

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

TRẦN THỊ THU HIỀN

**CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG TỚI
QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU
DOANH NGHIỆP VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ
NGÀNH TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG**

HÀ NỘI – NĂM 2020

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**

TRẦN THỊ THU HIỀN

**CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG TỚI
QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU
DOANH NGHIỆP VIỆT NAM**

Chuyên ngành : Tài chính – Ngân hàng

Mã số : 9340201

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS ĐÀM VĂN HUỆ

HÀ NỘI – NĂM 2020

LỜI CAM ĐOAN

Tôi đã đọc và hiểu về các hành vi vi phạm sự trung thực trong học thuật. Tôi cam kết bằng danh dự cá nhân rằng luận án này do tôi tự thực hiện và không vi phạm yêu cầu về sự trung thực trong học thuật.

Hà Nội, ngày tháng năm 2020

Nghiên cứu sinh

Trần Thị Thu Hiền

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT	v
DANH MỤC BẢNG	vii
DANH MỤC HÌNH	ix
MỞ ĐẦU	1
1. Lý do lựa chọn đề tài	1
2. Mục tiêu nghiên cứu	3
3. Đối tượng nghiên cứu	4
4. Phạm vi nghiên cứu	4
5. Phương pháp nghiên cứu	4
6. Những đóng góp mới của luận án	5
7. Kết cấu của luận án.....	6
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU	7
1.1. Cơ sở lý luận về các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp	7
1.1.1. Cấu trúc thị trường trái phiếu doanh nghiệp.....	7
1.1.2. Quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp	11
1.1.3. Các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp	12
1.2. Tổng quan các công trình nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp	25
1.2.1. Các công trình nghiên cứu nước ngoài.....	25
1.2.2. Các công trình nghiên cứu trong nước	32
1.2.3. Khoảng trống nghiên cứu	34
TÓM TẮT CHƯƠNG 1	35
CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM	36
2.1. Khái quát môi trường kinh tế Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017	36
2.2. Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam	38
2.2.1. Sự hình thành thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam	38
2.2.2. Môi trường pháp lý.....	39
2.2.3. Chủ thể tham gia thị trường	42
2.2.4. Cơ sở hạ tầng công nghệ.....	46
2.3. Cấu trúc thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam	49

2.3.1. Thị trường sơ cấp	49
2.3.2. Thị trường thứ cấp.....	52
2.4. Chính sách phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại một số quốc gia trên thế giới	55
2.4.1. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc	55
2.4.2. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Thái Lan.....	59
TÓM TẮT CHƯƠNG 2.....	63
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	64
3.1. Khung nghiên cứu và mô hình nghiên cứu.....	64
3.2. Phương pháp nghiên cứu	65
3.2.1. Phương pháp thống kê mô tả	66
3.2.2. Phương pháp phân tích hồi quy	66
3.3. Số liệu nghiên cứu.....	71
3.3.1. Số liệu nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp.....	71
3.3.2. Số liệu nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp.....	73
3.4. Quy trình kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp	75
3.4.1. Đối với các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp	75
3.4.2. Đối với các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp	75
TÓM TẮT CHƯƠNG 3.....	77
CHƯƠNG 4: PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG TỚI QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM.....	78
4.1. Các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp	78
4.1.1. Biến số và thang đo	78
4.1.2. Thống kê mô tả các yếu tố tác động.....	79
4.1.3. Kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp.....	89
4.2. Các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp	96
4.2.1. Biến số và thang đo	96
4.2.2. Thống kê mô tả các biến.....	98
4.2.3. Kiểm định mô hình các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường trái	

phiếu doanh nghiệp thứ cấp.....	104
TÓM TẮT CHƯƠNG 4.....	110
CHƯƠNG 5: MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	111
5.1. Định hướng phát triển thị trường chứng khoán và thị trường trái phiếu doanh nghiệp thời gian tới	111
5.1.1. Quan điểm phát triển	111
5.1.2. Mục tiêu	111
5.2. Một số khuyến nghị từ kết quả nghiên cứu	112
5.2.1. Tăng trưởng kinh tế, ổn định tỷ giá và tăng quy mô dự trữ ngoại hối.....	112
5.2.2. Thúc đẩy sự phát triển của hệ thống ngân hàng trên phương diện nhà tạo lập thị trường	114
5.2.3. Thành lập tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp và thực hiện xếp hạng trái phiếu	114
5.2.4. Kiểm soát thị trường và công bố thông tin.....	117
5.2.5. Tăng cường quyền lợi của trái chủ.....	118
5.2.6. Chính sửa và bổ sung hành lang pháp lý liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp.....	118
5.2.7. Nâng cấp cơ sở hạ tầng kỹ thuật công nghệ phục vụ thị trường.....	120
TÓM TẮT CHƯƠNG 5.....	121
KẾT LUẬN	122
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN	
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	
PHỤ LỤC	

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng Phát triển Châu Á
BĐS	Bất động sản
BTC	Bộ tài chính
CIC	Trung tâm Thông tin tín dụng
CTTC	Công ty tài chính
ĐCT	Đa cộng tuyển
DNNVV	Doanh nghiệp nhỏ và vừa
DVP	Delivery versus Payment
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FEM	Fixed Effects Model (Mô hình tác động cố định)
GBP	Pound Sterling
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GDP per capita	GDP đầu người
GLS	Generalized Least Square (Phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát)
GMM	Generalized Method of Moments (Ước lượng dữ liệu bảng động với biến công cụ)
GNP	Tổng sản phẩm quốc gia
HNX	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HSX	Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM
IMF	Quỹ Tiền tệ quốc tế
KRW	Korean won
KT – XH	Kinh tế – Xã hội
NĐT	Nhà đầu tư

NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
OLS	Ordinary Least Square (Phương pháp bình phương nhỏ nhất)
OTC	Thị trường phi tập trung
POLS	Pooled OLS (Mô hình hồi quy gộp)
PSSS	Phương sai sai số
REM	Random Effects Model (Mô hình tác động ngẫu nhiên)
RRTD	Rủi ro tín dụng
TCPH	Tổ chức phát hành
TGTC	Trung gian tài chính
THD	Thai Baht
TPCP	Trái phiếu Chính phủ
TPDN	Trái phiếu doanh nghiệp
TSDB	Tài sản đảm bảo
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTCP	Thị trường cổ phiếu
TTTC	Thị trường tài chính
TTTP	Thị trường trái phiếu
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
USD	US Dollar
VND	Việt Nam Đồng
XHTD	Xếp hạng tín dụng

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1: GDP của một số quốc gia (Tỷ USD)	13
Bảng 1.2: GPD bình quân đầu người của một số quốc gia (USD)	17
Bảng 1.3: Tổng hợp các nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN sơ cấp và giả thuyết của tác giả.....	29
Bảng 1.4: Tổng hợp các nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN thứ cấp và giả thuyết của tác giả	32
Bảng 2.1: Quy định pháp lý về phát hành TPDN	40
Bảng 2.2: Cơ cấu trái chủ tham gia thị trường phát hành 2013 – 2015	43
Bảng 2.3: Các hệ thống công nghệ thông tin liên quan đến TPDN Việt Nam.....	47
Bảng 2.4: Một số doanh nghiệp phát hành TPDN với quy mô lớn.....	50
Bảng 2.5 : Giao dịch TPDN tại các Sở GDCK từ 2012 – 2017.....	55
Bảng 3.1: Số liệu và nguồn số liệu của mô hình (1)	72
Bảng 3.2: Số liệu và nguồn số liệu của mô hình (2)	74
Bảng 4.1: Biến số và thang đo của mô hình (1).....	78
Bảng 4.2: Kim ngạch xuất khẩu sang các khu vực giai đoạn 2011 - 2017 (Tỷ USD).....	82
Bảng 4.3: Chỉ số quyền pháp lý theo Doing business giai đoạn 2005 – 2013	88
Bảng 4.4: Một số chỉ tiêu theo Doing business giai đoạn 2014 – 2017.....	88
Bảng 4.5: Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian.....	89
Bảng 4.6: Kết quả hồi quy mô hình (1.1)	90
Bảng 4.7: Kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.1).....	91
Bảng 4.8: Kết quả hồi quy mô hình (1.2)	92
Bảng 4.9: Kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.2).....	93
Bảng 4.10: Kết quả hồi quy mô hình (1.3)	94
Bảng 4.11: Kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.3).....	95
Bảng 4.12: Biến số và thang đo của mô hình (2)	97
Bảng 4.13: Khối lượng phát hành của TPDN niêm yết giai đoạn 2012 – 2017	98
Bảng 4.14: Xếp hạng tín dụng của các doanh nghiệp có trái phiếu niêm yết.....	101
Bảng 4.15: Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu.....	104
Bảng 4.16: Tương quan của các biến phụ thuộc trong mô hình (2).....	104
Bảng 4.17: Tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình (2)	105

Bảng 4.18: Tương quan của các biến phụ thuộc với biến độc lập trong mô hình (2)	105
Bảng 4.19: Kết quả lựa chọn mô hình hồi quy với các biến phụ thuộc	106
Bảng 4.20: Kiểm định sự phù hợp của 3 mô hình.....	106
Bảng 4.21: Kết quả kiểm định 3 mô hình.....	107
Bảng 4.22: Tổng số trái phiếu được giao dịch hàng năm (Đơn vị: trái phiếu).....	108
Bảng 5.1: Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm của Việt Nam.....	112
Bảng 5.2: Các tổ chức XHTD tại một số quốc gia trên thế giới.....	115

DANH MỤC HÌNH

Hình 1.1: Quy mô thị trường TPDN của một số quốc gia (Tỷ USD)	14
Hình 1.2: Mô hình Rostow về các giai đoạn phát triển của nền kinh tế	16
Hình 2.1: Chỉ số giá tiêu dùng - CPI giai đoạn 2005 – 2017.....	37
Hình 2.2: Tỷ lệ lạm phát giai đoạn 2005 – 2017.....	38
Hình 2.3: Quy mô phát hành TPDN giai đoạn 2005 - 2018 (Tỷ đồng)	49
Hình 2.4: Cơ cấu kỳ hạn trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam (%).....	51
Hình 2.5: Tổ chức giao dịch TPDN trên thị trường thứ cấp.....	53
Hình 2.6: Quy mô phát hành TPDN Hàn Quốc	57
Hình 2.7: Quy mô giao dịch TPDN Hàn Quốc	57
Hình 2.8: Quy mô giao dịch TPDN Thái Lan.....	60
Hình 2.9: Quy mô giao dịch TPDN Thái Lan.....	60
Hình 3.1: Khung nghiên cứu các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN.....	64
Hình 3.2: Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô phát hành TPDN.....	65
Hình 3.3: Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch TPDN	65
Hình 3.4: Quy trình lựa chọn mô hình số liệu mạng.....	76
Hình 4.1: GDP hàng năm giai đoạn 2005 – 2018	80
Hình 4.2: Giá trị xuất khẩu giai đoạn 2005 - 2018 (Triệu USD)	81
Hình 4.3: GDP trên đầu người của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2018 (USD).....	83
Hình 4.4: Lãi suất tiết kiệm và cho vay bình quân giai đoạn 2005 - 2018 (%).....	83
Hình 4.5: Dự nợ tín dụng nội địa giai đoạn 2005 - 2018.....	84
Hình 4.6: Tỷ giá hối đoái bình quân giai đoạn 2005 - 2018 (VND/USD)	85
Hình 4.7: Quy mô dự trữ ngoại hối giai đoạn 2005 - 2018	86
Hình 4.8: Tuổi của các trái phiếu doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2012 - 2017	100
Hình 4.9: Biến động lợi nhuận của TPDN niêm yết giai đoạn 2012 - 2017	102
Hình 4.10: Quy mô giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp có trái phiếu niêm yết.....	103

MỞ ĐẦU

1. Lý do lựa chọn đề tài

Thị trường tài chính đóng vai trò kênh dẫn vốn trong nền kinh tế. Vì thế, TTTC và tăng trưởng kinh tế của mỗi quốc gia luôn có mối quan hệ mật thiết. Phát triển TTTC là mục tiêu của hầu hết các quốc gia trên thế giới, bao gồm các mục tiêu liên quan đến các trụ cột chính của hệ thống tài chính là tín dụng ngân hàng, cổ phiếu và trái phiếu. Mặc dù nhiều quốc gia có hệ thống tài chính không cân bằng giữa ba trụ cột này như Nhật Bản (tín dụng ngân hàng có quy mô lớn hơn) hay Mỹ (TTTP có quy mô lớn hơn) vẫn có nền kinh tế rất phát triển, nhưng theo nhiều quan điểm phổ quát, một thị trường tài chính cân bằng giữa ba trụ cột sẽ có nhiều ưu điểm hơn.

Trên thế giới, thị trường TPCP phát triển rất sớm, gắn liền với bội chi ngân sách quốc gia, trong khi thị trường TPDN phát triển chậm hơn. Bởi vì người dân, muốn an toàn đã chọn gửi tiết kiệm tại những NHTM có uy tín. Tại Châu Á, cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 đã ảnh hưởng tới nhiều quốc gia trong khu vực và trên thế giới. Một trong những nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng này là do nền kinh tế của châu Á quá phụ thuộc vào vốn vay NHTM (Bhattacharyay, 2013). Bài học được rút ra sau cuộc khủng hoảng đó là các quốc gia trong khu vực cần đa dạng hóa các hình thức huy động vốn, hướng tới giảm phụ thuộc quá lớn của doanh nghiệp vào nguồn vốn vay ngân hàng.

Hakansson (1999) cho rằng quốc gia có thị trường TPDN phát triển sẽ có hệ thống tài chính kế toán có tính minh bạch cao, từ đó hạn chế rủi ro hệ thống và khủng hoảng tài chính. Thông thường, để thúc đẩy thị trường TPDN, các quốc gia sẽ phải điều chỉnh hành lang pháp lý theo hướng yêu cầu các đối tượng liên quan (như doanh nghiệp, NĐT chuyên nghiệp, ...) thực hiện minh bạch hóa thông tin tài chính, tuân thủ những quy chuẩn quốc tế. Khi thị trường TPDN phát triển hơn, hệ thống ngân hàng sẽ được chia sẻ áp lực về huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp, giảm bớt rủi ro kỳ hạn, rủi ro thanh khoản và nguy cơ xảy ra khủng hoảng tài chính. Đồng thời, thị trường TPDN phát triển cũng giúp đa dạng hóa danh mục đầu tư của các NĐT cá nhân và tổ chức.

Đối với doanh nghiệp, huy động vốn bằng trái phiếu không cần tài sản thế chấp, hạn chế sự kiểm soát của trái chủ so với vay vốn ngân hàng hoặc thuê tài chính. Doanh nghiệp cũng có thể nắm giữ vốn ngay lập tức thay vì chờ đợi các đợt giải ngân từ ngân hàng nên có thể chủ động hơn trong việc sử dụng vốn. Lãi suất của TPDN cũng thường ít biến động hơn lãi suất các khoản vay dài hạn ngân hàng và có chi phí thấp hơn thuê tài chính. Việc trả gốc trái phiếu thường là vào cuối kỳ giúp doanh nghiệp có được nguồn vốn lớn và ổn định trong một thời gian dài. So với cổ phiếu, phát hành trái phiếu hạn chế

sự pha loãng quyền sở hữu của các cổ đông trong doanh nghiệp. Trái phiếu cũng giúp doanh nghiệp tận dụng lá chắn thuế và có chi phí rẻ hơn so với cổ phiếu. Ngoài ra, phát hành trái phiếu còn giúp doanh nghiệp tận dụng được lợi ích của đòn bẩy tài chính là khuếch đại lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu.

Trong khu vực Châu Á có quốc gia có thị trường trái phiếu phát triển rất sớm như Hàn Quốc hay một số thị trường mới phát triển khác nhưng cũng có tốc độ tương đối nhanh như Malaysia và Thái Lan. Đặc biệt, thị trường TPDN Trung Quốc mới bắt đầu hình thành từ năm 1998 với quy mô chưa đến 1 tỷ USD. Nhưng chỉ sau gần 20 năm, quy mô của nó đã đạt hơn 2 nghìn tỷ USD.

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. Đến năm 2000, khi Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM đi vào hoạt động thì thị trường trái phiếu chính thức được hình thành. Trải qua hơn 15 năm, quy mô thị trường tăng trưởng khả quan, giai đoạn 2014 – 2016 đạt trên 40 tỷ USD (số liệu trên Asianbondsonline), tăng gần gấp đôi thời kỳ 2010 – 2013. Tuy nhiên, về cơ cấu, TPCP chiếm tỷ trọng lớn hơn nhiều so với TPDN (khoảng 95% là TPCP). Trong khi đó, các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu dựa vào vốn vay NHTM, làm tăng rủi ro cho hệ thống tài chính. Các doanh nghiệp Việt Nam thường gặp khó khăn khi tiếp cận với nguồn vốn trung, dài hạn từ NHTM, tuy nhiên càng khó khăn hơn khi phát hành trái phiếu.

Trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam bắt đầu được phát hành từ năm 2005 nhưng đến nay quy mô vẫn còn rất nhỏ bé. So sánh với nhiều nước trong khu vực, trong đó có cả những nước đang phát triển thì thị trường TPDN Việt Nam thực sự không đáng kể. Quy mô phát hành tính đến hết năm 2016 chỉ khoảng 2 tỷ USD, chiếm 1,02% GDP cả nước (số liệu trên Asianbondsonline). Trong khi đó, Trung Quốc là hơn 2 nghìn tỷ USD, Hàn Quốc là hơn 1 nghìn tỷ USD, Malaysia là 118,97 tỷ USD, Thái Lan là 81,45 tỷ USD và Indonesia là 23,13 tỷ USD. Thị trường sơ cấp chủ yếu tập trung vào một số doanh nghiệp lớn như Vingroup (VIC), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) hay một số NHTM lớn. Tính đến năm 2017 đã có 224 TPDN được phát hành, bao gồm 89 trái phiếu chuyên đổi và 135 trái phiếu thông thường. Kỳ hạn của trái phiếu chủ yếu tập trung vào trung (3 – 5 năm) và dài hạn (trên 5 năm). Hai kỳ hạn này chiếm tỷ trọng khá lớn, gần 70%, cho thấy nhu cầu về huy động vốn trung dài hạn của các TPCP là khá lớn.

Trong đó, các doanh nghiệp chủ yếu phát hành cho các cổ đông hiện hữu dưới dạng trái phiếu chuyển đổi hoặc phát hành riêng lẻ cho một số đối tác nhất định. Vì thế, các NĐT thường nắm giữ trái phiếu đến khi đáo hạn. Kết quả là thị trường thứ cấp hầu như không có giao dịch. Trong 6 năm từ 2012 đến 2017, chỉ có 28 trái phiếu (trong tổng

số 224 trái phiếu được phát hành) được niêm yết và có giao dịch trên sàn chứng khoán. Còn lại chủ yếu là những trái phiếu được phát hành riêng lẻ, không có giao dịch hoặc giao dịch rất ít. Mặc dù quy mô và tần suất giao dịch của những trái phiếu này có xu hướng tăng lên nhưng vẫn còn rất nhỏ bé khi so sánh với quy mô của thị trường TPDN nói riêng và TTCK nói chung. Ngoài ra, những điều kiện cơ bản như tổ chức định giá trái phiếu, tổ chức định mức tín nhiệm, ... đều còn rất hạn chế. Chính vì vậy, tăng quy mô của TPDN Việt Nam đang là vấn đề được quan tâm hiện nay.

Thị trường TPDN là nội dung đã được nghiên cứu từ lâu tại nhiều quốc gia phát triển trên thế giới như Mỹ (Alexander và cộng sự, 2000; Hotchkiss và Jostova, 2007), Hàn Quốc (Hwang, 2016). Tại các quốc gia này, thị trường TPDN đã phát triển ở mức độ cao và có quy mô rất lớn. Vì thế, nhiều nghiên cứu hiện nay hướng tới thị trường TPDN của các nền kinh tế mới nổi như một số nước châu Á (Eichengreen và Luengaruemitchai, 2004; Bhattacharyay, 2013; Mizen và Tsoukas, 2014; Kowalewski và Pisany, 2017) và Đông Nam Á (Plummer và Click, 2005), Châu Phi (Fredrick, 2014; Mu và cộng sự, 2013), Ấn Độ (Maurya và Mishra, 2016),... Những nghiên cứu này chủ yếu tập trung vào xác định các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường. Tuy nhiên, nội dung này chưa được áp dụng nhiều đối với 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 TPCP (Trịnh Mai Vân, 2010; Phan Thị Thu Hiền, 2014). Những nghiên cứu về thị trường TPDN thường rất ít và chủ yếu sử dụng phương pháp thống kê, mô tả số liệu (Trần Thị Thanh Tú, 2007; Vương và Tran, 2010; Nguyễn Thị Nhung và 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 của thị trường, làm cơ sở quan trọng để xây dựng các giải pháp phát triển thị trường, cần được thực hiện.

Tóm lại, việc thực hiện một nghiên cứu chuyên sâu, trong đó tập trung vào xác định các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường TPDN Việt Nam đang là khoảng trống. Vì vậy, đề tài "***Các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam***" được lựa chọn nghiên cứu.

2. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu của luận án bao gồm các nội dung sau:

(i) Đánh giá thực trạng tác động của một số yếu tố tới quy mô thị trường TPDN Việt Nam;

(iii) Đề xuất một số khuyến nghị nhằm tăng quy mô thị trường TPDN Việt Nam.

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, luận án cần trả lời một số câu hỏi nghiên cứu như sau:

(i) Có những yếu tố nào tác động tới quy mô của thị trường TPDN nói chung và thị trường TPDN Việt Nam nói riêng?

(ii) Mức độ tác động của các yếu tố này tới quy mô của thị trường TPDN Việt Nam như thế nào?

(iii) Biện pháp tăng quy mô thị trường TPDN Việt Nam dựa trên các yếu tố này?

3. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là quy mô của thị trường TPDN Việt Nam và các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường

Đề tài tập trung vào các trái phiếu đã được phát hành và các trái phiếu niêm yết có giao dịch trên thị trường thứ cấp.

4. Phạm vi nghiên cứu

4.1. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp Việt Nam

Về không gian: Nghiên cứu về các yếu tố vĩ mô tác động đến quy mô của thị trường TPDN sơ cấp Việt Nam.

Về thời gian: Nghiên cứu các yếu tố tác động đến quy mô của thị trường TPDN Việt Nam sơ cấp từ năm 2005 đến 2018.

4.2. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp Việt Nam

Về không gian: Nghiên cứu về các yếu tố tác động đến quy mô của thị trường TPDN thứ cấp Việt Nam.

Về thời gian: Nghiên cứu các yếu tố tác động đến quy mô của thị trường TPDN thứ cấp Việt Nam từ năm 2012 đến 2017.

5. Phương pháp nghiên cứu

Trong luận án có sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng như sau:

(1) Thống kê mô tả: Luận án thu thập, xử lý và phân tích đánh giá số liệu về quy mô phát hành, quy mô giao dịch và các yếu tố tác động tới quy mô phát hành và quy mô giao dịch của TPDN.

(2) Kiểm định mô hình hồi quy: Luận án sử dụng số liệu thứ cấp được thu thập từ Sở giao dịch chứng khoán, Tổng cục Thống kê và một số website cung cấp thông tin

như Worlbank, IMF và Vietstock. Luận án sử dụng một số mô hình kinh tế lượng và phần mềm kinh tế lượng (Eviews và Stata) để ước lượng mối tương quan giữa các yếu tố tác động với quy mô của thị trường TPDN Việt Nam và mức độ tác động của các yếu tố này.

6. Những đóng góp mới của luận án

Nghiên cứu về các yếu tố tác động đến quy mô của thị trường TPDN Việt Nam, bao gồm thị trường sơ cấp và thứ cấp. Luận án đã có những đóng góp mới nhất định:

6.1. Những đóng góp mới về mặt học thuật, lý luận

Thứ nhất, luận án đã phát triển thêm mô hình kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô phát hành của TPDN và thực hiện kiểm định đối với thị trường TPDN sơ cấp Việt Nam. Các yếu tố tác động được kiểm định bao gồm: (1) quy mô của nền kinh tế, (2) độ mở của nền kinh tế, (3) giai đoạn phát triển của nền kinh tế, (4) quy mô của hệ thống ngân hàng, (5) chênh lệch lãi suất, (6) biến động của tỷ giá hối đoái, (7) dự trữ ngoại hối và (8) quyền chủ nợ. Luận án cũng sử dụng giá trị trái phiếu được phát hành thêm trong mỗi quý làm thang đo cho quy mô phát hành thay vì giá trị trái phiếu hiện hành. Số liệu được sử dụng là số liệu chuỗi thời gian tương ứng với quy mô phát hành trái phiếu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2008.

Thứ hai, luận án là công trình nghiên cứu đầu tiên tại Việt Nam kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của TPDN niêm yết. Các yếu tố tác động được kiểm định bao gồm: (1) khối lượng phát hành, (2) tuổi của trái phiếu, (3) rủi ro phá sản, (4) biến động lợi nhuận và (5) quy mô giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp phát hành. Số liệu được sử dụng là số liệu mảng, tương ứng với 28 trái phiếu niêm yết có giao dịch trong giai đoạn 2012 – 2017.

6.2. Những phát hiện, đề xuất mới rút ra được từ kết quả nghiên cứu, khảo sát của luận án

Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô của nền kinh tế, độ mở của nền kinh tế, quy mô hệ thống ngân hàng, biến động tỷ giá hối đoái, dự trữ ngoại hối và quyền chủ nợ là các yếu tố tác động tới quy mô phát hành TPDN Việt Nam.

Trên thị trường thứ cấp, tuổi của trái phiếu, rủi ro phá sản, biến động lợi nhuận và quy mô giao dịch cổ phiếu đều có tác động tới quy mô giao dịch của TPDN niêm yết.

Trên cơ sở kết quả thực nghiệm, luận án đã đề xuất một số khuyến nghị nhằm tăng quy mô thị trường TPDN Việt Nam trong thời gian tới.

7. Kết cấu của luận án

Chương 1: Cơ sở lý luận và tổng quan nghiên cứu

Chương 2: Thực trạng thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Phân tích các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

Chương 5: Một số khuyến nghị từ kết quả nghiên cứu

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

1.1. Cơ sở lý luận về các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp

1.1.1. Cấu trúc thị trường trái phiếu doanh nghiệp

1.1.1.1. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

❖ Khái niệm thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Trái phiếu là một loại chứng khoán nên thị trường trái phiếu là một bộ phận của TTCK nói chung. Collin (2003) định nghĩa: “Thị trường trái phiếu là nơi mà các trái phiếu được giao dịch”. Trong đó, giao dịch là việc mua và bán các trái phiếu.

Thị trường TPDN là nơi mà TPDN được mua đi và bán lại. Theo Mizen và Tsoukas (2014): “Thị trường TPDN bao gồm thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.”

❖ Thị trường sơ cấp – thị trường phát hành

Là thị trường mà trái phiếu được doanh nghiệp bán cho các NĐT nhằm huy động vốn. Việc mua bán trái phiếu trên thị trường sơ cấp thường được tiến hành thông qua (i) trung gian là các ngân hàng, (ii) doanh nghiệp phát hành trực tiếp trên TTCK (iii) bán trực tiếp cho các NĐT.

Mục tiêu của phát hành TPDN là đảm bảo huy động đủ vốn theo dự kiến (phát hành hết trái phiếu), kịp thời gian, và chi phí phát hành thấp. Mục tiêu này có thực hiện được hay không phụ thuộc vào nhiều yếu tố như mệnh giá, lãi suất, thời hạn, rủi ro và tính thanh khoản của TPDN đối với người mua. TPDN có thể được phát hành theo các cách sau:

✓ Tự phát hành trái phiếu:

Tự phát hành là phương pháp thường được dùng cho các tổ chức đã có kinh nghiệm trong hoạt động này. Với doanh nghiệp được xếp hạng cao, hoặc khi TTCK phát triển, việc tự phát hành sẽ đỡ tốn kém chi phí. Phương pháp này cũng phù hợp với đợt phát hành có giá trị lớn (Tiết kiệm chi phí phát hành), hoặc phát hành cho các đối tác riêng biệt (Xác định cụ thể giá trị phát hành, người mua).

✓ Đại lý phát hành

Trong trường hợp này doanh nghiệp phát hành trái phiếu thuê đại lý phát hành -

người bán hộ. Tổ chức đại lý phát hành thường là các trung gian tài chính lớn, có kinh nghiệm phát hành, mạng lưới và quan hệ với các tổ chức kinh tế và công chúng rộng rãi nên khả năng phát hành thành công thường cao hơn.

✓ **Bảo lãnh phát hành**

Đây là hình thức phát hành mà tổ chức bảo lãnh phát hành cam kết với TCPH về một số hoạt động: (1) thực hiện các thủ tục trước khi chào bán trái phiếu, (2) nhận mua một phần hay toàn bộ số trái phiếu được phát hành để bán lại, hoặc (3) mua số trái phiếu chưa được bán hết, hoặc (4) hỗ trợ TCPH trong việc chào bán trái phiếu.

✓ **Chào bán trái phiếu ra công chúng**

Là việc chào bán trái phiếu theo một trong các phương thức sau đây: a) Thông qua phương tiện truyền thông đại chúng, kể cả Internet; b) Chào bán cho số lượng NĐT xác định; c) Chào bán cho một số lượng NĐT không xác định.

TCPH thực hiện chào bán ra công chúng phải đăng ký với cơ quan quản lý và có thể niêm yết TPDN trên thị trường tập trung như SGD chứng khoán.

✓ **Phát hành riêng lẻ**

Ngược lại với phát hành ra công chúng, phát hành riêng lẻ là việc chào bán trái phiếu cho các đối tượng nhất định. Do số lượng người mua nhỏ, công tác quảng cáo chào bán sẽ đơn giản hơn. Trái phiếu phát hành riêng lẻ không được niêm yết trên thị trường tập trung.

❖ **Thị trường thứ cấp – thị trường giao dịch**

Là thị trường mà những trái phiếu đã phát hành được mua đi bán lại giữa các NĐT. TPDN đã phát hành sẽ được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Thông thường, các trái phiếu này được mua bán theo 2 hình thức: tập trung và phi tập trung (OTC)

✓ **Giao dịch tập trung**

Đối với phương thức này, các TPDN được niêm yết và giao dịch tại các SGDCK. Tại đó, các trái phiếu được quản lý chặt chẽ bởi hệ thống quy định rõ ràng khi niêm yết và quy trình về phương thức giao dịch, đảm bảo quyền lợi và nghĩa vụ của các bên.

✓ **Giao dịch phi tập trung (OTC)**

TPDN giao dịch trên OTC được thực hiện thanh toán theo hình thức thanh toán trực tiếp bằng tiền và chuyển giao trái phiếu theo hình thức chứng chỉ vật chất tại TCPH hoặc đại lý chuyển nhượng.”

1.1.1.2. Hàng hóa trên thị trường

❖ Khái niệm trái phiếu doanh nghiệp

Theo Ross và cộng sự (2002), “trái phiếu là một khoản nợ chỉ có lãi suất, tức là người vay sẽ trả lãi định kỳ và trả gốc vào cuối kỳ”.

Martellini và cộng sự (2003) định nghĩa: “Trái phiếu là một nghĩa vụ tài chính của người phát hành (hay người vay) cam kết trả lại cho trái chủ (hay người cho vay) khoản tiền gốc và lãi định kỳ, được tính trên khoản gốc vay trong một khoảng thời gian nhất định. Trái phiếu thông thường là trái phiếu trả lãi định kỳ và trả gốc vào ngày đáo hạn”.

Theo Collin (2003) “Trái phiếu là một hợp đồng của người phát hành cam kết trả lại một khoản tiền đã vay vào một ngày nhất định và trả lãi định kỳ. Trái phiếu có thể coi là một khoản vay dài hạn của Chính phủ hoặc doanh nghiệp, có lãi suất cố định hoặc thả nổi theo giá bán”.

Berk và DeMarzo (2014) cũng định nghĩa: “Trái phiếu là một chứng khoán được bán để huy động tiền từ các NĐT và có cam kết thanh toán trong tương lai”.

Luật chứng khoán Quốc hội (2006) của Việt Nam quy định: “Trái phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành”.

Như vậy, có thể hiểu “TPDN là một chứng khoán do doanh nghiệp phát hành, cam kết hoàn trả gốc đã vay vào một ngày nhất định trong tương lai và trả lãi định kỳ cho người nắm giữ trái phiếu”.

❖ Phân loại trái phiếu doanh nghiệp

Có nhiều tiêu chí để phân loại TPDN. Sau đây là một số tiêu chí cơ bản thường được sử dụng để phân loại TPDN trên thế giới (SEC (2013), Amadeo (2018)): “

✓ Phân loại theo kỳ hạn (*Duration*)

Trái phiếu ngắn hạn (*short term*): là trái phiếu có kỳ hạn từ 3 năm trở xuống.

Trái phiếu trung hạn (*medium term*): là trái phiếu có kỳ hạn từ 4 đến 10 năm.

Trái phiếu dài hạn (*long term*): là trái phiếu có kỳ hạn trên 10 năm.

✓ Phân loại theo mức độ rủi ro (*Risk*)

Trái phiếu thường được các tổ chức XHTD xác định mức độ rủi ro bằng cách chấm điểm tín dụng. Căn cứ vào hạng điểm, TPDN được chia thành 2 loại:

Loại có mức độ rủi ro thấp (*Investment grade*): là những TPDN thường được

XHTD từ BAA (Moody's) hay BBB (Standard & Poor's và Fitch Ratings). Đây là những trái phiếu được phát hành bởi những doanh nghiệp ít có khả năng bị phá sản.

Loại có mức độ rủi ro cao (Non – investment grade): là những TPDN có điểm tín dụng dưới hạng B, thường có lãi suất cao (high – yield).

✓ *Phân loại theo cách thức trả lãi (Interest payment)*

Loại có lãi suất cố định (Fixed rate): là TPDN có mức lãi suất được xác định bằng một tỷ lệ phần trăm (%) cố định theo mệnh giá. Loại trái phiếu này thường trả lãi định kỳ (coupon).

Loại có lãi suất thả nổi (Floating rate): là TPDN mà lãi suất trong các kỳ khác nhau và được tính theo một lãi suất tham chiếu.

