn hạn và đảm bảo được sự ổn định tài chính. Do độ mở của nền kinh tế Việt nam tương đối cao, tỷ giá sẽ chịu nhiều tác động từ bên ngoài. Trong điều kiện thế giới có nhiều bất ổn về chính trị - kinh tế như hiện nay, việc tiếp tục thực thi các biện pháp giữ ổn định tỷ giá là rất cần thiết.

Đồng thời, các vấn đề về tăng tính minh bạch của thị trường và quyền chủ nợ cũng rất cần thiết. Các thông tin về định mức tín nhiệm, giá cả,… của trái phiếu cần được công bố rộng rãi, đảm bảo khả năng tiếp cận của các nhà đầu tư. Cần bổ sung thêm quy định về việc công bố thông tin của các tổ chức phát hành, bao gồm cả phát hành riêng lẻ và đại chúng và có một đầu mối chính tổng hợp và cung cấp mọi thông tin về trái phiếu doanh nghiệp. Thông tin đầy đủ, minh bạch cũng giúp các doanh nghiệp xếp hạng tín dụng có cơ sở tin cậy trong việc thực hiện xếp hạng doanh nghiệp và trái phiếu theo các tiêu chuẩn quốc tế, tạo điều kiện tăng tính thanh khoản và quy mô của thị trường.

Để tăng cường quyền chủ nợ, cần bổ sung thêm những điều khoản cụ thể về những tiêu chí còn thiếu trong Luật phá sản. Cụ thể, khi doanh nghiệp nộp đơn xin phá sản cần được sự đồng ý của phần lớn hoặc toàn bộ chủ nợ hoặc các chủ nợ lớn và các tài sản mà doanh nghiệp sử dụng làm tài sản thế chấp đối với các chủ nợ có đảm bảo không bị tòa án phong tỏa. Các chủ nợ có đảm bảo vẫn có quyền thanh lý các tài sản này khi cần thiết. Đương nhiên, việc thanh lý các tài sản này sẽ cần được giám sát bởi các bên có thẩm quyền nhằm đảm bảo tài sản được sử dụng đúng mục đích, đảm bảo quyền lợi của chủ nợ và doanh nghiệp.

Ngoài ra, cơ sở hạ tầng công nghệ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam còn thiếu rất nhiều các công cụ và phương tiện hỗ trợ các hoạt động trên thị trường. Trong thời đại công nghệ 4.0 như hiện nay, việc áp dụng các công nghệ mới là vô cùng cần thiết, giúp các hoạt động trên thị trường được thực hiện nhanh hơn, chính xác hơn. Vì thế, các cơ quan quản lý cần xác định đúng công nghệ cần thiết, đáp ứng yêu cầu phát triển hiện tại nhưng cũng có khả năng mở rộng ở giai đoạn sau. Đồng thời, cần đảm bảo các tiêu chuẩn về an ninh công nghệ và bảo mật phù hợp với tình tình thực tế của thị trường.

Tài liệu tham khảo

ADB (không năm xuất bản), *Asian Bond Online - Data Portal*, truy cập lần cuối ngày 28 tháng 11 năm 2019, từ <https://asianbondsonline.adb.org/data-portal/>.

Bhattacharyay, B.N. (2011), *Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants,* Asian Development Bank Institute (ADBI), Tokyo.

Bhattacharyay, B.N. (2013), 'Determinants of bond market development in Asia', *Journal of Asian Economics,* 24, 124 – 137.

Braun, M. & Briones, I. (2006), *The development of Bond markets around the World,* UCLA Anderson School of Management, CA, US.

Breusch, T.S. & Pagan, A.R. (1979), 'A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation', *Econometrica,* 47(5), 1287-1294.

Djankov, S., McLiesh, C. & Shleifer, A. (2007), 'Private Credit in 129 Countries', *Journal of Financial Economics,* 84(2), 299 - 329.

Eichengreen, B. & Luengnaruemitchai, P. (2004), 'Why doesn't Asia have bigger bond markets?', *NBER Working Paper*, No. 10576, 1–43.

