

MỐI QUAN HỆ GIỮA SỞ HỮU NHÀ NƯỚC VÀ CHI PHÍ NỢ TẠI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Hải Yến

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh

Email: yennh@uel.edu.vn

Ngày nhận: 23/4/2019

Ngày nhận bản sửa: 03/6/2019

Ngày duyệt đăng: 05/8/2019

Tóm tắt:

Nghiên cứu này tìm hiểu sự tác động của sở hữu nhà nước đến chi phí nợ của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009-2017. Phương pháp ước lượng GMM hệ thống được sử dụng để kiểm soát nội sinh, và các khuyết tật khác trong mô hình nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có sở hữu nhà nước sẽ giảm chi phí nợ. Đồng thời, ở các tỉnh kém phát triển, các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước sẽ giảm chi phí nợ nhiều hơn so với các doanh nghiệp tương đồng hoạt động ở các tỉnh phát triển mạnh. Cuối cùng, sở hữu nhà nước của địa phương tại các doanh nghiệp sẽ giúp giảm chi phí nợ nhiều hơn so với sở hữu nhà nước của các cơ quan trung ương trực thuộc chính phủ.

Từ khóa: Chi phí nợ, sở hữu nhà nước, GMM, doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Mã JEL: G3, G32, G28.

The Relationship between State ownership and cost of debt in Vietnamese listed firms

Abstract:

This paper examines the impact of ultimate state ownership on cost of debt by using a sample of Vietnamese listed firms controlled by state shareholders over the period from 2009 to 2017. Employing system GMM estimation to control endogeneity, and other problems. The results indicate that state ownership can reduce the cost of debt in Vietnamese listed firms. Furthermore, the corporations which operate in provinces with lower institutional development will have lower debt cost than ones in provinces with higher institutional development. Finally, local government ownership will reduce debt cost more than central government ownership.

Keywords: Cost of debt, state ownership, GMM, Vietnamses listed firm.

JED code: G3, G32, G28.

1. Giới thiệu

Làn sóng cổ phần hóa bắt đầu từ Anh trong những năm 1980, sau đó lan tỏa ra toàn thế giới trong từ thập niên 90 cho đến ngày nay. Giá trị của các doanh nghiệp thuộc sở hữu Nhà nước được chia thành nhiều cổ phần, đồng thời đã, đang và sẽ được bán lại cho khu vực tư nhân. Đây là một quá trình chuyển đổi sở hữu đang diễn ra mạnh mẽ và mang tính lịch sử của hệ thống doanh nghiệp trên toàn thế giới (Bortolotti & Faccio, 2008). Nhà nước thoái vốn, chuyển quyền quyết định hoạt động doanh nghiệp cho khu vực tư nhân sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động, từ đó giúp doanh nghiệp giảm chi phí vay nợ (Borisova & Megginson, 2011). Nhiều nghiên cứu thực nghiệm như Megginson & Netter (2001), Djankov & Murrell (2002), Estrin & cộng sự (2009) đã minh chứng cho điều này. Tuy nhiên, liệu Nhà nước rút vốn khỏi doanh nghiệp sẽ làm tăng hay giảm chi phí vốn vay của doanh nghiệp? Nhà nước chiếm sở hữu đa số ở doanh nghiệp như một đảm bảo ngầm dành cho các bên cho vay về khả năng hoàn trả đầy đủ nợ của doanh nghiệp. Đặc biệt, ở các thị trường mới nổi, nợ vay vẫn chiếm tỷ trọng lớn, vai trò sở hữu Nhà nước trong các doanh nghiệp càng được quan tâm nhiều hơn (Shailer & Wang, 2015). Vì vậy, câu hỏi này vẫn là một chủ đề mang tính thời sự trong thực tiễn và nghiên cứu học thuật.

Việt Nam là một thị trường mới nổi, với các doanh nghiệp xuất phát điểm hầu như 100% thuộc sở hữu Nhà nước sau thời kỳ quốc hữu hóa. Vào năm 1992, khi Nhà nước quyết định mở cửa nền kinh tế để thúc đẩy phát triển kinh tế, các doanh nghiệp nhà nước đã được thực hiện cổ phần hóa. Từ đó đến nay, quá trình cổ phần hóa diễn ra mạnh mẽ. Theo dữ liệu từ Finn Pro, tính đến năm 2016, sở hữu nhà nước chiếm 41% tổng vốn hóa toàn thị trường chứng khoán Việt Nam. Như vậy, sở hữu nhà nước ở các doanh nghiệp Việt Nam vẫn đóng vai trò quan trọng trong điều tiết hoạt động kinh tế của Nhà nước và của toàn bộ nền kinh tế. Bên cạnh đó, thị trường vốn ở Việt Nam vẫn còn đang trong giai đoạn sơ khai, thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa thực sự phát triển tại Việt Nam do những quy định khắt khe của Nhà nước, số lượng các nhà đầu tư có tổ chức tham gia ít, đồng thời chưa có các tổ chức xếp hạng tín dụng uy tín tham gia định giá nợ chính xác (Vuong & Tran, 2011). Do đó, nguồn vốn hỗ trợ cho các doanh nghiệp vẫn chủ yếu được tài trợ bằng

vay nợ ngân hàng. Vậy liệu doanh nghiệp có sở hữu nhà nước tại Việt Nam có chi phí nợ thấp hay cao? Nghiên cứu này sẽ tập trung giải quyết các vấn đề liên quan đến mối quan hệ giữa hai yếu tố này của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Lý thuyết vấn đề người đại diện

Lý thuyết vấn đề người đại diện được đưa ra bởi (Jensen & Meckling, 1976). Bên cạnh tập trung xem xét vấn đề xung đột lợi ích căn bản giữa các cổ đông và người quản lý, Jensen & Meckling (1976) thảo luận về mâu thuẫn lợi ích giữa người sở hữu và chủ nợ của công ty. Mâu thuẫn tiềm ẩn này có thể xảy ra khi những người sở hữu công ty cố tình lợi dụng nguồn vốn của các chủ nợ để đầu tư vào những dự án mới có mức độ rủi ro cao hơn mức độ rủi ro của các dự án hiện tại mà công ty thực hiện. Nếu những dự án này thành công, các cổ đông sẽ nhận được phần lớn lợi nhuận thu được¹. Nếu dự án thất bại, chủ nợ phải chịu hầu hết chi phí phát sinh. Chi phí mà chủ nợ phải chịu là chi phí nợ đại diện. Như vậy, chi phí nợ đại diện thể hiện sự chuyển giao tài sản và những rủi ro giữa chủ sở hữu và chủ nợ. Do đó, chi phí nợ đại diện được phản ánh trong giá của các khoản vay (Steijvers & Voordeckers, 2009).