Loại không trả lãi (Zero – coupon): là TPDN thường được phát hành với giá thấp hơn mệnh giá. Khoản tiền có giá trị bằng mệnh giá được trả khi đáo hạn.

Loại trái phiếu chuyển đổi (Convertible): là trái phiếu của công ty cổ phần mà trái chủ được quyền chuyển sang cổ phiếu của công ty đó.

✓ *Phân loại theo mức độ đảm bảo thanh toán của doanh nghiệp phát hành (Secured)*

Loại có bảo đảm (Secured): là những TPDN được đảm bảo bằng tài sản thế chấp (bất động sản, thiết bị, ...) thuộc sở hữu của doanh nghiệp phát hành. Trong trường hợp doanh nghiệp bị phá sản, trái chủ có quyền tịch thu các tài sản thế chấp để đảm bảo quyền lợi của họ.

Loại không có đảm bảo (Unsecured): là TPDN không có tài sản làm vật bảo đảm mà chỉ bảo đảm bằng uy tín của chính người phát hành.

Trên đây là một số tiêu chí phân loại TPDN phổ biến. Ngoài ra, căn cứ theo nhu cầu của NĐT và khả năng của doanh nghiệp, trái phiếu có thể được kèm theo một số những đặc tính đặc biệt khác (như trái phiếu có quyền mua lại, trái phiếu có quyền mua cổ phiếu, ...) để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu.”

1.1.1.3. Các chủ thể tham gia thị trường

❖ Các nhà phát hành (các doanh nghiệp), các NĐT cá nhân và tổ chức. Trong đó, các NĐT tổ chức bao gồm các ngân hàng, các CTBH, CTCK, quỹ đầu tư, quỹ hưu trí, ... Đây là các chủ thể chính của thị trường, tạo nên cung cầu trên thị trường.

❖ Các TGTC: Thị trường trái phiếu là một bộ phận của TTTC luôn gắn với TGTC như các NHTM, ngân hàng đầu tư, ngân hàng phát triển, CTBH, CTCK, các quỹ

đầu tư, các quỹ hưu trí, ... Các TGTC tham gia thị trường với các chức năng môi giới, tư vấn, bảo lãnh, cấp tín dụng... TGTC sẽ góp phần làm cho cung cầu khớp nhau một cách có hiệu quả.

❖ Các tổ chức XHTD: Thị trường luôn kém theo với rủi ro. Các tổ chức xếp hạng trái phiếu và doanh nghiệp sẽ đánh giá rủi ro, tạo cơ sở hình thành nên các chuẩn mực của thị trường, giảm tính bất đối xứng của thông tin.

❖ Các cơ quan quản lý: các cơ quan quản lý thị trường như UBCK, BTC, NHNN,... có vai trò rất quan trọng trong việc tổ chức và đảm bảo thị trường phát triển lành mạnh và ổn định.

1.1.2. Quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp

1.1.2.1. Quan niệm về quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Theo từ điển Oxford: “Quy mô (size) là mức độ lớn hoặc nhỏ của một đối tượng nào đó”. Vì thế, có thể hiểu quy mô của thị trường TPDN là mức độ lớn hoặc nhỏ của thị trường.

El-Wassal (2013) cho rằng quy mô của TTCK được thể hiện thông qua mức độ vốn hóa thị trường và số lượng các công ty niêm yết. Thị trường TPDN cũng là một bộ phận của TTCK nên quy mô của thị trường TPDN cũng có thể được xem xét thông qua những chỉ tiêu tương tự. Do thị trường TPDN bao gồm cả thị trường sơ cấp và thứ cấp nên quy mô của thị trường sơ cấp được xem xét thông qua quy mô phát hành và quy mô trên thị trường thứ cấp được thể hiện qua tính thanh khoản (Mizen và Tsoukas, 2014).

1.1.2.2. Tiêu chí đo lường quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp

❖ Đối với thị trường sơ cấp

Theo Braun và Briones (2006), quy mô của thị trường sơ cấp được đo lường thông qua quy mô phát hành hay là giá trị trái phiếu phát hành so với tổng sản phẩm quốc nội (GDP).

$$\text{Quy mô phát hành} = \frac{\text{Giá trị TPDN phát hành}}{\text{GDP}} \quad (1)$$

Hotchkiss và Jostova (2007) lại cho rằng tỷ lệ giá trị TPDN phát hành/GDP không thể hiện được hoàn toàn sự tăng trưởng của quy mô phát hành. Giá trị trái phiếu tại một thời điểm là số tồn tích của các kỳ trước đó. Số dư giá trị trái phiếu cuối năm = số dư đầu năm + phát hành thêm trong năm – đáo hạn trong năm. Vì trái phiếu chủ yếu có kỳ hạn dài nên giá trị đáo hạn có thể thấp hơn giá trị phát hành trong năm. Do vậy, số lượng phát hành hàng năm rất khác so với giá trị trái phiếu phát hành. Hiện nay các doanh

nghiệp lại phát hành rất ít (Kowalewski và Pisany, 2017). Kowalewski và Pisany (2017) cho rằng nên sử dụng chỉ tiêu giá trị TPDN phát hành hàng năm để phản ánh quy mô phát hành của thị trường TPDN sơ cấp để loại trừ giá trị trái phiếu đáo hạn (đã được thanh toán).

Quy mô phát hành = Quy mô TPDN phát hành hàng năm (2)

❖ Đối với thị trường thứ cấp

Thị trường thứ cấp là nơi mà các TPDN được giao dịch giữa các NĐT với nhau. Theo Alexander và cộng sự (2000) và Hotchkiss và Jostova (2007) quy mô của thị trường TPDN thứ cấp được thể hiện qua tính thanh khoản của thị trường. Nghiên cứu của Alexander và cộng sự (2000), Wahyudi và Robbi (2009) đã sử dụng các tiêu chí liên quan đến quy mô giao dịch trái phiếu để phản ánh tính thanh khoản của thị trường như sau:

- (i) Số lần giao dịch (3)
- (ii) Số lượng trái phiếu được giao dịch (4)
- (iii) Doanh số giao dịch (5)

1.1.3. Các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường trái phiếu doanh nghiệp

1.1.3.1. Các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường sơ cấp

❖ Quy mô của nền kinh tế có tác động tới quy mô phát hành

Quy mô của một nền kinh tế thể hiện bằng GDP hoặc GNP. Có nhiều tiêu chí đo quy mô nền kinh tế, song tiêu chí được sử dụng phổ biến là GDP. GDP (Gross Domestic Product) là giá trị thị trường của tất cả các sản phẩm được sản xuất ra trên một vùng lãnh thổ (quốc gia) trong một khoảng thời gian (thường được tính trong một năm). Nhiều nghiên cứu đều có nhận định quy mô của nền kinh tế quyết định lớn tới quy mô của TTTC nói chung và thị trường TPDN nói riêng.

Nghiên cứu của Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004) khẳng định quốc gia mà nền kinh tế có quy mô nhỏ thường thiếu những yếu tố cần thiết tối thiểu cho một thị trường trái phiếu phát triển. Trái phiếu được phát hành trong thị trường nội địa của những quốc gia này thường có quy mô quá nhỏ để hấp dẫn các NĐT nước ngoài. Đồng thời, việc các chỉ số thị trường của những quốc gia này không gắn liền với bộ chỉ số toàn cầu, được xây dựng bởi các tổ chức quốc tế có uy tín, cũng làm giảm mức độ uy tín và hấp dẫn của thị trường trái phiếu.

Tương tự, các nghiên cứu của Braun và Briones (2006), Mu và cộng sự (2013)

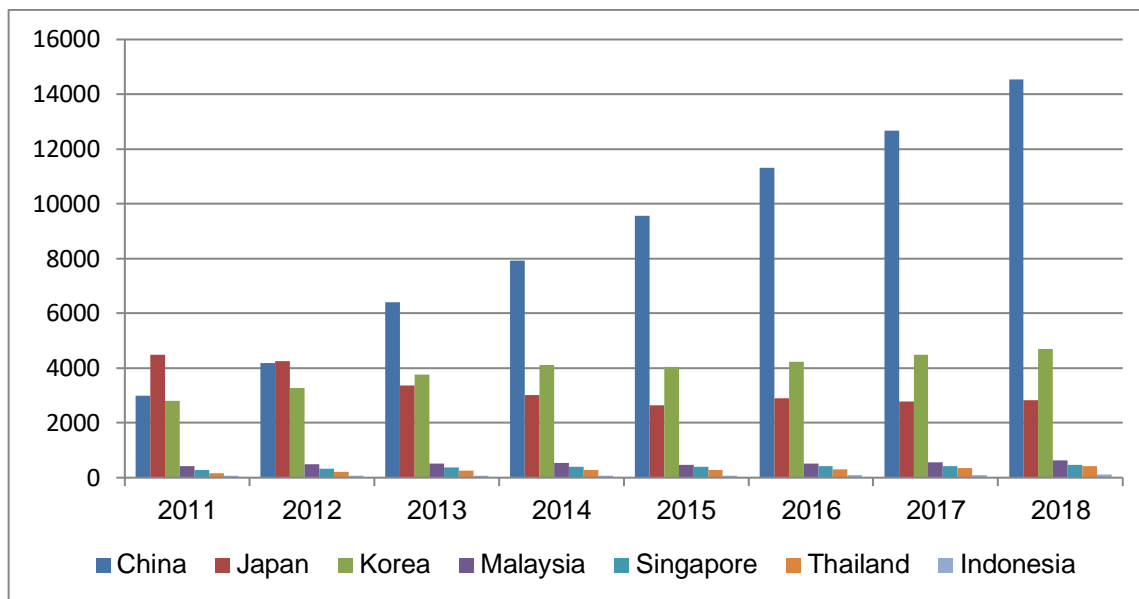
và Bhattacharyay (2011; 2013) cũng cho rằng có mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô của nền kinh tế và sự phát triển của thị trường trái phiếu. Những quốc gia có quy mô nền kinh tế nhỏ sẽ không có khả năng phát triển thị trường trái phiếu hiệu quả, không được tổ chức tốt để hấp dẫn các doanh nghiệp và các NĐT tiềm năng. Nếu quy mô vốn của thị trường không đủ lớn, các NĐT sẽ không muốn tham gia thị trường. Vì thế, quy mô của nền kinh tế cần đạt được một mức nhất định để có thể tác động tới quyết định tài chính của các NĐT trong việc tham gia vào thị trường TPDN. Những quốc gia phát triển sẽ có thị trường TPDN phát triển hơn những quốc gia kém hoặc đang phát triển. Nguyên nhân là do những quốc gia này có đầy đủ các tổ chức để hỗ trợ thị trường, đảm bảo việc thực hiện hợp đồng và quyền lợi của các NĐT.

Bảng 1.1: GDP của một số quốc gia (Tỷ USD)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Trung Quốc	9570,405759	10438,53	11015,54	11137,95	12143,49	13608,15
Nhật Bản	5155,717056	4850,414	4389,476	4926,667	4859,951	4970,916
Hàn Quốc	1305,604981	1411,334	1382,764	1414,804	1530,751	1619,424
Indonesia	912,5241367	890,8148	860,8542	931,8774	1015,423	1042,173
Thái Lan	420,3333333	407,3394	401,296	412,3528	455,2755	504,9928
Malaysia	323,2771589	338,062	296,6363	296,7535	314,7073	354,3484
Singapore	307,5763606	314,8512	308,0041	318,0685	338,4065	364,1567

Nguồn: Worlbank ngày 13/12/2019

Trung quốc có qui mô nền kinh tế lớn, tăng mạnh nhờ tốc độ tăng trưởng cao, duy trì trong thời gian dài. Ba quốc gia có qui mô nền kinh tế đứng đầu trong nhóm đều có qui mô thị trường TPDN lớn nhất (Trung quốc – Nhật bản – Hàn quốc). Từ 2013 – 2018, Hàn quốc vượt Nhật bản về qui mô thị trường, và đến 2015 – 2018, thị trường TPDN của Trung quốc tăng hơn gấp đôi thị trường của Hàn quốc. Các quốc gia có qui mô nền kinh tế dưới 1.000 tỷ USD đều có qui mô thị trường TPDN nhỏ hơn.



Nguồn: Asianbonsonline ngày 21/12/2019

Hình 1.1: Quy mô thị trường TPDN của một số quốc gia (Tỷ USD)

❖ Độ mở của nền kinh tế có tác động tới quy mô phát hành

Nền kinh tế của một quốc gia thường rơi vào một trong hai trạng thái: đóng hoặc mở. Liberati (2007) cho rằng độ mở của nền kinh tế có thể được xem xét trên 2 góc độ: mức độ mở rộng thương mại và mở rộng vốn. Trong đó, mở rộng thương mại được xác định bằng tỷ lệ xuất nhập khẩu trên GDP. Mức độ mở rộng vốn có thể được xác định bằng 2 tỷ lệ: tổng đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào và ra trên GDP; và tổng các khoản đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI) vào và ra trên GDP. Như vậy, độ mở của nền kinh tế bao hàm trong nó độ mở của các thị trường, trong đó có thị trường tài chính (thu hút vốn đầu tư nước ngoài, vay nợ, cho vay nước ngoài, phát hành trái phiếu, cổ phiếu trên thị trường quốc tế).

Tương tự, Mankiw (2010) đưa ra định nghĩa: “Nền kinh tế mở là nền kinh tế có xuất nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ, có vay và cho vay trên thị trường tài chính quốc tế”. Có nghĩa là có dòng vốn và hàng hóa dịch vụ quốc tế luân chuyển trong một nền kinh tế mở. Trong điều kiện hội nhập quốc tế, kéo theo sự phát triển đầu tư, tài chính quốc tế, hình thành thị trường hàng hóa, tiền tệ, vốn, lao động quốc tế. Nền kinh tế mở phát triển dựa trên hợp tác quốc tế và sử dụng lợi thế cạnh tranh, thu hút vốn trên toàn cầu và khu vực. Dưới ảnh hưởng của cuộc cách mạng 4.0, nền kinh tế của một quốc gia có thể tham gia mạnh mẽ, toàn diện vào chuỗi sản xuất và cung ứng trên toàn thế giới. Ví dụ chiếc điện thoại thông minh sản xuất tại Mỹ là sản phẩm cuối cùng của màn hình sản xuất tại Hàn quốc, chip sản xuất tại Nhật bản, quá trình chế

tạo, lắp ráp tại Trung quốc, ...và phần mềm sản xuất tại Mỹ. Nền kinh tế mở giúp người tiêu dùng có nhiều sự lựa chọn hơn đối với hàng hóa và dịch vụ và NĐT có nhiều cơ hội đầu tư hơn (Mankiw, 2010). Nền kinh tế mở kéo theo các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào thị trường nội địa, phát triển qui mô của nền kinh tế, gia tăng cạnh tranh, cũng như áp dụng các chuẩn mực quốc tế, làm giảm tính phi hiệu quả của quá trình sản xuất kinh doanh. Đó là điều kiện để phát triển TTCK nói chung, thị trường TPDN nói riêng.

Về mối quan hệ đối với TTCK, nghiên cứu của Rajan và Zingales (2001) đã giải thích cụ thể tại sao các nền kinh tế mở hơn sẽ ít hạn chế sự phát triển của TTCK hơn. Thông thường, các chủ thể tham gia thị trường trước sẽ tìm cách để giữ vững vị thế của mình trước các đối thủ cạnh tranh đến sau bằng cách tác động vào cơ cấu kinh tế và quản lý để có lợi cho mình. Ví dụ như các NHTM – với vị thế là nguồn tài trợ chính cho các doanh nghiệp tại phần lớn các nước đang phát triển – sẽ tìm cách kìm hãm sự phát triển của TTCK nhằm ngăn chặn sự giảm thị phần. Tuy nhiên, điều này sẽ được giảm thiểu khi thị trường tiếp cận với thương mại quốc tế nhiều hơn. Các NHTM nước ngoài thường có tiềm lực mạnh, có khả năng tồn tại sau cuộc khủng hoảng tài chính tốt hơn các NHTM nội địa. Khả năng sụp đổ toàn hệ thống sẽ giảm thiểu khi có nhiều NHTM nước ngoài tham gia thị trường. Vì thế, các nhà quản lý sẽ ít bị tác động bởi các NHTM trong nước hơn và giảm dần mức độ ưu đãi cho các NHTM này.

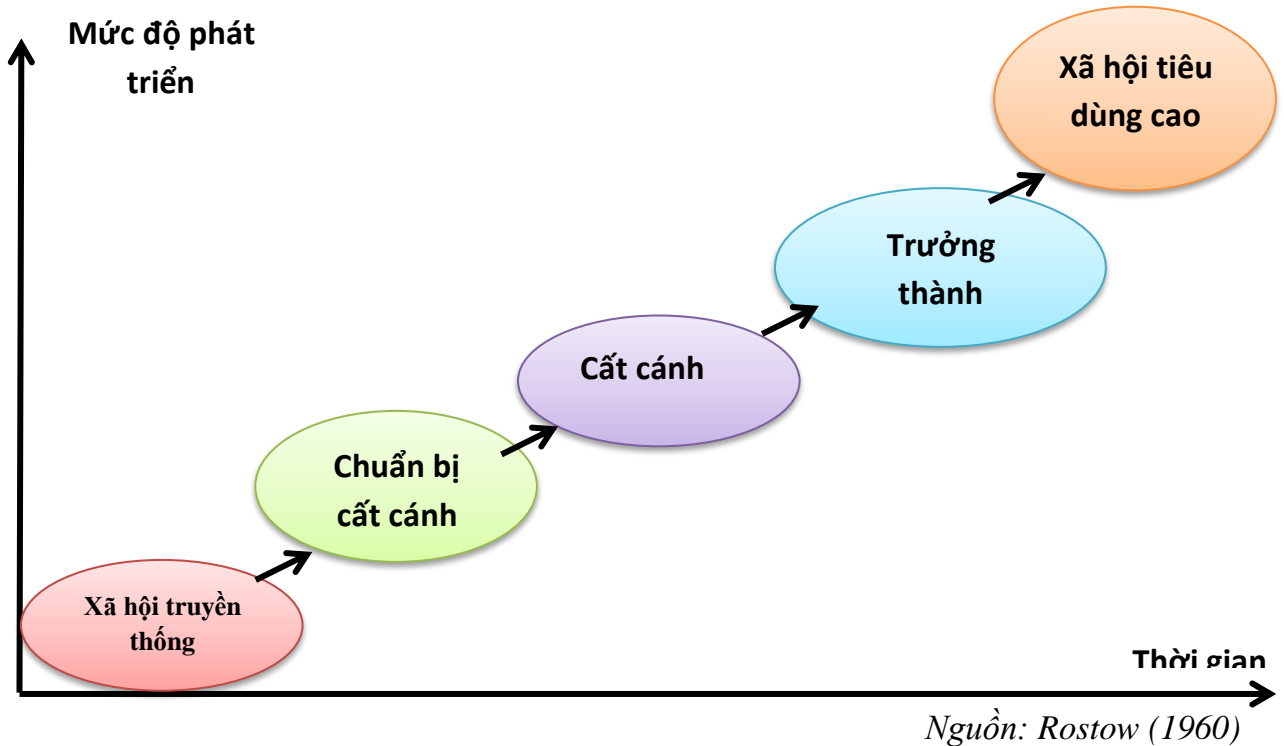
Tuy nhiên, trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa độ mở của nền kinh tế và thị trường TPDN chủ yếu chỉ đề cập đến độ mở thương mại được đo lường bằng giá trị xuất khẩu trên GDP (Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004); Bhattacharyay (2011; 2013); Mu và cộng sự (2013); Fredrick (2014); Nguyễn Hòa Nhân và cộng sự (2014); Kowalewski và Pisany (2017)). Kết luận của các nghiên cứu này đều chỉ ra rằng quốc gia có độ mở thương mại càng lớn thì có thị trường TPDN càng phát triển.

❖ Giai đoạn phát triển của nền kinh tế có tác động tới quy mô phát hành

Phát triển kinh tế là quá trình tăng tiến mọi mặt của nền kinh tế, bao gồm mở rộng sản lượng quốc gia cùng với giảm hoặc loại bỏ đói nghèo, bất bình đẳng và thất nghiệp (Todaro và Smith, 2015). Phát triển kinh tế được đo bằng kết quả phát triển là qui mô nền kinh tế và là tiến trình tăng trưởng kinh tế. Phát triển kinh tế là động lực chủ yếu làm gia tăng thu nhập bình quân đầu người, làm gia tăng chất lượng cuộc sống. Phát triển kinh tế là một quá trình lâu dài. Có những quốc gia có mức độ phát triển kinh tế nhanh, hạn chế được các tác động suy thoái, ngược lại, có nhiều quốc gia kinh tế phát triển chậm, chịu nhiều tác động tiêu cực cả từ bên trong lẫn bên

ngoài.

Có nhiều nghiên cứu về quá trình phát triển của một ngành, quốc gia, châu lục và thế giới. Trong đó, mô hình của Rostow (1960) về tăng trưởng kinh tế là một trong các lý thuyết lớn, được chấp nhận rộng rãi.



Hình 1.2: Mô hình Rostow về các giai đoạn phát triển của nền kinh tế

Mô hình Rostow cho rằng mỗi quốc gia đều phải trải qua 5 giai đoạn phát triển: “(i) Xã hội truyền thống: nền kinh tế chủ yếu là sản xuất nông nghiệp, năng suất lao động thấp, đời sống vật chất và tinh thần của dân cư thiếu thốn; (ii) Chuẩn bị cất cánh: Bắt đầu có những doanh nghiệp có khả năng thay đổi nền kinh tế, cơ sở hạ tầng được quan tâm. Bắt đầu có nhiều trung tâm kinh tế; (iii) Cất cánh: Đầu tư tăng, công nghiệp phát triển, bắt đầu có những ngành mũi nhọn có hiệu quả kinh tế cao, tăng trưởng kinh tế, năng suất lao động tăng, mở rộng thương mại quốc tế; (iv) Trưởng thành: Đầu tư tăng hơn nữa, xuất hiện càng nhiều ngành công nghiệp mới và hiện đại hơn. Cơ cấu xã hội biến đổi, chất lượng cuộc sống của người dân được cải thiện rõ rệt; (v) Xã hội tiêu dùng cao: Sản xuất đạt trình độ xã hội hóa cao, sản xuất hàng loạt hàng tiêu dùng và dịch vụ tinh vi, quốc gia thịnh vượng.”

Có thể thấy, đặc điểm của mỗi giai đoạn là những yếu tố ảnh hưởng đến kết quả phát triển kinh tế và càng về sau, mức độ phát triển của nền kinh tế càng tăng. Khi nền kinh tế trong giai đoạn 1 và 2, các điều kiện cho phát triển TTCK nói chung và thị trường

TPDN nói riêng là chưa có, hoặc có ở mức thấp. Chỉ khi nhiều người dân có mức thu nhập đủ cao, trang trải chi phí cuộc sống, có tích lũy thì thị trường tiết kiệm mới phát triển, người dân mới trở thành các NĐT tiềm năng, có đủ tiết kiệm để đầu tư vào chứng khoán. Trên thực tế, các nước kém hoặc đang phát triển sẽ có thị trường TPDN kém phát triển hơn các nước phát triển. Nguyên nhân vì các nước này thường có môi trường đầu tư không ổn định, Chính phủ hay can thiệp vào các hoạt động thương mại, không có quy định rõ ràng về quyền lợi và nghĩa vụ của các bên tham gia, thiếu minh bạch thông tin và quản trị doanh nghiệp kém (Eichengreen và Luengnaruemitchai, 2004; Mu và cộng sự, 2013).

Bảng 1.2: GPD bình quân đầu người của một số quốc gia (USD)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Trung Quốc	7050,646	7651,366	8033,388	8078,79	8759,042	9770,847
Indonesia	3623,912	3491,625	3331,695	3562,846	3836,914	3893,596
Nhật Bản	40454,45	38109,41	34524,47	38794,33	38331,98	39286,74
Hàn Quốc	25890,02	27811,37	27105,08	27608,25	29742,84	31362,75
Malaysia	10970,12	11319,08	9799,368	9671,025	10117,57	11238,96
Singapore	56967,43	57562,53	55646,62	56724,17	60297,79	64581,94
Thái Lan	6168,265	5951,884	5840,047	5978,611	6578,189	7273,563

Nguồn: Worldbank ngày 10/12/2019

Việc đánh giá mức độ phát triển của mỗi quốc gia phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau. Liên Hợp Quốc (2014) phân loại các quốc gia theo mức độ phát triển thành 3 nhóm lớn: nền kinh tế phát triển, nền kinh tế chuyên đổi và nền kinh tế đang phát triển. Trong đó, căn cứ vào thu nhập, các quốc gia được chia thành 4 nhóm nhỏ hơn: thu nhập cao, thu nhập trung bình cao, thu nhập trung bình thấp và thu nhập thấp. Có nhiều chỉ tiêu thu nhập được sử dụng để đánh giá mức độ phát triển của một quốc gia như GNI/người, GDP/người – GDP per capita, GNP/người.

Trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm khác, các giai đoạn phát triển của nền kinh tế được xem xét thông qua chỉ tiêu GDP bình quân đầu người và đều có kết luận tương tự về mối tương quan thuận giữa các giai đoạn của nền kinh tế và sự phát triển của thị trường TPDN (Bhattacharyay (2011; 2013), Fredrick (2014), Tendulkar (2015), Maurya và Mishra (2016)).

❖ Chênh lệch lãi suất có tác động tới quy mô phát hành

Tổ chức huy động và cho vay lớn trong nền kinh tế là các ngân hàng, các quỹ tiết kiệm và cho vay. Các định chế này huy động mọi nguồn vốn trong xã hội, trong đó có tiền tiết kiệm của dân cư. Lãi suất tiết kiệm phản ánh tương quan cung (nguồn tiết kiệm) và cầu (sử dụng vốn, chủ yếu là cho vay) của các định chế này. Khi nhu cầu về đầu tư lớn, nguồn tiết kiệm khan hiếm, lạm phát cao, thường lãi suất huy động tiết kiệm cũng phải cao, để đảm bảo lãi suất thực dương cho người gửi tiền. Lãi suất tiết kiệm thường được xác định theo thời gian (thời gian càng dài, lãi suất càng cao) và theo ngân hàng (ngân hàng càng có uy tín, lãi suất càng thấp).

Các ngân hàng cũng là tổ chức cho vay lớn nhất, cho mọi đối tượng như Chính phủ, các định chế tài chính, doanh nghiệp và cá nhân, trong đó khoản mục cho vay doanh nghiệp và cá nhân chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục. Lãi suất cho vay phản ánh tương quan cung (các tổ chức cho vay) và cầu về vốn của nền kinh tế. Chênh lệch lãi suất là chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh chính của các TCTD. Các yếu tố như cạnh tranh cao sẽ làm chênh lệch lãi suất có xu hướng giảm, các yếu tố như lạm phát, nợ xấu, quản trị chi phí kém sẽ làm cho chênh lệch lãi suất có xu hướng tăng.

Chênh lệch lãi suất càng cao càng tạo cơ hội cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Ví dụ lãi suất tiết kiệm là 6%, lãi suất cho vay là 9%, thì doanh nghiệp chỉ cần phát hành trái phiếu 7% - 8% là có thể hấp dẫn NĐT cá nhân. Các doanh nghiệp lớn, có uy tín có thể phát hành trái phiếu với lãi suất thấp hơn vay ngân hàng, từ đó gia tăng nhu cầu đối với phát hành. Các NĐT cá nhân có thể mua trái phiếu với lãi suất hấp dẫn hơn gửi tiết kiệm, từ đó làm tăng nguồn cung cho TPDN. Chênh lệch lãi suất cao là cơ hội cho các quỹ đầu tư phát hành chứng chỉ tiền gửi với mệnh giá lớn với lãi suất cao hơn tiết kiệm, để đầu tư vào TPDN.

Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004) cho rằng biến động lãi suất – được đo lường bằng chênh lệch lãi suất tiết kiệm và cho vay của ngân hàng – càng lớn sẽ càng làm tăng rủi ro của các tài sản dài hạn trên thị trường tài chính, đặc biệt là TPDN. Vì thế, nhu cầu đầu tư vào loại tài sản này sẽ bị suy giảm. Trong điều kiện lãi suất trên thị trường biến động mạnh, doanh nghiệp sẽ khó có khả năng huy động vốn bằng phát hành trái phiếu hơn bình thường. Nghiên cứu thực nghiệm của Bhattacharyay (2013) và Mu và cộng sự (2013) trên thị trường trái phiếu của các quốc gia châu Á và châu Phi cũng cho kết luận tương tự về mối quan hệ ngược chiều giữa biến động lãi suất và quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp.

❖ Qui mô của hệ thống ngân hàng có tác động tới quy mô phát hành

Hệ thống ngân hàng, chủ yếu là NHTM, là các TGTC chủ yếu của quốc gia.

NHTM có chức năng quan trọng là nhận tiết kiệm và cấp vốn cho các chủ thể có nhu cầu trong nền kinh tế. Vì thế, xét trên một góc độ nhất định, hệ thống NHTM và thị trường TPDN là các đối thủ cạnh tranh với nhau trong việc huy động vốn cho các doanh nghiệp. Trong điều kiện cụ thể, các NHTM có thể có những ảnh hưởng để hạn chế sự phát triển của thị trường TPDN nhằm duy trì vị thế độc tôn của mình (Harwood, 2000; Rajan và Zingales, 2001). Tuy nhiên, trong một nền kinh tế mở, vấn đề này sẽ được hạn chế hơn rất nhiều và các NHTM lúc này lại trở thành chủ thể cần thiết để thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPDN. Các NHTM có thể đóng nhiều vai trò trên thị trường TPDN như nhà phát hành, NĐT, nhà bảo lãnh,... (Hawkins, 2002).

Doanh nghiệp phụ thuộc lớn vào ngân hàng khi phát hành trái phiếu (khi thị trường đang trong giai đoạn đầu phát triển). Nếu hệ thống ngân hàng nói riêng, hệ thống tài chính nói chung kém cạnh tranh (độc quyền cao), các ngân hàng sẽ hạn chế doanh nghiệp phát hành trái phiếu và thay thế nó bằng cho vay của các ngân hàng, lợi nhuận của ngân hàng sẽ cao hơn, sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào ngân hàng sẽ tăng lên, là vòng xoáy để ngân hàng tăng lãi suất cho vay. Các ngân hàng nhỏ sẽ khó khăn khi tham gia vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Thường doanh nghiệp cần vốn ngắn hạn, hoặc số vốn nhỏ sẽ vay ngân hàng chứ không phát hành trái phiếu. Các doanh nghiệp lớn, nhu cầu vốn tài trợ cho chiến lược đầu tư cao, thời hạn đầu tư dài thì việc phát hành trái phiếu mới phù hợp. Chỉ có ngân hàng vốn lớn mới có khả năng mua, hoặc bảo lãnh phát hành, bảo lãnh thanh toán cho những hợp đồng này.

Nghiên cứu của Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004) cho rằng quốc gia có hệ thống ngân hàng càng cạnh tranh và được vốn hóa cao cũng sẽ có thị trường TPDN phát triển hơn. Cạnh tranh của hệ thống ngân hàng được thể hiện ở tỷ trọng tổng tài sản, hoặc tín dụng của một ngân hàng trên toàn hệ thống. Tỷ lệ này càng thấp thì mức độ cạnh tranh của hệ thống càng cao. Quy mô của hệ thống ngân hàng thể hiện qua giá trị tổng tài sản/GDP, hoặc dư nợ tín dụng/GDP. Tương tự, các nghiên cứu của Bhattacharyay (2011; 2013) cũng cho thấy quy mô của hệ thống ngân hàng có tác động thuận chiều tới quy mô phát hành trên thị trường TPDN. Theo Hwang (2016), trước khủng hoảng tài chính Châu Á, các quỹ trái phiếu và các NHTM là NĐT lớn nhất trên thị trường trái phiếu. Các ngân hàng đầu tư đóng vai trò quan trọng trong thúc đẩy thị trường TPDN, qua việc phân tích nhu cầu tài chính của doanh nghiệp, thiết kế cấu trúc tài trợ phù hợp cho doanh nghiệp, tư vấn phát hành, bảo lãnh phát hành, đại lý phát hành TPDN... Các ngân hàng, với chuyên môn của mình, hình thành đội ngũ chuyên gia trong phân tích và đánh giá doanh nghiệp và TPDN, môi giới cho các NĐT cá nhân – những người có tiền gửi tại ngân hàng, và có nhiều niềm tin vào ngân hàng hơn là doanh

nghiệp.

❖ **Biến động tỷ giá hối đoái có tác động tới quy mô phát hành**

“Tỷ giá hối đoái là một tỷ lệ quy đổi một đồng tiền sang một đồng tiền khác hoặc là một con số biểu thị đơn vị tiền tệ của một quốc gia có giá trị như thế nào theo đơn vị tiền tệ của một quốc gia khác (Collin, 2003).” Giống như mọi hàng hóa khác trên thị trường, quy luật cung – cầu cũng là cơ sở để xác định giá cả của tiền tệ theo thời gian. Có hai cách thức được sử dụng để đo lường biến động tỷ giá:

(i) Xác định chênh lệch tỷ giá mở cửa và đóng cửa.

(ii) Xác định chênh lệch giữa mức cao nhất và thấp nhất của tỷ giá (Hi-low): Tỷ giá thay đổi liên tục theo các thời điểm khác nhau trong một ngày. Chênh lệch giữa mức tỷ giá cao nhất và thấp nhất phản ánh biên độ biến động tỷ giá thực tế trong ngày.

Tỷ giá thay đổi là kết quả của nhiều yếu tố. Đồng thời, sự biến động của tỷ giá lại tác động trở lại các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế, trong đó có sự phát triển của thị trường TPDN. Biến động của tỷ giá ảnh hưởng tới doanh nghiệp XNK. Khi tỷ giá tăng, doanh nghiệp nhập khẩu gặp khó khăn, thu nhập có thể giảm, vì vậy xếp hạng triển vọng có thể bị giảm đi. Các doanh nghiệp này bị khó khăn hơn khi phát hành trái phiếu; tương tự như vậy đối với doanh nghiệp có khoản vay bằng ngoại tệ. NĐT nước ngoài cũng lo ngại khi tỷ giá biến động mạnh, có thể làm giảm lợi nhuận chuyển về nước... Mặc dù tác động của biến động tỷ giá lên nhiều đối tượng, nhiều phía, song nếu biến động mạnh sẽ tác động lên tiết kiệm nội tệ, làm xói mòn tiết kiệm trong nước, ảnh hưởng tới NĐT cá nhân. Lãi suất sẽ có thể tăng cao, ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường trái phiếu.