Fredrick, O. (2014), 'The Effect of Selected Macro-Economic Variables On Bond Market Development In Kenya', *DBA Africa Management Review,* 4, 54 - 62.

Hawkins, J. (2002), 'Bond markets and banks in emerging economies', *BIS paper,* No.11, 42 – 48.

Hwang, S. (2016), 'Corporate bond market in Asia and the Pacific and its role in financing for development', *First High-Level Follow-up Dialogue on Financing for Development in Asia and the Pacific,* Incheon, Republic of

Korea.

Jarque, C.M. & Bera, A.K. (1987), 'A Test for Normality of Observations and Regression Residuals', *International Statistical Review,* 55(2), 163-172.

Kowalewski, O. & Pisany, P. (2017), 'What is driving the corporate bond market development in Asia?', *IÉSEG Working Paper*, 1 – 39.

LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Robert, W.V. (1998), 'Law and Finance', *Journal of Political Economy,* 106, 1113-1155.

Levin, A., Lin, C. & Chu, C.J. (2002), 'Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties', *Journal of Econometrics,* 108, 1-24.

Maurya, A.K. & Mishra, O.N. (2016), 'The Macro-economic Determinants of Corporate Bond Market in India', *Pacific Business Review International*, 1(1), 163 - 176.

Mizen, P. & Tsoukas, S. (2014), 'What promotes greater use of the corporate bond market? A study of the issuance behaviour of firms in Asia', *Oxford Economic Papers,* 227 – 253.

Mu, Y., Phelps, P. & Stotsky, J. G. (2013), 'Bond Markets in Africa', *IMF Working paper*, 1–52.

Myers, R.H. (1990), *Classical and modern regression with applications (2nd ed.)*, Duxbury Press, Belmont.

Nguyễn Hòa Nhân, Lê Phương Dung & Nguyễn Thị Thiều Quang (2014), 'Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển,* 207, 37 - 45.

Nguyễn Quang Dong & Nguyễn Thị Minh (2013), *Giáo trình Kinh tế lượng (lần 2)*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.

Nguyễn Thị Nhung & Trần Thị Thanh Tú (2019), 'Đo lường tính thanh khoản trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp chí Tài chính Tiền tệ,* 7, 33 – 38.

Phan Thị Mỹ Hạnh (2018), 'Phá sản doanh nghiệp và thị hành luật phá sản ở Việt Nam', *Tạp chí Dầu khí,* 4, 57 – 63.

Phan Thị Thu Hiền (2014), 'Thị trường trái phiếu Việt Nam và định hướng phát triển', *Tạp chí Tài chính,* 7, 13 - 16.

Plummer, M.G. & Click, R.W. (2005), 'Bond market development and integration in Asean', *International Journal of Finance and Economics*, 10(2), 133 - 142.

Quốc hội (1993), *Luật phá sản số 30 – L/CTN*, ban hành ngày 30 tháng 12 năm 1993.

Quốc hội (2004), *Luật phá sản số 21/2004/QH11*, ban hành ngày 5 tháng 6 năm 2004.

Quốc hội (2014), *Luật phá sản số 51/2014/QH13*, ban hành ngày 19 tháng 6 năm 2014.

Ramsey, J.B. (1969), 'Tests for Specification Errors in Classical Linear Least Squares Regression Analysis', *Tạp chí Journal of the Royal Statistical Society: Series B,* 31, 350 – 371.

Tendulkar, R. (2015), 'Corporate Bond Markets: An Emerging Markets perspective', *IOSCO Working paper,* 2, 1 – 138.

Trịnh Mai Vân (2010), *Phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam,* Luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân.

Vuong, Q.H. & Tran, T.D. (2010), 'Vietnam's Corporate Bond Market, 1990-2010: Some Reflections', *The Journal of Economic Policy and Research,* 6, 1 - 47.

White, H. (1980), 'A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity', *Econometrica,* 48, 817-838.