

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM Ở VIỆT NAM

Nguyễn Hòa Nhân*, Lê Phương Dung**, Nguyễn Thị Thiệu Quang***

Ngày nhận: 18/7/2014

Ngày nhận bản sửa: 11/8/2014

Ngày duyệt đăng: 25/8/2014

Tóm tắt:

Bài báo này nghiên cứu về việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp (bao gồm các ngân hàng thương mại và các công ty) ở Việt Nam giai đoạn 1992-2013. Nghiên cứu xem xét việc phát triển thị trường trái phiếu cùng với các biến số vĩ mô bằng việc sử dụng mô hình GMM (Generalized Method of Moments - ước lượng dữ liệu bảng động với biến công cụ) và điều chỉnh sai số của mô hình. Dữ liệu gồm 95 doanh nghiệp (11 ngân hàng thương mại và 84 công ty) được thu thập theo năm trong khoảng thời gian từ năm 1992-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị trái phiếu/GDP năm trước, độ mở của nền kinh tế, quy mô hệ thống ngân hàng thương mại có quan hệ thuận với giá trị trái phiếu/GDP. Tuy nhiên, mô hình nghiên cứu cho thấy hai nhân tố tỷ giá hối đoái và giai đoạn phát triển của nền kinh tế lại có quan hệ nghịch với giá trị trái phiếu/GDP.

Từ khóa: Các nhân tố ảnh hưởng, nhân tố vĩ mô, trái phiếu doanh nghiệp.

1. Mở đầu

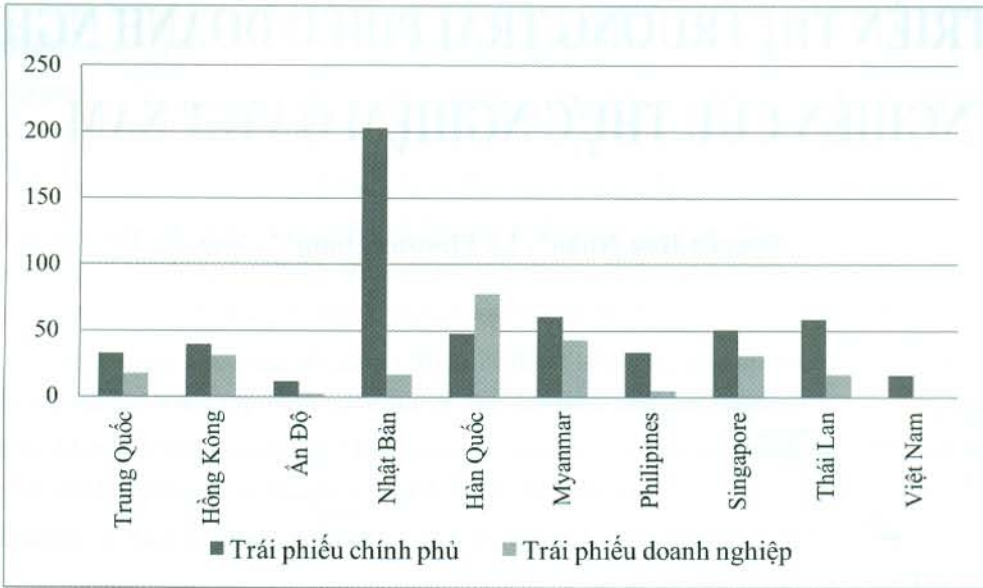
Trong những năm qua, cùng với quá trình cải cách kinh tế, thị trường tài chính Việt Nam, đặc biệt là thị trường vốn đã có những bước phát triển vượt bậc. Theo báo cáo của Ngân hàng Thế giới, tổng giá trị chứng khoán giao dịch trên thị trường năm 2012 đạt 3.378 triệu USD, tăng 207,9% so với năm 2003; mức vốn hóa toàn thị trường đạt 32.933 triệu USD, tăng 212,34% so với năm 2003 (<http://worldbank.org>, truy cập ngày truy cập ngày 17/05/2014). Với sự tăng trưởng mạnh mẽ như vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam được tạp chí Euro Money xếp vào loại thị trường có mức tăng trưởng cao nhất châu Á năm 2013. Tuy nhiên, so với các nước trong khu vực, thị trường vốn Việt Nam vẫn còn rất non trẻ và đang trong giai đoạn đầu của sự phát triển (Hình 1).

Bên cạnh đó, nguồn vốn của nền kinh tế vẫn phụ thuộc chủ yếu vào tín dụng ngân hàng thương mại. Hình 2 cho thấy đến cuối năm 2012, tổng dư nợ tín dụng của Việt Nam đạt 104,91% GDP, gấp 5 lần giá trị vốn hóa của thị trường và gấp 6,5 lần giá trị trái phiếu/GDP. Việc quá phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng như nền tài chính của nước ta hiện nay làm cho

nền kinh tế dễ bị ảnh hưởng bởi những tác động bên ngoài, đặc biệt là những cuộc khủng hoảng. Do vậy, việc tái cấu trúc hệ thống tài chính, trong đó đa dạng hóa các nguồn tài trợ vốn, cụ thể là đẩy mạnh thị trường trái phiếu trở thành một nhu cầu tất yếu không chỉ của riêng Việt Nam mà còn của các nước châu Á, đặc biệt kể từ sau cuộc khủng hoảng tiền tệ Thái Lan năm 1997.

Trên thị trường trái phiếu, lượng trái phiếu chính phủ vẫn chiếm chủ yếu. Trái phiếu doanh nghiệp chỉ chiếm một lượng nhỏ, không đáng kể, chủ yếu là của các doanh nghiệp có qui mô lớn, uy tín (Hình 3). Do đó, phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam thông qua phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp có ý nghĩa hết sức quan trọng. Các văn bản quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam có thể kể đến như: Luật chứng khoán năm 2006 quy định chung về chào bán chứng khoán trong đó có chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng. Nghị định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp năm 2011 quy định về việc phát hành trái phiếu trong nước và trái phiếu quốc tế. Quyết định ban hành quy chế phát hành giấy tờ có giá trong nước của tổ chức tín dụng năm 2008.