Goldstein (1998) cho rằng khi tỷ giá hối đoái ít biến động, các NĐT nước ngoài có thể sẽ ưa thích mua trái phiếu nội địa hơn và thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPDN. Tuy nhiên, tỷ giá ít biến động có thể cũng khiến các NĐT nước ngoài đánh giá thấp rủi ro của việc cho vay đối với các ngân hàng và doanh nghiệp trong nước, và kết quả là cạnh tranh nước ngoài có thể sẽ làm hạn chế sự phát triển của thị trường TPDN. Những nghiên cứu thực nghiệm tại nhiều quốc gia của Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004), Bhattacharyay (2011; 2013), Mu và cộng sự (2013) đều chỉ ra rằng các quốc gia có tỷ giá hối đoái biến động nhiều thì thị trường TPDN sẽ ít phát triển hơn. Nghiên cứu của Nguyễn Hòa Nhân và cộng sự (2014) tại Việt Nam cho thấy tỷ giá hối đoái có mối quan hệ ngược chiều với giá trị trái phiếu/GPD. Một số nghiên cứu về sự phát triển thị trường TPDN tại các nền kinh tế mới nổi khác như Ấn Độ và Kenya cũng cho thấy kết quả tương tự (Fredrick, 2014; Maurya và Mishra, 2016).

❖ Dự trữ ngoại hối có tác động tới quy mô phát hành

“Dự trữ ngoại hối nhà nước, thường gọi tắt là dự trữ ngoại hối hoặc dự trữ ngoại tệ là lượng ngoại tệ mà ngân hàng trung ương hoặc cơ quan quản lý tiền tệ của một quốc gia nắm giữ (Collin, 2003).” Đây là một loại tài sản của Nhà nước được nắm giữ dưới dạng ngoại tệ (chủ yếu là các ngoại tệ mạnh như: USD, GBP, JPY v.v...) nhằm mục đích thanh toán quốc tế hoặc hỗ trợ giá trị đồng tiền quốc gia.

Dự trữ ngoại hối tăng có thể do nguồn xuất khẩu lớn hơn nhập khẩu (xuất siêu), từ kiều hối, từ phát triển du lịch (xuất khẩu tại chỗ), đầu tư trực nước ngoài, vay nợ nước ngoài lớn hơn trả nợ... Một nước đang phát triển có dự trữ ngoại hối tăng cho thấy nhiều khả năng là kinh tế phát triển (xuất khẩu tăng, đầu tư nước ngoài tăng).

Quy mô dự trữ ngoại hối tăng, và đủ dự trữ ngoại hối là dấu hiệu tích cực của nền kinh tế, tạo niềm tin cho các NĐT trên thị trường trái phiếu, rằng quốc gia có khả năng thanh toán nợ, có khả năng chống chọi với cú sốc từ bên ngoài, có thể can thiệp để đảm bảo ổn định tiền tệ. Nghiên cứu của Maurya và Mishra (2016) trên thị trường TPDN Ấn Độ cho thấy mối tương quan thuận chiều mạnh mẽ giữa dự trữ ngoại hối và quy mô phát hành TPDN.

❖ Quyền của chủ nợ có tác động tới quy mô phát hành

Bảo vệ NĐT nói riêng và tạo thuận lợi cho NĐT nói chung – các chủ thể chính trên TTTC – là yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới phát triển thị trường tài chính nói chung, thị trường TPDN nói riêng. LaPorta và cộng sự (1998) cho rằng quốc gia có thể chế pháp luật cung cấp sự bảo vệ pháp lý mạnh hơn cho các NĐT thì sẽ thúc đẩy TTTC phát triển hơn. Về vấn đề vay nợ của doanh nghiệp, quyền của chủ nợ - trong điều kiện doanh nghiệp bị vỡ nợ - được đảm bảo sẽ giúp các doanh nghiệp có khả năng vay nợ dễ dàng hơn (LaPorta và cộng sự, 1998).

Về cơ bản, quyền của chủ nợ được xác định thông qua những vấn đề khi doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng vỡ nợ. Thông thường, có hai chiến lược để xử lý một doanh nghiệp đang vỡ nợ: thanh lý và tổ chức lại. LaPorta và cộng sự (1998) đánh giá về mức độ quyền của chủ nợ trong quá trình thanh lý hoặc tổ chức lại doanh nghiệp của một quốc gia thông qua các chỉ số: (i) quyền đối với tài sản thế chấp khi tổ chức lại doanh nghiệp của chủ nợ; (ii) quyền nộp đơn xin tổ chức lại doanh nghiệp của nhà quản lý; (iii) việc thay đổi nhà quản lý khi tổ chức lại doanh nghiệp. Cụ thể về các tiêu chí này như sau:

(i) Quyền đối với tài sản thế chấp khi tổ chức lại doanh nghiệp của chủ nợ: Các

chủ nợ có thể không còn quyền tuyệt đối đối với tài sản khi tổ chức lại doanh nghiệp. Trong những trường hợp này, các khoản nợ Chính phủ và người lao động sẽ được ưu tiên hơn các chủ nợ thông thường.

(ii) Quyền nộp đơn xin tổ chức lại doanh nghiệp của nhà quản lý: Nhà quản lý có thể nộp đơn xin tổ chức lại doanh nghiệp mà không cần sự đồng ý/phải có sự đồng ý của chủ nợ. Trong trường hợp không cần sự đồng ý của chủ nợ, các chủ nợ có thể sẽ bị chậm trễ trong việc nhận lại tiền hoặc tài sản thế chấp.

(iii) Việc thay đổi nhà quản lý khi tổ chức lại doanh nghiệp: Khi tổ chức lại doanh nghiệp, các nhà quản lý có thể vẫn được giữ nguyên hoặc sẽ bị thay thế bởi quyết định của tòa án hoặc chủ nợ. Mỗi đe dọa sa thải này có thể tăng cường quyền lực của các chủ nợ.

Tương tự, nghiên cứu của Djankov và cộng sự (2007), được thực hiện tại 129 quốc gia trong 25 năm, cho rằng quyền của chủ nợ có liên quan mật thiết tới tỷ lệ nợ của doanh nghiệp tư nhân. Cụ thể, những quốc gia có cải cách pháp luật về quyền chủ nợ thường sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng của tín dụng doanh nghiệp. Dựa trên nghiên cứu của LaPorta và cộng sự (1998), Djankov và cộng sự (2007) đã phát triển thang đo quyền chủ nợ tại mỗi quốc gia. Theo đó, chỉ số quyền chủ nợ đo lường bốn quyền hạn của người cho vay có đảm bảo khi phá sản, bao gồm: (1) chủ nợ có thể từ chối hoặc đồng thuận khi con nợ nộp đơn xin phá sản; (2) các chủ nợ có đảm bảo có thể thu hồi tài sản thế chấp của con nợ sau khi đơn xin phá sản được chấp thuận hay không (tòa án có quyết định đóng băng tài sản hay không); (3) các chủ nợ có đảm bảo có được ưu tiên trả trước từ tiền thanh lý tài sản của doanh nghiệp phá sản hay không; (4) có một quản trị viên, không phải là nhà quản lý doanh nghiệp, chịu trách nhiệm điều hành doanh nghiệp trong thời gian đang nộp đơn xin phá sản. Mỗi quyền hạn được cung cấp cho các chủ nợ có đảm bảo trong luật và quy định của quốc gia tương ứng với một điểm. Vì thế, chỉ số này sẽ nằm trong khoảng từ 0 (quyền chủ nợ kém) đến 4 (quyền chủ nợ mạnh).

Kế thừa những quan điểm trên, đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa quyền chủ nợ và khả năng phát hành trái phiếu của doanh nghiệp được thực hiện như Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004), Braun và Briones (2006), Mu và cộng sự (2013), Gu và Kowalewski (2015); Kowalewski và Pisany (2017). Theo nghiên cứu của Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004) về thị trường trái phiếu Châu Á, nghiên cứu của Mu và cộng sự (2013) về thị trường trái phiếu Châu Phi, nghiên cứu của Gu và Kowalewski (2015) và Kowalewski và Pisany (2017) về thị trường TPDN có những kết luận khá tương đồng về mối quan hệ này. Cụ thể là những quốc gia có quy định rõ ràng, chặt chẽ về quyền của chủ nợ thì các doanh nghiệp cũng phát hành được nhiều trái phiếu

hơn. Trái lại, nghiên cứu của Braun và Briones (2006) lại cho rằng mức độ quyền chủ nợ không tác động nhiều đến sự phát triển của thị trường trái phiếu, bao gồm cả trái phiếu chính phủ và TPDN.

1.1.3.2. Các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường thứ cấp

❖ Khối lượng phát hành có tác động tới quy mô giao dịch

Nhiều nghiên cứu đã công nhận khối lượng phát hành (size) là yếu tố chủ chốt tác động tới quy mô giao dịch TPDN (Alexander và cộng sự, 2000; Hotchkiss và Jostova, 2007; Wahyudi và Robbi, 2009). Theo Alexander và cộng sự (2000), các nhà môi giới vẫn có thể dễ dàng quản lý danh mục đầu tư với quy mô lớn. Việc nắm giữ càng nhiều trái phiếu sẽ giúp các nhà môi giới giảm bớt chi phí quản lý hơn và làm giảm chi phí giao dịch cho các NĐT. Điều này sẽ trở thành động lực giúp trái phiếu được giao dịch thường xuyên hơn. Kết quả nghiên cứu của Hotchkiss và Jostova (2007) đã củng cố thêm kết luận trên. Tuy nhiên, nghiên cứu của Wahyudi và Robbi (2009) tại thị trường trái phiếu Indonesia lại cho kết luận trái ngược, tức là trái phiếu có quy mô phát hành càng lớn thì càng ít được giao dịch. Nhóm tác giả lý giải cho sự khác biệt này là do thường quy mô phát hành càng lớn thì kỳ hạn của trái phiếu càng dài, vì thế trái phiếu sẽ ít được giao dịch hơn.

❖ Tuổi của trái phiếu có tác động tới quy mô giao dịch

Rất nhiều nghiên cứu đã công nhận tuổi của trái phiếu là yếu tố có tác động mạnh tới quy mô giao dịch trái phiếu (Alexander và cộng sự, 2000; Hotchkiss và Jostova, 2007; Wahyudi và Robbi, 2009). Thông thường, các trái phiếu được phát hành trong khoảng thời gian gần nhất sẽ được giao dịch thường xuyên nhất. Trái phiếu có tuổi càng lớn thì lại càng ít được giao dịch. Alexander và cộng sự (2000) giải thích rằng do trái phiếu là tài sản dài hạn có lãi suất tương đối ổn định nên sau khi phát hành, chúng sẽ thường nằm trong danh mục đầu tư của các NĐT thích nắm giữ đến khi đáo hạn hay trong thời gian dài. Theo thời gian, các NĐT này sẽ ngày càng có thêm nhiều TPDN khác và chỉ giao dịch một số lượng rất ít trái phiếu. Với số lượng trái phiếu giao dịch ít, các nhà môi giới đòi hỏi chi phí cao hơn và trái phiếu sẽ trở nên kém thanh khoản. Nghiên cứu của Alexander và cộng sự (2000), Hotchkiss và Jostova (2007) và Wahyudi và Robbi (2009) cũng chỉ ra rằng trái phiếu thường được giao dịch nhiều nhất trong 2 năm đầu tiên sau khi phát hành.

❖ Rủi ro phá sản có tác động tới quy mô giao dịch

Rủi ro phá sản là nguy cơ doanh nghiệp không thể trả hết các khoản nợ của mình. Đây là một rủi ro mà cả NĐT cổ phiếu và trái phiếu đều có thể gặp phải khi quyết định

đầu tư vào một công ty. Bên cạnh việc nhìn vào lợi nhuận tổng thể, NĐT phải phân tích các nghĩa vụ nợ và khả năng trả nợ của công ty. Rủi ro phá sản gia tăng trong các giai đoạn suy thoái, khủng hoảng, hoặc từ các cú sốc từ bên ngoài. Rủi ro phá sản càng cao, càng làm chùn bước các NĐT, trong đó có đầu tư vào TPDN. Các nghiên cứu của Alexander và cộng sự (2000) và Wahyudi và Robbi (2009) đều cho thấy các trái phiếu có mức độ rủi ro phá sản cao thường có tính thanh khoản thấp, ít được giao dịch hơn. Tuy nhiên, nghiên cứu của Hotchkiss và Jostova (2007) cũng về vấn đề này lại đưa ra kết luận trái ngược đối với 2 nhóm trái phiếu có mức độ rủi ro cao và thấp. Theo đó, quy mô giao dịch của trái phiếu có mức độ rủi ro cao có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro phá sản nhưng quy mô giao dịch của trái phiếu có mức độ rủi ro thấp lại có mối quan hệ thuận chiều.

Xác định rủi ro phá sản đòi hỏi phải có các tổ chức xếp hạng tín nhiệm chuyên nghiệp, để tạo niềm tin cho thị trường, là yếu tố cơ bản nhất để thúc đẩy thị trường TPDN phát triển vững chắc. Những tổ chức định hạng tín nhiệm nổi tiếng như Moody's, Fitch rating và Standard & Poor's xác định rủi ro trái phiếu và rủi ro của doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Bên cạnh đó, nhiều quốc gia xây dựng tổ chức XHTD quốc gia. XHTD là cách thức phổ biến để xác định rủi ro phá sản. Từ mức AAA/A+ (Khả năng trả nợ tốt nhất) tới mức C, D (khả năng trả nợ thấp, nguy cơ phá sản cao) dựa trên việc cho điểm đối với nhiều tiêu chí của nhà phát hành (các tiêu chí tài chính và phi tài chính của doanh nghiệp).

❖ **Biến động giá (lợi nhuận) có tác động tới quy mô giao dịch**

Nghiên cứu của Harris và Raviv (1993) về mối quan hệ giữa giá và quy mô giao dịch của chứng khoán cho rằng 2 yếu tố này có mối quan hệ thuận chiều. Nghĩa là chứng khoán có biến động giá càng lớn sẽ càng được giao dịch nhiều hơn. Nguyên nhân do biến động giá phản ánh các ý kiến khác nhau của các NĐT. Nghiên cứu của Alexander và cộng sự (2000) và Wahyudi và Robbi (2009) cũng cho kết quả tương tự là quy mô giao dịch tăng khi giá trái phiếu biến động nhiều hơn. Tuy nhiên, Hotchkiss và Jostova (2007) lại cho rằng trái phiếu có biến động lợi nhuận lớn lại ít được giao dịch hơn.

❖ **Quy mô giao dịch cổ phiếu có tác động tới quy mô giao dịch**

Hotchkiss và Ronen (2002) thực hiện nghiên cứu về tác động của thông tin liên quan đến giao dịch của cổ phiếu đối với giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp. Nghiên cứu được thực hiện trên 55 trái phiếu đã cho thấy những doanh nghiệp có quy mô giao dịch cổ phiếu lớn thì trái phiếu cũng được giao dịch nhiều hơn. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra đây không phải mối quan hệ nhân quả, chỉ có xu hướng biến động cùng

chiều vì trái phiếu và cổ phiếu cùng chịu tác động giống nhau từ những thông tin chung của doanh nghiệp. Nghiên cứu sau đó của Hotchkiss và Jostova (2007) đã khẳng định mối quan hệ giữa quy mô giao dịch cổ phiếu và quy mô giao dịch trái phiếu của doanh nghiệp phát hành. Theo đó, những doanh nghiệp mà cổ phiếu được giao dịch nhiều hơn thì trái phiếu cũng có tính thanh khoản lớn hơn.

1.2. Tổng quan các công trình nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Vay nợ ngân hàng là phương thức vay nợ chính của các doanh nghiệp tại nhiều quốc gia trên thế giới. Tuy nhiên, khi phụ thuộc quá nhiều vào nợ vay ngân hàng, nền kinh tế rất dễ phải đối mặt với khủng hoảng tài chính (Eichengreen và Luengaruemitchai, 2004). Minh chứng rõ ràng nhất đó là cuộc khủng hoảng tiền tệ Châu Á năm 1997, bắt đầu từ Thái Lan và nhanh chóng lan rộng ra nhiều quốc gia trong khu vực. Để phòng tránh tình trạng này, cần tìm kiếm các phương pháp đa dạng hóa các hình thức tài trợ, trong đó có phát hành trái phiếu doanh nghiệp (Bhattacharyay, 2013). Thị trường TPDN 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 và 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 và Luengaruemitchai, 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 và Luengaruemitchai, 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. Ngoài ra, TPDN cũng là một công cụ hiệu quả của chính sách tài chính quốc gia và là chỉ tiêu chính đo lường hiệu quả của TTTC.

1.2.1. Các công trình nghiên cứu nước ngoài

Nghiên cứu của *Hawkins (2002)* tập trung phân tích mối quan hệ giữa thị trường TPDN 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 TPDN 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 TPDN. 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 TPDN nói riêng.

Eichengreen và 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. Bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS), nghiên cứu đã kiểm định 15 yếu tố tác động đến quy mô của thị trường trái phiếu. Các yếu tố được phân loại thành một số nhóm: cơ cấu (quy mô của nền kinh tế và độ mở của nền kinh tế), tài chính (quy mô hệ thống ngân hàng và chênh lệch lãi suất), sự phát triển (thu nhập bình quân đầu người và thể chế) và các yếu tố vĩ mô (chính sách tài khóa, tỷ giá hối đoái và lãi suất). 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 TPDN.

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 TPDN 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, quy mô của hệ thống ngân hàng, giai đoạn phát triển của nền kinh tế và sự chênh lệch lãi suất. Tương tự **Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004)**, **Bhattacharyay (2013)** cho rằng những quốc gia có quy mô nhỏ sẽ không có khả năng phát triển thị trường trái phiếu hiệu quả, có tổ chức tốt để hấp dẫn các doanh nghiệp và các NĐT tiềm năng. Nếu quy mô vốn của thị trường không đủ lớn, các NĐT sẽ không muốn tham gia thị trường. Vì thế, quy mô của nền kinh tế cần đạt được một mức nhất định để có thể tác động tới quyết định tài chính của các NĐT trong việc tham gia vào thị trường TPDN. Tại những nền kinh tế có độ mở lớn, thị trường TPDN cũng phát triển hơn do hạn chế được sự cạnh tranh thị trường. Ví dụ như các NHTM – với vị thế là nguồn tài trợ chính cho các doanh nghiệp tại phần lớn những nước đang phát triển – sẽ tìm cách hạn chế sự phát triển của thị trường TPDN nhằm ngăn chặn sự giảm thị phần cho vay. Điều này sẽ được giảm thiểu khi nền kinh tế được tiếp cận với thương mại quốc tế nhiều hơn. Và với nền kinh tế mở, hệ thống ngân hàng sẽ đóng vai trò là nhà tạo lập

thị trường và nhà môi giới giúp thúc đẩy sự phát triển của thị trường TPDN. Vì thế, hệ thống ngân hàng có quy mô lớn và phát triển sẽ làm tăng tính thanh khoản của TPDN. Ngoài ra, những quốc gia phát triển sẽ có thị trường TPDN phát triển hơn những quốc gia kém hoặc đang phát triển. Nguyên nhân là do những quốc gia này có đầy đủ các tổ chức để hỗ trợ thị trường, đảm bảo việc thực hiện hợp đồng và quyền lợi của các nhà đầu tư. Tác giả cũng cho rằng, biến động lãi suất trên thị trường sẽ làm giảm nhu cầu đầu tư của các NĐT vì rủi ro khi đầu tư vào TPDN lúc này là không rõ ràng.

Mở rộng các nghiên cứu trước đó, nghiên cứu của **Kowalewski và Pisany (2017)** được thực hiện trên 10 quốc gia châu Á trong khoảng thời gian từ 1995 đến 2014 đã kiểm định một số yếu tố tác động tới quy mô phát hành TPDN. Nhóm tác giả đã mở rộng các nghiên cứu hiện tại bằng cách sử dụng nhiều yếu tố hơn và trong khoảng thời gian dài hơn, bao gồm cả 2 cuộc khủng hoảng tài chính 1997 và 2008. Sử dụng ước lượng GLS, nghiên cứu 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 TPDN 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 và cộng sự (2007)**, được xếp hạng từ 0 – 4 tương ứng mức độ từ yếu đến mạnh. 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 TPDN tăng. Đặc biệt, nghiên cứu phân loại các doanh nghiệp phát hành trái phiếu thành nhóm tài chính và phi tài chính và xác định được sự khác biệt giữa các yếu tố tác động tới quy mô trái phiếu của các doanh nghiệp tài chính và phi tài chính.

Thêm một nghiên cứu nữa về thị trường TPDN châu Á nhưng trên góc độ khác so với những nghiên cứu ở trên. Nghiên cứu của **Mizen và Tsoukas (2014)** liên quan đến hành vi phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp tại một số quốc gia châu Á, cụ thể là các yếu tố tác động tới quyết định phát hành của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả cho rằng có cả các yếu tố ở mức vĩ mô (tương tự như **Eichengreen và Luengaruemitchai (2004)**) và ở mức vi mô tác động tới quyết định phát hành của doanh nghiệp. Quy mô thị trường TPDN được coi như khả năng phát hành của doanh nghiệp đó và được xem xét trên hai góc độ của thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Trong đó, quy mô trên thị trường sơ cấp được xác định bằng quy mô phát hành và quy mô của thị trường thứ cấp được xác định bằng tính thanh khoản. Kết quả cho thấy, quy mô và tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều với quy mô phát hành có nghĩa là doanh nghiệp có quy mô càng lớn và tăng trưởng doanh thu càng

nhiều sẽ càng có nhiều khả năng phát hành trái phiếu. Xác suất phát hành trái phiếu cũng giảm dần theo số năm công ty được niêm yết trên TTCK cho thấy trái phiếu và cổ phiếu là hai sản phẩm thay thế.

Ở phạm vi toàn cầu, áp dụng mô hình của *Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004)*, *Braun và 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 TPDN – nhưng phần lớn tập trung tại các quốc gia phát triển và chỉ có hơn 7 nghìn trái phiếu tại các thị trường kém phát triển – trong giai đoạn 1995 đến 2004. Kết quả hồi quy OLS 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. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng trong điều kiện lạm phát cao thì kỳ hạn của trái phiếu sẽ có xu hướng giảm đáng kể. 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 TPDN tại các quốc gia này dựa trên hệ thống số liệu đa dạng. Nghiên cứu được thực hiện trên thị trường TPDN của 62 quốc gia có nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 2004 – 2013. Nghiên cứu phân chia thị trường TPDN 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 TPDN tại các quốc gia có nền kinh tế mới nổi. Kết quả của phân tích tương quan cho thấy hệ số tương quan của các biến độc lập hầu như đều $< 0,7$, cho thấy mức độ tương quan lỏng đối với biến phụ thuộc. Kết quả kiểm định theo FEM cho thấy quy mô của thị trường TPCP, 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 TPDN trong nước. Quy mô TPDN 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 TPDN bị tác động bởi quy mô thị trường TPCP, 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 và Luengnaruemitchai (2004)*, *Mu và 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 POLS, FEM, REM và GMM (Generalized Method of Moments - ước lượng dữ liệu bảng động với biến công cụ). Với 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 TPDN. Ngược lại, thể chế có tác động thuận chiều tới quy mô của thị trường TPCP nhưng lại có tác động tới thị trường TPDN tại châu Phi. Với 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 TPDN châu Phi. Nghiên cứu cá biệt về thị trường TPDN 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 TPDN. 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 TPDN 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 TPDN Ấn Độ bởi **Maurya và Mishra (2016)** cũng cho những kết luận không quá tương đồng với những nghiên cứu về các thị trường mới nổi trước đó. Theo **Maurya và Mishra (2016)**, thị trường TPDN 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 TPDN tại các quốc gia có nền kinh tế mới nổi.

Bảng 1. 3: Tổng hợp các nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN sơ cấp và giả thuyết của tác giả

Yếu tố	Hướng tác động	Tác giả (năm)	Giả thuyết của tác giả
Quy mô của nền kinh tế	+	Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004); Braun và Briones (2006); Bhattacharyay (2011; 2013); Mu và cộng sự (2013)	+
Độ mở của nền kinh tế	+	Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004); Bhattacharyay (2013)	+
Giai đoạn phát triển của nền kinh tế	+	Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004); Braun và Briones (2006); Bhattacharyay (2013); Mu và cộng sự (2013); Nguyễn Hòa	+

		Nhân và cộng sự (2014);Fredrick (2014), Tendulkar (2015), Maurya và Mishra (2016)).	
Chênh lệch lãi suất	-	Bhattacharyay (2013);Fredrick (2014)	-
Quy mô của hệ thống ngân hàng	-/+	Bhattacharyay (2013); (Hawkins, 2002); Hwang (2016), Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004)	-/+
Biến động tỷ giá	-	Fredrick (2014); Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004), Bhattacharyay (2011; 2013), Mu và cộng sự (2013)	-
Dự trữ ngoại hối	+	Maurya và Mishra (2016)	+
Quyền chủ nợ	+	LaPorta và cộng sự (1998) Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004), Braun và Briones (2006), Mu và cộng sự (2013), Gu và Kowalewski (2015); Kowalewski và Pisany (2017).	+

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Nhìn chung các nghiên cứu trên đều đề cập đến quy mô thị trường TPDN trên góc độ giá trị TPDN hiện hành hoặc giá trị TPDN phát hành. Tuy nhiên, thị trường TPDN bao gồm cả thị trường TPDN sơ cấp và thứ cấp. Vì vậy, để đánh giá đầy đủ về quy mô của thị trường nói chung cần xem xét cả quy mô giao dịch trên thị trường thứ cấp (*Mizen và Tsoukas, 2014*).

Một trong các nghiên cứu tiêu biểu về quy mô giao dịch của TPDN là nghiên cứu của *Alexander và cộng sự (2000)*, được thực hiện trên 60 trái phiếu trong khoảng thời gian từ tháng 10 năm 1994 đến tháng 7 năm 1997. Nghiên cứu tập trung vào kiểm định các yếu tố tác động đến quy mô giao dịch của các TPDN có lợi suất cao (high-yield) – là các trái phiếu có mức độ rủi ro cao hơn thông thường (thường được xếp hạng B hoặc C). Kết quả của nghiên cứu khẳng định khối lượng phát hành và tuổi của trái phiếu là hai yếu tố có tác động mạnh mẽ tới quy mô giao dịch của nhóm trái phiếu này. Khối lượng phát hành càng lớn thì quy mô giao dịch cũng càng lớn và trái phiếu có tuổi càng lớn thì lại càng ít được giao dịch. Theo đó, các nhà môi giới có thể giảm bớt chi phí quản lý khi nắm giữ khối lượng lớn trái phiếu. Điều này sẽ làm giảm chi phí giao dịch cho

các nhà đầu tư. Khi đó, các trái phiếu này sẽ được giao dịch thường xuyên hơn. Thông thường, sau khi phát hành, trái phiếu sẽ nằm trong danh mục của các nhà đầu tư thích nắm giữ đến khi đáo hạn. Theo thời gian, các nhà đầu tư này sẽ ngày càng nắm giữ thêm nhiều trái phiếu. Họ chỉ giao dịch một số lượng rất ít trái phiếu. Khi đó, các nhà môi giới sẽ đòi hỏi chi phí cao hơn và trái phiếu sẽ trở nên kém thanh khoản. *Alexander và cộng sự (2000)* cho rằng trái phiếu được giao dịch nhiều nhất trong 2 năm đầu tiên sau khi phát hành.

Ngoài ra, *Alexander và cộng sự (2000)* cũng nhận ra rằng quy mô giao dịch không phải là thước đo hoàn hảo cho tính thanh khoản bởi trong một số thời kỳ trái phiếu có tính thanh khoản thấp vẫn có quy mô giao dịch lớn. Vì thế, nghiên cứu đã bổ sung thêm các biến kiểm soát là các yếu tố không – thanh khoản như: rủi ro phá sản (default risk) và biến động lợi nhuận (return volatility). Kết quả cho thấy các biến này đều có tác động cùng chiều tới quy mô giao dịch.

Wahyudi và Robbi (2009) áp dụng mô hình của *Alexander và cộng sự (2000)* để kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của 206 trái phiếu (bao gồm cả TPCP) tại Indonesia giai đoạn đầu năm 2009. Về cơ bản, các kết quả của nghiên cứu này đều tương đồng với nghiên cứu của *Alexander và cộng sự (2000)*. Ngoại trừ quy mô phát hành của trái phiếu có tác động tiêu cực tới quy mô giao dịch của trái phiếu.

Kế thừa kết quả của *Alexander và cộng sự (2000)*, *Hotchkiss và Jostova (2007)* đã mở rộng phạm vi nghiên cứu, thực hiện một phân tích về các yếu tố tác động đến quy mô giao dịch của 17.000 TPDN của 4.151 doanh nghiệp tại Mỹ trong giai đoạn 1995 – 1999. Nghiên cứu phân loại trái phiếu thành 2 nhóm: trái phiếu có lợi suất cao (high – yield) và trái phiếu trong điểm đầu tư (investment – grade) – là trái phiếu có mức độ rủi ro thấp và phân tích tác động của các yếu tố đối với quy mô giao dịch của từng nhóm trái phiếu.

Tương đồng với nghiên cứu của *Alexander và cộng sự (2000)*, *Hotchkiss và Jostova (2007)* khẳng định quy mô phát hành và tuổi của trái phiếu đều có tác động mạnh tới quy mô giao dịch của cả hai loại trái phiếu và có tác động lớn hơn đối với trái phiếu ở điểm đầu tư. Nghiên cứu cũng có kết luận tương tự với *Alexander và cộng sự (2000)* về tác động của RRTD đối với trái phiếu có lợi suất cao, nghĩa là trái phiếu có mức độ rủi ro càng cao càng ít được giao dịch. Ngược lại, đối với trái phiếu trong điểm đầu tư, RRTD có tác dụng thuận chiều, tức là trái phiếu có mức độ rủi ro càng thấp càng ít được giao dịch.

Đồng thời, *Hotchkiss và Jostova (2007)* chỉ ra quy mô giao dịch của TPDN chịu tác động tiêu cực của biến động lợi nhuận, tức là trái phiếu có mức độ biến động lợi nhuận càng lớn thì càng ít được giao dịch. Kết quả này được áp dụng đối với cả 2 nhóm trái phiếu và không tương đồng với nghiên cứu của *Alexander và cộng sự (2000)*. Nghiên cứu cũng chỉ ra quy mô giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp có tác động tích cực tới quy mô giao dịch của cả hai nhóm trái phiếu, nghĩa là doanh nghiệp có cổ phiếu được giao dịch nhiều thì quy mô giao dịch trái phiếu của doanh nghiệp sẽ tăng lên.

Bảng 1.4: Tổng hợp các nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN thứ cấp và giả thuyết của tác giả

Yếu tố	Hướng tác động	Tác giả (năm)	Giả thuyết của tác giả
Khối lượng phát hành (size)	+/-	Alexander và cộng sự (2000); Hotchkiss và Jostova (2007) và Wahyudi và Robbi (2009)	+/-
Tuổi của trái phiếu	-	Alexander và cộng sự (2000); Hotchkiss và Jostova (2007); Wahyudi và Robbi (2009)	+ nếu $t < 2$ năm
Rủi ro phá sản	+/-	Alexander và cộng sự (2000); Hotchkiss và Jostova (2007); Wahyudi và Robbi (2009);	+/-
Biến động giá (lợi nhuận)	+/-	Harris và Raviv (1993); Alexander và cộng sự (2000); Hotchkiss và Jostova (2007)	+/-
Quy mô giao dịch cổ phiếu	+	Hotchkiss và Jostova (2007)	+

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

1.2.2. Các công trình nghiên cứu trong nước

Tại Việt Nam, vai trò của thị trường TPDN đối với nền kinh tế nói chung và các doanh nghiệp nói riêng đã được đề cập từ lâu. Chính phủ đã có nhiều văn bản pháp quy về các hoạt động trên thị trường TPDN như Quyết định 1191/QĐ – TTg, Nghị định 53/2009/NĐ – CP, Nghị định 90/2011/NĐ – CP, Luật Chứng khoán sửa đổi 2010, Nghị định 58/2012/NĐ – CP, Nghị định 60/2015/NĐ – CP, Thông tư 162/2015/TT – BTC,

Nghị định 163/2018/NĐ – CP. Các văn bản pháp luật này có quy định cụ thể về các hoạt động trên thị trường TPDN. Trong đó, Nghị định 90 được coi là văn bản chính định hình thị trường TPDN Việt Nam. Tuy nhiên, Nghị định 90 hiện nay bị đánh giá là đã lỗi thời và đã xuất hiện nhiều bất cập, hạn chế. Vì thế, Chính phủ đã ban hành Nghị định 163/2018/NĐ – CP để thay thế.

Nghiên cứu của *Trần Thị Thanh Tú (2007)* đã sử dụng phương pháp thống kê mô tả để so sánh và phân tích số liệu về thị trường TPDN Việt Nam trong giai đoạn 2003 – 2007. Theo tác giả, các TPDN được phát hành trong thời gian đó chủ yếu là các trái phiếu với kỳ hạn dài, thuộc về các doanh nghiệp Nhà nước đã cổ phần hóa hoặc những doanh nghiệp lớn, đầu ngành. Những doanh nghiệp này có đủ uy tín để vay vốn từ ngân hàng nhưng nhu cầu vốn lớn, kỳ hạn dài nên một ngân hàng khó có thể đáp ứng đủ. Doanh số phát hành tuy có xu hướng tăng hàng năm nhưng vẫn còn rất nhỏ bé so với quy mô tín dụng ngân hàng. Thị trường TPDN thứ cấp cũng gần như không có trái phiếu được giao dịch. Nghiên cứu đã chỉ ra một số nguyên nhân của tình trạng này là trái phiếu chưa được xếp hạng bởi tổ chức XHTD chuyên nghiệp, chi phí phát hành cổ phiếu thấp, thiếu vắng các nhà tạo lập thị trường và giá trái phiếu ít biến động. Nghiên cứu của *Trịnh Mai Vân (2010)* và *Phan Thị Thu Hiền (2014)* cho rằng ngoài những nguyên nhân trên, khuôn khổ pháp lý về TPDN chưa đầy đủ và thiếu minh bạch thông tin cũng là nguyên nhân góp phần tạo nên sự kém phát triển của thị trường TPDN Việt Nam.