Vì động cơ của các cổ đông gia tăng nợ bên ngoài cho những dự án có lợi nhuận – rủi ro cao, các chủ nợ thường tự bảo vệ mình khỏi rủi ro bằng các điều khoản và các hình thức giám sát. Điều này làm gia tăng chi phí giám sát và chi phí giao kèo của chủ nợ. Mặt khác, các điều khoản hợp đồng nợ cũng không thể dự phòng hết được các trường hợp có thể xảy ra với khoản vay trong tương lai. Chẳng hạn như, các điều khoản liên quan đến hạn chế tăng thêm tài trợ vốn, chi trả cổ tức và thuê tài chính hay hợp nhất tương đối đơn giản và có thể kiểm soát được. Tuy nhiên, với các điều khoản hạn chế những người quản lý đầu tư vào các dự án có NPV âm khó để thực thi và giám sát. Khi đó, chi phí nợ tăng, phần bù dành cho chủ nợ cũng phải tăng lên. Kết quả là mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ làm tăng chi phí nợ (Anderson & cộng sự, 2003).

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Những nghiên cứu về ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến giá trị nợ của doanh nghiệp được đo bằng chi phí nợ vẫn còn hạn chế và có những kết luận

trái chiều (Borisova & cộng sự, 2015; Borisova & Megginson, 2011; Shailer & Wang, 2015; Stanišić, Stefanović, & Radojević, 2016). Song, những quan điểm ủng hộ sở hữu nhà nước giúp giảm chi phí nợ nhiều hơn so với quan điểm ngược lại.

Một mặt, sở hữu nhà nước được cho rằng sẽ giúp các doanh nghiệp giảm được chi phí nợ. Nghiên cứu của Borisova & cộng sự (2015) trên 43 quốc gia trong giai đoạn từ năm 1991 đến 2010 cho thấy rằng sở hữu nhà nước sẽ làm giảm chi phí nợ của doanh nghiệp trong những giai đoạn khủng hoảng, với các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao. Đồng thời, doanh nghiệp có sở hữu nhà nước thuộc về chính quyền trung ương và thuộc chính quốc gia doanh nghiệp hoạt động sẽ có chi phí nợ thấp hơn. Khi xem xét sở hữu nhà nước theo sự kiểm soát ở Trung Quốc, Shailer & Wang (2015) nhận thấy các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước có chi phí nợ thấp hơn so với các doanh nghiệp tư nhân. Kết quả tương đồng khi Sánchez-Ballesta & cộng sự (2011) xem xét sự tập trung của sở hữu nhà nước và chi phí nợ ở Tây Ban Nha. Sở hữu nhà nước có thể làm giảm chi phí nợ là nhờ vào tạo ra những ưu đãi và giảm bớt rủi ro cho doanh nghiệp (Boubakri & cộng sự, 2013). Thông qua nắm quyền sở hữu các doanh nghiệp, nhà nước thực hiện các hoạt động vì mục tiêu kinh tế - xã hội như duy trì tỷ lệ thất nghiệp thấp, bảo hộ các ngành quan trọng của quốc gia và an ninh quốc phòng. Vì vậy, khi các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước có nguy cơ phá sản hoặc trong tình trạng kiệt quệ tài chính thì nhà nước sẽ đứng ra bảo lãnh các khoản nợ và hỗ trợ các doanh nghiệp này thoát ra khỏi tình trạng khó khăn (Borisova & Megginson, 2011; Bortolotti & Faccio, 2008). Sự bảo đảm này của Nhà nước làm giảm giá trị phần bù rủi ro cho các nhà đầu tư, do đó chi phí nợ của doanh nghiệp cũng giảm xuống.

Trái ngược với quan điểm trên, một số công trình nghiên cứu chỉ ra rằng sở hữu nhà nước khiến cho chi phí nợ của doanh nghiệp tăng lên. Cụ thể, trong giai đoạn điều kiện kinh tế bình thường, doanh nghiệp có sở hữu nhà nước sẽ có chi phí nợ cao hơn (Borisova & cộng sự, 2015). Tương tự, Stanišić & cộng sự (2016) cũng tìm thấy mối tương quan dương giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ tại Serbia trong giai đoạn từ năm 2008 đến 2013. Những lập luận quan điểm tăng sở hữu nhà nước khiến chi phí nợ của các doanh nghiệp tăng lên do vấn đề người đại diện, do

thiếu sự giám sát và gia tăng vấn đề người trốn vé (free-rider) (Alchian, 1965; Sappington & Stiglitz, 1987), hoặc do các chính trị gia muốn theo đuổi các mục đích không liên quan đến tối đa hóa giá trị công ty, chẳng hạn như tối đa hóa số lượng lao động trong các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước (Shleifer & Vishny, 1994).

Nhìn chung, khi thực hiện cổ phần hóa, chính phủ các nước kỳ vọng sự tư nhân hóa này sẽ một phần có tác dụng làm giảm chi phí nợ khi huy động vốn, từ đó làm tăng lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Câu hỏi đặt ra liệu cổ phần hóa có làm mất đi vai trò của sở hữu nhà nước đến chi phí nợ hay không? Đây vẫn là vấn đề gây nhiều tranh cãi và chưa thực sự được quan tâm của các học giả cũng như các nhà hoạch định chính sách. Đồng thời, hầu hết các nghiên cứu hiện có đều tập trung ở các quốc gia phát triển, với quá trình cổ phần hóa diễn ra tương đối lâu và thị trường vốn phát triển. Các nghiên cứu về sở hữu nhà nước đến chi phí vốn ở các quốc gia đang phát triển – nơi sở hữu nhà nước là phổ biến và lâu đời vẫn còn khá ít.