Hình 1: Cấu trúc thị trường trái phiếu của một số nước châu Á (% GDP)



Nguồn: Số liệu thu thập từ Asian Bonds Online <<http://asianbondsonline.adb.org>>, truy cập ngày 17/05/2014

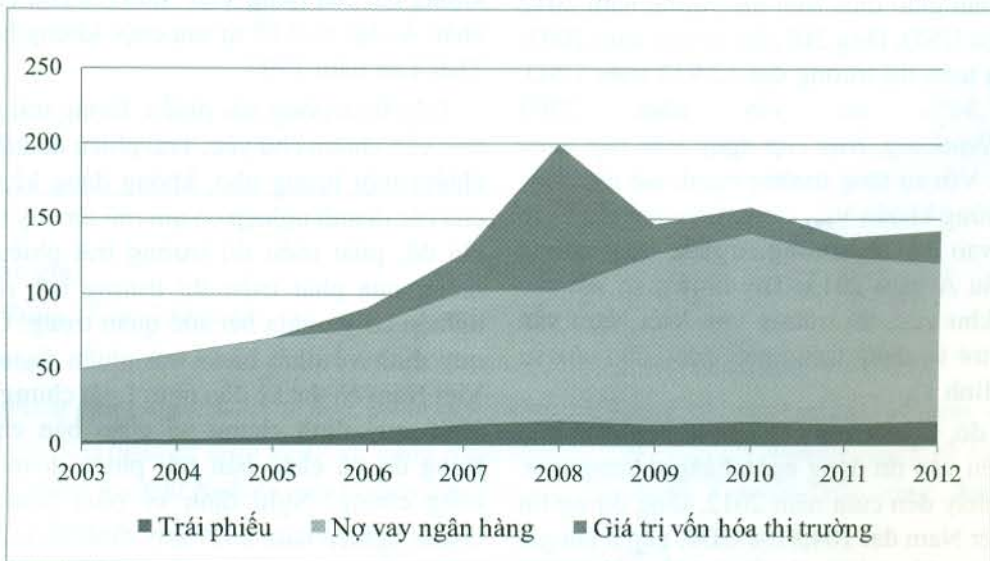
Trên cơ sở đó, bài viết nghiên cứu tác động của các nhân tố vĩ mô đến sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp từ năm 1992 đến nay nhằm tìm ra những nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường này. Từ đó, đề ra các giải pháp phù hợp để đưa thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam phát triển hơn nữa, góp phần ổn định thị trường tài chính cũng như nền kinh tế.

2. Các nghiên cứu liên quan

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tiền tệ châu Á năm 1997, việc phát triển thị trường trái phiếu để tài trợ cho các nhu cầu đầu tư dài hạn trở thành nhu cầu

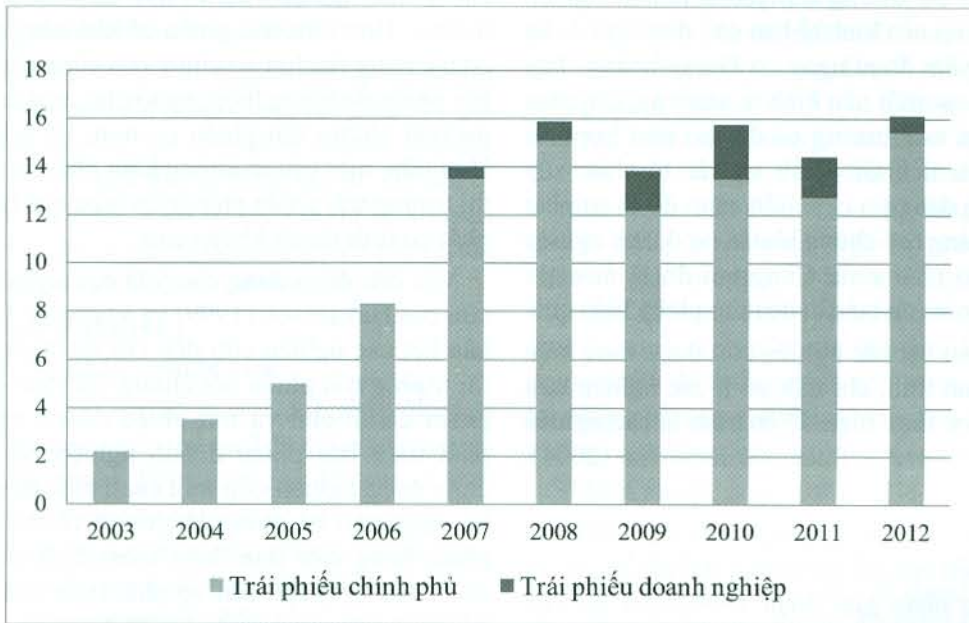
cấp thiết của các nước châu Á. Do một trong những nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng này là sự phụ thuộc quá mức của các nước châu Á vào hệ thống ngân hàng do các công cụ tài trợ vốn khác như thị trường chứng khoán còn kém phát triển và qui mô còn nhỏ. Cùng với đó là rủi ro kỳ hạn và rủi ro tiền tệ do các doanh nghiệp huy động vốn bằng ngoại tệ để đầu tư ngắn hạn và vay vốn ngắn hạn ngân hàng thương mại để đầu tư vào các khoản đầu tư dài hạn (Kawai, 2007). Từ đây, phát triển thị trường trái phiếu ở các nước châu Á trở thành đề tài xuyên suốt và được nghiên cứu bởi nhiều học giả trong khu vực nói chung và ở từng nước nói riêng.