Có thể nói nghiên cứu của *Vuong và Tran (2010)* là một trong các nghiên cứu đầu tiên phân tích thực trạng của thị trường TPDN Việt Nam giai đoạn 1992 – 2009 tại nhiều phương diện khác nhau trên một bộ dữ liệu lớn và tương đối đầy đủ. Theo nhóm tác giả, việc phát hành TPDN tập trung vào một số doanh nghiệp hoặc tập đoàn lớn, chủ yếu là các doanh nghiệp Nhà nước và sự cạnh tranh của các doanh nghiệp Nhà nước hay các doanh nghiệp lớn đã hạn chế khả năng huy động nợ từ thị trường của các DNNVV.

HNX cũng đã xây dựng đề án về phát triển thị trường TPDN Việt Nam (*HNX, 2016*). Trong đó đã mô tả thực trạng của thị trường trong những năm gần đây về quy mô phát hành, quy mô giao dịch, tổ chức thị trường,... Theo *HNX (2016)*, thị trường TPDN Việt Nam vẫn còn rất nhiều hạn chế, có tiềm năng phát triển rất rộng trong tương lai. Trên cơ sở so sánh với thị trường TPDN của một số nước trong khu vực, *HNX (2016)* đã đưa ra một số khuyến nghị để phát triển thị trường TPDN Việt Nam trong tương lai.

Nghiên cứu của *Nguyễn Hòa Nhân và 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 để xem xét mối quan hệ giữa

quy mô TPDN hiện hành và một số biến số vĩ mô. Nghiên cứu đã sử dụng mô hình GMM để hồi quy bộ dữ liệu mảng về các yếu tố vĩ mô tác động tới quy mô TPDN hiện hành. Các yếu tố vĩ mô được xem xét bao gồm giá trị trái phiếu kỳ trước, độ mở của nền kinh tế, tỷ giá hối đoái, quy mô hệ thống ngân hàng, giai đoạn phát triển của nền kinh tế. 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 TPDN 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 TPDN hiện hành tại Việt Nam.

Gần đây nhất, *Nguyễn Thị Nhung và Trần Thị Thanh Tú (2019)* đã tổng hợp 11 nhóm tiêu chí đánh giá tính thanh khoản của thị trường TPDN từ nhiều nghiên cứu khác. Từ đó, nhóm tác giả đã lựa chọn một số tiêu chí phù hợp để đo lường tính thanh khoản trên thị trường TPDN Việt Nam. Trong đó, quy mô phát hành, dư nợ hiện hành và tốc độ tăng trưởng là các tiêu chí được lựa chọn nhằm đo lường tính thanh khoản của thị trường sơ cấp. Tính thanh khoản của thị trường thứ cấp được đo bằng KLGD, tốc độ tăng trưởng và hệ số vòng quay (Tỷ lệ giữa KLGD và khối lượng lưu hành). Sau đó, nghiên cứu đã so sánh các số liệu này của thị trường TPDN Việt Nam và một số quốc gia khác trên thế giới để rút ra một số nhận xét về tính thanh khoản trên thị trường hiện nay. Từ đó, nhóm tác giả cũng đánh giá về nguyên nhân của thực trạng thanh khoản kém của thị trường và đưa ra một số khuyến nghị nhằm cải thiện tình hình này.

1.2.3. Khoảng trống nghiên cứu

Quy mô phát hành và quy mô giao dịch là hai thành tố cơ bản của quy mô thị trường TPDN. Việc xác định đúng các yếu tố tác động tới hai thành tố này sẽ giúp các nhà quản lý thị trường nói riêng và các thành viên tham gia nói chung xây dựng các biện pháp tác động nhằm thúc đẩy quy mô của thị trường TPDN. Tại các quốc gia có TTTC phát triển, đã có nhiều nghiên cứu về nội dung này. Tuy nhiên do đặc điểm về thể chế và hạ tầng dành cho TPDN của các quốc gia này ở mức cao hơn nên những nghiên cứu này khó có thể đại diện cho thị trường Việt Nam. Vì thế, việc có nghiên cứu riêng về xác định các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN Việt Nam là cần thiết.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về TPDN chủ yếu ở dạng thống kê, mô tả số liệu và có rất ít nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN. Đối với quy mô của thị trường TPDN sơ cấp, nghiên cứu của *Nguyễn Hòa Nhân và cộng sự (2014)* là nghiên cứu đầu tiên sử dụng mô hình phân tích hồi quy. 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 TPDN Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu về quy mô thị trường TPDN Việt Nam chủ yếu tập trung vào quy mô phát hành. Quy mô giao dịch của TPDN trên thị trường thứ cấp là vấn đề ít được nghiên cứu. Đặc biệt là chưa có nghiên cứu nào sử dụng mô hình hồi quy để xem xét các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của TPDN Việt Nam.

TÓM TẮT CHƯƠNG 1

Do thị trường TPDN là một bộ phận quan trọng của nhiều nền kinh tế nên tăng quy mô của thị trường TPDN là vấn đề tất yếu của mỗi quốc gia. Vì thế, các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN là mối quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu. Nội dung của chương 1 nhằm tổng quan cơ sở lý thuyết về thị trường TPDN, quy mô thị trường TPDN, qua đó làm rõ các khái niệm về hai nội dung này và cách thức đo lường quy mô của thị trường. Đồng thời, chương 1 cũng tổng quan các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN. Đây là cơ sở để xây dựng mô hình nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN Việt Nam trong các chương sau.

CHƯƠNG 2

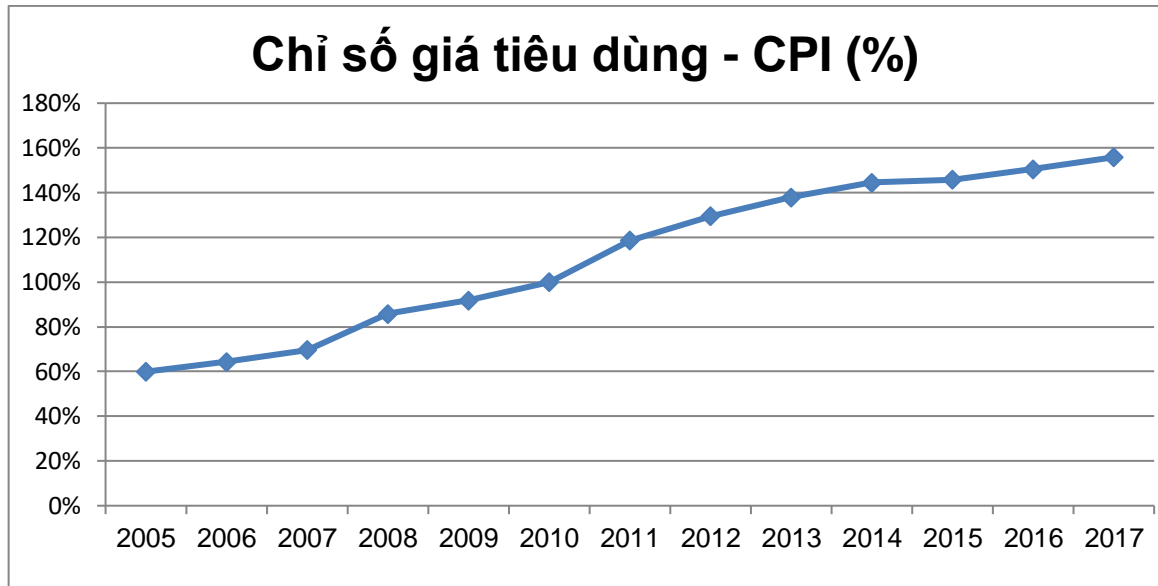
THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

2.1. Khái quát môi trường kinh tế Việt Nam giai đoạn 2005 – 2017

Nền kinh tế Việt Nam đã có sự tăng trưởng cao, GDP đạt mức bình quân hơn 7% trong nhiều năm liên tục. Năm 2005, GDP Việt Nam đạt gần 8%. Năm 2006, Việt Nam trở thành thành viên thứ 150 của tổ chức thương mại thế giới (WTO), tạo cơ hội lớn trong tiến trình hội nhập nền kinh tế toàn cầu.

Theo báo cáo về tình hình KT – XH của Chính phủ (2007), 2007 là năm nền kinh tế Việt Nam có mức tăng trưởng tốt, GDP đạt 7,13%, các vấn đề kinh tế vĩ mô cơ bản đều được có kết quả khả quan: thặng dư trong cán cân thanh toán quốc tế, dự trữ ngoại tệ tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ năm 2006, có thêm nhiều công trình mới được đưa vào sử dụng, tổng vốn đầu tư toàn xã hội ước tính gần 465 nghìn tỷ đồng – chiếm 40,6% GDP và tăng hơn 16% so với năm trước, các nguồn vốn của Nhà nước hay ODA và FDI cũng có tốc độ tăng khá nhanh, TTCK phát triển khá nhanh – đóng vai trò là kênh huy động vốn dài hạn quan trọng của các doanh nghiệp.

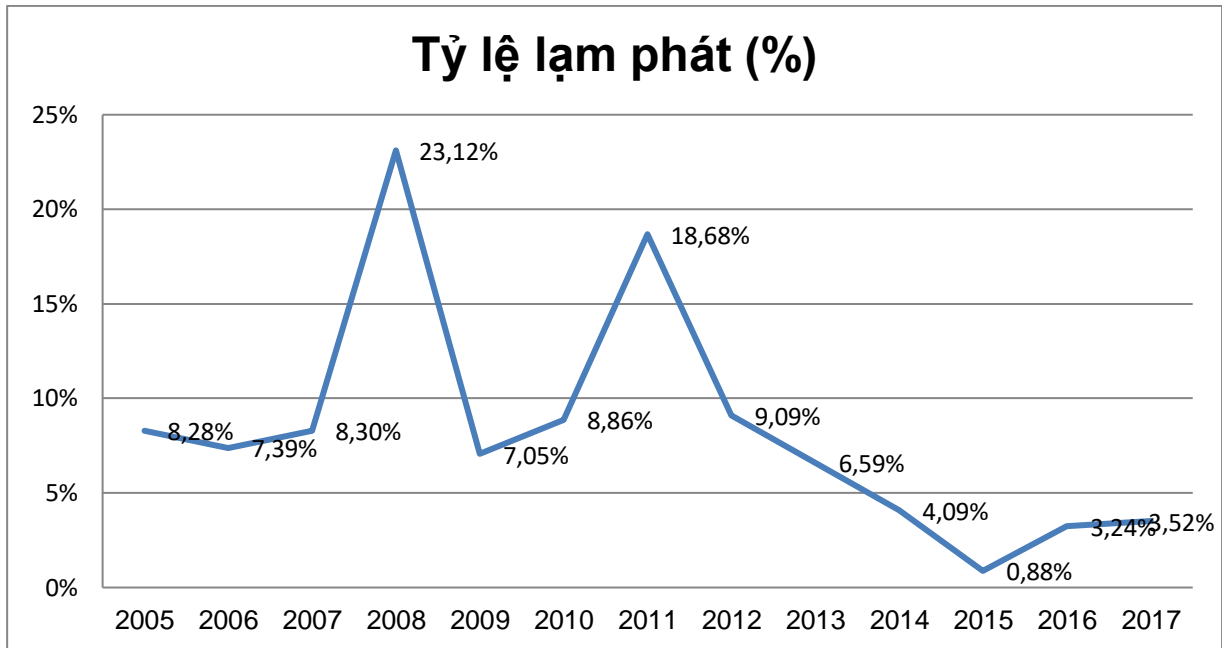
Năm 2008, thế giới đối mặt với cơn bão khủng hoảng tài chính toàn cầu. Khủng hoảng ảnh hưởng mạnh tới Việt Nam, như thương mại, đầu tư, kiều hối, ODA, du lịch, cùng với yếu kém về thể chế của các tập đoàn kinh tế nhà nước đã tạo nên tình trạng suy thoái kinh tế giai đoạn 2009 – 2012. Sau 2007, GDP bắt đầu sụt giảm, còn 5,4% năm 2009, lạm phát kéo dài, năm 2011 lạm phát ở mức trên 18%, nợ công gia tăng, nhập siêu 2011 ước 9,5 tỷ USD, nợ nước ngoài của Việt Nam tăng trên 42%/GDP. Dự nợ tín dụng của hệ thống NHTM tăng nhanh. Cho đến năm 2010 đã tăng gấp 12 lần so với dự nợ tín dụng năm 2001. Tốc độ tăng trưởng dự nợ tín dụng liên tục tăng và ở mức khá cao, bình quân khoảng 30,0%. Riêng năm 2007, dự nợ tín dụng tăng đến 53,0%, góp phần gia tăng bong bóng trên TTCK và BĐS, đẩy hệ thống NHTM vào thiếu thanh khoản trầm trọng. Cùng với lạm phát, lãi suất cho vay của NHTM tăng mạnh và nhanh dẫn đến gia tăng chi phí vay nợ cho các doanh nghiệp. Nhiều doanh nghiệp phải đóng cửa, dừng hoạt động.



Nguồn: Worldbank ngày 5/3/2019

Hình 2.1: Chỉ số giá tiêu dùng - CPI giai đoạn 2005 – 2017

Báo cáo của Chính phủ về tình hình KT - XH (2008) phản ánh có trên 3.100 công trình dự án đã bị đình hoãn, giãn tiến độ. Đầu tư công giảm mạnh là cú sốc với nhiều doanh nghiệp, dẫn đến nhiều doanh nghiệp thiếu vốn, phải chuyển sang vay ngân hàng; tuy nhiên để chống lạm phát, NHNN quyết định chính sách thắt chặt tiền tệ, hạn chế việc cung tiền cho nền kinh tế. Tình trạng khó khăn kéo dài cùng với những bất ổn của nền kinh tế vĩ mô. Đến năm 2013, tình trạng của nền kinh tế vẫn chưa được cải thiện nhiều: vẫn có nhiều doanh nghiệp bị giải thể hoặc ngừng hoạt động do sản xuất kinh doanh khó khăn, nợ xấu cao, nhiều ngành nghề (như công nghiệp, xuất khẩu nông sản, ...) vẫn có tốc độ tăng trưởng rất chậm, GDP không đạt được kế hoạch đề ra (5,4% so với kế hoạch 5,5%), ...(Theo báo cáo của Chính phủ về tình hình KT - XH (2008; 2013)).



Nguồn: Worldbank ngày 5/3/2019

Hình 2.2: Tỷ lệ lạm phát giai đoạn 2005 – 2017

Theo đánh giá của các chuyên gia MAG (2014), nền kinh tế Việt nam vẫn chưa thoát khỏi vùng trũng suy giảm kéo dài từ 2010. Tuy lạm phát giảm song kinh tế vẫn trì trệ, thâm hụt ngân sách 5,3%, tăng so với 2012, nợ xấu tăng cao, thất nghiệp tăng, thị trường bất động sản suy giảm. Năm 2014, GDP đạt 5,98%, 2015 – 2017 GDP đạt trên 6% (6,68%, 6,21%, 6,81%) là dấu hiệu cho thấy nền kinh tế đang trên đà hồi phục. Theo báo cáo của Chính phủ về tình hình KT – XH (2016; 2017), nền kinh tế vĩ mô thời gian này bắt đầu ổn định, nợ xấu tiếp tục được xử lý gắn với nâng cao chất lượng tín dụng, bảo đảm thanh khoản và an toàn hệ thống, vốn huy động cho đầu tư phát triển được tăng lên, mức vốn hóa thị trường chứng khoán đạt 63% GDP, dự trữ ngoại hối đạt trên 40 tỷ USD – cao nhất từ trước đến nay, nợ công và thâm hụt ngân sách đang được kiểm soát tốt. Phát triển kinh tế dần đi vào chiều sâu với cải cách thể chế, cải thiện môi trường kinh doanh: giảm các thủ tục kinh doanh, ban hành các Luật, đẩy nhanh cổ phần hóa các DNNN, tiếp tục tái cơ cấu hệ thống tài chính.

2.2. Khái quát thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

2.2.1. Sự hình thành thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

Luật Công ty ra đời năm 1990, quy định các CTCP được phép phát hành, giao dịch và kinh doanh trái phiếu. Sau khi Chính Phủ ban hành Nghị định số 120/NĐ – CP ngày 17/9/1994, một số doanh nghiệp đã bước đầu sử dụng hình thức phát hành trái phiếu để huy động vốn và tiến hành hoạt động mua bán trái phiếu, nhưng với số lượng rất ít.

Từ khi có Thể lệ phát hành trái phiếu của các TCTD (Quyết định số 212/QĐ – NH1 ngày 22/09/1994), một số NHTM cũng bắt đầu phát hành trái phiếu. Ngày 11/7/1998, Nghị định số 48/1998/NĐ – CP của Chính Phủ về chứng khoán và thị trường chứng khoán ra đời. Sau đó là Thông tư số 01/1998/TT – UBCK của UBCK hướng dẫn Nghị định số 48/1998/NĐ – CP về phát hành cổ phiếu, trái phiếu ra công chúng đã tạo hành lang pháp lý khá đầy đủ cho việc phát hành, niêm yết và giao dịch TPDN trên TTCK. Nghị định 144/2003/NĐ – CP ra đời ngày 28/11/2003, thay thế cho Nghị định số 48, qui định hành lang pháp lý cụ thể hơn cho phát hành trái phiếu.

Ngay từ những năm 1994, một số doanh nghiệp nhà nước có nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, đã được BTC phê duyệt phương án phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, kết quả huy động thấp; số lượng các doanh nghiệp có nhu cầu huy động vốn thông qua hình thức phát hành trái phiếu còn ít.

Ngày 1/7/1996 CTCP Cơ điện lạnh REE phát hành trái phiếu chuyển đổi với quy mô 5 tỷ USD, lãi suất 4,5% năm, tiền lãi được thanh toán 6 tháng một lần. Năm 1997, Công ty thép Miền Nam phát hành 9,2 tỷ đồng trái phiếu với kỳ hạn 25 – 30 năm, lãi suất thay đổi hàng năm, đối tượng mua trái phiếu là cán bộ, công nhân viên của công ty.

Trước 2006, lượng doanh nghiệp phát hành trái phiếu còn hạn chế, chủ yếu tập trung ở các NHTM, CTCK và một số tổng công ty lớn của Nhà nước, hoặc CTCP do nhà nước chi phối. Các trái phiếu này chủ yếu giao dịch tự do, do vậy tính thanh khoản thấp. Từ 2006 đến 2010, thị trường TPDN đã có những bước phát triển mạnh sau khi Chính phủ ban hành Nghị định 52/CP về việc cho phép các doanh nghiệp phát hành trái phiếu theo hình thức riêng lẻ.

2.2.2. Môi trường pháp lý

Hoạt động phát hành và kinh doanh TPDN chịu ảnh hưởng của môi trường pháp lý như Luật Doanh nghiệp, Luật Chứng khoán, Luật phá sản và các văn bản hướng dẫn thi hành.

- Ngày 29/06/2006 Luật chứng khoán đã được ban hành thay thế cho Nghị định 144/2003/NĐ – CP. Ngày 24/11/2010 Luật số 62/2010/QH12 được ban hành nhằm sửa đổi bổ sung một số điều trong Luật chứng khoán 2006.

- Phát hành TPDN đại chúng trong nước: Thực hiện theo quy định tại Luật Chứng khoán, Nghị định 58/2012/NĐ – CP ban hành ngày 20/06/2012 và Nghị định 60/2015/NĐ – CP (hướng dẫn thi hành Luật Chứng khoán). Thông tư số 204/2012/TT – BTC được thay thế bởi Thông tư số 162/2015/TT – BTC ngày 26/10/2015, hướng dẫn phát hành chứng khoán ra công chúng,

- Phát hành TPDN riêng lẻ trong nước: Nghị định số:163/2018/NĐ – CP ngày 04 tháng 12 năm 2018 của Chính phủ thay thế cho nghị định số 90/2011/NĐ – CP.

- Nghị định số 53/2009/NĐ – CP về phát hành trái phiếu quốc tế hướng dẫn tổ chức nước ngoài thực hiện phát hành TPDN tại Việt Nam và cho phép các doanh nghiệp Việt Nam phát hành ra nước ngoài yêu cầu doanh nghiệp phải xin ý kiến của NHNN về việc đảm bảo giới hạn vay nợ quốc gia do Thủ tướng quy định.

Việc phân định phạm vi pháp lý điều chỉnh hoạt động phát hành TPDN được tổng hợp theo bảng sau:

Bảng 2.1: Quy định pháp lý về phát hành TPDN

Nội dung	Phát hành đại chúng (Luật chứng khoán; NĐ 58,60; TT 162)	Phát hành riêng lẻ (Luật chứng khoán; NĐ 163)
Phạm vi điều chỉnh	“Phát hành đại chúng là một trong 03 hình thức sau: - Bằng phương tiện thông tin đại chúng, bao gồm cả Internet. - Chào bán cho 100 NĐT trở lên, không kể NĐT chuyên nghiệp; - Chào bán cho một số lượng NĐT không xác định.”	“Phát hành riêng lẻ là hình thức: - Phát hành cho dưới 100 NĐT, không kể NĐT chuyên nghiệp; - Không sử dụng phương tiện thông tin đại chúng hoặc Internet”
Thủ tục đăng ký phát hành	“Đăng ký với UBCKNN và chỉ được phát hành sau khi UBCKNN cấp giấy chứng nhận đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng”	“Báo cáo Sở GDCK trước khi phát hành.”
Điều kiện phát hành	“a) Có mức vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký chào bán từ mười tỷ đồng Việt Nam trở lên; b) Hoạt động kinh doanh của năm liền trước phải có lãi, đồng thời không có lỗ lũy kế, không có các	“a) Có quyết định của Đại hội đồng cổ đông hoặc Hội đồng quản trị thông qua phương án chào bán và sử dụng số tiền thu được từ đợt chào bán; xác định rõ đối tượng, số lượng NĐT;

Nội dung	Phát hành đại chúng (Luật chứng khoán; ND 58,60; TT 162)	Phát hành riêng lẻ (Luật chứng khoán; ND 163)
	<p>khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm;</p> <p>c) Có phương án phát hành, phương án sử dụng và trả nợ vốn thu được từ đợt chào bán được Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên hoặc Chủ sở hữu công ty thông qua;</p> <p>d) Có cam kết thực hiện nghĩa vụ của tổ chức phát hành đối với nhà đầu tư;</p> <p>e) Các điều kiện khác.”</p>	<p>b) Việc chuyển nhượng cổ phần, trái phiếu chuyển đổi chào bán riêng lẻ bị hạn chế tối thiểu một năm, kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán, trừ trường hợp chào bán riêng lẻ theo chương trình lựa chọn cho người lao động trong công ty, chuyển nhượng chứng khoán đã chào bán của cá nhân cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp, chuyển nhượng chứng khoán giữa các NĐT chứng khoán chuyên nghiệp, theo quyết định của Tòa án hoặc thừa kế theo quy định của pháp luật;</p> <p>c) Các đợt chào bán cổ phần hoặc trái phiếu chuyển đổi riêng lẻ phải cách nhau ít nhất sáu tháng.”</p>
	<p>“Ngoài việc phải tuân thủ quy định trên, đối với một số doanh nghiệp đặc thù muốn phát hành TPDN vẫn phải xin giấy phép hoặc văn bản chấp thuận của Bộ ngành liên quan đến mục đích phát hành. “</p>	
Công bố thông tin	<p>Công bố thông tin về dự án phát hành trái phiếu</p> <p>Nghị định 163 quy định “doanh nghiệp không được công bố thông tin về phát hành riêng lẻ TPDN trên Internet để mời NĐT tham gia.”</p> <p>Trước và sau khi phát hành phải công bố thông tin cho NĐT mua trái phiếu và Sở GDCK.</p>	

Nguồn: HNX (2016) và tổng hợp của tác giả

Phương thức đấu thầu TPDN được quy định trong Thông tư 211, tuy nhiên chưa được triển khai trên thực tế. Thị trường cũng không có hệ thống đấu thầu chuyên biệt dành cho TPDN.

Phương thức bán lẻ chỉ áp dụng cho TCTD được bán trực tiếp cho NĐT trái

phiếu theo hướng dẫn của NHNN Việt Nam.

Các cơ quan quản lý đã yêu cầu về việc công bố thông tin đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu, xây dựng phương án phát hành trái phiếu bao gồm các nội dung cơ bản: “(i) Thông tin chung về ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh, tình hình tài chính, kết quả hoạt động; (ii) Mục đích phát hành và phương án sử dụng vốn; (iii) Khối lượng, loại hình, kỳ hạn, lãi suất danh nghĩa của trái phiếu dự kiến phát hành; (iv) Tỷ lệ chuyển đổi, thời hạn chuyển đổi, giá chuyển đổi và biên độ biến động (nếu có) đối với trái phiếu chuyển đổi, giá và thời điểm thực hiện mua cổ phiếu đổi với phát hành trái phiếu kèm chứng quyền; (v) Phương thức phát hành, tổ chức tham gia bảo lãnh phát hành, bảo lãnh thanh toán, đại lý phát hành, đại lý thanh toán gốc, lãi trái phiếu; (vi) Kế hoạch và phương thức thanh toán; (vii) Cam kết đối với trái chủ (nếu có).”

Theo HNX (2016), hệ thống văn bản pháp lý về thị trường TPDN Việt Nam chưa có nhiều điều khoản quy chuẩn hay khuyến khích để hỗ trợ thị trường thứ cấp hình thành và phát triển. Sự thiếu đầy đủ của hệ thống văn bản pháp lý về niêm yết đã tạo bất lợi cho các hoạt động niêm yết, lưu ký và thanh toán giao dịch TPDN. Về thông tin thị trường: qui định công bố thông tin công khai chỉ áp dụng cho phát hành đại chúng, vì vậy nhiều doanh nghiệp chọn phát hành riêng lẻ để hạn chế phải công bố thông tin rộng rãi; do không có quy chuẩn về đăng ký thông tin phát hành và quy chuẩn về công bố thông tin liên quan đến nghĩa vụ thực hiện quyền, hoạt động thống kê quy mô thị trường sau phát hành gặp nhiều khó khăn; không có cơ chế giám sát hay nghĩa vụ công bố thông tin minh bạch. Bộ Tài chính hiện nay là cơ quan được báo cáo đầy đủ về hoạt động phát hành TPDN, tuy nhiên chưa có hệ thống hay cơ chế ủy quyền đại lý thông tin để cung cấp ra thị trường.

2.2.3. Chủ thể tham gia thị trường

2.2.3.1. Nhà đầu tư

Trên thị trường TPDN Việt Nam, NHTM là NĐT tham gia chính, CTCK là nhà đầu tư lớn thứ hai, cá nhân chiếm tỷ trọng thấp. Đa phần phát hành TPDN là phát hành riêng lẻ. Doanh nghiệp phát hành nội bộ (cho cán bộ công nhân viên của), hoặc cho đối tác chiến lược, cho các cổ đông hiện hữu, nhằm tăng vốn, hoặc tái cơ cấu nợ. Còn lại, doanh nghiệp lựa chọn các NĐT có khả năng mua khối lượng lớn, nhanh, gọn với chi phí chấp nhận được. Trong điều kiện thị trường tài chính Việt Nam, NHTM là các nhà đầu tư có tiềm năng nhất. Giai đoạn 2006 – 2009, TPDN chủ yếu là phát hành cho cổ đông hiện hữu, nhà đầu tư chiến lược, hoặc cho cán bộ nhân viên doanh nghiệp. Giai đoạn 2010 – 2011, trong 70 đợt phát hành, thì đến trên 20 đợt là bán cho các tổ chức tài

chính (NHTM, công ty tài chính).

Bảng 2.2: Cơ cấu trái chủ tham gia thị trường phát hành 2013 – 2015

	NHTM	Quỹ đầu tư	CTCK	CTBH	Cá nhân	Khác	Tổng
Trong nước	73,24%	2,57%	15,21%	0,80%	1,87%	6,31%	100%
Nước ngoài	2,28%	41,56%	21,51%	0,00%	0,00%	34,65%	100%

Nguồn: HNX (2016)

Theo qui định NHTM xếp đầu tư trái phiếu vào vào hoạt động tín dụng để xác định hạn mức tín dụng cho doanh nghiệp (Cả cho vay và mua trái phiếu), xác định rủi ro để phân loại nợ và trích lập dự phòng. Phần lớn người dân có khoản tiết kiệm nhỏ, vì vậy họ chọn an toàn – gửi tiết kiệm tại các NHTM. Rất nhiều công ty lớn, có uy tín phát hành trái phiếu, song lãi suất kém hấp dẫn so với lãi suất tiết kiệm của nhiều NHTM cổ phần có qui mô trung bình và nhỏ; hoặc nhiều doanh nghiệp chưa đủ uy tín để phát hành trái phiếu. Vì vậy, ở thị trường trong nước, các NHTM Việt nam – tổ chức huy động tiết kiệm lớn nhất, cũng là tổ chức phân tích xếp hạng tín nhiệm chủ yếu – là chủ thể mua TPDN lớn nhất. Đây cũng là lý do TPDN sau khi phát hành ít được giao dịch vì các NHTM lớn nắm giữ đến ngày đáo hạn để hưởng lãi.

Ở thị trường trong nước, cá nhân mua TPDN chủ yếu là trái phiếu phát hành nội bộ, hoặc mua của các NHTM. Các doanh nghiệp (phi tài chính) đầu tư vào TPDN không lớn bởi vì phần lớn các doanh nghiệp Việt nam là DNVVN, vay nợ ngân hàng lớn với lãi suất cao, khó có thể đầu tư vào TPDN.

2.2.3.2. Doanh nghiệp phát hành

❖ Các doanh nghiệp phi tài chính: các doanh nghiệp phi tài chính phát hành trái phiếu nhằm huy động nguồn vốn với qui mô lớn, thời hạn dài, phục vụ cho các dự án đầu tư (BDS, giao thông, tàu thuyền, khai thác khoáng sản...). Các doanh nghiệp phi tài chính phát hành trái phiếu thường là doanh nghiệp lớn, trước 2010 chủ yếu là DNNN, sau đó các doanh nghiệp lớn bắt đầu phát hành trái phiếu (Tập đoàn Điện Lực Việt Nam, Tập đoàn Than - Khoáng sản Việt nam, Tổng công ty Sông Đà, CTCP Đầu tư Hạ Tầng Kỹ thuật HCM, FPT, Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai, Vingroup, Novaland, Hòa phát,...). Các doanh nghiệp này hầu như đều đang vay nợ tại các NHTM với hạn mức tín dụng cao, lãi suất thấp, chi phí phi lãi thấp, kèm theo các dịch vụ thanh toán, mua bán ngoại tệ rất ưu đãi. Tuy nhiên việc vay nợ gắn liền với áp lực trả gốc định kỳ (NHTM thu gốc hàng quý, hoặc nửa năm). Phát hành trái phiếu giúp cho các doanh

nghiệp này giảm áp lực chi trả, có lượng vốn với thời hạn tương đối dài, ổn định, trong khi các điều kiện khác như lãi suất, thanh khoản ... vẫn được các NHTM đảm bảo.

Nhiều doanh nghiệp phát hành cho NĐT chiến lược, các đối tác, hoặc cán bộ công nhân viên với điều kiện được chuyển đổi hành cổ phiếu (trái phiếu Hoàng Anh Gia lai, Hòa phát...). Trái phiếu thông thường chiếm tỷ trọng lớn và gia tăng trong giai đoạn 2014 – 2017 so với giai đoạn 2006 – 2012. Trái phiếu chuyển đổi trở nên hấp dẫn NĐT khi TTCK tăng trưởng nhanh, cổ phiếu các doanh nghiệp lên giá; trái phiếu chuyển đổi trong giai đoạn này thường được phát hành với lãi suất thấp, có lợi cho doanh nghiệp. Các doanh nghiệp lớn, có uy tín có cơ hội so sánh việc vay NHTM và phát hành trái phiếu về thời gian và lãi suất. Một số doanh nghiệp phát hành trái phiếu trên thị trường nước ngoài, nơi có lượng vốn ngoại tệ dồi dào và thời gian sử dụng dài so với trong nước.

❖ Các doanh nghiệp tài chính: Các NHTM, CTCK là tổ chức phát hành TPDN rất lớn tại Việt Nam. Các NHTM lớn, có uy tín, hoặc các CTCK của các NHTM đều phát hành trái phiếu (VCB, Vietinbank, Agribank, BIDV, ACB, MB, CTCK Sài Gòn, công ty tài chính Dầu khí...), gồm trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu tăng vốn, trái phiếu thông thường. Các NHTM phát hành trái phiếu để huy động vốn trung và dài hạn, để đáp ứng nhu cầu cho vay trung và dài hạn (Vì phần lớn nguồn vốn của NHTM Việt nam hiện nay có thời hạn 6 tháng – 2 năm). Trái phiếu của các NHTM là công cụ tài chính có sức hút đối với nhà đầu tư cá nhân vì tính an toàn cao, tính thanh cao, lãi suất cao hơn tiết kiệm có cùng kỳ hạn. Nhiều loại có lãi suất thả nổi nên nhà đầu tư cá nhân sẽ nắm giữ đến khi đáo hạn, và nếu cần tiền, họ có thể cầm cố để vay. Chính vì vậy thị trường giao dịch TPNH hầu như không có.

2.2.3.3. Các chủ thể khác

❖ Cơ quan quản lý

- BTC, NHNN: Là cơ quan heo dõi tình hình phát hành TPDN. NHNN theo dõi đối với TPDN phát hành quốc tế. BTC theo dõi các TPDN được phát hành với hình thức riêng lẻ.

- UBCKNN: Là đơn vị thuộc BTC và là cơ quan trực tiếp quản lý thị trường chứng khoán. Cơ quan này có trách nhiệm cấp phép cho doanh nghiệp phát hành TPDN.

- Các cơ quan quản lý chuyên ngành cấp phép hoặc cho ý kiến việc phát hành riêng lẻ trái phiếu của các doanh nghiệp chuyên ngành: NHNN cấp phép việc phát hành trái phiếu của các TCTD; Cục giám sát bảo hiểm cấp phép phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp bảo hiểm.