Ở Việt Nam, hầu hết các doanh nghiệp vẫn phụ thuộc chủ yếu hoặc hoàn toàn vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng (Vo, 2017). Các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước cũng không phải ngoại lệ. Các ngân hàng thương mại thích ưu tiên cho các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước vay vốn. Ngân hàng thương mại nhà nước cho các doanh nghiệp này vay vốn vì mục tiêu hoạt động chính trị, sự phát triển xã hội hoặc vì lợi ích của những người quản lý ngân hàng (Shailer & Wang, 2015). Các ngân hàng thương mại tư nhân thông qua các khoản vay với các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước để xây dựng các mối quan hệ với chính trị gia, những người sẽ giúp cho ngân hàng có được những khoản đầu tư lớn (Butler & cộng sự, 2009). Do đó, tác giả đưa ra giả thuyết đầu tiên về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

H1: Sở hữu nhà nước làm giảm chi phí nợ của doanh nghiệp niêm yết.

Các nghiên cứu xuyên suốt các quốc gia cho thấy rằng những địa phương hoạt động tốt thường sẽ giúp các doanh nghiệp cải thiện việc phân bổ nguồn vốn và giảm thiểu chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp (Hail & Leuz, 2006; Nguyen & Van Dijk, 2012;

Shailer & Wang, 2015). Ở các nước đang phát triển có hệ thống pháp luật chưa hoàn thiện, chính phủ can thiệp trực tiếp vào hoạt động của các doanh nghiệp và những hạn chế về thể chế có thể ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. La Porta & cộng sự (2002), La Porta & cộng sự (1997), Q. Wang & cộng sự (2008) nghiên cứu ở Trung Quốc cho thấy sự phát triển khác nhau giữa các tỉnh nơi doanh nghiệp hoạt động ảnh hưởng đến cấu trúc vốn, đánh giá của kiểm toán và các quyết định cho vay của các ngân hàng thương mại nhà nước. Doanh nghiệp sở hữu nhà nước ở các tỉnh phân bổ nguồn lực hiệu quả có chi phí nợ thấp hơn so các doanh nghiệp sở hữu nhà nước ở các tỉnh còn lại. Điều này xuất phát từ lợi thế và giá trị của sở hữu nhà nước tại các tỉnh. Ở các tỉnh phát triển, chi phí nợ sẽ không có sự khác nhau giữa các doanh nghiệp sở hữu nhà nước và các doanh nghiệp tư nhân bởi sự can thiệp của nhà nước ít hiệu quả và chi phí nợ do thị trường quyết định (Shailer & Wang, 2015). Trên cơ sở đó, nghiên cứu đưa ra giả thuyết tiếp theo:

H2: Mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ khác nhau trong điều kiện mức độ phát triển của các tỉnh nơi doanh nghiệp hoạt động khác nhau.

Ở Việt Nam, các doanh nghiệp có sở hữu nhà

nước ở hai cấp độ. Thứ nhất, các doanh nghiệp có vốn góp của các bộ, ngành, công ty quản lý vốn Nhà nước (SCIC). Các doanh nghiệp này được gọi chung là các doanh nghiệp có vốn Trung ương. Thứ hai, các doanh nghiệp có vốn góp của các tỉnh, hoặc các huyện trực thuộc tỉnh. Các doanh nghiệp này được gọi chung là các doanh nghiệp có vốn địa phương. Trong kế hoạch cổ phần hóa các doanh nghiệp có vốn nhà nước, Chính phủ yêu cầu các tỉnh chuyển toàn bộ vốn sở hữu tại các doanh nghiệp về cho công ty quản lý vốn, nhằm quản lý nguồn vốn hiệu quả do sự khác biệt trong cơ chế quản lý nguồn vốn giữa trung ương và địa phương, và sự phát triển không đồng đều giữa các địa phương. Với đặc thù như trên, nghiên cứu xem xét giả thuyết cuối cùng:

H3: Sở hữu của trung ương làm giảm chi phí nợ của doanh nghiệp nhiều hơn so với sở hữu của địa phương.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Đo lường các biến nghiên cứu

Để đánh giá mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ, mỗi nghiên cứu có cách thức đo lường chi phí nợ và phân loại sở hữu nhà nước khác nhau. Cụ thể như sau:

Biến phụ thuộc – Chi phí nợ (CD_{it})

Bảng 1: Tóm tắt đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến phụ thuộc	Cách đo lường
CD_{it}	(chi phí lãi vay/((nợ ngắn hạn _t + nợ ngắn hạn _{t-1} + nợ dài hạn _t + nợ dài hạn _{t-1})/2))
$LnCD_{it}$	$Ln(CD_{it})$
<i>Biến độc lập</i>	
SO_{it}	Tỷ lệ phần trăm sở hữu nhà nước
- GOV_{it}	Tỷ lệ phần trăm sở hữu nhà nước của chính quyền trung ương
- $LOCAL_{it}$	Tỷ lệ phần trăm sở hữu nhà nước của chính quyền địa phương
<i>Biến kiểm soát</i>	
$SIZE_{it}$	$Ln(\text{Giá trị sổ sách tổng tài sản})$
SAG_{it}	$(\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1})/\text{Doanh thu}_{t-1}$
ROA_{it}	Lợi nhuận sau thuế/Giá trị sổ sách tổng tài sản trung bình
SDR_{it}	Giá trị sổ sách nợ ngắn hạn/ Giá trị sổ sách tổng tài sản
LDR_{it}	Giá trị sổ sách nợ dài hạn/ Giá trị sổ sách tổng tài sản
$TANG_{it}$	Giá trị sổ sách tài sản cố định hữu hình thuần/Giá trị sổ sách tổng tài sản
CF_{it}	Dòng tiền hoạt động/Giá trị sổ sách tổng tài sản
AGE_{it}	Thời gian hoạt động của doanh nghiệp
IAT_{it}	Giá trị sổ sách tổng tài sản bình quân/doanh thu
PCI_t	Chỉ số năng lực cạnh tranh của các tỉnh. Nguồn: http://pcivietnam.org/

Nguồn: Tác giả tính toán.