Hình 2: Giá trị trái phiếu, nợ vay ngân hàng và giá trị vốn hóa thị trường (% GDP)



Nguồn: Số liệu thu thập từ World Bank <<http://worldbank.org>> và Asian Bonds Online <<http://asianbondsonline.adb.org>>

Hình 3: Cấu trúc thị trường trái phiếu Việt Nam (%GDP)



Nguồn: Số liệu thu thập từ Asian Bonds Online, <http://asianbondsonline.adb.org>, truy cập ngày 17/05/2014

Các nghiên cứu trước đây đều thừa nhận tầm quan trọng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp đối với sự phát triển của doanh nghiệp cũng như đối với hệ thống tài chính và nền kinh tế. Plummer & Click (2003) nhấn mạnh rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển sẽ giúp tránh được những rủi ro về sự không phù hợp về kỳ hạn, giảm được chi phí vay vốn thông qua việc cung cấp các công cụ huy động vốn cạnh tranh trên thị trường tài chính, giảm được chi phí giao dịch. Hơn thế nữa, trong trường hợp thị trường thứ cấp phát triển, sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ làm tăng hiệu quả của khu vực tài chính và làm giảm sự phụ thuộc của nền kinh tế đối với hệ thống ngân hàng thương mại.

Theo Shimizu (2010), để phát triển thị trường trái phiếu, cần thiết phải có sự hỗ trợ của kỹ thuật, đa dạng hóa doanh nghiệp phát hành trái phiếu, tăng tính thanh khoản của thị trường thứ cấp và tăng độ mở của thị trường. Plummer & Click (2003) thêm rằng tính thanh khoản kém là cản trở lớn nhất đối với sự phát triển thị trường trái phiếu của hầu hết các nước ASEAN. Để có được một thị trường trái phiếu năng động và vững chắc, cần có một hệ thống quản lý và giám sát chặt chẽ với những quy định phù hợp, hệ thống kiểm toán và giám sát hiệu quả cũng như sự minh bạch kế toán và sự phát triển của các kênh giao tiếp. Cùng với đó là sự phát triển của cơ sở hạ tầng của thị trường.

Trong nghiên cứu về việc đẩy mạnh tài trợ vốn dài hạn bằng cách phát triển thị trường trái phiếu, Batten & Kim (2000) đã nêu rõ rằng, để tránh bị ảnh

hưởng bởi các tác động bên ngoài, việc đa dạng hóa các phương thức huy động vốn trong đó có huy động vốn bằng trái phiếu cần được ưu tiên hơn hết. Các tác giả đề xuất 7 giải pháp để phát triển thị trường trái phiếu, cụ thể là: (i) tạo môi trường thuận lợi cho các giao dịch trái phiếu; (ii) cải cách hệ thống quản trị doanh nghiệp; (iii) tăng độ tin cậy của các hệ số tín nhiệm; (iv) tạo ra được đường cong lợi suất tham chiếu; (v) tăng cường vai trò của các tổ chức đầu tư và các quỹ tương hỗ; (vi) mở rộng việc phát hành riêng lẻ; (vii) phát triển hệ thống thanh toán và (viii) tăng cường các cơ chế chính sách.

Goswami & Sharma (2011) khi nghiên cứu về sự phát triển của thị trường nợ trong nước ở châu Á cũng đã đi đến kết luận rằng sự thống trị của các ngân hàng thương mại, thiếu qui mô phát hành hợp lý, thiếu mạng lưới các nhà đầu tư đa dạng và các nhà đầu tư thực sự (những người mua trái phiếu để nắm giữ chứ không phải nhằm kinh doanh chênh lệch giá), thiếu những quy định và khung pháp lý cho các định chế tài chính khác ngân hàng, sự điều khiển thuế và vốn đối với các nhà đầu tư nước ngoài, hệ thống quản trị doanh nghiệp yếu kém, thông tin thị trường không đầy đủ, chi phí phát hành và chi phí giao dịch cao cũng như thiếu các cơ sở tham chiếu về giá, các công cụ bảo hiểm rủi ro là những nguyên nhân chính khiến thị trường trái phiếu ở châu Á chưa phát triển.

Cùng với các quan điểm trên, Hakansson (1999) đã nghiên cứu sự khác nhau cơ bản giữa một nền kinh tế trong đó thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển mạnh và một nền kinh tế mà việc tài trợ

vốn chủ yếu thông qua ngân hàng thương mại và phát hiện rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển sẽ giúp nền kinh tế hạn chế được rủi ro hệ thống do đó, giảm được nguy cơ khủng hoảng. Tuy nhiên, để có được một nền kinh tế như vậy, cần phải xây dựng được môi trường có độ mở phù hợp với nhiều nhà phân tích tài chính và các tổ chức xếp hạng tín nhiệm đáng tin cậy. Bên cạnh đó là sự phát triển một hệ thống các chứng khoán nợ doanh nghiệp và các công cụ phái sinh. Cùng với đó là một qui trình thanh toán và tái cơ cấu doanh nghiệp hiệu quả.

Trong khi hầu hết các nghiên cứu được thực hiện theo hướng định tính, chỉ một số ít các nghiên cứu định lượng được thực hiện. Điển hình là các nghiên cứu của Eichengreen & Luengaruemitchai (2004), Bhattacharyay (2011), và Vuong & Tran (2010).