- Sở GD&ĐT Hà Nội và TP.HCM: Tổ chức vận hành thị trường thứ cấp TPDN niêm yết.

- Trung tâm lưu ký chứng khoán: Lưu ký, đăng ký và thanh toán giao dịch TPDN niêm yết, đại lý thanh toán, thực hiện quyền TPDN đăng ký, lưu ký nhưng chưa niêm yết.

❖ Trung gian tài chính

Các TGTC có vai trò rất quan trọng đối với việc hỗ trợ cho dòng tài chính trực tiếp của doanh nghiệp thông qua các hoạt động như: đại lý, bảo lãnh, thanh toán, tư vấn, thu xếp vốn ... Là các tổ chức kinh doanh trên TTTC, các TGTC có nhân sự, công nghệ chuyên nghiệp trong lĩnh vực này. Họ có khả năng định giá, phân tích rủi ro, tìm kiếm đối tác, xác định thị trường...có hiệu quả cao cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Các CTCK (trong đó có CTCK của NHTM Việt nam) đều tuyên bố thực hiện nghiệp vụ về chứng khoán nợ, như tư vấn, bảo lãnh, ...

Các nghiệp vụ mà TGTC có thể thực hiện là:

- Bảo lãnh phát hành: có thể thực hiện bởi các CTCK, công ty tài chính, tổ chức ngân hàng. Tổ chức bảo lãnh phát hành giúp doanh nghiệp phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán, phân phối trái phiếu cho các NĐT, mua trái phiếu của doanh nghiệp phát hành để bán lại hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa phân phối hết.

- Bảo lãnh thanh toán: khi trái phiếu được bảo lãnh bởi tổ chức TGTC, nếu doanh nghiệp mất khả năng thanh toán thì tổ chức nhận trách nhiệm bảo lãnh sẽ đứng ra thanh toán gốc và lãi khi đến hạn thay cho doanh nghiệp.

- Đại lý phát hành, đại lý thanh toán: là hình thức dịch vụ của các tổ chức TGTC thực hiện bán trái phiếu hoặc thực hiện thanh toán gốc và lãi trái phiếu cho NĐT theo uỷ quyền của doanh nghiệp phát hành. Các tổ chức cung cấp dịch vụ có thể là các CTCK, ngân hàng, công ty tài chính; thông thường đại lý phát hành kiêm luôn làm đại lý thanh toán.

- Lưu ký và thanh toán các giao dịch: là hình thức dịch vụ ký gửi, bảo quản, chuyển giao trái phiếu cho người sở hữu và giúp khách hàng thực hiện các quyền liên quan đến sở hữu trái phiếu. Trung tâm lưu ký chứng khoán là doanh nghiệp được thành lập theo quy định của Luật Chứng khoán; thành viên lưu ký là các trung tâm tài chính như CTCK và NHTM.

- Tư vấn phát hành là hình thức các tổ chức TGTC cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư cho các doanh nghiệp có nhu cầu phát hành trái phiếu. Với kinh nghiệm, năng lực của mình, các công ty tư vấn có thể thay doanh nghiệp nghiên cứu thị trường, lập phương

án phát hành, làm các thủ tục phát hành...

❖ **Tổ chức xếp hạng tín nhiệm trái phiếu**

Hiện nay mới chỉ có công ty Sài Gòn Phát Thịnh là tổ chức độc lập đầu tiên được cấp phép hoạt động trong lĩnh vực xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam. Tuy nhiên, công ty chưa thực hiện việc xếp hạng tín nhiệm TPDN. Ngoài ra, các tổ chức xếp hạng tín nhiệm nổi tiếng trên thế giới như S&P hay Moody's cũng chưa tham gia vào hoạt động này tại Việt Nam.

2.2.4. Cơ sở hạ tầng công nghệ

Hạ tầng công nghệ là yếu tố quan trọng đối với phương án phát triển thị trường, cho phép nhà phát hành nhanh chóng và tiết kiệm chuyển trái phiếu cho NĐT, cũng như nhanh chóng, chính xác thu tiền về, cho phép cơ quan quản lý giám sát toàn bộ hoạt động phát hành.

Để phát hành trái phiếu thành công, doanh nghiệp phải chuyển tải được các thông tin cơ bản về đợt phát hành đến các NĐT, qua các phương tiện truyền thông, hội nghị các NĐT. Các thông tin bao gồm số lượng, mệnh giá trái phiếu, lãi suất, thời hạn, mục đích phát hành, tình hình doanh nghiệp, đảm bảo cho trái phiếu, ... Quá trình phân phối có thể được thực hiện qua tổ chức bảo lãnh, đại lý phát hành, hoặc qua đấu giá, hoặc qua các thỏa thuận trực tiếp với các NĐT.

Chính sách đảm bảo thanh khoản – tạo thị trường thứ cấp cho trái phiếu (mua lại, thanh toán trước hạn, được cầm cố để vay vốn, ...) là rất quan trọng đối với doanh nghiệp phát hành, làm tăng khả năng phát hành thành công. Thông thường, doanh nghiệp phải ký kết với các NHTM, NHĐT, CTCK để thực hiện chính sách đảm bảo thanh khoản cho trái phiếu.

Chính sách đảm bảo an toàn cho trái chủ cũng góp phần quyết định tới sự thành công của phát hành, bao gồm các cam kết thanh toán, bình ổn giá, điều chỉnh lãi suất, niêm yết, minh bạch thông tin về sử dụng vốn và tình hình kinh doanh của doanh nghiệp...

Để cho NĐT luôn nắm bắt kịp thời các thông tin trên, thị trường cần phải có hệ thống cơ sở vật chất và thông tin quản lý cần thiết, ví dụ như đánh giá của các chuyên gia về tình hình thị trường, doanh nghiệp, ...

Bảng 2. 3: Các hệ thống công nghệ thông tin liên quan đến TPDN Việt Nam

STT	Theo thông lệ	Việt Nam
1	Hệ thống đăng ký phát hành/cấp phép phát hành (UBCK, Ủy ban giám quản tài chính)	Chưa có
2	Hệ thống đấu thầu tiêu chuẩn hoặc hệ thống hỗ trợ khảo sát phát hành Bond building (Sở, Hiệp hội)	Chưa có
3	Hệ thống cấp mã ISIN trực tuyến (Sở hoặc Trung tâm lưu ký)	Chưa có
4	Hệ thống niêm yết thông tin TP (Sở);	Chưa có
5	Hệ thống thỏa thuận giao dịch OTC (theo mô hình Interdealer - Liên định chế - là chủ đạo)	Có: Các hệ thống như Reuter, Bloomberg có thể được sử dụng như công cụ thay thế. Tuy nhiên ít phát huy hiệu quả với TPDN
6	Hệ thống giao dịch tại Sở (theo mô hình Multi-dealer - Đa định chế - là chủ đạo)	Có: TPDN được giao dịch trên hệ thống cổ phiếu;
7	Hệ thống thanh toán	Có: <ul style="list-style-type: none"> - Đối với T niêm yết: Có đầy đủ theo DVP 1. Chưa thanh toán tiền qua NHNN; Gateway tích hợp chuẩn thanh toán ISO 15022, mới đang thử nghiệm (thấp hơn khuyến nghị của ABMF là ISO 20022) - Đối với TP chưa niêm yết: Thanh toán trực tiếp tại TCPH hoặc đại lý chuyên nhượng.
8	Hệ thống thông tin định giá	Chưa có <ul style="list-style-type: none"> -Không có đường cong lợi suất hay chỉ số TPDN; -Không có bảng định giá TPDN

STT	Theo thông lệ	Việt Nam
		được ghi nhận
9	Hệ thống thông tin cấp quốc gia về TPDN	Chưa có Thông tin về phát hành TPDN hiện được thống kê bán thủ công tại Vụ Quản lý phát hành UBCKNN và Vụ Tài chính Ngân hàng- BTC

Nguồn: HNX (2016)

BTC, UBCKNN chưa có hệ thống điện tử cấp phép hành hành hay hệ thống công bố, cung cấp thông tin sau phát hành. Hoạt động phát hành TPDN cũng không phù hợp với thông lệ quốc tế tốt nhất, ví dụ như thông qua hệ thống đấu thầu tiêu chuẩn hay sử dụng phương thức dựng sổ (book building).

Theo thống kê, cơ sở hạ tầng của thị trường còn thiếu nhiều điều kiện để phát triển, đặc biệt là hệ thống công nghệ thông tin kết nối giữa nhà phát hành và NĐT, cho phép cung cấp thông tin tức thời, liên tục và không bị đảo ngược.

Việc thực hiện các chính sách sau phân phối là rất quan trọng đối với tổ chức phát hành và trong nhiều trường hợp là quy định có tính bắt buộc của Pháp luật. Các chính sách sau phát hành bao gồm bình ổn giá và tạo thị trường giao dịch thứ cấp cho trái phiếu. Những chính sách này không chỉ bảo vệ quyền lợi của NĐT, tăng tính thanh khoản và mức độ bền vững giá trái phiếu mà còn giúp cho tổ chức phát hành duy trì và tăng uy tín trên thị trường, tạo điều kiện tốt cho huy động vốn trong tương lai.

Bình ổn giá thường là trách nhiệm của nhà bảo lãnh và các tổ chức này có trách nhiệm bình ổn giá trong khoảng 2 tuần sau phát hành. Sau trách nhiệm của tổ chức bảo lãnh, tổ chức phát hành cũng cần có trách nhiệm bình ổn giá trái phiếu nhằm bảo vệ quyền lợi của NĐT bằng cách mua bớt trái phiếu khi giá giảm và bán lượng trái phiếu này ra khi giá tăng khi pháp luật cho phép. Doanh nghiệp cũng nên niêm yết trái phiếu trên thị trường tập trung hoặc đăng ký giao dịch trên thị trường OTC để bảo đảm tính thanh khoản của trái phiếu.

Bên cạnh các chính sách trên, doanh nghiệp cũng cần thực hiện các cam kết của mình khi phát hành trái phiếu về việc sử dụng nguồn vốn huy động đúng mục đích và các cam kết khác. Cần hết sức tránh những biểu hiện thiếu minh bạch hoặc gian dối trong huy động và sử dụng vốn qua phát hành trái phiếu bởi những ảnh hưởng nghiêm trọng của nó tới uy tín của doanh nghiệp, làm giảm khả năng huy động vốn trong tương lai, thậm chí đẩy doanh nghiệp tới những kiện tụng bất lợi.

Hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật và thông tin quản lý là công cụ quan trọng để doanh nghiệp hoạch định chính sách quản trị vốn, trong đó có phát hành trái phiếu. Các thông tin bao gồm thông tin về tài chính doanh nghiệp, chiến lược kinh doanh, các thông tin về tình hình thị trường tài chính trong và ngoài nước,... là cơ sở quan trọng nhằm dự báo khả năng cung ứng vốn của thị trường, chi phí vốn, dự báo sự biến động lãi suất, v.v... Việc phân tích và lượng hóa các thông tin phải được thực hiện trên các phần mềm chuyên dụng hiện đại với các máy tính thích hợp.

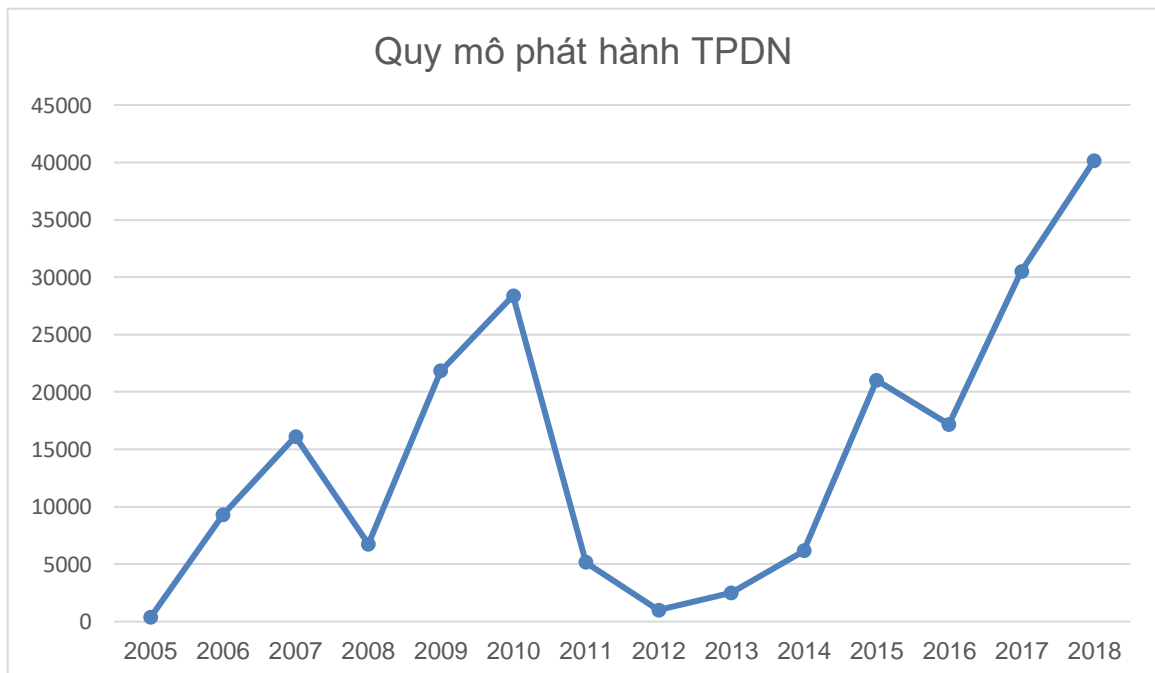
2.3. Cấu trúc thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam

2.3.1. Thị trường sơ cấp

Thị trường sơ cấp hay thị trường phát hành đóng vai trò quan trọng, quyết định quy mô và tính thanh khoản cho TTTP nói chung. Sự phát triển của thị trường – đo bằng qui mô phát hành – thể hiện khả năng đáp ứng nhu cầu vốn trung và dài hạn cho doanh nghiệp.

2.3.1.1. Quy mô phát hành

Thị trường TPDN Việt Nam đã phá hành hầu hết các loại TPDN, gồm: trái phiếu không, và có thể chuyển đổi, trái phiếu kèm chứng quyền; trái phiếu không, và có bảo đảm; trái phiếu có thể mua/bán lại trước hạn, trái phiếu có lãi suất cố định, hoặc thả nổi, Trái phiếu có định mức tín nhiệm hoặc không.



Nguồn: Asianbondsonline ngày 12/12/2019

Hình 2.3: Quy mô phát hành TPDN giai đoạn 2005 - 2018 (Tỷ đồng)

Quy mô phát hành hàng năm ảnh hưởng rất lớn tới quy mô của thị trường. Có thể thấy quy mô phát hành TPDN hàng năm của Việt Nam đã có xu hướng tăng trong giai đoạn 2005 – 2018, từ hơn 137 tỷ đồng năm 2005 đến hơn 40.000 tỷ đồng năm 2018.

Trái phiếu chuyển đổi chiếm trên 36%, tổng giá trị TPDN phát hành trong 11 năm. Trái phiếu chuyển đổi phổ biến trong giai đoạn 2006 – 2011, giai đoạn nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa, hoặc đang có nhu cầu tăng vốn điều lệ.

Theo HNX (2016) TPDN Việt Nam chủ yếu phát hành theo hình thức riêng lẻ, chỉ có rất ít TPDN được coi là phát hành ra công chúng, chủ yếu là TPDN chuyển đổi, TPDN phát hành có kèm chứng quyền. Trong phát hành riêng lẻ, các DN phát hành cho các cổ đông hiện hữu, NĐT chiến lược, hoặc các TGTC (NHTM, Công ty tài chính). Các trái chủ trong phát hành riêng lẻ, nhìn chung có điều kiện để đánh giá nhà phát hành tốt hơn công chúng. Trong hơn 200 đợt phát hành có đến 26 đợt là bán cho các TGTC.

Bảng 2.4: Một số doanh nghiệp phát hành TPDN với quy mô lớn

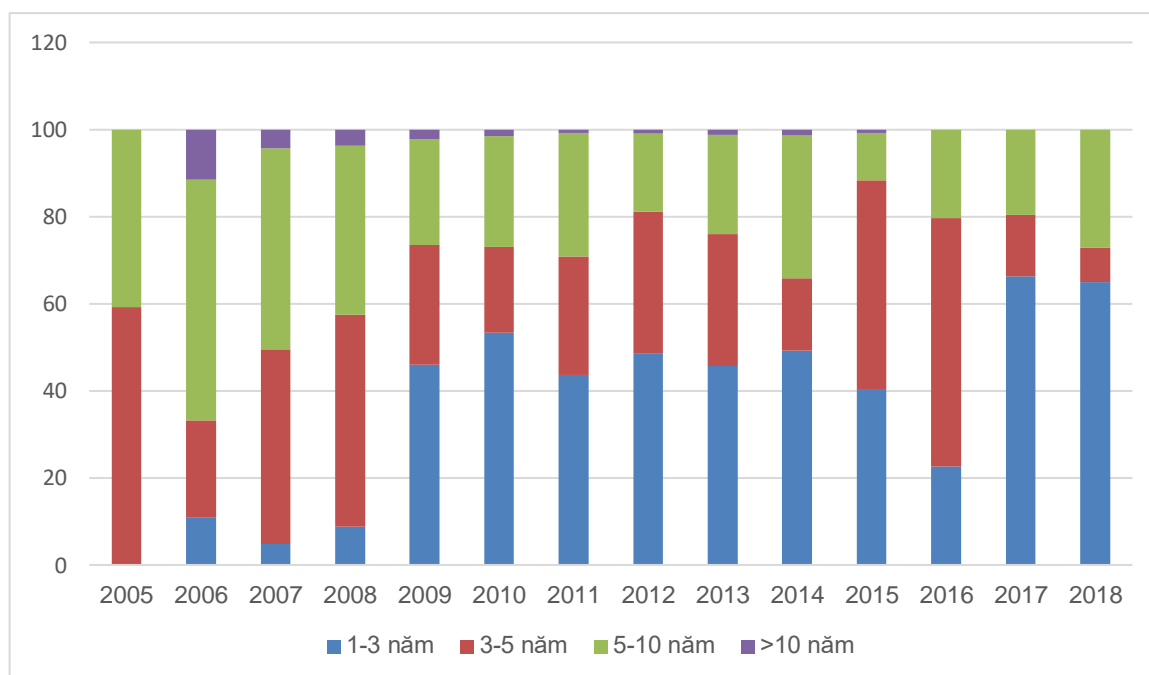
STT	Tổ chức phát hành	Giá trị (tỷ VND)	Kỳ hạn (năm)	Năm phát hành
1	Tập đoàn điện lực Việt Nam	6.000	5	2006
2	CTCK Sài Gòn	555	14 – 38 tháng	2006
3	CTCK TP. HCM	635	15	2006
3	BIDV	4.608	10 - 20	2006 - 2009
4	ACB	3.850	5	2006 - 2007
5	Agribank	3.000	10-15	2006
6	Tổng công ty lắp máy Việt Nam	2.000	5-10	2007
7	Tổng công ty Thép Việt Nam	900	5	2007
8	SCB	1.400	13 tháng	2007
9	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. HCM	4.767	2 – 7	2007 - 2008
10	Tập đoàn than – khoáng sản Việt nam	3.000	5 - 10	2007 - 2009
11	MB	2.500	2 -3	2007

STT	Tổ chức phát hành	Giá trị (tỷ VND)	Kỳ hạn (năm)	Năm phát hành
12	Vinaconex	1.000	2	2007
13	Vinashin	3.000	10	2007
14	FPT	1.800	3	2009
15	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	1.450	1	2009
16	Tập đoàn Vingroup	25.140	2 – 5	2009
17	CTCP Tasco	1.225	1 – 3	2010 – 2015

Nguồn: Stockplus

2.3.1.2. Cơ cấu kỳ hạn

Cơ cấu kỳ hạn phản ánh chất lượng phát triển của thị trường TPDN, cũng như hệ thống tài chính. Trước hết đó là kỳ hạn của NĐT/ trái chủ/ người có tiền tiết kiệm. Thu nhập của người dân càng cao so với chi tiêu, thời hạn đầu tư càng dài. Thứ hai sự ổn định vĩ mô, sự an toàn của hệ thống tài chính tạo lòng tin cho NĐT. Thứ ba sự phát triển của các trung gian tạo nền tảng thanh khoản cho các công cụ nợ dài hạn. Thứ năm, nhu cầu về thời hạn của nhà phát hành được quyết định bởi thời hạn của dự án.



Nguồn: Asianbondsonline ngày 16/12/2019

Hình 2.4: Cơ cấu kỳ hạn trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam (%)

Cơ cấu kỳ hạn của TPDN Việt Nam rất đa dạng, có loại tới 10 – 20 năm, có loại chỉ 1 – 2 năm, tùy vào mục tiêu và điều kiện phát hành. Những trường hợp bổ xung VLD, hoặc để tái cơ cấu nợ, doanh nghiệp sẽ có nhu cầu về thời hạn vay tương đối ngắn (< 3 năm). Những trái phiếu được phát hành cho các NHTM, CTCK đều vương phải khả năng chuyển hoá kỳ hạn của các tổ chức này. Việc phát hành TPDN có kỳ hạn dài cho các NHTM đều phải trả lãi suất cao. Đây là lý do nhiều doanh nghiệp chọn kỳ hạn 12 tháng – 24 tháng.

Các khoản vay để tài trợ dự án sẽ có thời hạn dài trên 3 năm, hoặc trên 5 năm. Nhìn chung, trong giai đoạn 2005 – 2018, thời hạn trung bình của TPDN dưới 3 năm chiếm 31%, còn lại là từ trên 3 năm. Tuy nhiên nguồn trên 5 năm, trung bình chỉ chiếm 21%; nguồn từ 3 – 5 năm vẫn chiếm chủ yếu, cho thấy về mặt cung, thị trường vốn của Việt nam vẫn chưa phải là thị trường vốn dài hạn (do nền kinh tế vĩ mô của Việt Nam mới ổn định trong thời gian gần đây, hơn nữa TPDN tại Việt Nam chưa được XHTD nên các NĐT chưa đầu tư nhiều vào trái phiếu dài hạn để hạn chế rủi ro). Kỳ hạn của nguồn vốn sẽ tạo áp lực chi trả cho doanh nghiệp phát hành.

Năm 2017 có sự gia tăng đáng kể kỳ hạn dưới 3 năm của TPDN. Trong năm 2017 các doanh nghiệp phát hành trái phiếu kỳ hạn 2 năm như VIC (4.600 tỷ), KBC (700 tỷ), MSN (3000 tỷ), NVL (3.300 tỷ), CII (300 tỷ), chiếm tới gần 40%. Các tập đoàn này đều phát hành trái phiếu niêm yết. Có thể đây là một trong những lý do trái phiếu của các tập đoàn này chọn thời hạn 18 – 24 tháng, để tạo tính thanh khoản cho trái phiếu niêm yết, và phát hành đại chúng. Bên cạnh các tập đoàn lớn, năm 2017 cũng có nhiều CTCK và NHTM cũng phát hành trái phiếu với kỳ hạn 2 năm: SSI (600 tỷ), HCM 800 tỷ), VCBS (200 tỷ), SHS (570 tỷ), VCI (799 tỷ), VPB (3000 tỷ), chiếm trên 20%.

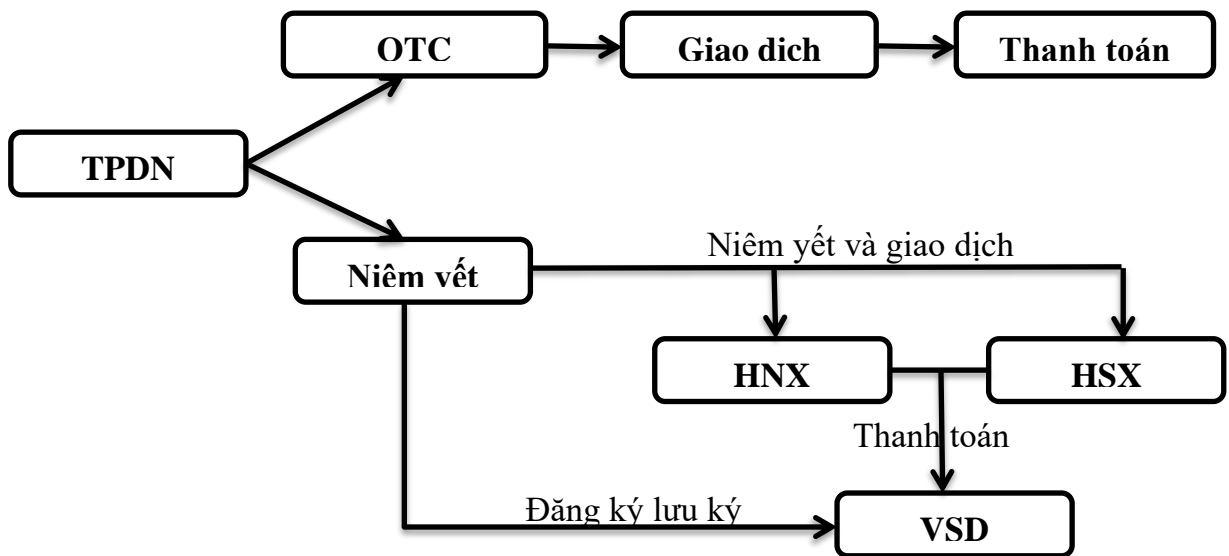
Tình hình năm 2018 cũng tương tự như 2017, tỷ trọng trái phiếu có kỳ hạn 1 – 3 năm vẫn chiếm phần lớn. Tiếp đó là các trái phiếu có kỳ hạn 5 – 10 năm và 3 – 5 năm. Đáng kể trong số đó là NVL với 160 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế được niêm yết trên sàn chứng khoán Singapore. Ngoài ra, Vingroup và một số công ty con (Vinhomes, Vinpearl) và một số NHTM (BIDV, VietinBank, Agribank), ... cũng thành công trong việc phát hành trái phiếu trong năm 2018.

2.3.2. Thị trường thứ cấp

2.3.2.1. Tổ chức giao dịch

TPDN được giao dịch thứ cấp dưới hai hình thức: (1) giao dịch tập trung tại

các SGD và (2) giao dịch mua bán trao tay OTC, theo miêu tả chi tiết tại sơ đồ dưới đây.



Hình 2.5: Tổ chức giao dịch TPDN trên thị trường thứ cấp

❖ Trái phiếu OTC

Giao dịch: TPDN được giao dịch qua hình thức đại lý chuyển nhượng, theo đó các NHTM hoặc CTCK được cấp phép và ủy quyền có thể thực hiện các thủ tục hỗ trợ NĐT mua/ bán trái phiếu. TPDN giao dịch trên OTC được thực hiện thanh toán theo hình thức thanh toán trực tiếp bằng tiền và chuyển giao theo hình thức chứng chỉ vật chất tại TCPH hoặc đại lý chuyển nhượng.

Thanh toán: Hiện nay chưa áp dụng phương thức thanh toán DVP cho TPDN giao dịch trên OTC. Tuy nhiên như đã đề cập, hình thức này gây khó khăn cho việc tổng hợp số liệu, đồng thời ghi nhận của thành viên thị trường cho thấy hình thức này cũng ít được thực hiện, do NĐT thường nắm giữ TPDN đến khi đáo hạn.

❖ Trái phiếu niêm yết

TPDN được niêm yết và giao dịch tại các SGD hay còn gọi là thị trường tập trung sẽ được quản lý chặt chẽ hơn, với hệ thống quy định rõ ràng khi niêm yết và quy trình về phương thức giao dịch, đảm bảo được quyền lợi của nhà đầu tư. Hoạt động niêm yết và giao dịch TPDN thực hiện theo quy định hướng dẫn tại Luật Chứng khoán; Nghị định 58, Nghị định 60 và các văn bản hướng dẫn thi hành có quy định về niêm yết chứng khoán nói chung tại HSX và HNX. Trên các hệ thống của SGDCK HSX và HNX, TPDN được niêm yết và giao dịch theo cơ chế tương tự cổ phiếu niêm yết.

Tại các Sở GDCK, TPDN hiện nay được tổ chức giao dịch trên hệ thống giao

dịch chứng khoán tiêu chuẩn. Phương thức giao dịch chủ yếu áp dụng là giao dịch thỏa thuận. Hầu như không có giao dịch khớp lệnh TPDN được thực hiện.

Kỹ thuật giao dịch: TPDN được giao dịch theo giá trị bằng tiền. Các hệ thống của HSX và HNX không hỗ trợ việc chuyển đổi lãi suất sang giá và ngược lại đối với TPDN thông thường (đối với một số TPDN có yếu tố chuyển đổi, giá giao dịch không phụ thuộc lãi suất thị trường nên không cần áp dụng chuyển đổi giá – lãi suất)

Cơ chế thành viên: Thành viên giao dịch TPDN niêm yết là CTCK. CTCK thực hiện chức năng môi giới hoặc tự doanh. NĐT không tiếp cận trực tiếp với hệ thống của Sở mà thực hiện đặt lệnh giao dịch qua CTCK.

Điều kiện niêm yết: Điều kiện niêm yết tại các sàn giao dịch bao gồm các yếu tố chính như sau:

(i) *Vốn điều lệ đủ lớn:* Đối với HSX, “doanh nghiệp phải là CTCP, công ty TNHH có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 120 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán”; Đối với HNX, “doanh nghiệp phải có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên”.

(ii) *Hoạt động kinh doanh hiệu quả, có lãi:* Đối với HSX, “hoạt động của 02 năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi và không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 01 năm và hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với Nhà nước”; Đối với HNX, “hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi”;

(iii) HSX cũng quy định: “Phải có ít nhất một trăm (100) người sở hữu trái phiếu cùng một đợt phát hành.”

(iv) “Các trái phiếu của một đợt phát hành có cùng ngày đáo hạn.”

❖ Đăng ký lưu ký và thanh toán tại VSD

Trái phiếu khi niêm yết trên hai sàn sẽ được đăng ký lưu ký tại VSD. Từ đó, khi thực hiện giao dịch trên sàn, việc thanh toán của trái phiếu cũng sẽ được thực hiện tại VSD.

2.3.2.2. *Qui mô thị trường*

Thị trường giao dịch TPDN còn manh mún, nhỏ lẻ và rất ít hoạt động so với thị trường phát hành. Thanh khoản trên thị trường thứ cấp rất hạn chế, với ít giao dịch được ghi nhận. So với quy mô trái phiếu đã được phát hành, theo số liệu thống kê về giao dịch trên thị trường niêm yết, số lượng giao dịch tại các SGD là rất thấp.

Bảng 2.5 : Giao dịch TPDN tại các Sở GDCK từ 2012 – 2017

Năm	Số lần giao dịch (lần)	Số trái phiếu giao dịch (TP)	Giá trị giao dịch (tỷ đồng)
2012	56	25.638.260	2.333
2013	68	44.689.440	3.912
2014	49	33.661.500	3.218
2015	120	48.538.356	4.990
2016	522	102.133.469	10.471
2017	1.313	165.994.858	17.212

Nguồn: HSX

Giai đoạn 2012 – 2015, qui mô giao dịch chỉ vài nghìn tỷ, trung bình đạt trên 3,8 nghìn tỷ mỗi năm, năm 2016 đạt trên 10 nghìn tỷ, trung bình 2016 – 2017, mỗi năm có 7 nghìn tỷ giá trị TPDN giao dịch trên thị trường thứ cấp. Trong hàng chục doanh nghiệp có phát hành trái phiếu, chỉ có 9 trái phiếu có giao dịch, trong đó trái phiếu của VIC, CII, BID, NVL được giao dịch nhiều nhất. Giao dịch trên thị trường OTC cũng hầu như không có số liệu về giao dịch thứ cấp TPDN. Theo Lê Thu Hà (2018) – chuyên viên phân tích của VCBS, do phần lớn TPDN được nắm giữ bởi các NHTM và thường được coi là các khoản nợ thứ cấp nên các giao dịch mua bán ít được thực hiện. Các NĐT chủ yếu nắm giữ đến khi trái phiếu đáo hạn hoặc chuyển đổi thành cổ phiếu.

2.4. Chính sách phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại một số quốc gia trên thế giới

2.4.1. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc

2.4.1.1. Bối cảnh lịch sử

TTTP của Hàn Quốc được bắt đầu hình thành vào đầu thập niên 1950 khi Chính phủ phát hành trái phiếu Xây dựng đất nước để thúc đẩy phát triển kinh tế và tái thiết đất nước sau chiến tranh. Sau đó, các doanh nghiệp cũng bắt đầu trái phiếu để thu hút vốn (ADB, 2018). Trước năm 1972, TPDN Hàn Quốc chỉ được phát hành riêng lẻ bởi một số công ty lớn. Năm 1972, bảo lãnh trái phiếu được giới thiệu đã mở đường cho việc phát hành công khai TPDN. Mọi TPDN được phát hành công khai thời gian đó đều

được bảo lãnh bởi các NHTM, CTCK và các TCTC. Cho tới tận giữa thập niên 1980, TPDN được bảo đảm vẫn chiếm lĩnh thị trường TPDN Hàn Quốc. Các nhà đầu tư TPDN lớn là các quỹ đầu tư và ngân hàng. Việc nới lỏng các quy định về TPDN dẫn tới sự gia tăng mạnh mẽ của việc huy động vốn bằng trái phiếu của các doanh nghiệp (Hwang, 2016).