Các nghiên cứu trước đây có nhiều phương pháp đo lường chi phí nợ của doanh nghiệp. Nghiên cứu này sử dụng cách tính chi phí nợ theo Bliss & Gul (2012), Francis et al. (2005), Shailer & Wang (2015) bởi thị trường trái phiếu tại Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn sơ khai, chưa đóng góp nhiều vào việc cung cấp nguồn vốn cho các doanh nghiệp như đã đề cập ở phần 2. Tuy nhiên, để chuẩn hóa phân phối lãi vay và dễ dàng trong việc giải thích, Bliss & Gul (2012), Francis et al. (2005), Shailer & Wang (2015) đã tính chi phí nợ bằng logarit tỷ lệ giữa chi phí lãi vay và tổng nợ ngắn hạn cộng nợ dài hạn trung bình.

Biến độc lập – Sở hữu nhà nước

SO_{it} là sở hữu nhà nước tại doanh nghiệp i năm t , được tính bằng tỷ lệ phần trăm vốn góp của nhà nước tại các doanh nghiệp. Nhà nước không chỉ sở hữu trực tiếp các doanh nghiệp, mà còn sở hữu gián tiếp thông qua các công ty do nhà nước nắm giữ 100% vốn. Do đó, nếu sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp chỉ tính phần sở hữu trực tiếp là chưa đủ, khi đó khả năng kiểm soát của nhà nước tại các công ty cổ phần sẽ bị đánh giá thiếu (Bortolotti & Faccio, 2008). Để khắc phục vấn đề này, nghiên cứu xác định người sở hữu cuối cùng là nhà nước hay tư nhân dựa trên báo cáo tài chính đã kiểm toán và báo cáo thường niên của các doanh nghiệp theo Shailer & Wang (2015). Dựa theo mối quan tâm về chính trị, và hiệu quả kinh tế đem lại, sở hữu nhà nước được phân chia thành và sở hữu của chính quyền trung ương (GOV_{it}) và sở hữu của chính quyền địa phương ($LOCAL_{it}$) dựa theo Chen & cộng sự (2009).

Các biến kiểm soát khác

Nghiên cứu sử dụng các biến kiểm soát trong mô hình dựa trên những nghiên cứu trước đây về các yếu tố ảnh hưởng đến chi phí nợ (Bliss & Gul, 2012; Francis & cộng sự, 2005; Shailer & Wang, 2015; Stanišić & cộng sự, 2016). Ở mức độ doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng các đặc điểm tài chính của doanh nghiệp làm biến kiểm soát minh họa trong Bảng 1.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên những giả thuyết nghiên cứu đề cập trong phần 2, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\ln CD_{it} = \alpha + \alpha_{13} \ln CD_{it-1} + \alpha_1 SO_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 SAG_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 SDR_{it} + \alpha_6 LDR_{it} + \alpha_7 TANG_{it} + \alpha_8 CF_{it} + \alpha_9 AGE_{it} + \alpha_{10} MB_{it} + \alpha_{11} IAT_{it} + \alpha_{12} PCI_{it} + \sum_j \beta_j YEAR + u_{it} \quad (1)$$

Mô hình (1) ước lượng theo phương pháp GMM hệ thống với dữ liệu bảng động theo Blundell & Bond (1998) để giải quyết vấn đề nội sinh có thể phát sinh từ: (i) những hiệu ứng cố định trong từng doanh nghiệp không quan sát được tác động đến sở hữu nhà nước và chi phí nợ; (ii) mối quan hệ nhân quả đồng thời xảy ra giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ; (iii) sự thiên lệch của mô hình bảng động (Arellano & Bond, 1991; Bond, 2002); (iv) vấn đề nội sinh xuất hiện giữa các biến khác trong mô hình. Đồng thời, phương pháp GMM hệ thống phù hợp với dữ liệu thu thập của nhóm nghiên cứu với thời gian ngắn và số lượng doanh nghiệp nhiều.

Giả thuyết H1 được kiểm định bằng cách sử dụng toàn bộ dữ liệu về sở hữu nhà nước. Với giả thuyết H2 và H3, tác giả sử dụng phương pháp tách mẫu dữ liệu đầy đủ ban đầu thành các mẫu nhỏ hơn theo (Gul & cộng sự, 2009; Shailer & Wang, 2015). Phương pháp này được sử dụng thay cho sử dụng một mẫu duy nhất với biến tương tác để đánh giá tác động của sở hữu nhà nước đến chi phí nợ một cách chính xác hơn dựa trên các hệ số của biến kiểm soát và biến độc lập.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu là các doanh nghiệp phi tài chính có sở hữu nhà nước và có sử dụng nợ vay niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2009-2017. Dữ liệu được lấy bắt đầu từ năm 2009 để bảo đảm đầy đủ dữ liệu về tài chính và sở hữu nhà nước. Các công ty tài chính được loại trừ do: (i) việc huy động vốn của các công ty này bị giới hạn bởi quy định của Ngân hàng Nhà nước và của Chính phủ; (ii) cách thức hạch toán tài chính đặc thù, khác biệt với các ngành nghề khác. Tiếp đó, tác giả loại bỏ những quan sát không đầy đủ dữ liệu tài chính trong giai đoạn nghiên cứu và không phát sinh chi phí lãi vay.

Dữ liệu về sở hữu nhà nước được thu thập thủ công từ các báo cáo tài chính hợp nhất có kiểm toán và báo cáo thường niên của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các dữ liệu về đặc điểm tài chính của doanh nghiệp được cung cấp bởi Finn Pro. Dữ liệu về chỉ số năng lực cạnh tranh của các tỉnh/thành phố được thu thập từ website: <http://pcivietnam.org>.