Eichengreen & Luengaruemitchai (2004) khi tiến hành nghiên cứu về thị trường trái phiếu của 41 quốc gia khác nhau giai đoạn 1990-2001 đã cho thấy sự phát triển của thị trường trái phiếu nội địa chịu nhiều ảnh hưởng bởi tính hiệu quả về qui mô, nghĩa là những nước càng lớn thì có thị trường trái phiếu càng phát triển. Bên cạnh đó, việc không có những chuẩn mực kế toán được công nhận trên toàn thế giới, tình trạng tham nhũng và quan liêu cũng làm chậm sự phát triển của thị trường này. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng những nước có hệ thống ngân hàng thương mại cạnh tranh thì thị trường trái phiếu càng phát triển. Bên cạnh đó, sự ổn định tỷ giá hối đoái cũng góp phần thúc đẩy sự phát triển của thị trường này. Ngoài ra, các đặc điểm về cấu trúc của quốc gia cũng như các chính sách tài chính và vĩ mô cũng là những nhân tố tạo nên sự khác biệt trong sự phát triển của thị trường trái phiếu ở châu Á và các nước khác trên thế giới.

Bhattacharyay (2011) nghiên cứu về sự phát triển của thị trường chứng khoán châu Á sử dụng dữ liệu về thị trường trái phiếu của 10 nước châu Á từ năm 1998 đến năm 2008. Kết quả phân tích cho thấy các nhân tố cơ bản ảnh hưởng đến sự phát triển của thị trường trái phiếu gồm: qui mô của nền kinh tế, giai đoạn phát triển của nền kinh tế, độ mở của nền kinh tế, qui mô của hệ thống ngân hàng và sự chênh lệch lãi suất.

Cho đến nay, xét một cách chính thức, mới chỉ có Vuong & Tran (2010) nghiên cứu về thị trường trái phiếu ở Việt Nam. Thông qua việc sử dụng dữ liệu của 152 doanh nghiệp phát hành trái phiếu giai đoạn từ năm 1992 - 2009, Vuong & Tran (2010) đã chỉ ra rằng chính phủ không chỉ can thiệp vào thị trường trái phiếu với các chính sách và nguồn vốn dồi dào mà còn trực tiếp cạnh tranh với các doanh nghiệp. Sự thống trị của các doanh nghiệp nhà nước và các

doanh nghiệp lớn trên thị trường là rào cản lớn ngăn các doanh nghiệp vừa và nhỏ huy động vốn từ thị trường. Hơn nữa, trái phiếu có khả năng chuyển đổi có tác dụng thu hút sự chú ý của công chúng đối với trái phiếu doanh nghiệp, ngược lại, nhà đầu tư chỉ sẽ ưu tiên những trái phiếu có mức lãi suất hấp dẫn. Hơn nữa, một yếu tố không kém phần quan trọng để thị trường trái phiếu phát triển hiệu quả là thị trường phải có tính thanh khoản cao.

Một đặc điểm đáng chú ý là ngoại trừ các nghiên cứu của Hakansson (1999) và Vuong & Tran (2010), hầu hết các nghiên cứu đều chỉ tập trung phát triển thị trường trái phiếu nói chung, tức bao gồm cả trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp. Việc phát triển trái phiếu doanh nghiệp nói riêng vẫn chưa được nghiên cứu một cách thỏa đáng. Bài viết bổ sung vào hệ thống lý thuyết về thị trường trái phiếu bằng việc thực hiện kiểm định tác động của các nhân tố vĩ mô đến sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam.

Trong phạm vi của bài viết, thị trường trái phiếu doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ tiêu giá trị trái phiếu doanh nghiệp trên GDP. Các giả thuyết được kiểm định bao gồm:

(i) *Thị trường trái phiếu doanh nghiệp có tương quan thuận với độ mở của nền kinh tế (thể hiện bằng chỉ tiêu giá trị xuất khẩu/GDP)*. Rajan & Zingales (2001) đã nghiên cứu và chỉ ra rằng nền kinh tế càng đóng kín thì càng kìm hãm sự phát triển của thị trường trái phiếu. Sợ dĩ như vậy là do các nhóm lợi ích sẵn có, chẳng hạn như ngân hàng thương mại sẽ tìm cách ngăn chặn việc giảm thị phần bởi sự cạnh tranh thị trường, mà cụ thể là thị trường trái phiếu. Điều này sẽ khó có thể thực hiện khi nền kinh tế mở cửa với quốc tế.

(ii) *Thị trường trái phiếu doanh nghiệp có tương quan thuận với giai đoạn phát triển của nền kinh tế (thể hiện bằng chỉ tiêu GDP trên đầu người)*. Thị trường trái phiếu của những nước kém hoặc đang phát triển sẽ ít phát triển hơn so với các nước phát triển. Nguyên nhân chủ yếu là do nền kinh tế của những nước này thiếu các tổ chức có thể hỗ trợ thị trường tài chính. Sự thiếu tin cậy đối với việc thực hiện hợp đồng và sự không chắc chắn về quyền lợi của nhà đầu tư ở những nước này là rào cản lớn để phát triển một thị trường tài chính vững chắc (Eichengreen & Luengaruemitchai, 2004).

(iii) *Thị trường trái phiếu doanh nghiệp có tương quan thuận với qui mô của hệ thống ngân hàng (thể hiện bằng chỉ tiêu dư nợ tín dụng nội địa/GDP)*. Mặc dù cạnh tranh với trái phiếu trong việc cung cấp nguồn tài trợ vốn bên ngoài cho doanh nghiệp nhưng các ngân hàng thương mại lại đóng vai trò là

người môi giới và tạo thị trường cho trái phiếu, từ đó góp phần vào sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp (Hawkins, 2002).

(iv) *Thị trường trái phiếu doanh nghiệp có tương quan nghịch với sự biến động tỷ giá hối đoái.* Tỷ giá hối đoái ổn định giúp hạn chế rủi ro đối với các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, tỷ giá hối đoái ổn định, ít có sự biến động sẽ khuyến khích thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004).