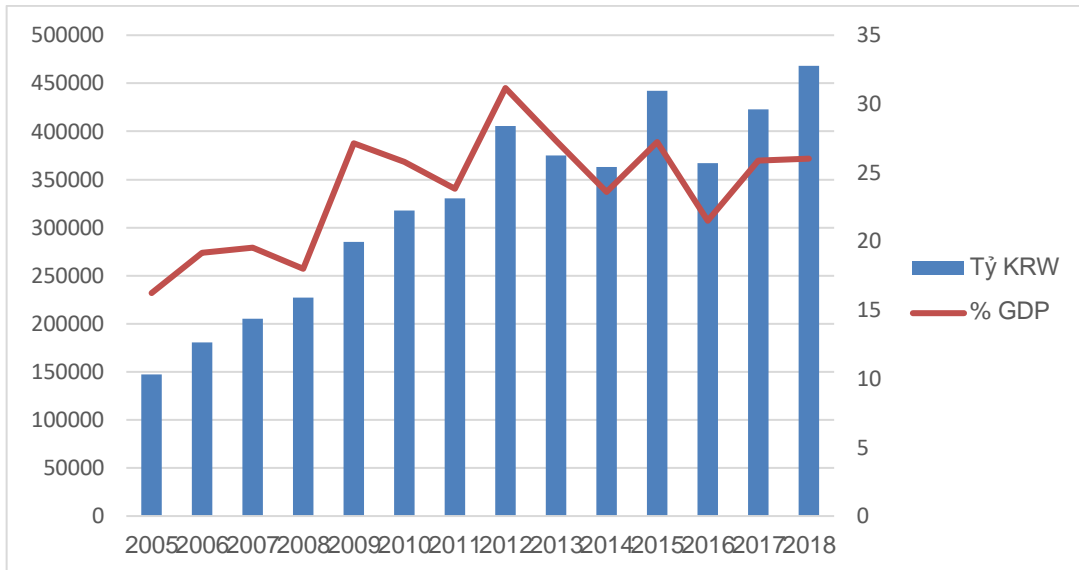
Cuộc khủng hoảng tài chính châu Á giai đoạn 1997 đã tác động mạnh đến thị trường TPDN Hàn Quốc. Trong cuộc khủng hoảng, một số công ty phát hành lớn đã phá sản. Điều này gây ra sự suy giảm chất lượng tài sản của các TCTC đảm bảo thanh toán trái phiếu, và khiến cho thị trường tài chính Hàn Quốc bị đóng băng. Chính phủ Hàn Quốc đã cố gắng tái cấu trúc lại thị trường TPDN bằng một loạt những thay đổi về cơ sở hạ tầng của thị trường.

Sau đó, thị trường TPDN đã trải qua những thay đổi đáng kể về cấu trúc sau cuộc khủng hoảng. Trái phiếu không được đảm bảo dần thay thế các trái phiếu được bảo lãnh bởi các tổ chức tài chính lớn. Thị trường TPDN cũng trở nên đa dạng hơn với sự ra đời của chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản (ABS). Điều này cũng làm gia tăng tỷ trọng đầu tư nước ngoài vào thị trường TPDN. Ngoài ra, các tiêu chí XHTD của trái phiếu cũng được thay đổi, theo định hướng rõ ràng và minh bạch hơn. Do đó, thị trường TPDN Hàn Quốc đã dần dần trở thành một thị trường có nhiều trái phiếu chất lượng cao. Đồng thời, Chính phủ cũng thực hiện nhiều biện pháp để tạo thuận lợi cho việc phát hành TPDN có XHTD thấp hơn: (1) giới thiệu các quỹ đầu tư trái phiếu có lãi suất cao, (2) ra mắt thị trường nhà đầu tư tổ chức có đủ điều kiện (QIB) và (3) khuyến khích các nghĩa vụ nợ được thế chấp (CDO) bởi các trái phiếu có xếp hạng thấp. Những biện pháp này đã khuyến khích các công ty được xếp hạng thấp hơn huy động thêm tiền thông qua thị trường TPDN.

2.4.1.2. Thực trạng thị trường

❖ Quy mô thị trường

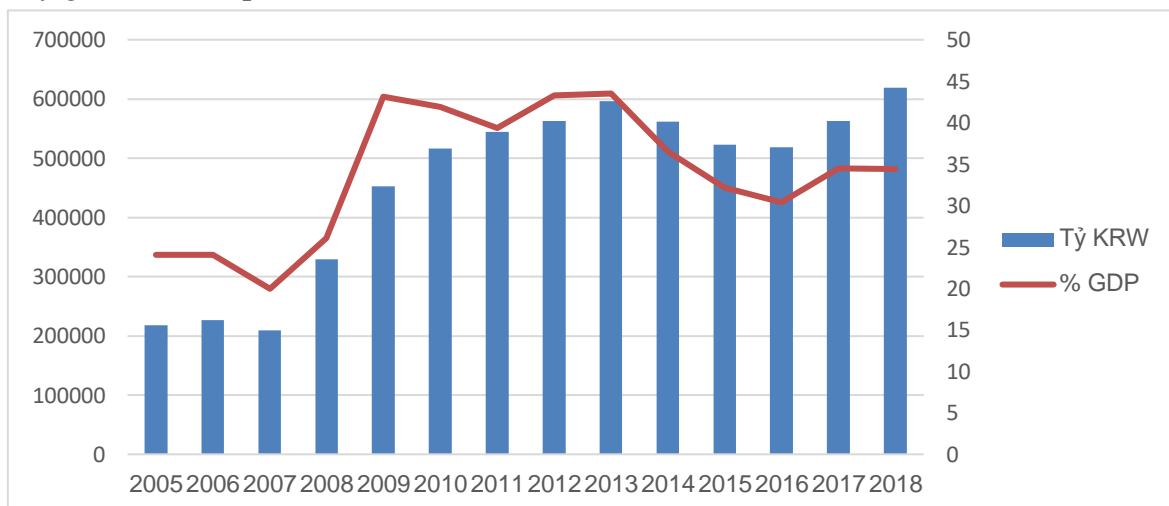
Thị trường TPDN Hàn Quốc có thể coi là một kênh huy động vốn dài hạn hiệu quả và liên tục tăng trưởng đều qua thời gian. Năm 2005, quy mô phát hành TPDN Hàn Quốc chỉ đạt 147 nghìn tỷ KRW, tương ứng hơn 16% GDP, đã tăng gấp hơn 3 lần, đạt mức hơn 467 nghìn tỷ KRW, tương ứng hơn 26% GDP, vào năm 2018.



Nguồn: Tính toán trên số liệu của Asianbonsonline ngày 16/12/2019 và Worldbank ngày 13/12/2019

Hình 2.6: Quy mô phát hành TPDN Hàn Quốc

Quy mô giao dịch TPDN Hàn Quốc cũng có đà tăng trưởng rất đáng kinh ngạc trong thời gian qua. Về cơ bản, quy mô giao dịch trên thị trường thứ cấp có xu hướng tăng trong giai đoạn 2005 – 2018. Tuy nhiên, có thể thấy 2005 – 2007 là giai đoạn mà thị trường giao dịch TPDN đạt mức thấp, quy mô giao dịch chỉ dao động trong khoảng 20 nghìn tỷ KRW, tương ứng khoảng 20% GDP. Ngược lại, năm 2013 thị trường giao dịch đạt đỉnh ở mức gần 60 nghìn tỷ KRW, tương ứng gần 44% GDP. Nguyên nhân do trong thời gian này, Chính phủ Hàn Quốc đã thực hiện một số chính sách làm tăng tính minh bạch của thị trường, thúc đẩy giao dịch trái phiếu.



Nguồn: Tính toán trên số liệu của Asianbonsonline ngày 16/12/2019 và Worldbank ngày 13/12/2019

Hình 2.7: Quy mô giao dịch TPDN Hàn Quốc

❖ Các chính sách chủ yếu

Hàn Quốc đã ban hành rất nhiều các chính sách nhằm tăng cường tính minh bạch và thúc đẩy tăng trưởng trên thị trường TPDN. Đáng chú ý nhất là những chính sách sau đây: chế độ định giá trái phiếu; các biện pháp của Bộ Tài chính và Kinh tế (MOFE) để phát triển thị trường trái phiếu vào tháng 2 năm 2000 và tháng 11 năm 2005; biện pháp của Ủy ban giám sát tài chính (FSC) để thúc đẩy TTTP vào tháng 12 năm 2006; biện pháp cải thiện TTTP sơ cấp vào tháng 10 năm 2011 nhằm mục đích phát triển các ngân hàng đầu tư; và kế hoạch bình thường hóa TTTP năm 2012.

Sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á, Hàn Quốc đã giới thiệu hệ thống định giá theo giá thị trường (MTM) và dần mở rộng phạm vi áp dụng. Việc áp dụng hệ thống này trong việc xác định giá TPDN nhằm làm tăng tính minh bạch của giá trái phiếu. Không như cổ phiếu, mỗi lần phát hành trái phiếu có đặc điểm độc lập với nhau ngay cả khi có chung TCPH. Vì thế không phải mọi trái phiếu đều được giao dịch trên thị trường. Do đó, rất khó để xác định giá trái phiếu dựa trên các trái phiếu đang lưu hành. Những đặc điểm này được đưa vào hệ thống MTM, theo đó các cơ quan định giá trái phiếu được thành lập để ước tính giá trị hợp lý của trái phiếu và công khai giá trái phiếu. Năm 1999, Hàn Quốc thành lập 3 cơ quan định giá trái phiếu, có chức năng định giá trái phiếu và cung cấp dịch vụ thông tin về giá trái phiếu. Hệ thống này đã góp phần làm cho thị trường TPDN minh bạch hơn và thị trường thứ cấp hiệu quả hơn (Hwang, 2016).

Năm 2000, MOFE đã ban hành nhiều chính sách tập trung vào cải thiện cấu trúc thị trường: (i) hợp lý hóa quy trình phát hành trái phiếu; (ii) mở rộng vai trò của các TGTC trong giao dịch trái phiếu; (iii) cải thiện cấu trúc phát hành và giao dịch trái phiếu; (iv) cho phép thành lập hệ thống môi giới (IDB) và các công ty môi giới trái phiếu; (v) giới thiệu các giao dịch hợp đồng mua lại (RP). Hai chính sách sau cùng được ban hành nhằm tăng cường quy mô giao dịch trái phiếu. Ngoài ra, hệ thống công bố thông tin đã được thông qua để đảm bảo tính minh bạch cao hơn trên TTTP. Theo chế độ công bố, các CTCK được yêu cầu báo cáo dữ liệu giao dịch trái phiếu trong vòng ba mươi phút sau khi thực hiện giao dịch với Hiệp hội Đầu tư tài chính (KOFIA), sau đó, phải công bố dữ liệu giao dịch đó ngay lập tức thông qua thiết bị đầu cuối của mình. Những yêu cầu công bố này tăng cường tính minh bạch trong giao dịch trái phiếu OTC và tăng hiệu quả trong thị trường thứ cấp.

Năm 2005, MOFE cấp phép cho các công ty quản trị trái phiếu và bảo lãnh kinh doanh bảo hiểm. Năm 2009, Luật Doanh nghiệp đã được sửa đổi để giới thiệu hệ thống ủy thác nợ. Đối với chế độ bảo hiểm bảo lãnh, Luật Quỹ bảo lãnh tín dụng Hàn Quốc đã được sửa đổi để cho phép Quỹ bảo lãnh tín dụng Hàn Quốc bảo lãnh thanh toán gốc và

lãi đúng hạn cho trái phiếu. Tuy nhiên, những chính sách này chưa thực sự có hiệu quả đối với TTTP được bảo đảm.

Tháng 10 năm 2011, một chính sách đã được thực hiện để cải thiện thị trường sơ cấp bằng cách sửa đổi quy trình phát hành trong Luật Doanh nghiệp. Cơ chế thành lập công ty quản lý trái phiếu được triển khai nhằm tăng cường bảo vệ NĐT.

Khi thị trường TPDN siết chặt vào năm 2013, Chính phủ Hàn Quốc đã công bố kế hoạch bình thường hóa thị trường vào bằng cách cung cấp lợi ích thuế cho các quỹ đầu tư trái phiếu có lãi suất cao và thúc đẩy các quỹ đầu tư TPDN. Đồng thời, Chính phủ Hàn Quốc cũng ban hành Luật về dịch vụ đầu tư tài chính và thị trường vốn quy định quy trình công bố thông tin, đăng ký phát hành, thuế, xử lý vi phạm, ... của TCPH và NĐT.

2.4.2. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Thái Lan

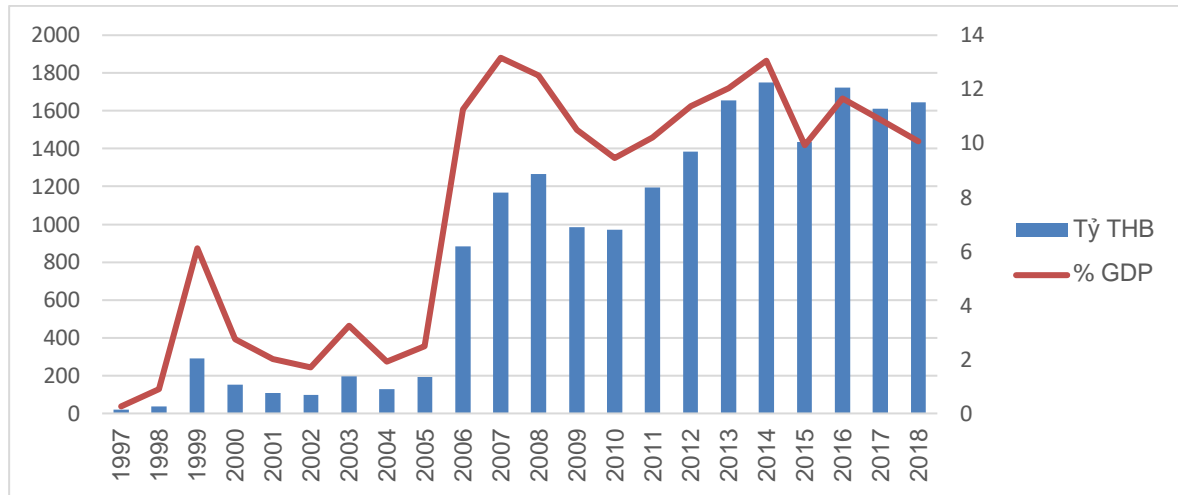
2.4.2.1. Bối cảnh lịch sử

Trước cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á năm 1997, NHTM đóng vai trò trung gian tài chính chủ yếu, nguồn cấp vốn chính cho các doanh nghiệp. Quy mô thị trường TPDN của Thái Lan lúc đó khá nhỏ và chưa phát triển (ADB, 2016). Ruengvirayudh và Panyanul (2006) cho rằng chín năm liên tiếp thặng dư tài khóa giữa năm 1988 và 1996 không tạo ra động lực nào cho chính phủ thực hiện các vấn đề thường xuyên và đáng kể của trái phiếu chính phủ. Nguồn cung trái phiếu chính phủ bị hạn chế đã kìm hãm sự phát triển của chuẩn mực phi rủi ro, là cơ sở để các TCPH định giá trái phiếu, do đó, cản trở sự phát triển của thị trường TPDN. Cuộc khủng hoảng năm 1997 đã trở nên trầm trọng hơn do sự mất cân đối trong cấu trúc và hoạt động của TTTC Thái Lan. Với các lựa chọn tài chính hạn chế trong các khoản vay ngân hàng, các doanh nghiệp ở Thái Lan phải đối mặt với khủng hoảng thanh khoản nghiêm trọng khi ngành ngân hàng ngừng hoạt động cho vay trong bối cảnh tỷ lệ cho vay không hiệu quả cao, do đó, làm tăng tốc độ suy thoái kinh tế. Chính phủ Thái Lan muốn tìm kiếm một kênh tài trợ thay thế, nhằm giảm sự phụ thuộc của nền kinh tế NHTM và tài trợ bên ngoài. Chính phủ Thái Lan đã nỗ lực thêm để thúc đẩy TTTP trong nước bằng cách áp dụng một số biện pháp, bao gồm sửa đổi pháp lý và cải cách thể chế (Srinopnikom, 2011).

2.4.2.2. Thực trạng thị trường

❖ Quy mô thị trường

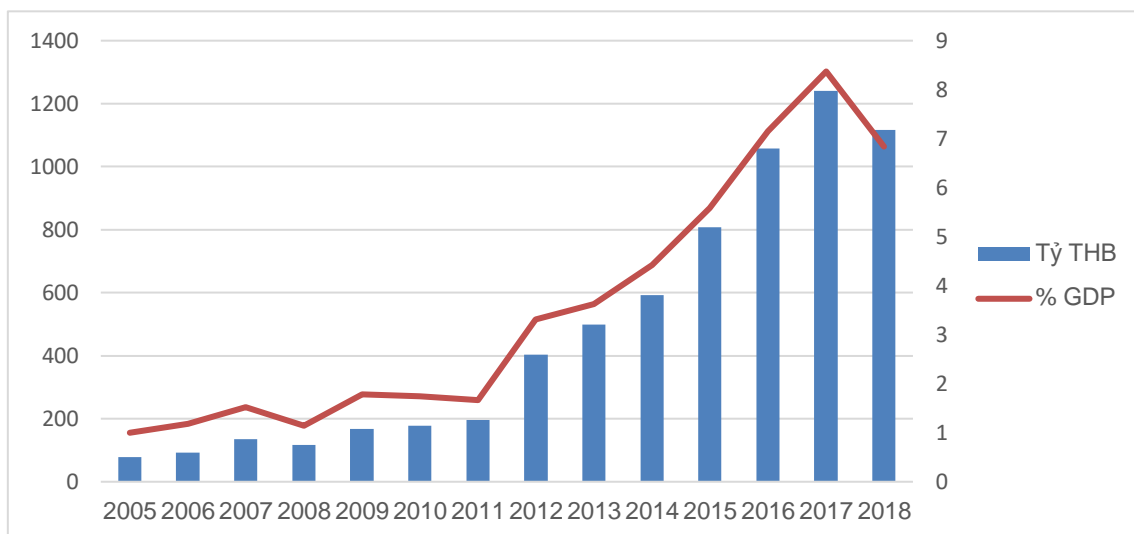
Do Chính phủ Thái Lan áp dụng những biện pháp nhất định, thị trường TPDN Thái Lan bắt đầu có xu hướng phát triển ổn định sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997. Quy mô phát hành TPDN trên thị trường sơ cấp tăng dần đều, từ hơn 18 tỷ THB năm 1997 lên hơn 90 lần, đạt mức 1.643 tỷ THB vào năm 2018.



Nguồn: Tính toán trên số liệu của Asianbonsonline ngày 16/12/2019 và Worldbank ngày 13/12/2019

Hình 2.8: Quy mô giao dịch TPDN Thái Lan

Giai đoạn đầu sau cuộc khủng hoảng tài chính, số lượng các doanh nghiệp lớn, có tiềm lực tốt, đáp ứng được các yêu cầu nghiêm ngặt của các cơ quan XHTD là không nhiều, dẫn đến chi phí phát hành TPDN cao hơn so với cho vay của ngân hàng (Ruengvirayudh và Panyanul, 2006). Do đó, trong giai đoạn 1997 – 2005 chỉ có số ít các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu. Trong giai đoạn này, quy mô phát hành TPDN cũng chỉ chiếm một phần rất nhỏ trong GDP của Thái Lan, khoảng từ 0,2% - 3,2%, trừ năm 1999 đạt mức 6%. Từ 2006 trở đi, quy mô phát hành TPDN đã tăng đáng kể, chiếm tỷ trọng đáng kể trong GDP của Thái Lan, luôn dao động trong khoảng từ hơn 9% - 13%.



Nguồn: Tính toán trên số liệu của Asianbonsonline ngày 16/12/2019 và Worldbank ngày 13/12/2019

Hình 2.9: Quy mô giao dịch TPDN Thái Lan

Trên thị trường thứ cấp, quy mô giao dịch trái phiếu không ổn định trong một thời gian tương đối dài. Từ năm 2011 đến nay là thời kỳ quy mô giao dịch TPDN có xu hướng tăng trưởng tương đối ổn định nhất và có tốc độ tăng trưởng tốt nhất. Quy mô giao dịch đạt mức 195 tỷ THB năm 2011, tương ứng 1,67% GDP, và tăng lên 1.241 tỷ THB năm 2017, tương ứng 8,3% GDP. Tuy nhiên, so sánh với quy mô trái phiếu hiện hành thì quy mô giao dịch của TPDN Thái Lan vẫn còn rất nhỏ bé.

❖ Các chính sách chủ yếu

Ngân hàng Thái Lan (BoT) giám sát hoạt động của các doanh nghiệp tài chính ngân hàng trong khi Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) giám sát thị trường sơ cấp và thứ cấp cho kinh doanh chứng khoán. Việc phát hành và chào bán chứng khoán được điều chỉnh bởi Đạo luật Chứng khoán và Giao dịch năm 1992.

Hiệp hội thị trường trái phiếu Thái Lan (TBMA), theo quy định của SEC, hoạt động như một tổ chức tự điều chỉnh với quyền hạn giám sát thị trường hợp tác với các chức năng kiểm tra và thực thi của SEC. TBMA chịu trách nhiệm thiết lập quy ước thị trường, thực tiễn tốt nhất và quy tắc ứng xử. Quy định của SEC quy định rằng tất cả các giao dịch của đại lý phải được báo cáo cho TBMA kịp thời, hiện tại là 30 phút giao dịch, để TBMA phổ biến thông tin thị trường trên trang web của mình.

Để thúc đẩy mức độ chuyên nghiệp và đảm bảo sự công bằng và trật tự của TTTP, quy định của SEC yêu cầu tất cả các nhà giao dịch trái phiếu phải đăng ký với TBMA. Để đăng ký, nhà đầu tư phải đáp ứng các tiêu chí đã đặt ra và vượt qua kỳ kiểm tra đã đăng ký do TBMA quản lý. TBMA sẽ chịu trách nhiệm đảm bảo rằng hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư đã đăng ký tuân theo Đạo đức và Quy tắc và Hành vi được thiết lập cho TTTP.

Các doanh nghiệp phát hành trái phiếu thông qua quy trình chào bán công khai phải có được sự chấp thuận từ SEC. Hầu hết các công ty thường chỉ định cố vấn tài chính, bảo lãnh và đại lý bán hàng để giúp họ các vấn đề về các quy trình bảo lãnh phát hành trong khi xin phê duyệt của SEC. Cố vấn tài chính sẽ hỗ trợ nhà phát hành xin phê duyệt phát hành, bao gồm cung cấp dữ liệu và thông tin nhất định cho quy trình XHTD. Các cố vấn tài chính và bảo lãnh phát hành thường là cùng một công ty, mà hầu hết trong số họ là các NHTM. Trong trường hợp chào bán công khai, không có giới hạn về số lượng phát hành cho một công ty phát hành. Tuy nhiên, XHTD phải được thực hiện trước khi phát hành. Doanh nghiệp phát hành cũng được yêu cầu đăng ký phát hành với TBMA trong vòng một tháng kể từ khi phát hành.

Trong trường hợp chào bán riêng lẻ, các yêu cầu như trên sẽ được bãi bỏ nếu

doanh nghiệp có thể đáp ứng một trong các điều kiện sau: (i) có ít hơn mười nhà đầu tư tham gia vào việc phát hành đó; (ii) tổng giá trị phát hành dưới 100 triệu THB; (iii) phát hành trái phiếu được bán cho các chủ nợ cho đề xuất tái cấu trúc doanh nghiệp; hoặc (iv) SEC đã đưa ra một sự miễn trừ đặc biệt. TCPH sẽ có ít nghĩa vụ hơn so với chào bán công khai, chẳng hạn như miễn XHTD. Tuy nhiên, tài liệu liên quan đến việc phát hành không thể được phổ biến công khai, mà chỉ dành cho các NĐT cụ thể. Các trung gian trong thị trường sơ cấp là các đại lý, có chức năng phân phối trái phiếu phát hành từ nhà phát hành cho các nhà đầu tư. Thông thường, các đại lý mua trái phiếu mới phát hành và bán lại cho công chúng. Trong trường hợp giá trị phát hành là rất lớn, các đại lý sẽ thành lập một tổ chức để bảo lãnh phát hành.

Các hoạt động trên thị trường thứ cấp bao gồm phi tập trung (OTC) và tập trung. Trước khi thành lập Sàn giao dịch điện tử trái phiếu (BEX), trái phiếu được giao dịch thông qua thị trường OTC, trong đó chỉ cho phép cho các NĐT tổ chức. Do đó, các NĐT cá nhân trước đây đã bị loại khỏi thị trường OTC. Việc tạo ra BEX, có nền tảng giao dịch điện tử là tính năng chính, đã giới thiệu cho các NĐT một công cụ đầu tư bổ sung và lợi ích của đa dạng hóa. Theo Đạo luật Chứng khoán và Giao dịch, ND phải gửi báo giá của mình thông qua các đại lý ủy quyền để mua hoặc giao dịch trái phiếu trong BEX. Đối với thị trường OTC, hệ thống giao dịch chứng khoán (FIRSTS), được giới thiệu bởi Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan (SET) vào ngày 1 tháng 3 năm 2006 như là một nền tảng cho giao dịch giữa các đại lý và giao dịch khách hàng bán buôn. Trên hệ thống này, khách hàng không thể đăng giá thầu của mình để báo giá, nhưng được phép gửi yêu cầu báo giá cho nhiều đại lý cùng một lúc và có thể tiến hành đàm phán ngoại tuyến.

TÓM TẮT CHƯƠNG 2

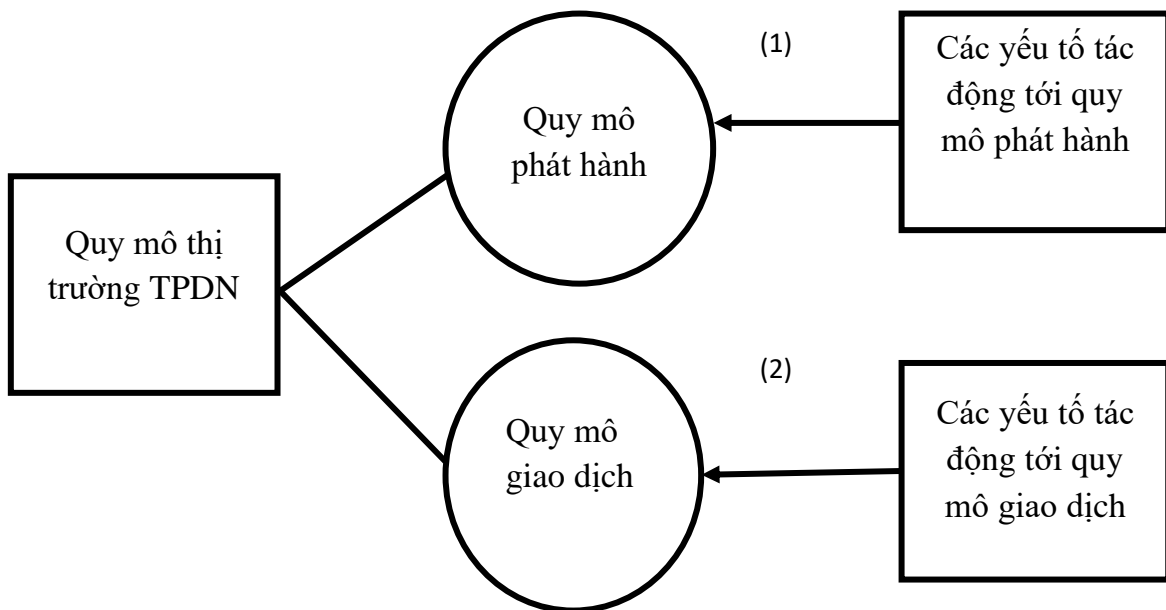
Chương 2 của luận án đã trình bày về thực trạng thị trường TPDN Việt Nam trong thời gian qua thông qua các nội dung: bối cảnh lịch sử, cơ sở pháp lý, các chủ thể tham gia, cơ sở hạ tầng công nghệ, cấu trúc của thị trường TPDN sơ cấp và thị trường TPDN thứ cấp. Trong đó, luận án đã làm rõ quy mô phát hành và cơ cấu kỳ hạn của trái phiếu trên thị trường sơ cấp; quy trình giao dịch và quy mô giao dịch của trái phiếu trên thị trường thứ cấp. Đồng thời, luận án cũng phân tích về thực trạng thị trường TPDN của hai quốc gia là Hàn Quốc và Thái Lan.

CHƯƠNG 3

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

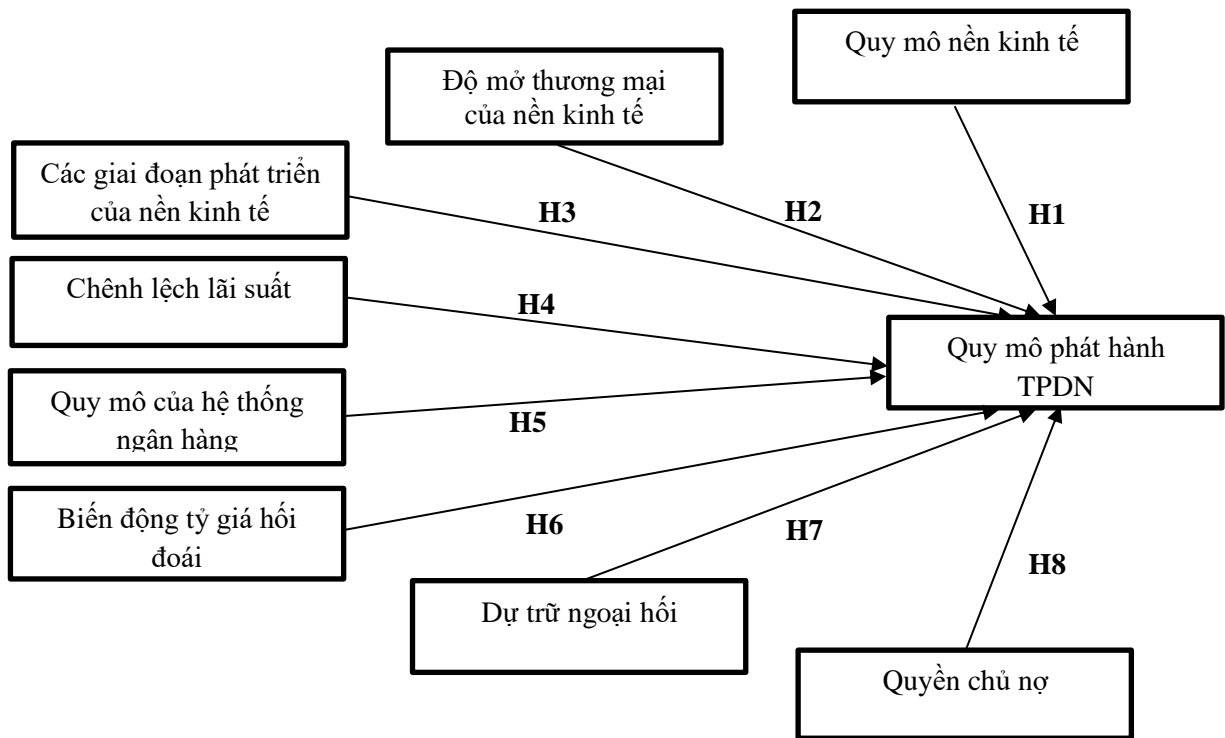
3.1. Khung nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

Mục tiêu của luận án là nghiên cứu các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường TPDN, bao gồm thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Trong đó, quy mô của thị trường sơ cấp được thể hiện qua quy mô phát hành và quy mô của thị trường thứ cấp được thể hiện qua quy mô giao dịch của các TPDN.



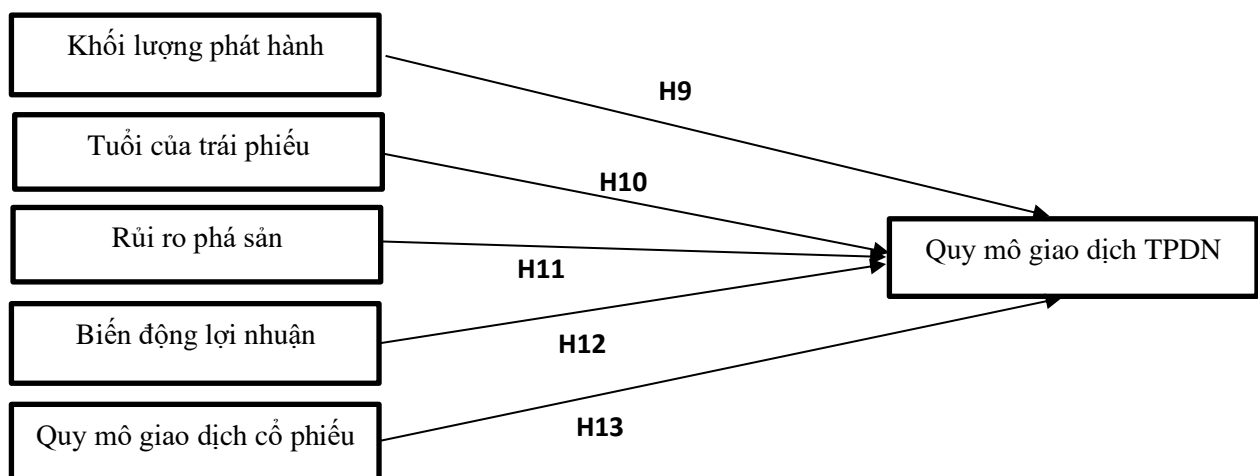
Hình 3.1: Khung nghiên cứu các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN

Theo đó, các yếu tố tác động tới quy mô phát hành TPDN 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 được xây dựng từ các nghiên cứu của LaPorta và cộng sự (1998), Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004), Braun và Briones (2006), Mu và cộng sự (2013), Bhattacharyay (2013); Gu và Kowalewski (2015); Kowalewski và Pisany (2017).



Hình 3.2: Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô phát hành TPDN

Quy mô giao dịch của TPDN bị tác động bởi (1) khối lượng phát hành của trái phiếu, (2) tuổi của trái phiếu, (3) rủi ro phá sản, (4) biến động lợi nhuận, (5) quy mô giao dịch cổ phiếu. Mô hình được xây dựng từ các nghiên cứu của Alexander và cộng sự (2000), Hotchkiss và Jostova (2007).



Hình 3.3: Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch TPDN

3.2. Phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Phương pháp thống kê mô tả

Phương pháp thống kê mô tả bao gồm việc tổng hợp số liệu về quy mô phát hành, quy mô giao dịch và các yếu tố tác động của TPDN, cụ thể:

(i) Quy mô phát hành TPDN và các yếu tố tác động đến quy mô phát hành là số liệu thứ cấp, được thu thập theo quý trong giai đoạn 2005 – 2017.

(ii) Quy mô giao dịch TPDN và các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch được thu thập theo tháng trong giai đoạn 2012 – 2017.

Dựa trên cơ sở các số liệu thu thập được, luận án thực hiện so sánh biến động của các yếu tố trong giai đoạn nghiên cứu, từ đó phân tích ảnh hưởng của các yếu tố tác động tới quy mô phát hành và quy mô giao dịch của TPDN.