Bảng dữ liệu cuối cùng là dữ liệu dạng bảng

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Sở hữu nhà nước (n=2389 quan sát)				Sở hữu trung ương (n= 2029 quan sát)				Sở hữu địa phương (n = 401 quan sát)			
	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CD	0.035	0.032	0.00004	0.31	0.036	0.032	0.00004	0.31	0.03	0.028	0.0001	0.144
SO	42.87	20.53	0.49	100	43.77	20.13	0.49	100	33.79	21.17	3.54	98.11
SIZE	27.13	1.50	23.38	31.75	27.17	1.52	23.38	31.75	26.87	1.292	24.417	30.66
SAG	0.034	0.77	-13.37	26.5	0.033	0.79	-13.37	26.5	0.042	0.67	-11.165	0.803
ROA	0.069	0.073	-0.34	0.51	0.067	0.072	-0.34	0.51	0.079	0.074	-0.128	0.428
SDR	0.42	0.21	0.02	0.96	0.43	0.205	0.018	0.96	0.361	0.207	0.0187	0.935
LDR	0.12	0.15	0	0.79	0.12	0.152	0	0.78	0.129	0.16	0	0.667
TANG	0.29	0.23	0.00024	0.97	0.30	0.236	0.00024	0.96	0.266	0.207	0.0148	0.877
CF	0.069	0.16	-2.59	1.9	0.069	0.158	-2.59	1.9	0.08	0.186	-0.549	1.903
IAT	1.703	9.21	-303.83	269.9	1.647	9.911	-303.83	269.91	1.886	2.821	0.094	24.54
AGE	17.57	9.18	1	61	17.66	9.447	1	61	17.656	7.65	1	43
PCI	60.64	3.82	46.96	75.96	60.49	3.95	46.96	75.96	61.36	2.903	51.75	74

Nguồn: Tác giả tính toán.

không cân bằng của 331 doanh nghiệp niêm yết trong 9 năm tương ứng với 2389 quan sát. Lượng mẫu quan sát của nghiên cứu chiếm 65% tổng quan sát của doanh nghiệp có sở hữu nhà nước niêm yết (3638 quan sát), đảm bảo kết quả đại diện cho tổng thể.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả dữ liệu đối với sở hữu nhà nước, sở hữu trung ương (sở hữu của các bộ, ban, ngành thuộc Chính phủ) và sở hữu địa phương (sở hữu thuộc Ủy ban nhân dân cấp tỉnh/thành phố) tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được thể hiện ở Bảng 2. Số quan sát sở hữu nhà

nước chênh lệch so với tổng số quan sát của sở hữu trung ương và sở hữu địa phương do một số doanh nghiệp tồn tại cả hai cấu trúc sở hữu này. Chi phí lãi vay trung bình ở các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước 3,5% trong giai đoạn nghiên cứu. Chi phí lãi vay trung bình ở các doanh nghiệp có sở hữu trung ương 3,6% cao hơn so với các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước nói chung và các doanh nghiệp có sở hữu địa phương nói riêng (3%). So với sở hữu trung ương (trung bình 43.77%), sở hữu địa phương tại các doanh nghiệp có mức độ tập trung cao hơn với tỷ lệ sở hữu trung bình 33,79%. Đồng thời, các doanh nghiệp có sở hữu địa phương thường tập trung ở các tỉnh phát triển (chỉ số CPI trung bình 61.36%).

Bảng 3: Tương quan giữa các biến

	SO	GOV	LOCAL	CD	SIZE	SAG	ROA	SDR	LDR	TANG	CF	IAT	AGE	PCI
SO	1													
GOV	0.899	1												
LOCAL	0.613	0.205	1											
CD	-0.17	-0.04	-0.309	1										
SIZE	0.132	-0.08	0.4418	-0.018	1									
SAG	-0.11	-0.08	-0.109	0.0563	-0.431	1								
ROA	0.366	0.33	0.2242	-0.381	-0.106	0.0365	1							
SDR	-0.1	-0.03	-0.179	0.6644	-0.122	0.2222	-0.309	1						
LDR	-0.47	-0.53	-0.084	-0.277	0.305	-0.309	-0.331	-0.433	1					
TANG	0.326	0.549	-0.261	0.4574	-0.208	0.0097	-0.105	0.1629	-0.35	1				
CF	0.296	0.224	0.2592	0.3621	0.0207	0.0687	0.0049	0.403	-0.263	-0.07	1			
IAT	-0.4	-0.22	-0.49	0.0074	-0.289	-0.178	-0.362	-0.319	0.5233	0.1532	-0.326	1		
AGE	-0.25	-0.07	-0.434	0.4219	0.0968	-0.242	-0.138	0.0658	0.3051	0.5244	-0.273	0.481	1	
PCI	0.226	-0.05	0.5914	-0.484	0.1918	-0.051	0.0155	-0.237	-0.021	-0.52	0.0917	-0.37	-0.708	1

Nguồn: Tác giả tính toán.