3. Mô hình lý thuyết

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến trái phiếu doanh nghiệp trên thế giới đã được các tác giả nghiên cứu rất nhiều. Tuy nhiên cho đến nay, ở Việt Nam những nghiên cứu về vấn đề này vẫn còn rất hạn chế. Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng phương pháp ước lượng dữ liệu bảng động với biến công cụ để nghiên cứu các nhân tố vĩ mô tác động đến việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Nghiên cứu thu thập số liệu trái phiếu của các doanh nghiệp (bao gồm cả doanh nghiệp niêm yết và không niêm yết trên thị trường chứng khoán) có phát hành trái phiếu doanh nghiệp (bao gồm cả ngân hàng thương mại và công ty) ở Việt Nam. Các biến vĩ mô độc lập của mô hình bao gồm: giá trị trái phiếu/GDP năm trước, độ mở của nền kinh tế, tỷ giá hối đoái, quy mô hệ thống ngân hàng thương mại, và giai đoạn phát triển của nền kinh tế.

Mô hình hồi quy dữ liệu bảng có dạng như sau:

$$Y_{it} = C_{it} + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + u_{it} \quad (1)$$

Với $i, t \in N^*$

Trong đó:

+ Y_{it} là giá trị của biến phụ thuộc (giá trị trái phiếu/GDP) của doanh nghiệp i vào thời gian t .

+ X_{1it}, \dots, X_{nit} là giá trị biến độc lập đại diện cho các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến giá trị trái phiếu/GDP của doanh nghiệp i vào thời kỳ t .

+ u_{it} là phần dư.

Hệ số chặn "C" trong công thức (1) được thêm vào chỉ số "i,t" để phân biệt hệ số chặn của từng doanh nghiệp khác nhau, sự khác biệt này có thể do đặc điểm khác nhau của từng doanh nghiệp hoặc do sự khác nhau trong chính sách quản lý, hoạt động của doanh nghiệp.

Mô hình dữ liệu bảng cố định (Fixed Effect Model) đã được áp dụng ở nhiều nghiên cứu trước đây bao gồm dữ liệu chéo doanh nghiệp và dữ liệu chéo về mặt thời gian, nhưng theo Peterson (2008), việc sử dụng dữ liệu bảng cố định, phần dư của mô hình có thể có tương quan với dữ liệu chéo của

doanh nghiệp, hoặc dữ liệu chéo theo thời gian, và sai số chuẩn (standard errors) của mô hình OLS có thể bị sai lệch, từ đó mô hình cho ra các thông số lệch và không thống nhất. Do đó, để điều khiển mối tương quan giữa n_i và $Y_{i,t-1}$, giữa e_{it} và $Y_{i,t-1}$ trong phương trình ước lượng, Arellano & Bond (1991) đã đưa ra đánh giá về phương trình với các biến trong sự khác biệt đầu tiên và sử dụng độ trễ của các khoản trái phiếu doanh nghiệp phát hành và các nhân tố ảnh hưởng như là các công cụ. Tuy nhiên, Blundell & Bond (1998) kết luận rằng khi biến phụ thuộc không đổi, giữa các giá trị của các biến phụ thuộc sẽ có độ tương quan cao trong giai đoạn hiện tại cũng như các giai đoạn trước, và số giai đoạn sẽ không quá lớn; ước lượng bằng mô hình GMM (1991) sẽ không hiệu quả; các công cụ sử dụng nói chung sẽ yếu. Trong những trường hợp như vậy, bằng việc xem hệ thống với các biến ở mức độ và sự khác biệt đầu tiên, Blundell & Bond (1998) đã mở rộng mô hình ước lượng GMM (1991). Đối với những biến ở mức độ trong phương trình, các công cụ là các biến bị trễ một thời kỳ so với biến phụ thuộc của mô hình. Tuy vậy, mô hình GMM (1991) và phương trình ước lượng dữ liệu bảng động GMM (1998) chỉ có thể được xem là tốt với hai điều kiện: (i) nếu tạo ra được các giới hạn mà các giới hạn này là kết quả của việc sử dụng các công cụ, và (ii) không có sự tự tương quan giữa biến trong mô hình. Vì vậy, để kiểm tra vấn đề tự tương quan giữa các biến, chúng tôi sử dụng kiểm định White để loại bỏ vấn đề này. Nghiên cứu cũng sử dụng Sargen test để xem xét biến công cụ có hay không có mối tương quan với phần dư của mô hình nghiên cứu.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết, chúng tôi xây dựng mô hình nghiên cứu sử dụng dữ liệu giá trị phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp Việt Nam từ năm 1992 đến năm 2013 gồm 95 doanh nghiệp, trong đó có 84 công ty và 11 ngân hàng thương mại. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam được đo lường bằng chỉ tiêu *Giá trị trái phiếu/GDP*.

Các biến độc lập của mô hình gồm:

- Giá trị trái phiếu/GDP năm trước
- Độ mở của nền kinh tế được đo lường bằng chỉ tiêu *Giá trị xuất nhập khẩu/GDP*
- Tỷ giá hối đoái được đo lường bằng chỉ tiêu *Biến động tỷ giá hối đoái trung bình trong năm*
- Quy mô hệ thống ngân hàng thương mại được đo lường bằng chỉ tiêu *Dư nợ tín dụng nội địa/GDP*
- Giai đoạn phát triển của nền kinh tế được đo lường bằng chỉ tiêu GDP/đầu người. Do GDP/đầu người là dữ liệu phi tuyến tính nên chúng tôi thực