3.2.2. Phương pháp phân tích hồi quy

3.2.2.1. Phương pháp phân tích hồi quy đối với số liệu chuỗi thời gian

❖ Tính dừng của chuỗi số liệu

Mô hình với số liệu chuỗi thời gian cần đảm bảo tính dừng – chuỗi dừng. Đây là điều kiện cần thiết để áp dụng luật số lớn và định lý giới hạn trung tâm trên các biến ngẫu nhiên, nhằm đảm bảo tính tiệm cận chuẩn của các hệ số ước lượng. Trong đó, chuỗi dừng là chuỗi có kỳ vọng, phương sai và hiệp phương sai là không đổi theo thời gian. 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 và 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.

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 và cộng sự, 2002).

❖ Phương pháp hồi quy mô hình

Số liệu của mô hình về các yếu tố tác động tới quy mô phát hành TPDN (Mô hình 1) 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 và Nguyễn Thị Minh, 2013):

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + u_t \quad (a)$$

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.

Theo Nguyễn Quang Dong và Nguyễn Thị Minh (2013), mô hình số liệu chuỗi thời gian có các giả thiết sau: “(1) Sai số ngẫu nhiên không tự tương quan; (2) Kỳ vọng có điều kiện của sai số ngẫu nhiên bằng 0; (3) PSSS là bằng nhau tại mọi thời điểm; (4) Giữa các biến độc lập không có quan hệ đa cộng tuyến hoàn hảo; (5) Sai số ngẫu nhiên tuân theo quy luật chuẩn.”

Do (a) 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 trên được thỏa mãn thì các kết quả ước lượng là đáng tin cậy.

❖ Kiểm định các khuyết tật của mô hình

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, phân phối chuẩn, tự tương quan, PSSS thay đổi, định dạng hàm.

✓ Kiểm định đa cộng tuyến

ĐCT là hiện tượng giữa các biến độc lập trong mô hình có mối liên hệ tuyến tính khá chặt. Hiện tượng ĐCT sẽ gây ra một số hậu quả cho các ước lượng OLS: ước lượng trở nên kém chính xác, hệ số ước lượng dễ mất ý nghĩa thống kê, dấu của hệ số ước lượng có thể ngược với kỳ vọng.

Để phát hiện ĐCT có thể xem xét hệ số phóng đại phương sai (VIF – variance inflation factor). Theo Myers (1990) nếu $VIF > 10$ thì đây là dấu hiệu ĐCT cao. Ngoài ra, cũng có thể tính hệ số tương quan cặp của các biến độc lập. Nếu hệ số tương quan cặp giữa hai biến lớn hơn 0,8 thì có thể xem như mô hình có ĐCT (Nguyễn Quang Dong và Nguyễn Thị Minh, 2013).

Khi ĐCT gây hậu quả nghiêm trọng cần thực hiện khắc phục bằng một số biện pháp như sau: (i) Gia tăng kích thước mẫu; (ii) Sử dụng thông tin từ các nghiên cứu trước; (iii) Sử dụng kỹ thuật phân tích nhân tố để tách lọc thông tin từ các biến độc lập

thành một số nhân tố mà các nhân tố này là không tương quan với nhau. Tuy nhiên phương pháp này chủ yếu phục vụ mục đích dự báo và rất hạn chế trong đánh giá tác động; (iv) Xem xét bỏ bớt biến là nguyên nhân chính gây ra ĐCT (Nguyễn Quang Dong và Nguyễn Thị Minh, 2013).

✓ Kiểm định định dạng hàm

Dạng hàm sai có thể được thể hiện dưới hai hình thức: (1) thiếu biến mà biến bị thiếu là một hàm của các biến có sẵn trong mô hình và (2) mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập không ở dạng tuyến tính mà ở dạng phi tuyến. Để phát hiện dạng hàm sai, có thể sử dụng kiểm định Ramsey (Ramsey, 1969).

Nếu $\text{Prob. (F - statistic)} \leq \alpha \rightarrow$ Bác bỏ H_0 – Mô hình có định dạng hàm sai;
 $\text{Prob. (F - statistic)} > \alpha \rightarrow$ Chưa có cơ sở bác bỏ H_0 – Mô hình có định dạng hàm đúng.

Để khắc phục định dạng hàm sai, cần xem xét các mô hình thay thế (mô hình dạng logarit, thêm các biến dạng bình phương của các biến có sẵn, ...)

✓ Kiểm định PSSS thay đổi

Để ước lượng OLS là tốt nhất thì PSSS trong mô hình hồi quy phải bằng nhau tại mọi quan sát. Nếu mô hình có PSSS thay đổi sẽ làm cho ước lượng OLS bị chệch, khoảng tin cậy và kết luận kiểm định về các giả thuyết thông kê về hệ số hồi quy là không còn giá trị.

Để phát hiện PSSS thay đổi trong mô hình hồi quy bội, có thể sử dụng kiểm định Breusch – Pagan – Godfrey (Breusch và Pagan, 1979) hoặc kiểm định White (White, 1980). Nếu $\text{Prob. (F - statistic)} \leq \alpha \rightarrow$ Bác bỏ H_0 – Mô hình có PSSS thay đổi; $\text{Prob. (F - statistic)} > \alpha \rightarrow$ Chưa có cơ sở bác bỏ H_0 – Mô hình có PSSS đồng đều.

Nguyên nhân gây nên PSSS thay đổi có thể do mô hình thiếu biến hoặc dạng hàm sai. Do đó, chỉ khắc phục PSSS thay đổi khi không có hai vấn đề này xảy ra. Để khắc phục PSSS thay đổi, có thể (1) sử dụng phương pháp ước lượng khác (phương pháp bình phương bé nhất tổng quát – GLS) dùng để thu được ước lượng tốt nhất trong điều kiện PSSS thay đổi hoặc (2) vẫn giữ kết quả ước lượng OLS nhưng hiệu chỉnh phương sai của sai số.

✓ Kiểm định phân phối chuẩn

Việc hồi quy mô hình (a) được dựa trên giả thiết về phân phối chuẩn của sai số ngẫu nhiên. Điều này có nghĩa là hàm mật độ của biến phụ thuộc – Y phải đối xứng.

Tuy nhiên điều này trong nhiều trường hợp là không thỏa mãn được. Khi sai số ngẫu nhiên không tuân theo quy luật chuẩn và kích thước mẫu nhỏ thì các ước lượng là không đáng tin cậy. Tuy nhiên với mẫu kích thước lớn thì các ước lượng vẫn có giá trị.

Xem xét đồ thị tần suất của phần dư và kiểm định Jacque – Bera (JB) có thể được sử dụng để phát hiện sai số ngẫu nhiên có tuân theo quy luật chuẩn hay không. Trong đó, đồ thị tần suất của phần dư thể hiện hình dạng của phân phối xác suất. Nếu phân phối quá lệch về một bên, quá nhọn hoặc dẹt, thì đó là dấu hiệu cho rằng sai số ngẫu nhiên của mô hình không tuân theo quy luật chuẩn.

Kết quả của kiểm định JB: $\text{Prob.} \leq \alpha \rightarrow$ Bác bỏ H_0 – Mô hình không tuân theo phân phối chuẩn; $\text{Prob.} (F - \text{statistic}) > \alpha \rightarrow$ Chưa có cơ sở bác bỏ H_0 – Mô hình tuân theo phân phối chuẩn (Jarque và Bera, 1987).

✓ Kiểm định tự tương quan

Tự tương quan là sự tương quan giữa các thành phần của chuỗi các quan sát được sắp xếp theo thứ tự thời gian (trong các số liệu chuỗi thời gian) hoặc không gian (trong số liệu chéo). Trong thực tế có thể xảy ra hiện tượng có sự tương quan giữa các sai số ngẫu nhiên ($\text{Cov}(u_i, u_j) \neq 0, i \neq j$), gọi là tự tương quan. Khi xảy ra tự tương quan, phương sai các hệ số ước lượng thu được từ OLS là chệch, khoảng tin cậy và các giả thuyết thống kê về các hệ số là không đáng tin cậy.

Tự tương quan có thể xảy ra ở bậc 1 hoặc bậc bất kỳ. Để phát hiện tự tương quan ở bậc 1, có thể xem xét đồ thị phần dư, sử dụng kiểm định t hoặc kiểm định Durbin – Watson hoặc kiểm định Durbin – h. Tuy nhiên, để phát hiện tự tương quan bậc bất kỳ, có thể sử dụng kiểm định Breusch – Godfrey (Breusch và Pagan, 1979). Nếu $\text{Prob.} \leq \alpha \rightarrow$ Bác bỏ H_0 – Mô hình có tự tương quan ở ít nhất một bậc; $\text{Prob.} > \alpha \rightarrow$ Chưa có cơ sở bác bỏ H_0 – Mô hình không có tự tương quan.

Để khắc phục tự tương quan, có thể sử dụng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát GLS – FGLS, phương pháp lấy sai phân hay phương sai hiệu chỉnh.

3.2.2.2. Phương pháp phân tích hồi quy đối với số liệu mảng

❖ Phương pháp hồi quy mô hình

Số liệu của mô hình về các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch TPDN (Mô hình 2) được thu thập trên cùng một số trái phiếu và tại các mốc thời gian khác nhau được gọi là số liệu mảng (panel data). Trong số liệu mảng, chỉ số i thường được dùng để chỉ cá thể (hộ gia đình, hãng, ngân hàng,...), $i = 1, 2, \dots, n$; và t là chỉ số thời gian, có thể là năm, tháng, tuần, ngày, ..., $t = 1, 2, \dots, T$. Theo Baltagi (2005), một mô hình số liệu mảng

cơ bản có dạng như sau:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + c_i + \gamma_t + u_{it} \quad (b)$$

Trong đó: u_{it} là sai số ngẫu nhiên thông thường, được giả định là thỏa mãn các điều kiện chuẩn tắc của phương pháp bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Square – OLS); c_i thể hiện đặc trưng thay đổi theo thời gian, không quan sát được của mỗi cá thể; γ_t là đặc trưng không quan sát được tại mỗi thời điểm quan sát và không có sự khác biệt giữa các cá thể như điều kiện kinh tế vĩ mô của quốc gia khi nghiên cứu doanh nghiệp hay các tỉnh, thành phố. Tùy vào đặc tính của các yếu tố không quan sát được này mà người ta đưa ra các phương pháp ước lượng khác nhau sao cho các hệ số ước lượng thu được là tốt nhất.

Xét mô hình không có yếu tố γ_t :

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + c_i + u_{it} \quad (c)$$

Tùy vào bản chất của c_i có 3 phương pháp ước lượng cơ bản là phương pháp ước lượng OLS gộp (Pooled OLS – POLS), mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model – REM) và mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model – FEM).

❖ Phương pháp ước lượng POLS

Nếu c_i là không tồn tại hay không đáng kể, mô hình (c) lúc đó trở thành:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (d)$$

Trong phương pháp POLS, các biến số được sắp xếp lại dưới dạng gộp như sau:

$$y = \begin{pmatrix} y_{11} \\ y_{12} \\ \vdots \\ y_{1T} \\ y_{n1} \\ y_{n2} \\ \vdots \\ y_{nT} \end{pmatrix}; x_j = \begin{pmatrix} x_{j1} \\ x_{j2} \\ \vdots \\ x_{jT} \\ x_{j1} \\ x_{j2} \\ \vdots \\ x_{jT} \end{pmatrix} \quad (j = 1, 2, \dots, k); u = \begin{pmatrix} u_{11} \\ u_{12} \\ \vdots \\ u_{1T} \\ u_{n1} \\ u_{n2} \\ \vdots \\ u_{nT} \end{pmatrix} \quad (e)$$

Trong cách sắp xếp này, các quan sát của cùng một cá thể được xếp liền nhau theo thứ tự thời gian. Phương pháp OLS cho mô hình (d) áp dụng với biến số dạng (e) được gọi là ước lượng OLS gộp cho số liệu mảng (POLS). Do số liệu mảng có cả yếu tố số liệu chéo và số liệu chuỗi thời gian nên để kết quả ước lượng là đáng tin cậy, mô hình vẫn cần thỏa mãn các giả thiết của phương pháp OLS.

❖ Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM)

Khi có vấn đề về yếu tố không quan sát được dạng c_i thì các giả thiết của phương

pháp OLS sẽ không thỏa mãn. Xét hai trường hợp xảy ra với c_i : c_i không tương quan với các biến độc lập và c_i có tương quan với ít nhất một trong các biến độc lập.

Nếu c_i không tương quan với các biến độc lập, giả thiết sai số ngẫu nhiên trong mô hình là không tự tương quan sẽ bị vi phạm, ước lượng POLS sẽ bị chệch. Khi đó, xét mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) như sau:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + v_{it} \quad (f)$$

Trong đó, $v_{it} = c_i + u_{it}$, còn gọi là sai số ngẫu nhiên tổng hợp.

Các giả thiết của REM là như sau:

Giả thiết RE1: c và các biến X là không tương quan.

Giả thiết RE2: sai số ngẫu nhiên u và c_i đều có phương sai không đổi, c_i và u là không tương quan. Từ đó, có thể thấy sai số ngẫu nhiên tổng hợp v có phương sai không đổi.

Giả thiết RE3: Các biến độc lập không có quan hệ đa cộng tuyến hoàn hảo.

❖ Mô hình tác động cố định (FEM)

Giả thiết về sự không tương quan của c_i với các biến độc lập của REM là khó thỏa mãn trong nhiều trường hợp khi mà đặc trưng mang tính cá thể có thể là một yếu tố quan trọng có tác động đến biến phụ thuộc. Khi c_i có tương quan với các biến độc lập, ước lượng từ REM là bị chệch và không vững. Khi đó, xét mô hình tác động cố định (FEM) như sau:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + c_i + u_{it} \quad (g)$$

Trong đó c_i tương quan với ít nhất một trong các biến giải thích trong mô hình. Trong trường hợp này, việc gộp c_i với u_{it} thành sai số ngẫu nhiên tổng hợp sẽ làm ước lượng bị chệch và không vững. Mô hình FE xem xét hai thành phần này một cách tách biệt nhau. Để ước lượng FEM có thể sử dụng phương pháp ước lượng tác động cố định và phương pháp biến giả.

3.3. Số liệu nghiên cứu

3.3.1. Số liệu nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô phát hành của trái phiếu doanh nghiệp

(i) Quy mô phát hành TPDN được sử dụng trong luận án 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.

(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 Dự 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 bằng phần mềm Eviews 8. Đồng thời, do GDP đầu người là số liệu phi tuyến tính nên được lấy logarit

(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 của Việt Nam.

Bảng 3.1: Số liệu và nguồn số liệu của mô hình (1)

Số TT	Biến số	Thang đo	Thu thập số liệu	Nguồn dữ liệu
1	Quy mô phát hành	Số lượng trái phiếu phát hành	Thu thập theo số liệu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2018	Asianbndsonline.adb.org
2	Quy mô của nền kinh tế	Log(GDP)	Thu thập theo số liệu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2018	Data.imf.org
3	Độ mở thương mại của nền kinh tế	Giá trị xuất khẩu	Thu thập theo số liệu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2018	Vietstock
4	Giai đoạn phát triển của nền kinh tế	Log(GDP đầu người)	Số liệu GDP/đầu người hàng năm được nội suy để có được số liệu theo quý.	WB
5	Chênh lệch lãi suất	Lãi suất cho vay – Lãi suất tiết kiệm (%/ năm)	Thu thập theo số liệu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2018	Data.imf.org

6	Quy mô của hệ thống ngân hàng	Dư nợ tín dụng nội địa	Thu thập theo số liệu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2018	Data.imf.org
7	Biến động tỷ giá hối đoái	Tỷ giá hối đoái	Thu thập theo số liệu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2018	Data.imf.org
8	Dự trữ ngoại hối	Quy mô dự trữ ngoại hối	Thu thập theo số liệu hàng quý trong giai đoạn 2005 – 2018	Data.imf.org
9	Quyền của chủ nợ	Xếp hạng từ 0 đến 4 tương ứng từ yếu đến mạnh		Luật phá sản các năm 1993, 2004, 2014

3.3.2. Số liệu nghiên cứu về các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp

Phạm vi nghiên cứu của luận án về các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường TPDN thứ cấp tại Việt Nam giới hạn trong các TPDN niêm yết trên Sở GDCK. Trong đó, chỉ có 28 trái phiếu niêm yết được giao dịch trên Sở GDCK TP.HCM (HSX) trong giai đoạn 2012 – 2017.

(i) Quy mô giao dịch TPDN (số lần giao dịch, số trái phiếu giao dịch, doanh số giao dịch) và khối lượng phát hành là số liệu sơ cấp được tổng hợp từ HSX theo tháng trong giai đoạn 2012 – 2017.

(ii) Tuổi của trái phiếu được tính căn cứ trên thời điểm phát hành của trái phiếu. Tuổi của trái phiếu được phân thành hai nhóm: (1) được phát hành trong vòng 2 năm và (2) trên 2 năm. Tính từ khi phát hành tới tháng nghiên cứu, nếu trong 2 năm, tuổi của trái phiếu được xếp vào nhóm (1) và được xếp vào nhóm (2) nếu trên 2 năm.

(iii) Rủi ro tín dụng của TPDN được thể hiện qua XHTD của trái phiếu. Tuy nhiên, tại Việt Nam chưa thực hiện XHTD cho TPDN. Vì thế, XHTD của doanh nghiệp phát hành trái phiếu được sử dụng thay thế làm tham chiếu. Đây là số liệu thứ cấp được tổng hợp từ Trung tâm thông tin tín dụng (Credit Information Centre – CIC) của NHNN

trong giai đoạn 2012 – 2017.

(iv) Biến động lợi nhuận, đại diện bằng biến động của Giá bình quân theo khối lượng giao dịch (VWAP), được tính toán trên cơ sở số liệu về giá và khối lượng giao dịch của TPDN niêm yết theo tháng trong giai đoạn 2012 – 2017.

(v) Quy mô giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp phát hành TPDN là số liệu thứ cấp, được tổng hợp từ finance.tvsi.com.vn/data

Bảng 3. 2: Số liệu và nguồn số liệu của mô hình (2)

Số TT	Biến số	Thang đo	Thu thập số liệu	Nguồn dữ liệu
1	Quy mô giao dịch	Số lần giao dịch; Số trái phiếu giao dịch; Doanh số giao dịch	Thu thập theo số liệu hàng tháng trong giai đoạn 2005 – 2017.	HSX
2	Khối lượng phát hành	Giá trị phát hành theo mệnh giá	Thu thập trên 28 TPDN niêm yết theo từng tháng trong giai đoạn 2012 – 2017.	HSX
3	Tuổi của trái phiếu	Số tháng từ khi phát hành	Được tính toán dựa trên thời điểm phát hành trái phiếu.	HSX
4	Rủi ro phá sản	XHTD của doanh nghiệp trong thời gian nghiên cứu	XHTD của các doanh nghiệp phát hành TPDN niêm yết	CIC
5	Biến động lợi nhuận và	Biến động của Giá bình quân theo khối lượng giao dịch (VWAP)	Được tính toán trên cơ sở giá và khối lượng giao dịch của TPDN	HSX
6	Quy mô giao dịch cổ phiếu	Giá trị cổ phiếu giao dịch	Thu thập trên các doanh nghiệp có phát hành TPDN niêm yết	finance.tvsi.com.vn/data

3.4. Quy trình kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp

3.4.1. Đối với các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp

Để kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô phát hành của TPDN, luận án thực hiện theo các bước sau:

(i) Kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian (Kiểm định ADF).

(ii) Hồi quy mô hình theo phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) và kiểm định các khuyết tật của mô hình.

(iii) Kiểm định các khuyết tật của mô hình, bao gồm: đa cộng tuyến (Kiểm định VIF), phân phối chuẩn (Kiểm định Jarque – Bera), tự tương quan (Kiểm định Breusch-Godfrey), phương sai sai số thay đổi (Kiểm định Breusch – Pagan – Godfrey và kiểm định White), định dạng hàm (Kiểm định Ramsey).

(iv) Nếu mô hình có các khuyết tật, thực hiện khắc phục các khuyết tật.

Các kiểm định đối với mô hình về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN sơ cấp được thực hiện trên phần mềm Eviews.

3.4.2. Đối với các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp

Để kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của TPDN, luận án thực hiện theo các bước sau:

(i) Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu mảng. Do số liệu mảng là một dạng số liệu chuỗi thời gian nên cũng cần phải kiểm định tính dừng. Để kiểm định tính dừng của số liệu mảng có thể sử dụng kiểm định Levin – Lin – Chu (LLC). Kiểm định LLC có giả thuyết H_0 là chuỗi không dừng và giả thuyết H_1 là chuỗi dừng (Nguyễn Hòa Nhân và cộng sự, 2014).

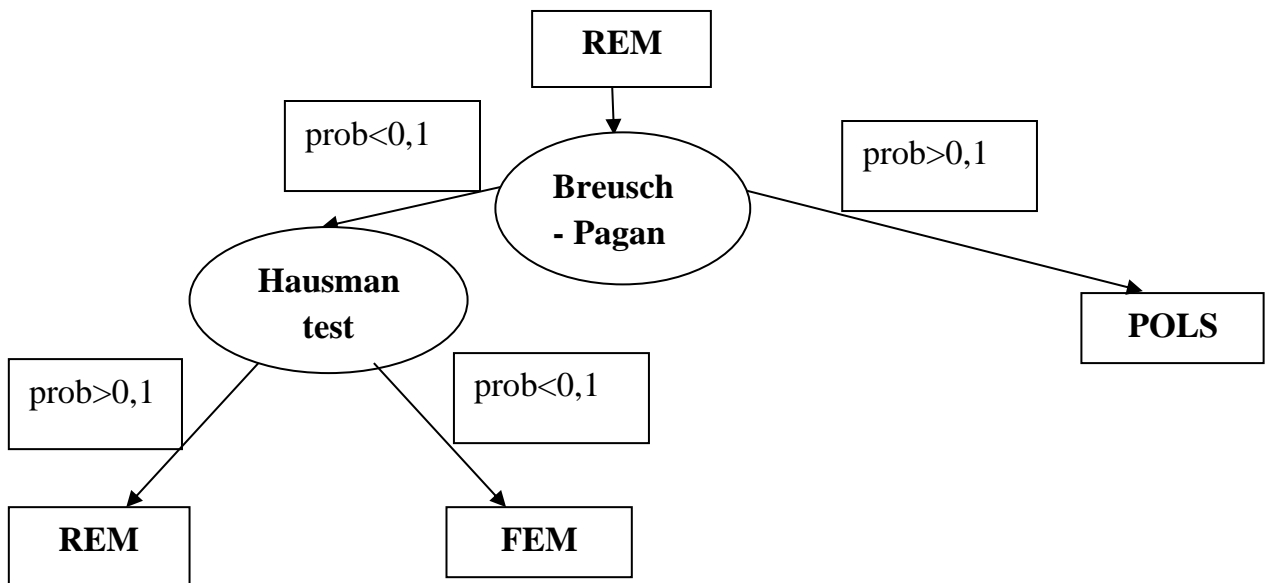
(ii) Luận án xây dựng mô hình hồi quy bội cho số liệu mảng. Luận án thực hiện phân tích tương quan giữa các nhóm biến nhằm xác định mức độ phù hợp của các biến phụ thuộc trong việc đo lường quy mô giao dịch của TPDN và khả năng xảy ra đa cộng tuyến giữa các biến độc lập.

(iii) Để tìm mô hình ước lượng phù hợp nhất với số liệu mảng, luận án thực hiện kiểm định phương sai sai số thay đổi (Bảng kiểm định Breusch – Pagan) để kiểm định sự tồn tại của c_i (thể hiện đặc trưng thay đổi theo thời gian, không quan sát được của

mỗi cá thể) (Baltagi, 2008).

(iv) Nếu xác suất (prob) $> 0,1$, thì c_i không tồn tại, có thể ước lượng mô hình theo phương pháp POLS (Baltagi, 2008).

(v) Nếu prob $< 0,1$ thì c_i có tồn tại và cần kiểm định về mối quan hệ tương quan giữa yếu tố này và các biến độc lập (Bảng kiểm định Hausman). Nếu c_i có tương quan với các biến độc lập (prob $< 0,1$) thì mô hình tác động cố định (FEM) được lựa chọn, còn ngược lại (prob $> 0,1$) thì sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để ước lượng (Baltagi, 2008).



Nguồn: Nguyễn Thị Minh và cộng sự (2014)

Hình 3.4: Quy trình lựa chọn mô hình số liệu mảng

Các kiểm định đối với mô hình về các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN thứ cấp được thực hiện trên phần mềm Stata.

TÓM TẮT CHƯƠNG 3

Chương 3 đã mô tả khung nghiên cứu, mô hình, số liệu, phương pháp nghiên cứu và quy trình kiểm định các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường TPDN Việt Nam. Dựa trên tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết, luận án đã xây dựng 2 mô hình về các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường TPDN sơ cấp và thị trường TPDN thứ cấp. Số liệu và nguồn thu thập số liệu trong luận án được trình bày và tổng hợp trong các bảng cụ thể. Đối với mô hình về các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường TPDN sơ cấp, luận án sử dụng phương pháp ước lượng OLS đối với số liệu chuỗi thời gian và kiểm định các khuyết tật của mô hình. Mô hình về các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường TPDN thứ cấp được xem xét lựa chọn phương pháp ước lượng POLS hoặc FEM hoặc REM phù hợp.

CHƯƠNG 4

PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG TỚI QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

4.1. Các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp

4.1.1. Biến số và thang đo

Dựa vào các nghiên cứu trước đây của LaPorta và cộng sự (1998), Eichengreen và Luengnaruemitchai (2004), Braun và Briones (2006), Mu và cộng sự (2013), Bhattacharyay (2013); Gu và Kowalewski (2015); Kowalewski và Pisany (2017), luận án xác định các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN Việt Nam sơ cấp bao gồm: quy mô của nền kinh tế, độ mở của nền kinh tế, giai đoạn phát triển của nền kinh tế, chênh lệch lãi suất, quy mô của hệ thống ngân hàng, biến động tỷ giá hối đoái, dự trữ ngoại hối và quyền của chủ nợ.

Mô hình dự kiến:

$$IVOL_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(GDP)_t + \beta_2 \text{EXPRT}_t + \beta_3 \text{Log}(PGDP)_t + \beta_4 \text{DRATE}_t + \beta_5 \text{CREDIT}_t + \beta_6 \text{EXR}_t + \beta_7 \text{FER}_t + \beta_8 \text{RIGHTS}_t + u_t \quad (1)$$

Trong đó: $t = 1, 2, \dots, 56$ đại diện cho 4 quý mỗi năm từ năm 2005 đến năm 2018.

Bảng 4.1: Biến số và thang đo của mô hình (1)

Mô hình	Biến số	Thang đo	Ký hiệu	Đơn vị
(1)	Quy mô thị trường TPDN sơ cấp	Quy mô trái phiếu phát hành mỗi quý	IVOL	Tỷ đồng
(1)	Quy mô của nền kinh tế	Log(GDP)	GDP	%
(1)	Độ mở thương mại của nền kinh tế	Giá trị xuất khẩu	EXPRT	%
(1)	Giai đoạn phát triển của nền kinh tế	Log(GDP/đầu người)	PGDP	
(1)	Chênh lệch lãi suất	Lãi suất cho vay – Lãi suất tiết kiệm (%)	DRATE	%
(1)	Quy mô của hệ thống	Dư nợ tín dụng nội địa	CREDIT	Triệu đồng

Mô hình	Biến số	Thang đo	Ký hiệu	Đơn vị
	ngân hàng			
(1)	Biến động tỷ giá hối đoái	Tỷ giá hối đoái bình quân trong quý	EXR	
(1)	Dự trữ ngoại hối	Quy mô dự trữ ngoại hối	FER	
(1)	Quyền của chủ nợ	Xếp hạng từ 0 đến 4 tương ứng từ yếu đến mạnh	RIGHTS	0 – 4 điểm

Trong đó:

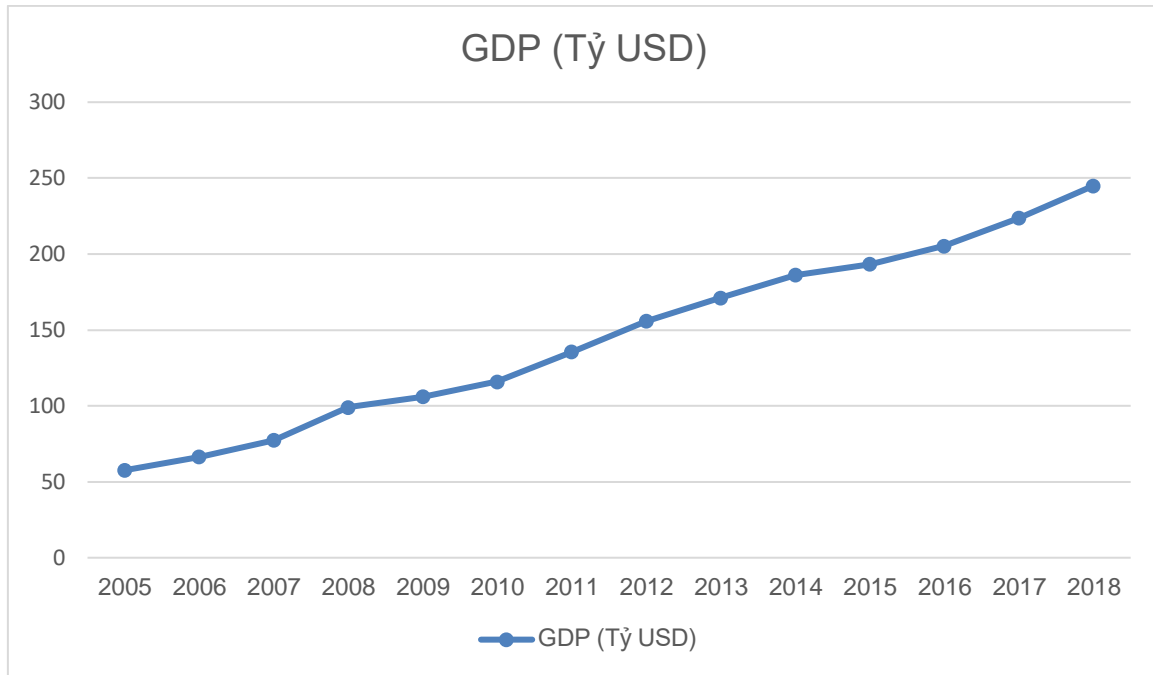
✓ Giai đoạn phát triển của nền kinh tế được đo lường bằng Logarit tự nhiên của GDP trên đầu người (GDP per capita). Tuy nhiên, GDP/đầu người chỉ có dữ liệu theo năm, không có dữ liệu theo quý nên số liệu GDP/đầu người hàng năm được nội suy để có được số liệu theo quý.

✓ 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 và cộng sự, 2007). Djankov và 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 chỉ khác Luật phá sản 1993 về tình hình thụ lý và giải quyết yêu cầu mở thủ tục phá sản doanh nghiệp, 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 và cộng sự, 2007). Vì thế, tính từ đầu năm 2015, quyền chủ nợ của Việt Nam được đánh giá 2 điểm.

4.1.2. Thống kê mô tả các yếu tố tác động

4.1.2.1. GDP giai đoạn 2005 – 2018

Nền kinh tế Việt Nam đã có sự tăng trưởng cao, GDP đạt mức bình quân hơn 7% trong nhiều năm liên tục. Năm 2005, GDP Việt Nam đạt gần 8%. Năm 2006, Việt Nam trở thành thành viên thứ 150 của tổ chức thương mại thế giới (WTO), tạo cơ hội lớn trong tiến trình hội nhập nền kinh tế toàn cầu.



Nguồn: Worldbank ngày 13/12/2019

Hình 4.1: GDP hàng năm giai đoạn 2005 – 2018

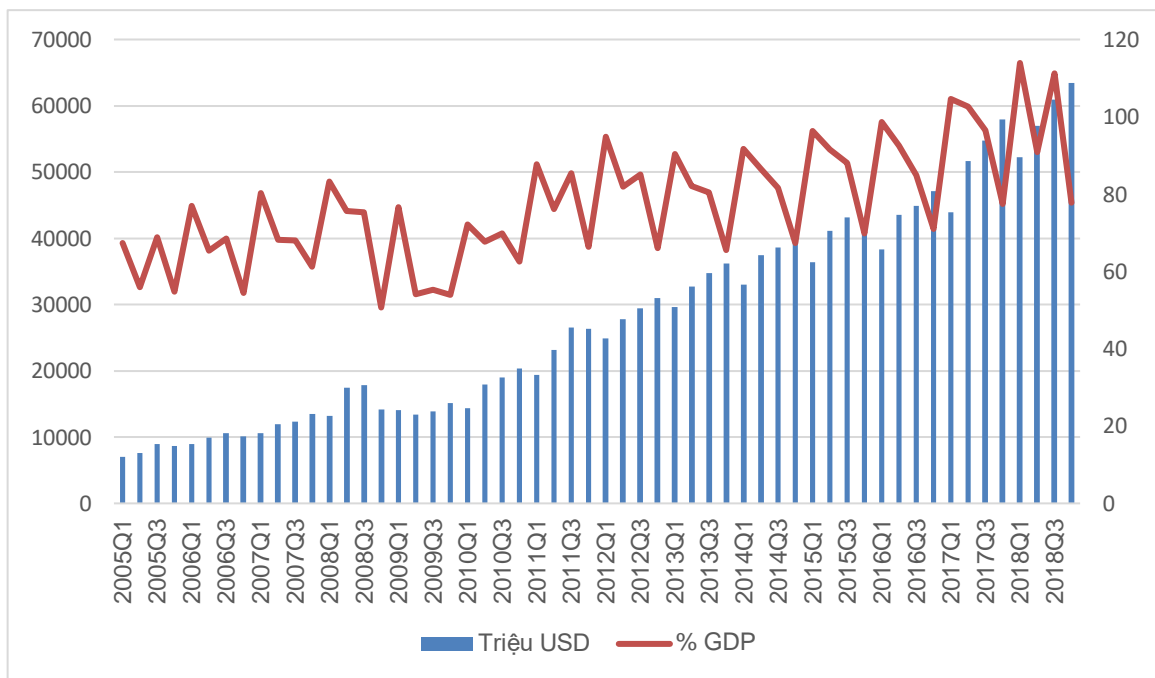
Theo báo cáo về tình hình KT – XH của Chính phủ (2007), 2007 là năm nền kinh tế Việt Nam có mức tăng trưởng tốt, GDP tăng 7,13% tương đương khoảng 77 tỷ USD, các vấn đề kinh tế vĩ mô cơ bản đều được có kết quả khả quan: thặng dư trong cán cân thanh toán quốc tế, dự trữ ngoại tệ tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ năm 2006, có thêm nhiều công trình mới được đưa vào sử dụng, tổng vốn đầu tư toàn xã hội ước tính gần 465 nghìn tỷ đồng – chiếm 40,6% GDP và tăng hơn 16% so với năm trước, các nguồn vốn của Nhà nước hay ODA và FDI cũng có tốc độ tăng khá nhanh, TTCK phát triển khá nhanh – đóng vai trò là kênh huy động vốn dài hạn quan trọng của các doanh nghiệp. Năm 2008, thế giới đối mặt với cơn bão khủng hoảng tài chính toàn cầu. Khủng hoảng ảnh hưởng mạnh tới Việt nam, như thương mại, đầu tư, kiều hối, ODA, du lịch, cùng với yếu kém về thể chế của các tập đoàn kinh tế nhà nước đã tạo nên tình trạng suy thoái kinh tế giai đoạn 2009 – 2012. Giai đoạn 2008 – 2010, GDP vẫn tăng nhưng tốc độ tăng trưởng rất chậm so với những năm trước. Từ 2011, Chính phủ có biện pháp mạnh mẽ để ổn định kinh tế vĩ mô, cải cách hệ thống ngân hàng với trọng tâm là xử lý nợ xấu và các ngân hàng yếu kém, cải cách doanh nghiệp nhà nước, thúc đẩy xuất khẩu, ... Kết quả là Việt nam đã đạt được tăng trưởng kinh tế khả quan so với mức trung bình thế giới (Chính phủ, 2008; Chính phủ, 2013).