Bảng 4: Kết quả hồi quy GMM

Biến	Sở hữu nhà nước	Sở hữu trung ương	Sở hữu địa phương	Doanh nghiệp thuộc tỉnh phát triển mạnh	Doanh nghiệp thuộc tỉnh phát triển kém
LnCD.L1	0,6251*** (0,002)	0,5979*** (0,0012)	0,7503*** (0,0148)	0,6317*** (0,0399)	0,6379*** (0,0333)
SO	-0,0046*** (0,00033)			-0,0081*** (0,00046)	-0,0426*** (0,0002)
GOV		-0,0039*** (0,0002)			
LOCAL			-0,0702** (0,0026)		
SIZE	0,0165*** (0,0063)	-0,0784*** (0,0059)	0,2636** (0,1068)	-0,0083 (0,0089)	0,0452*** (0,1247)
SAG	-0,0362*** (0,0025)	0,0219*** (0,0169)	-0,2380*** (0,0210)	0,1503*** (0,0491)	0,0539*** (0,0042)
ROA	-1,3042*** (0,0678)	-0,3439*** (0,0389)	-5,6923*** (0,1074)	-1,1345*** (0,0918)	-1,9389*** (0,1074)
SDR	1,2067*** (0,0327)	1,4791*** (0,0312)	-0,1832 (0,0602)	1,3165*** (0,0458)	0,8715*** (0,0602)
LDR	0,61085*** (0,0611)	1,5109*** (0,0407)	-2,2442* (1,1957)	0,8336*** (0,0584)	-0,3149*** (0,1054)
TANG	1,6659*** (0,0259)	1,5449*** (0,0236)	1,2027** (0,4574)	1,3725*** (0,0211)	1,4905*** (0,000)
CF	0,2286*** (0,091)	0,1569*** (0,0123)	0,0012 (0,0521)	0,2919*** (0,0141)	0,1902*** (0,000)
IAT	0,00078*** (0,0002)	0,0047*** (0,0001)	0,1902*** (0,0003)	-0,0194*** (0,0014)	0,0896*** (0,000)
AGE	-0,00162*** (0,00062)	-0,0094*** (0,0009)	0,0896 (0,0095)	-0,0135*** (0,0199)	-0,0416*** (0,0095)
PCI	0,0087*** (0,00126)	0,0075*** (0,0011)	-0,0416* (0,0147)	0,0100*** (0,0014)	0,0115*** (0,0023)
Hiệu ứng cố định năm	Có	Có	Có	Có	Có
AR(1)	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000
AR(2)	0,936	0,936	0,201	0,786	0,952
Sargan test	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Hansen test	0,855	0,855	1,000	1,000	1,000
Số quan sát	2389	2029	401	1344	1046

Ghi chú: *, **, *** tương ứng các mức ý nghĩa lần lượt 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Tác giả tính toán.

Xét về các đặc điểm tài chính, doanh nghiệp có sở hữu nhà nước nói chung, sở hữu trung ương và sở hữu địa phương nói riêng có nhiều điểm tương đồng như mức độ hiệu quả thấp (phản ánh qua nghịch đảo vòng quay tổng tài sản IAT), sử dụng đòn bẩy tài chính không nhiều (phản ánh qua tỷ lệ nợ ngắn hạn SDR, và tỷ lệ nợ dài hạn LDR).

4.2. Kết quả hồi quy

Bảng 3 thể hiện ma trận hệ số tương quan giữa

các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Chi phí nợ và sở hữu nhà nước có mối tương quan âm. Trong khi đó, mối quan hệ giữa chi phí nợ và các yếu tố nội tại trong doanh nghiệp tương đối khác nhau. Quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời của tài sản và đòn bẩy nợ dài hạn có tương quan âm với chi phí nợ. Các yếu tố còn lại trong doanh nghiệp tương quan dương với chi phí nợ. Năng lực cạnh tranh của các tỉnh thành phố gia tăng sẽ giúp doanh

ng nghiệp giảm chi phí nợ.

Nhìn chung, mức độ tương quan giữa các biến trong mô hình tương đối thấp. Hệ số tương quan cao theo cặp giữa chi phí nợ với tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, thời gian hoạt động của doanh nghiệp và năng lực cạnh tranh của các tỉnh, giữa năng lực cạnh tranh của các tỉnh và sở hữu nhà nước của Ủy ban nhân dân tỉnh thành phố (0,5914). Bên cạnh đó, nghiên cứu thực hiện kiểm định hệ số nhân từ phóng đại (Variance Inflation factor – VIF) để kiểm định sự tồn tại của hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình. Kết quả kiểm định VIF cho thấy tất cả các hệ số nhân từ phóng đại giữa các biến trong mô hình đều nhỏ hơn 10. Điều này chứng tỏ mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình (Gujarati, 2011).

Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2017 của các doanh nghiệp niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và Hồ Chí Minh được thể hiện trong Bảng 4. Trước tiên, tác giả kiểm tra tính bền vững và sự phù hợp của mô hình GMM hệ thống thông qua AR (2) và kiểm định Sargan-Hansen. Kiểm định AR(2) và Sargan-Hansen đều không có ý nghĩa thống kê. Điều này đồng nghĩa với mô hình GMM hệ thống là phù hợp, không có hiện tượng tự tương quan bậc 2 và các biến công cụ sử dụng hợp lý. Dựa trên sự hợp lý của mô hình được ước lượng bằng GMM hệ thống, tác giả xem xét tác động của sở hữu nhà nước đến chi phí nợ. Kết quả mô hình ước lượng ủng hộ cho giả thuyết H1 đã đề cập ở trên. Cụ thể, hệ số ước lượng của SO âm hàm ý rằng chi phí nợ giảm 0,46% khi sở hữu nhà nước gia tăng 1%. Điều này đồng nghĩa sở hữu nhà nước sẽ giúp các doanh nghiệp niêm yết giảm chi phí nợ. Kết quả này tương đồng với các kết quả nghiên cứu trước đó của Borisova & cộng sự (2015), Borisova & Megginson (2011), Sánchez-Ballesta & García-Meca (2011), Shailer & Wang (2015). Chi phí nợ của các doanh nghiệp sở hữu nhà nước giảm là do (i) các doanh nghiệp niêm yết có sở hữu nhà nước tại Việt Nam được Chính phủ đưa ra những chính sách hỗ trợ, ưu đãi với doanh nghiệp chẳng hạn như trong việc vay vốn từ các ngân hàng; (ii) Chính phủ đóng vai trò là người cứu cánh cuối cùng cho các doanh nghiệp khi các doanh nghiệp gặp khó khăn.