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến của mô hình nghiên cứu

	Y_{it}	$X1_{it}$	$X2_{it}$	$X3_{it}$	$X4_{it}$
Mean	0.00083	0.6594	0.0357	13980	-2.9842
Median	0.00048	0.6771	0.0155	14210	-2.9092
Maximum	0.00566	1.3899	0.1356	39577	0.0000
Minimum	0.00000	0.2872	-0.0501	0.0000	-3.8411
Std. Dev.	0.00104	0.1508	0.0368	8130.7	0.3795
Skewness	2.51137	0.2409	0.9319	-0.1716	4.1396
Kurtosis	10.8713	7.5452	3.0394	2.5530	36.876
Jarque-Bera	392.339	94.011	15.639	1.4291	5472.6
Probability	0.00000	0.0000	0.0004	0.4893	0.0000
Sum	0.08968	71.217	3.8580	15098	-322.30
Sum Sq. Dev.	0.00011	2.4336	0.1453	7.07E+09	15.415
Observations	108	108	108	108	108

Ghi chú: Std. Dev. biểu thị độ lệch chuẩn, kiểm định phân phối chuẩn qua phép kiểm định Jarque-Bera. Các biến Y_{it} , $X1_{it}$, $X2_{it}$, $X3_{it}$, $X4_{it}$ đại diện lần lượt cho độ mở của nền kinh tế, tỷ giá hối đoái, quy mô hệ thống ngân hàng và giai đoạn phát triển của nền kinh tế cho doanh nghiệp i vào thời gian t .

hiện lấy log của biến này. Vì vậy, giai đoạn phát triển của nền kinh tế được đại diện bằng chỉ tiêu *log(GDP trên đầu người)*.

Các số liệu về việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp Việt Nam được thu thập từ trang web <http://asianbondsonline.adb.org/> giai đoạn 1992 - 2013. Dữ liệu về các biến độc lập của mô hình được thu thập từ trang web <http://www.data.worldbank.org/country>.

Sau khi thu thập số liệu trái phiếu doanh nghiệp phát hành từ năm 1992 đến năm 2013, một số doanh nghiệp phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ, chúng tôi thực hiện quy đổi giá trị trái phiếu bằng ngoại tệ sang đồng VND tại thời điểm phát hành trái phiếu của doanh nghiệp. Số liệu về doanh nghiệp phát hành bao gồm các doanh nghiệp phát hành trái phiếu nội địa và phát hành trái phiếu quốc tế; bao

gồm các doanh nghiệp phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng trong giai đoạn 1992-2013.

4. Kết quả nghiên cứu

Trước khi bắt đầu phân tích hồi quy, tác giả kiểm định tính dừng của các biến bằng cách sử dụng phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị dữ liệu bảng. Tác giả sử dụng phương pháp tiếp cận ADF-Fisher của Levin-Lin-Chu (Levin & cộng sự, 2002) và IPS của Im, Pesaran & Shin (Im & cộng sự, 2003). Chiều dài độ trễ được xác định bằng sử dụng tiêu chí Schwarz Information Criterion. Kết quả cho thấy các biến dừng ở bậc gốc, $I(0)$ với mức ý nghĩa 1% hoặc 5%. Các biến còn lại đều dừng sai phân bậc 1 với mức ý nghĩa là 1%. Kết quả từ bảng 3 cho thấy bác bỏ giả thuyết Ho tức là các biến của mô hình đều có tính dừng.

Kết quả nghiên cứu cho thấy:

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 06/10/14 Time: 13:12

Sample: 1 173

Included observations: 172

Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation	Y_{it}	$X1_{it}$	$X2_{it}$	$X3_{it}$	$X4_{it}$
Y_{it}	1.000000				
$X1_{it}$	0.121515	1.000000			
$X2_{it}$	-0.230116	0.345732	1.000000		
$X3_{it}$	-0.012035	0.592387	0.600216	1.000000	
$X4_{it}$	0.034968	0.143897	0.013832	0.118366	1.000000

Ghi chú: Các biến Y_{it} , $X1_{it}$, $X2_{it}$, $X3_{it}$, $X4_{it}$ đại diện lần lượt cho độ mở của nền kinh tế, tỷ giá hối đoái, quy mô hệ thống ngân hàng thương mại và giai đoạn phát triển của nền kinh tế cho doanh nghiệp i vào thời gian t .

Bảng 3: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho các biến của mô hình

Biến	LLC		IPS	
	t-statistic	P-value	t-statistic	P-value
Giá trị trái phiếu/GDP	-2.0635	0.0025	67.0367	0.0000
Độ mở của nền kinh tế	-4.65109	0.0000	23.0486	0.0001
Tỷ giá hối đoái	-5.03022	0.0000	21.5192	0.0000
Quy mô hệ thống ngân hàng thương mại	-2.53994	0.0055	22.8424	0.0009
Giai đoạn phát triển của nền kinh tế	-2.64211	0.0041	25.1358	0.0003

Ghi chú: LLC và IPS đại diện cho kiểm định nghiệm đơn vị tương ứng theo Levin & cộng sự (2002) và Im & cộng sự (2003). Các biến Y_{it} , $X1_{it}$, $X2_{it}$, $X3_{it}$, $X4_{it}$ đại diện lần lượt cho độ mở của nền kinh tế, tỷ giá hối đoái, quy mô hệ thống ngân hàng và giai đoạn phát triển của nền kinh tế cho doanh nghiệp i vào thời gian t . ***, ** và * cho biết ý nghĩa tương ứng là 0,1%, 5% và mức 10%.

Giá trị xuất khẩu/GDP có ảnh hưởng thuận đến giá trị trái phiếu/GDP, nghiên cứu này giống với nghiên cứu của Rajan & Zingales (2001). Khi nền kinh tế càng mở cửa, các doanh nghiệp có khuynh hướng phát hành trái phiếu doanh nghiệp để tài trợ nợ dài hạn ngày càng tăng, dần dần thay thế khoản tài trợ bằng nợ vay dài hạn ngân hàng thương mại, doanh nghiệp tránh ảnh hưởng và phụ thuộc quá nhiều vào nguồn nợ vay của ngân hàng thương mại. Bên cạnh đó, việc mở cửa nền kinh tế còn tạo điều kiện cho các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường trái phiếu nội địa. Kinh nghiệm từ các thị trường trái phiếu đã phát triển của các nhà đầu tư sẽ đẩy mạnh hơn nữa sự phát triển của thị trường trái phiếu trong nước. Đây cũng chính là lý do mà ADB cũng như Asian Bond Market Initiative (ABMI) đã và đang tích cực kêu gọi các nước trong khu vực cùng với những chính sách cụ thể thiết lập một thị trường trái phiếu liên thông trong khu vực.

Tỷ giá hối đoái có tương quan nghịch với việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Nghiên cứu này cũng có kết quả tương tự với nghiên cứu của tác giả (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004). Tỷ giá hối đoái ổn định giúp hạn chế rủi ro đối với các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, tỷ giá hối đoái ổn định, ít có sự biến động sẽ khuyến

khích thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển. Trên cơ sở đó, cần xây dựng và phát triển các công cụ tài chính phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài.

Biến GDP/đầu người có tương quan nghịch với giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp/GDP. Việc phát hành trái phiếu sẽ phụ thuộc vào giai đoạn phát triển của nền kinh tế. Nghiên cứu này có kết quả khác so với nghiên cứu của Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004). Hai tác giả này nghiên cứu trên thị trường Trái phiếu Châu Á ở các nước: Hồng Kông, Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc, Singapore. Các nước này có nền kinh tế phát triển. Còn ở Việt Nam, thị trường trái phiếu doanh nghiệp ít phát triển hơn. Nguyên nhân chủ yếu là do việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam trong giai đoạn vừa qua có nét tương đồng với nợ vay dài hạn ngân hàng (syndicated loans). Hầu như không có sự khác nhau giữa nợ vay dài hạn ngân hàng và nợ phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp. Các cam kết bảo lãnh phát hành, chi phí giao dịch, kỳ hạn và cấu trúc nợ của trái phiếu tương tự như đối với một hợp đồng vay dài hạn ngân hàng. Các trái phiếu phát hành ở Việt Nam thường là phát hành riêng lẻ (private placement) cho một số ít các nhà đầu tư có tổ chức, ít doanh nghiệp phát hành rộng rãi ra công chúng. Các hợp đồng phát hành trái phiếu khi đến

Bảng 4: Kết quả các nhân tố vĩ mô tác động đến giá trị trái phiếu/GDP

Biến của mô hình	Hệ số (Sai số chuẩn)
Giá trị trái phiếu/GDP năm trước	0.079 (0.062)***
Độ mở của nền kinh tế	0.0023 (0.00055)***
Tỷ giá hối đoái	-0.0115 (0.0021)***
Quy mô hệ thống ngân hàng thương mại	1.26E-08 (5.76E-09)**
Giai đoạn phát triển của nền kinh tế	-0.0010 (0.00053)*
Hàng số C	-0.0039 (0.0018)**
R2	0.182910
R2 điều chỉnh	0.131841
Sargan test (df)	62.37

Ghi chú: ***, ** và * cho biết ý nghĩa tương ứng là 0,1%, 5% và mức 10%

hạn nếu doanh nghiệp không trả được gốc và lãi thì các ngân hàng thương mại, các doanh nghiệp phát hành và các nhà đầu tư lại thỏa thuận chuyển hợp đồng phát hành trái phiếu thành hợp đồng nợ vay dài hạn ngân hàng. Phát hành trái phiếu thiếu các tổ chức có thể hỗ trợ thị trường tài chính. Sự thiếu tin cậy đối với việc thực hiện hợp đồng và sự không chắc chắn về quyền lợi của nhà đầu tư ở là rào cản lớn để phát triển một thị trường tài chính vững chắc (theo Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam - VBMA).

Có thể thấy, khi nền kinh tế suy thoái thì các nhà đầu tư sẽ có khuynh hướng tìm đến các kênh đầu tư an toàn hơn. Do đó, để thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể phát triển, cần thiết phải tạo lập một môi trường kinh tế vĩ mô ổn định cùng với việc hoàn thiện các cơ chế, chính sách của Chính phủ như đơn giản hóa các thủ tục pháp lý, rút ngắn thời gian cấp phép phát hành trái phiếu, thời gian thanh toán, thời gian niêm yết, rà soát lại các điều kiện qui định phát hành trái phiếu...

Dư nợ tín dụng nội địa/GDP có ảnh hưởng thuận đến phát hành trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam. Kết quả này giống với nghiên cứu của Hawkins (2002). Thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam có tương quan thuận với qui mô của hệ thống ngân hàng thương mại (thể hiện bằng chỉ tiêu dư nợ tín dụng nội địa/GDP). Mặc dù cạnh tranh với trái phiếu trong việc cung cấp nguồn tài trợ vốn bên ngoài cho doanh nghiệp nhưng các ngân hàng thương mại lại đóng vai trò là người môi giới và tạo thị trường cho trái phiếu, từ đó góp phần vào sự phát triển của thị trường trái phiếu. Do vậy, quy mô hệ thống ngân hàng thương mại càng lớn, khả năng am hiểu về thị trường trái phiếu doanh nghiệp và cách thức môi giới phát hành trái phiếu sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường tiềm năng này.