Cột 5 và cột 6 trình bày kết quả kiểm định giả

thuyết thứ hai (H2). Mẫu các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước được tách thành hai mẫu riêng biệt lần lượt: 187 doanh nghiệp niêm yết thuộc các tỉnh phát triển mạnh tương ứng 1344 quan sát và 143 doanh nghiệp niêm yết thuộc các tỉnh kém phát triển tương ứng với 1046 quan sát. Kết quả ước lượng hồi quy cho thấy doanh nghiệp có sở hữu nhà nước thuộc cả những tỉnh phát triển mạnh và các tỉnh phát triển yếu đều có tương quan âm với chi phí nợ (hệ số của biến SO âm và có ý nghĩa thống kê với cả hai mẫu nhỏ). Như vậy, dù doanh nghiệp hoạt động địa bàn các tỉnh phát triển mạnh như Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Bình Dương hay doanh nghiệp hoạt động ở các tỉnh kém phát triển hơn như Cao Bằng, Bắc Cạn, Hà Giang thì sở hữu nhà nước vẫn đóng vai trò tích cực giúp các doanh nghiệp niêm yết giảm bớt chi phí nợ. Kết quả này trái ngược so với kết quả nghiên cứu của Shailer & Wang (2015) khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ của doanh nghiệp ở Trung Quốc. Shailer & Wang (2015) cho thấy ở những tỉnh có kinh tế kém phát triển, sở hữu nhà nước làm giảm chi phí nợ cho các doanh nghiệp, nhưng ở các tỉnh có kinh tế phát triển không xảy ra điều này. Sự khác biệt kết quả này do các chính sách hỗ trợ đối với doanh nghiệp có sở hữu nhà nước tại Việt Nam mang tính chất phổ biến chung do Chính phủ quy định, đồng thời các ngân hàng thương mại ở Việt Nam đưa ra chính sách ưu đãi cho doanh nghiệp có sở hữu nhà nước phụ thuộc chủ yếu vào quyết định của Chính phủ. Tuy nhiên, hệ số SO của doanh nghiệp thuộc tỉnh kém phát triển hơn trung bình khoảng 4,26% hàm ý sở hữu nhà nước tăng lên trung bình khoảng 1%, chi phí nợ giảm trung bình khoảng 4,26%. Trong khi đó, sở hữu nhà nước của các doanh nghiệp thuộc các tỉnh phát triển mạnh tăng lên trung bình khoảng 1%, chi phí nợ giảm trung bình khoảng 0,81% - thấp hơn so với các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước thuộc các tỉnh kém phát triển.

Cuối cùng, giả thuyết H3 về sự khác nhau giữa sở hữu trung ương và sở hữu địa phương tác động khác nhau đến chi phí nợ được trình bày kết quả tại cột 3 và cột 4 trong bảng 4. Hệ số sở hữu địa phương (LOCAL) bằng -0,0702 có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho biết rằng khi sở hữu của chính quyền các tỉnh tăng lên 1% thì chi phí nợ của các doanh nghiệp niêm yết giảm trung bình xấp xỉ khoảng 7,02%. Trong khi đó, hệ số sở hữu trung ương (GOV) ở mức

âm 0,39% cho thấy tác động của sở hữu trung ương đến chi phí nợ của doanh nghiệp niêm yết thấp hơn so với tác động của sở hữu địa phương.

Các biến kiểm soát trong các mô hình có một số kết quả khác biệt so với dự đoán đầu kỳ vọng ở phần trước. Các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước niêm yết có mức chi phí nợ thấp hơn khi doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu tăng, tỷ suất lợi nhuận ròng trên tổng tài sản cao hơn, và doanh nghiệp hoạt động lâu năm hơn. Đặc biệt doanh nghiệp có sở hữu trung ương hoặc thuộc địa bàn các tỉnh phát triển, doanh nghiệp có thể hưởng mức chi phí nợ thấp hơn nếu quy mô của doanh nghiệp được mở rộng. Đối với các doanh nghiệp hoạt động ở các tỉnh phát triển, doanh nghiệp cũng giảm chi phí nợ nếu doanh nghiệp sử dụng tài sản hiệu quả hơn. Các doanh nghiệp có sở hữu địa phương tăng sử dụng nợ dài hạn có thể giảm chi phí nợ. Mặc khác, các doanh nghiệp niêm yết bị gia tăng chi phí nợ trong trường hợp năng lực cạnh tranh của tỉnh thành phố nơi doanh nghiệp hoạt động tăng lên, doanh nghiệp mở rộng quy mô, sử dụng nợ nhiều hơn, mở rộng cơ sở vật chất và gia tăng dòng tiền hoạt động.

5. Kết luận

Nghiên cứu đóng góp vào hệ thống bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa sở hữu và chi phí nợ ở một số nội dung. Thứ nhất, những nghiên cứu trước hầu hết tập trung vào các nước có thị trường vốn phát triển, hoặc các nước có nền kinh tế phát triển mạnh và chưa xem xét cấu trúc sở hữu nhà nước dưới góc độ quản lý nhà nước (Anderson & cộng sự, 2003; Borisova & Megginson, 2011; Sánchez-Ballesta & García-Meca, 2011; Shailer & Wang, 2015; Stanišić & cộng sự., 2016; Steijvers & Voordeckers, 2009). Nghiên cứu này tập trung vào Việt Nam – một thị trường mới nổi, với sở hữu nhà nước đóng vai trò chủ đạo trong nền kinh tế trong nhiều năm, và phân tích cấu trúc sở hữu nhà nước thành sở hữu trung ương và sở hữu địa phương để xem xét tác động đến chi phí nợ. Thứ hai, tác giả tập trung tìm kiếm sự khác biệt trong mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ dựa trên sự khác nhau về mức độ phát triển của các tỉnh thành phố ở Việt

Nam nhằm bổ sung thêm hiểu biết về mối quan hệ giữa hoạt động của doanh nghiệp với chính quyền địa phương các tỉnh thành phố.