Một đặc điểm của thị trường trái phiếu Việt Nam là trái phiếu doanh nghiệp thường được phát hành thành lô nhỏ thông qua hình thức bao tiêu (underwriting) hoặc bán cá nhân trọn gói (private

placement) nên hệ thống ngân hàng đóng vai trò rất quan trọng. Do đó, trong bối cảnh hoạt động của các ngân hàng thương mại cũng như công ty chứng khoán còn manh mún như hiện nay, Chính phủ cần có các chính sách khuyến khích để đẩy mạnh quá trình sáp nhập của các ngân hàng, tạo điều kiện cho các dịch vụ tài chính và vốn tập trung vào một số ngân hàng đầu tư để các ngân hàng này thực hiện chức năng tạo lập thị trường trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Giá trị trái phiếu/GDP năm trước có tương quan thuận với giá trị trái phiếu/GDP năm nay. Nhân tố này chưa tìm thấy trong bất kỳ bài báo nào nghiên cứu về việc phát triển thị trường trái phiếu trên thế giới cũng như ở Việt Nam. Giá trị nợ dài hạn của việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp năm nay sẽ phụ thuộc vào giá trị phát hành trái phiếu kỳ trước đó. Các doanh nghiệp phát hành trái phiếu sẽ xem xét kỹ lưỡng về tỷ lệ nợ trái phiếu để đưa ra quyết định có phát hành cho năm sau và các nhà đầu tư cũng dựa vào nhân tố này để quyết định có đầu tư dài hạn trái phiếu doanh nghiệp hay không. Do đó, cần phải minh bạch hóa thông tin về doanh nghiệp như thông tin về các đợt phát hành, cách thức sử dụng vốn huy động... Điều này đòi hỏi sự tăng cường vai trò của những tổ chức định mức tín nhiệm hay các công ty giám sát độc lập. Cùng với đó, các doanh nghiệp cần đa dạng hóa hơn nữa các loại trái phiếu để tăng tính hấp dẫn đối với nhà đầu tư.

So với các nghiên cứu trước đây khi nghiên cứu một biến độc lập kỳ trước đó, sử dụng phương pháp mô hình nhân tố cố định và mô hình nhân tố ngẫu nhiên sẽ dẫn đến sai số của mô hình. Nghiên cứu sử dụng GMM đã khắc phục được nhược điểm của các mô hình nghiên cứu trước đây, đồng thời sử dụng kiểm định White để điều chỉnh sai số loại bỏ vấn đề tự tương quan của mô hình. Nghiên cứu sử dụng Sargen test cho thấy biến công cụ được sử dụng trong mô hình GMM là hợp lệ và cho thấy rằng biến công cụ không có mối tương quan với phần dư của mô hình nghiên cứu. □

Tài liệu tham khảo

- Arellano, M. & Bond S. (1991), 'Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations', *Review of Economic Studies*, 58 (2), pp. 277-297.
- Batten, J. & Kim, Y. H. (2000), 'Expanding Long-term Financing Through Bond Market Development: A Post Crisis Policy Task', *Working Paper*, 07.
- Bhattacharyay, B. N. (2011), 'Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants', *ADB Working Paper*, 300.
- Blundell M. & Bond S. (1998), 'Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel data Models', *Journal of Econometrics*, 87 (1), pp. 115-143.
- Eichengreen, B. & Luengnaruemitchai, P. (2004), 'Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?', *NBER Working*

- Goswami, M. & Sharma, S. (2011), 'The Development of Local Debt Markets in Asia: An Assessment', *ADBI Working Paper*, Asian Development Bank Institute, 326.
- Hakansson, N. H. (1999), 'The Role of a Corporate Bond Market in an Economy – and in Avoiding Crises', *Research Program in Finance*, Institute of Business and Economic Research, UC Berkeley.
- Hawkins, J. (2002), 'Bond markets and banks in emerging economies', *BIS Papers*, 11, June-July.
- Im, KyungSo. Pesaran, M. Hashem. and Shin, Yongcheol (2003), 'Testing for unit roots in heterogeneous panels', *Journal of econometrics*, 115, pp. 53-74.
- Kawai, M. (2007), 'Asian Bond Market Development: Progress, Prospects and Challenges', paper presented at *High Yield Debt Summit Asia 2007*, Singapore, 16–17 May.
- Levin, Andrew. Lin, Chien-Fu. and Chu, and Chia-Shang James (2002), 'Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties', *Journal of econometrics*, 108, pp.1-24.
- Peterson, Michell A. (2009), 'Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches', *Review of Financial Studies*, 22 (1), pp. 436 - 480.
- Plummer, M. G. & Click, R. (2003), 'Bond Market Development and Intergration in ASEAN', *Working paper*, The International Centre for the Study of East Asian Development, Kitakyushu, 07.
- Rajan, R. & Zingales, L. (2001), 'The great reversals: the politics of financial development in the 20th century', *NBER Working Papers*, 8178.
- Shimizu, S. (2010), 'The development of Asian Bond Markets since the Global Financial Crisis- Significance and Challenges', *Pacific Business and Industries*, 10 (38), pp. 2-36.
- Vuong, Q. H. & Tran, T. D. (2010), 'Vietnam's Corporate Bond Market, 1990 - 2010: Some Reflections', *The Journal of Economic Policy and Research*, số 6, tập 1, tr. 1-47.

The development of corporate bond market: Evidence from Vietnam

Abstract:

This paper focuses on the development of the corporate bond market in Vietnam (including corporate bond issuance for both commercial banks and firms) over the period 1992-2013. This study investigates the development of the corporate bond market with macro-economic variables by using GMM model (Generalized Method of Moments) and adjusts the model's errors. The annual data were collected from 95 corporations (11 banks and 84 firms) from 1992 to 2013. The results show that the bond value/GDP in the previous year, the openness of the economy, and the size of banking system are positively correlated with bond value/GDP. Nevertheless, both the exchange rate and the stage of the economy development are negatively correlated with bond value/GDP.

Thông tin tác giả:

***Nguyễn Hòa Nhân**, Phó giáo sư, tiến sĩ.

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Tài chính – Ngân hàng, trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính – ngân hàng

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: nhndhdn@yahoo.com

****Lê Phương Dung**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Tài chính – Ngân hàng, trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: lephuongdung191@gmail.com,

*****Nguyễn Thị Thiệu Quang**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Tài chính – Ngân hàng, trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: thieuquang.nt@gmail.com