Kết quả nghiên cứu ủng hộ các bằng chứng thực nghiệm gần đây cho rằng sở hữu nhà nước có thể làm giảm chi phí nợ nhờ những chính sách hỗ trợ ngầm từ chính phủ (Borisova & Megginson, 2011; Shailer & Wang, 2015) hoặc bảo đảm và ngăn ngừa các rủi ro tiềm ẩn cho doanh nghiệp (Atanasov & cộng sự, 2010; Jiang & cộng sự, 2010) Ciccotello, & Gyoshev, 2010; Jiang, Lee, & Yue, 2010. Điều này nhấn mạnh vai trò của sở hữu nhà nước trong hoạt động tài trợ của các doanh nghiệp niêm yết. Kết quả này lý giải một phần tại sao sở hữu nhà nước vẫn phổ biến ở Việt Nam và các doanh nghiệp vẫn chậm trễ trong việc cổ phần hóa. Đồng thời, sở hữu chính quyền địa phương giúp doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giảm chi phí nợ nhiều hơn so với sở hữu chính quyền trung ương. Điều này giải thích một phần nguyên nhân các doanh nghiệp thuộc sở hữu của Ủy ban nhân dân tỉnh chậm trễ trong việc chuyển đổi vốn về cho công ty quản lý vốn Nhà nước (SCIC). Cuối cùng, các ngân hàng ý thức được những bất lợi của sở hữu nhà nước nhiều hơn so với những lợi ích đem lại cho họ do sự bảo đảm ngầm của chính quyền đối với các khoản nợ của doanh nghiệp và sự phát triển ở các tỉnh thành phố. Do đó, doanh nghiệp sở hữu nhà nước ở tỉnh thành có năng lực cạnh tranh kém có chi phí nợ thấp hơn so với các doanh nghiệp tương đồng ở tỉnh thành năng lực cạnh tranh tốt.

Các kết quả thu được cho thấy vai trò của sở hữu nhà nước trong các doanh nghiệp niêm yết. Vì vậy, cùng với quá trình tiếp tục cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, chính phủ vẫn nên duy trì sở hữu một phần tại các doanh nghiệp để hỗ trợ giảm chi phí vay nợ, thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Đồng thời, với một số doanh nghiệp niêm yết ở những địa phương đặc thù, sở hữu nhà nước của chính quyền địa phương vẫn nên tồn tại nhằm hỗ trợ kịp thời cho các doanh nghiệp hoạt động trên địa bàn tỉnh đó.

Ghi chú:

1. Lợi nhuận này là phần thưởng bù đắp cho mức rủi ro cao của dự án

Tài liệu tham khảo:

- Alchian, A. A. (1965), 'Some economics of property rights', *Il politico*, 30 (4), 816-829.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003), 'Founding family ownership and the agency cost of debt', *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991), 'Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Atanasov, V., Black, B., Ciccotello, C., & Gyoshev, S. (2010), 'How does law affect finance? An examination of equity tunneling in Bulgaria', *Journal of Financial Economics*, 96(1), 155-173.
- Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012), 'Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence', *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1520-1527.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998), 'Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models', *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bond, S. R. (2002), 'Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice', *Portuguese economic journal*, 1(2), 141-162.
- Borisova, G., & Megginson, W. L. (2011), 'Does government ownership affect the cost of debt? Evidence from privatization', *The Review of Financial Studies*, 24(8), 2693-2737.
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., & Megginson, W. L. (2015), 'Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms', *Journal of Financial Economics*, 118(1), 168-191.
- Bortolotti, B., & Faccio, M. (2008), 'Government control of privatized firms', *The Review of Financial Studies*, 22(8), 2907-2939.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2013), 'The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization', *Journal of Financial Economics*, 108(3), 641-658.
- Butler, A. W., Fauver, L., & Mortal, S. (2009), 'Corruption, political connections, and municipal finance', *The Review of Financial Studies*, 22(7), 2873-2905.
- Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009), 'Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies', *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171-181.
- Djankov, S., & Murrell, P. (2002), 'Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey', *Journal of economic literature*, 40(3), 739-792.
- Estrin, S., Hanousek, J., Kocenda, E., & Svejnar, J. (2009), 'The effects of privatization and ownership in transition economies', *Journal of economic literature*, 47(3), 699-728.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005), 'The market pricing of accruals quality', *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Gujarati, D. N. (2011), *Econometrics by example/Damodar Gujarati*, Red Globe Press, Palgrave Macmillan.
- Gul, F. A., Fung, S. Y. K., & Jaggi, B. (2009), 'Earnings quality: Some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise', *Journal of accounting and economics*, 47(3), 265-287.
- Hail, L., & Leuz, C. (2006), 'International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?', *Journal of accounting research*, 44(3), 485-531.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, G., Lee, C. M., & Yue, H. (2010), 'Tunneling through intercorporate loans: The China experience', *Journal of Financial Economics*, 98(1), 1-20.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002), 'Government ownership of banks', *The Journal of Finance*, 57(1), 265-301.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997), 'Legal determinants of external finance', *The*

Journal of Finance, 52(3), 1131-1150.

- Meggison, W. L., & Netter, J. M. (2001), 'From state to market: A survey of empirical studies on privatization', *Journal of economic literature*, 39(2), 321-389.
- Nguyen, T. T., & Van Dijk, M. A. (2012), 'Corruption, growth, and governance: Private vs. state-owned firms in Vietnam', *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2935-2948.
- Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2011). Ownership structure and the cost of debt. *European Accounting Review*, 20(2), 389-416.
- Sappington, D. E., & Stiglitz, J. E. (1987), 'Privatization, information and incentives', *Journal of policy analysis and management*, 6(4), 567-585.
- Shailer, G., & Wang, K. (2015), 'Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations', *Emerging Markets Review*, 22, 1-17.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994), 'Politicians and firms', *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Stanisic, N., Stefanovic, N., & Radojevic, T. (2016), 'Determinants of the cost of debt in the Republic of Serbia', *TEME: Casopis za Društvene Nauke*, 40(2), 869-882.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009), 'Private family ownership and the agency costs of debt', *Family Business Review*, 22(4), 333-346.
- Vo, X. V. (2017), 'Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam', *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Vuong, Q. H., & Tran, T. D. (2011), 'Vietnam's corporate bond market, 1990-2010: Some reflections', *The Journal of Economic Policy and Research*, 6(1).
- Wang, Q., Wong, T.-J., & Xia, L. (2008), 'State ownership, the institutional environment, and auditor choice: Evidence from China', *Journal of accounting and economics*, 46(1), 112-134.