Năm 2014, GDP đạt 5,98%, đạt hơn 186 tỷ USD – gấp đôi năm 2008. Giai đoạn 2015 – 2018 GDP bình quân đạt 6%, tăng khoảng 50 tỷ USD, là dấu hiệu cho thấy nền

kinh tế phục hồi. Theo báo cáo của về tình hình KT – XH của Chính phủ (2016), nền kinh tế vĩ mô ổn định, các cân đối lớn cơ bản được bảo đảm. Nợ công, thâm hụt ngân sách đang được kiểm soát tốt. Phát triển kinh tế dần đi vào chiều sâu với cải cách thể chế, cải thiện môi trường kinh doanh: giảm các thủ tục kinh doanh, ban hành các Luật, đẩy nhanh cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, tiếp tục tái cơ cấu hệ thống tài chính.

4.1.2.2. Độ mở thương mại của nền kinh tế (Giá trị xuất khẩu)

Việt Nam có độ mở thương mại. Độ mở này là kết quả của đường lối đổi mới và mở cửa hội nhập với thế giới trong điều kiện toàn cầu hóa, của chủ trương đa dạng hóa, đa phương hóa. Việt Nam tham gia ký kết nhiều Hiệp định thương mại, khuyến khích đầu tư nước ngoài, đó là cơ sở để Việt Nam tham gia xuất nhập khẩu hàng hóa với nhiều quốc gia trên thế giới.



Nguồn: Vietstock ngày 28/11/2019

Hình 4.2: Giá trị xuất khẩu giai đoạn 2005 - 2018 (Triệu USD)

Từ 2011, xuất khẩu của Việt Nam bắt đầu có sự tăng trưởng rõ rệt và đến 2018, giá trị xuất khẩu đã tăng hơn gấp 2,5 lần. Quy mô và cơ cấu xuất khẩu đã có những thay đổi rõ rệt. Trong gần 240 nước và vùng lãnh thổ trên thế giới, hàng hóa của Việt Nam đã xuất hiện tại 200 quốc gia và vùng lãnh thổ. Các sản phẩm xuất khẩu chủ lực như gạo, rau quả, dệt may đều thâm nhập được vào các thị trường lớn và có mức độ tăng trưởng xuất khẩu tốt. Theo Cục Xuất nhập khẩu (2018): “Trong năm 2013, đã có 22 mặt hàng đạt kim ngạch từ 1 tỷ USD trở lên, trong đó có 2 mặt hàng đạt quy mô rất lớn (điện thoại các loại và linh kiện, dệt may...). Có 19 tỉnh/thành phố đạt từ 1 tỷ USD trở lên,

trong đó cao nhất là TP.HCM, tiếp đến là Bắc Ninh, Bình Dương, Đồng Nai, ...”

Bảng 4.2: Kim ngạch xuất khẩu sang các khu vực giai đoạn 2011 - 2017 (Tỷ USD)

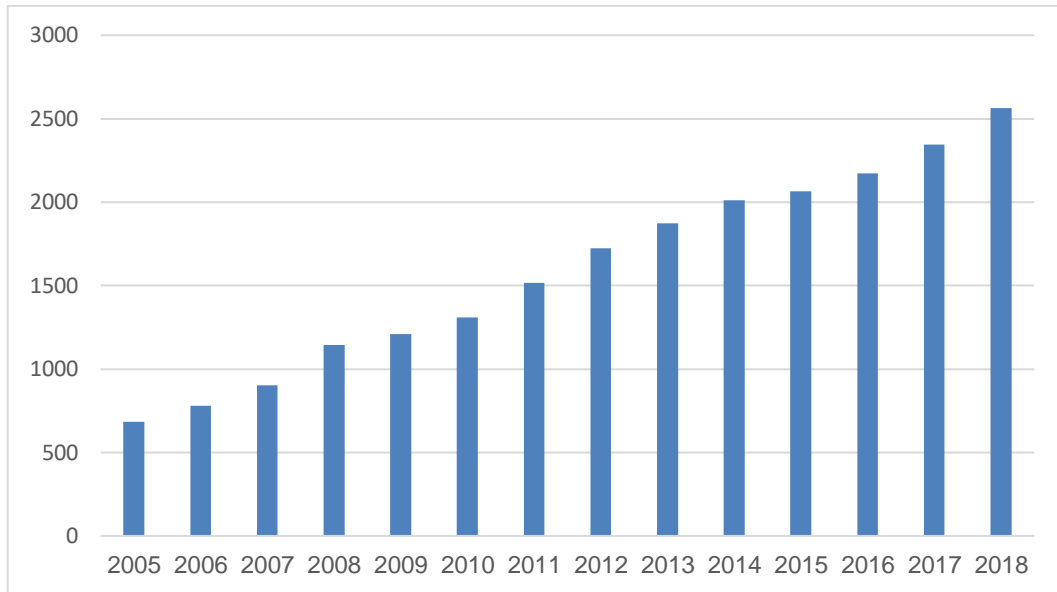
Khu vực	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	(%)
Châu Á	50,1	61,3	68,3	72,7	78,3	84,1	112,8	130,3	15,39
Châu Âu	19,3	22,7	26,9	31,8	34,2	37,8	40,9	44,8	12,87
Châu Mỹ	20,0	23,3	28,6	34,6	40,8	46,3	51,3	56,9	16,47
Châu Đại Dương	2,8	3,5	3,8	4,3	3,2	3,2	3,7	4,5	-2,36
Châu Phi	3,5	2,5	2,8	3,1	2,39	2,2	2,1	2,3	8,97

Nguồn: (Cục Xuất nhập khẩu, 2018)

Thị trường xuất khẩu được mở rộng sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam tham gia sâu vào chuỗi giá trị của khu vực, nâng cao năng lực sản xuất cho xuất khẩu và năng lực cạnh tranh, khẳng định vị thế mới của mình trên trường quốc tế. Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi mà những lợi thế cạnh tranh như giá nhân công rẻ, lợi thế tài nguyên hiện đã dần bị thu hẹp, không có tính bền vững trong khi những yếu tố như thương hiệu, chất lượng sản phẩm cần một chiến lược phát triển và thời gian. Độ mở rộng như trên vừa khai thác được thế mạnh của kinh tế trong nước, vừa khai thác được thế mạnh của thị trường thế giới, nhưng cũng gặp phải thách thức lớn. Đó là các cú sốc – khủng hoảng trên thế giới và trong khu vực mà Việt Nam tham gia sâu sẽ tác động nhanh và mạnh tới nền kinh tế trong nước.

4.1.2.3. Giai đoạn phát triển của nền kinh tế (GDP đầu người)

Trong hơn 10 năm, GDP đầu người của Việt Nam đã tăng hơn gấp ba từ hơn 683 USD/người (năm 2005) lên hơn 2.563 USD/người (năm 2018). Từ năm 2008, Việt Nam đã đạt được GDP đầu người trên 1.000 USD, đạt 2.000 USD năm 2014 và được xếp vào nhóm các quốc gia có thu nhập trung bình thấp.

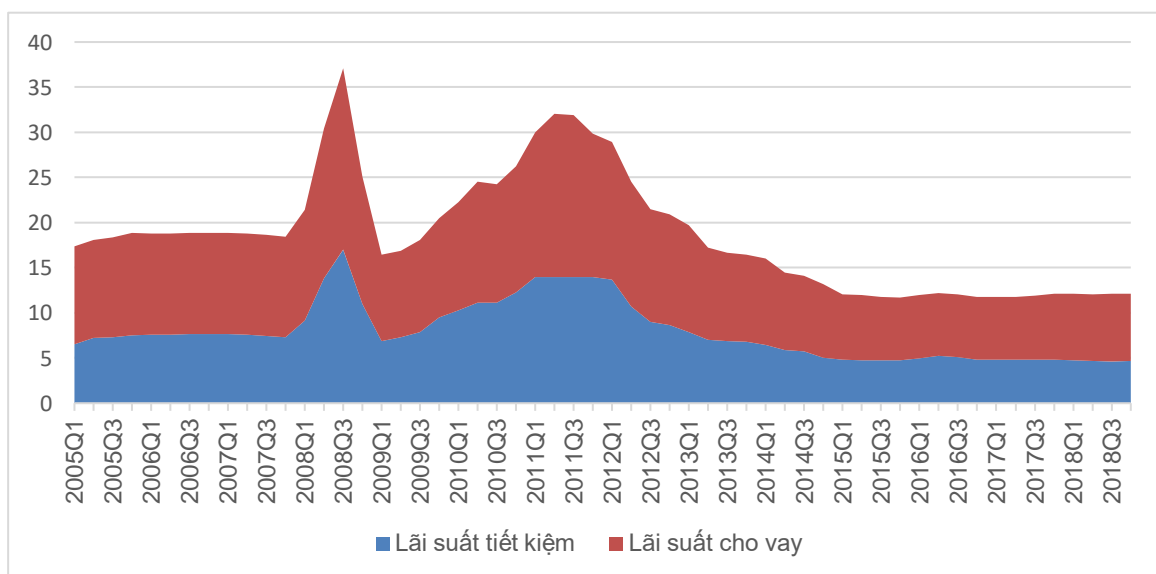


Nguồn: Worldbank ngày 11/12/2019

Hình 4.3: GDP trên đầu người của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2018 (USD)

Theo đánh giá của Worldbank (2016), Việt Nam là quốc gia có tốc độ tăng trưởng ở mức cao trên thế giới. Tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam có sự đóng góp của bốn chuyển đổi quan trọng: (i) chuyển đổi từ thể chế kế hoạch hóa tập trung sang thể chế thị trường, (ii) chuyển đổi cơ cấu từ nông nghiệp sang sản xuất và chế biến và dịch vụ, (iii) chuyển đổi không gian từ nông thôn sang thành thị, (iv) chuyển đổi từ một nền kinh tế đóng sang nền kinh tế mở, định hướng xuất khẩu và hội nhập toàn cầu.

4.1.2.4. Chênh lệch lãi suất



Nguồn: IMF ngày 28/11/2019

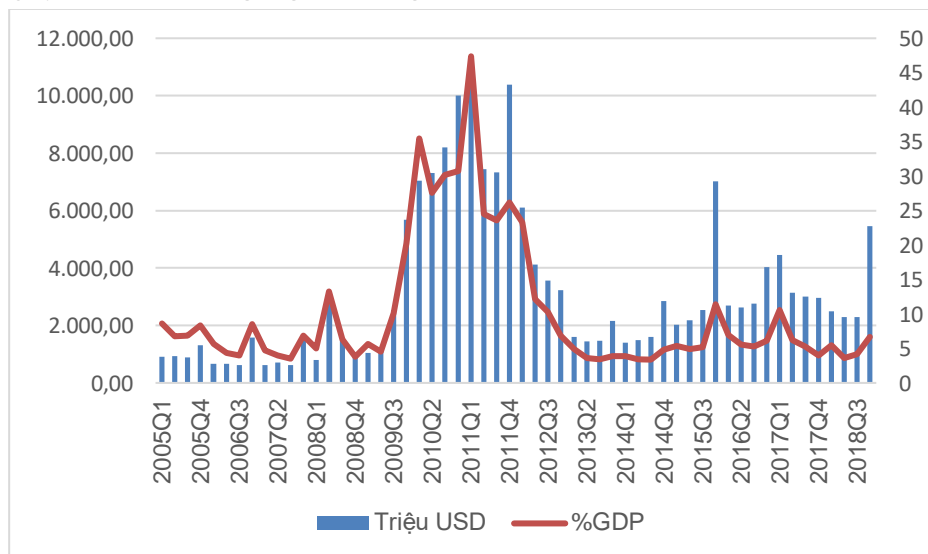
Hình 4.4: Lãi suất tiết kiệm và cho vay bình quân giai đoạn 2005 - 2018 (%)

Từ 2005 – 2007 chênh lệch này giao động khoảng 3,5% - 4,3% một năm; đến 2008, lãi suất tăng đột biến, trong đó lãi suất tiết kiệm tăng nhanh hơn. Giai đoạn 2008 – 2010, lãi suất tăng cao cùng với khủng hoảng, hàng nghìn doanh nghiệp dừng hoạt động, không trả được nợ cho ngân hàng. Khi nền kinh tế bắt đầu ổn định hơn, biến động lãi suất giảm. Cùng với chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, hạn chế lạm phát, Chính phủ yêu cầu các ngân hàng giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh. Lãi suất các khoản nợ cũ về tối đa 15%/năm vào cuối 2012. Từ giữa năm 2013 lãi suất cho vay đã giảm dưới 10% và chênh lệch lãi suất cũng giảm mạnh. Trong năm 2014, chênh lệch lãi suất giao động khoảng 2,5% - 3,5%, và giảm xuống còn 1,7% - 2,9% trong các năm sau.

Chênh lệch lãi suất của các NHTM nhìn chung không ổn định do các mức lãi suất trong giai đoạn này bị can thiệp trực tiếp từ NHNN – NHNN qui định cụ thể các mức trần lãi suất, ví dụ trần lãi suất huy động 14%/ năm; và các NHTM trong lúc khan hiếm thanh khoản đã đặt ra các mức lãi suất huy động tiết kiệm đều là 14%. Hoặc khi lãi suất huy động 24 tháng chưa giảm được vì chưa đến hạn, NHNN yêu cầu giảm lãi suất các khoản cho vay cũ.

Lãi suất cho vay của các NHTM có khác biệt rất đáng kể đối với doanh nghiệp. Các doanh nghiệp lớn, có uy tín, có TSDB có thể vay với lãi suất thấp và ngược lại. Tuy nhiên theo chính sách tín dụng chung của NHNN, các khoản vay BĐS, chứng khoán đều bị hạn chế nhất định. Các khoản vay cho các dự án với thời gian dài cũng bị hạn chế bởi nguồn vốn của các NHTM trong giai đoạn này chủ yếu là nguồn ngắn hạn. Do vậy, nhiều doanh nghiệp bị thiếu hụt nguồn vốn trung dài hạn. Nhiều doanh nghiệp lớn, có uy tín, quản trị rủi ro tốt, có thể phát hành trái phiếu với mức lãi suất tiết kiệm + từ 1% đến 1,5%.

4.1.2.5. Quy mô hệ thống ngân hàng



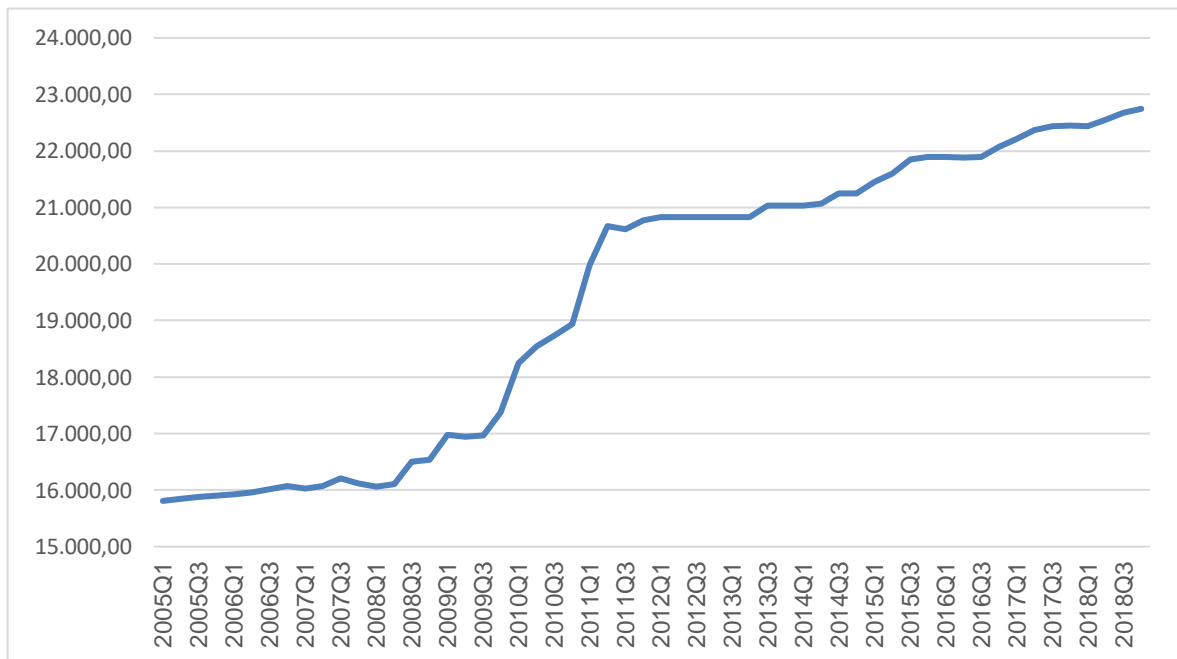
Nguồn: IMF ngày 28/11/2019 và Vietstock ngày 28/11/2019

Hình 4.5: Dự nợ tín dụng nội địa giai đoạn 2005 - 2018

Dư nợ tín dụng nội địa của các ngân hàng cho thấy qui mô của hệ thống. Các ngân hàng – trong đó các NHTM chiếm phần lớn – là tổ chức cung ứng vốn tín dụng chủ yếu cho nền kinh tế Việt nam. Từ 2005 đến 2010, qui mô tín dụng của tăng gấp 4 lần, trung bình mỗi năm tăng trên 56%. Giai đoạn 2010 - 2012, để kiềm chế lạm phát cao, NHNN đã giới hạn tăng trưởng tín dụng, qui mô tín dụng chỉ tăng trung bình trên 5,5% một năm. Từ năm 2012 trở đi, quy mô dư nợ tín dụng nội địa đã giảm dần và giữ mức độ tương đối ổn định. Có thể thấy vào thời điểm cuối năm thì quy mô của dư nợ tại các NHTM có xu hướng tăng vọt so với các thời điểm khác trong năm. Nguyên nhân là do tại thời điểm cuối năm các NHTM thường sử dụng các biện pháp để tăng dư nợ cho vay nhằm hoàn thành các chỉ tiêu kế hoạch.

4.1.2.6. Biến động của tỷ giá hối đoái

Tỷ giá hầu như tăng trong suốt giai đoạn 2005 – 2018. Trong đó, giai đoạn 2005 – 2008, tỷ giá tăng với tốc độ chậm; giai đoạn 2008 – 2010, tỷ giá tăng cao. Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 - 2009 và suy thoái kinh tế sau đó (dòng vốn đầu tư nước ngoài giảm mạnh, lạm phát cao, tăng trưởng giảm) đã ảnh hưởng lớn đến tỷ giá.



Nguồn: IMF ngày 28/11/2019

Hình 4.6: Tỷ giá hối đoái bình quân giai đoạn 2005 - 2018 (VND/USD)

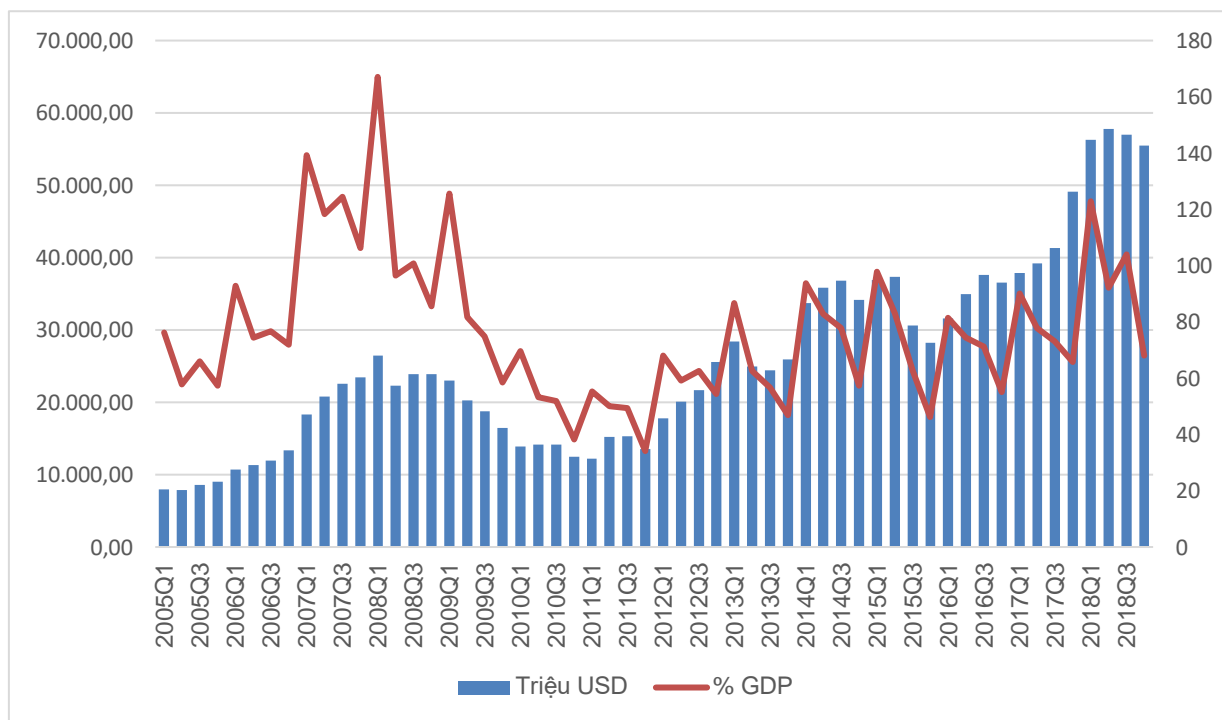
Từ 2007 - 2011, lạm phát nhiều năm ở mức 2 con số. Trong 2008, tỷ giá tăng khoảng từ 16.000 lên 17.000 VND/USD (tăng trên 6%). Từ 2009 -2011 tỷ giá tăng “sốc” lên trên 20.000 VND/USD. Ngày 11/2/2010, tỷ giá bình quân liên ngân hàng được điều chỉnh từ mức 17.941 VND/USD lên mức 18.544 VND/USD nhằm khuyến khích các

doanh nghiệp bán lại ngoại tệ cho các ngân hàng, cải thiện trạng thái ngoại tệ vốn đang căng thẳng. Cuối tháng 11/2010, tỷ giá tăng vọt lên mức 21.380 - 21.450 VND/USD. Ngày 11/2/2011, NHNN lại điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng tăng 9,3% so với trước đó, đạt mức 20.693 VND/USD

Sau 2012, NHNN thi hành nhiều chính sách để quản lý tỷ giá: thực hiện các biện pháp mua và bán ngoại tệ can thiệp khi cần thiết, kết hợp với các công cụ chính sách tiền tệ để giảm áp lực lên tỷ giá và thị trường ngoại tệ, duy trì chênh lệch giữa lãi suất VND và USD để đảm bảo việc nắm giữ VND có lợi hơn so với USD, yêu cầu các NHTM tắt toán trạng thái vàng, không cho phép các NHTM huy động và cho vay vàng, hạn chế cho vay USD... Các biện pháp này đã giảm bớt tình trạng tăng cao của tỷ giá.

Giai đoạn 2012 – 2013 tỷ giá tăng nhẹ và từ 2013 – 2018, NHNN điều hành lãi suất chủ động, có tính dự báo trước. Tỷ giá tăng ở mức ổn định đã góp phần tích cực trong việc ổn định lạm phát, thu hút đầu tư nước ngoài. Do tỷ giá ổn định, lãi suất tiết kiệm USD thấp so với lãi suất tiết kiệm VND, các tổ chức kinh tế và cá nhân bán ngoại tệ rất nhiều cho các NHTM để lấy VND, cùng với dòng kiều hối chuyển về tăng mạnh đã làm tăng dự trữ ngoại hối của Việt nam.

4.1.2.7. Dự trữ ngoại hối



Nguồn: IMF ngày 2/12/2019 và Vietstock ngày 28/11/2019

Hình 4.7: Quy mô dự trữ ngoại hối giai đoạn 2005 - 2018

Dự trữ ngoại hối được hỗ trợ bởi thặng dư thương mại, thu hút đầu tư nước ngoài và kiều hối. Việt Nam chủ yếu bị thâm hụt thương mại, song thu hút đầu tư nước ngoài và kiều hối là 2 nguồn lực chính đẩy dự trữ ngoại hối. Ngay sau khi gia nhập WTO, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã liên tục tăng, năm 2008 đạt trên 26 tỷ USD. Với mức thâm hụt thương mại lớn năm 2008 (Tình trạng nhập siêu cực lớn khoảng 17,5 tỷ USD ngay năm 2008) và các năm tiếp theo, lạm phát cao, doanh nghiệp và người dân găm giữ ngoại tệ và vàng, làm cho dự trữ ngoại hối giảm mạnh còn khoảng 12 tỷ USD cuối 2010 và đầu 2011. Ngày 11/2/2011, VND bị phá giá đã làm tỷ giá USD/VND ổn định hơn. Đến cuối năm 2014, quy mô dự trữ ngoại hối của Việt Nam một lần nữa lên tới khoảng 36 tỷ USD. Từ sự kiện Trung Quốc bất ngờ phá giá mạnh đồng Nhân dân tệ, NHNN đã phải liên tục bán ra lượng lớn ngoại tệ đến tận những ngày cuối cùng của năm 2015. Tuy nhiên với chính sách duy trì ổn định VND và khoảng cách lãi suất VND và USD, tình trạng gửi tiết kiệm bằng USD trong dân chúng giảm mạnh. Đến cuối 2017 dự trữ ngoại hối đã đạt trên 48 tỷ USD và giữ mức tăng ổn định trong năm 2018.

4.1.2.8. Quyền chủ nợ

Báo cáo Môi trường kinh doanh (Doing Business) của Worldbank (2018) đưa ra bộ chỉ số đánh giá môi trường kinh doanh, về các quy định liên quan tới hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt đối với các DNNVV trong nước với 11 tiêu chí: (i) Khởi nghiệp; (ii) Cấp phép xây dựng; (iii) Đăng ký tài sản; (iv) Bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư thiểu số; (v) Tuyển và sa thải lao động; (vi) Tiếp cận tín dụng; (vii) Nộp thuế và BHXH; (viii) Giao dịch thương mại qua biên giới; (ix) Tiếp cận điện năng; (x) Giải quyết tranh chấp hợp đồng; và (xi) Giải quyết phá sản doanh nghiệp. Trong đó, hai tiêu chí: Tiếp cận tín dụng và Giải quyết phá sản doanh nghiệp được coi là có nhiều nội dung phản ánh quyền chủ nợ, bao gồm:

- ❖ Chỉ số quyền pháp lý về bảo vệ quyền lợi của người vay, người cho vay, chủ nợ bảo đảm;
- ❖ Chỉ số về chất lượng khuôn khổ pháp lý giải quyết phá sản doanh nghiệp:
 - ✓ Chỉ số về mở thủ tục phá sản doanh nghiệp;
 - ✓ Chỉ số về quản lý tài sản doanh nghiệp sau phá sản;
 - ✓ Chỉ số về thủ tục tái tổ chức doanh nghiệp;
 - ✓ Chỉ số về sự tham gia của chủ nợ trong việc thanh lý và tái cấu trúc doanh nghiệp;

Bảng 4.3: Chỉ số quyền pháp lý theo Doing business giai đoạn 2005 – 2013

Chỉ số	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Quyền pháp lý (0 – 10)	5	5	5	7	7	7	7	7	7

Nguồn: Worldbank

Trong giai đoạn 2005 – 2013, Worldbank đánh giá chỉ số quyền pháp lý về bảo vệ quyền lợi của người vay, người cho vay và chủ nợ bảo đảm theo thang điểm từ 0 – 10 điểm. Từ 2014 trở đi, chỉ số này được đánh giá theo thang điểm 0 – 12 điểm. Chất lượng khuôn khổ pháp lý là tổng hợp của các chỉ tiêu: mở thủ tục phá sản doanh nghiệp, quản lý tài sản sau phá sản, tái tổ chức doanh nghiệp, tham gia của chủ nợ. Chất lượng khuôn khổ pháp lý là chỉ tiêu được đánh giá bắt đầu từ năm 2014 và có thang điểm từ 0 – 16.

Bảng 4.4: Một số chỉ tiêu theo Doing business giai đoạn 2014 – 2017

Chỉ số	2014	2015	2016	2017
<i>Quyền pháp lý (0 – 12)</i>	7	7	7	7
<i>Chất lượng khuôn khổ pháp lý (0 – 16)</i>	7,5	7,5	7,5	7,5
Mở thủ tục phá sản doanh nghiệp (0 – 3)	2,5	2,5	2,5	2,5
Quản lý tài sản sau phá sản (0 – 6)	3	3	3	3
Tái tổ chức doanh nghiệp (0 – 3)	2	2	2	2
Tham gia của chủ nợ (0 – 4)	0	0	0	0

Nguồn: Worldbank

Có thể thấy điểm của chỉ số quyền pháp lý về bảo vệ người vay, cho vay và các chủ nợ đảm bảo có sự thay đổi mạnh trong giai đoạn 2007 – 2008. Đây là giai đoạn bắt đầu diễn ra khủng hoảng kinh tế và Chính phủ đã ban hành nhiều văn bản pháp luật nhằm giảm thiểu rủi ro trên TTTC. Tuy nhiên, điểm số của chỉ số này sau đó cũng không thay đổi từ năm 2008 – 2017. Đồng thời, các chỉ tiêu của chất lượng khuôn khổ pháp lý chỉ đạt 7,5/16 điểm trong suốt giai đoạn 2014 – 2017. Đặc biệt, chỉ số tham gia của chủ nợ trong việc thanh lý và tái cấu trúc doanh nghiệp chỉ được 0/4 điểm. Worldbank (2018) đánh giá là mức điểm số này tại Việt Nam là rất thấp.

Liên quan trực tiếp tới quyền chủ nợ khi doanh nghiệp bị phá sản, Luật phá sản của Việt Nam được ban hành lần đầu tiên vào năm 1993, được thay thế lần đầu vào năm 2004 và thay thế lần hai vào năm 2014. Trong Luật phá sản (2014) có quy định về địa vị pháp lý của các chủ nợ như sau:

- (i) “Phân biệt rõ chủ nợ không có bảo đảm, chủ nợ có bảo đảm toàn bộ và chủ nợ

có bảo đảm một phần.”

(ii) Theo điều 5: “Chủ nợ không có bảo đảm, chủ nợ có bảo đảm một phần có quyền nộp đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản khi hết thời hạn 03 tháng kể từ ngày khoản nợ đến hạn mà doanh nghiệp, HTX không thực hiện nghĩa vụ thanh toán.”

(iii) Theo điều 18 và 19, “các chủ nợ cũng có những quyền của người tham gia thủ tục phá sản và nộp đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản: yêu cầu cung cấp tài liệu liên quan, được thông báo về quá trình xét xử, tham gia hội nghị chủ nợ, đề xuất/yêu cầu thay đổi quản tài viên, yêu cầu người bảo vệ quyền lợi...”

(iv) “Các đối tượng chủ nợ khác nhau thì có địa vị pháp lý khác nhau trên tinh thần bảo vệ quyền lợi ích của chủ nợ có bảo đảm triệt để hơn so với các loại chủ nợ khác.”

4.1.3. Kiểm định các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp

4.1.3.1. Kiểm định tính dừng của số liệu chuỗi thời gian

Số liệu của các biến trong mô hình (1) bao gồm quy mô trái phiếu phát hành hàng quý (IVOL), GDP hàng quý (GDP), giá trị xuất khẩu (EXPRT), GDP đầu người (PGDP), dư nợ tín dụng nội địa (CREDIT), chênh lệch lãi suất (DRATE), dự trữ ngoại hối (FER), biến động tỷ giá hối đoái (EXR) và quyền chủ nợ (RIGHTS) được kiểm định tính dừng trên phần mềm EVIEWS. Trong đó, do GDP và PGDP là số liệu phi tuyến tính và được lấy logarit nên luận án sẽ kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu $\log(\text{GDP})$ và $\log(\text{PGDP})$.

Bảng 4.5: 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

Ngoại trừ IVOL dừng ở bậc 0 với mức ý nghĩa 10%, Logarit của PGDP dừng ở bậc 0 với mức ý nghĩa 1% và EXPRT dừng ở bậc 2 thì tất cả các biến khác đều dừng ở

bậc 1. Logarit của GDP dừng ở bậc 1 với mức ý nghĩa 5% và các biến khác đều dừng ở bậc 1 với mức ý nghĩa 1% (Kết quả kiểm định cụ thể của từng chuỗi số liệu: Phụ lục 1 – 10).

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 và Nguyễn Thị Minh, 2013).

4.1.3.2. Hồi quy mô hình (1.1)

❖ Kết quả hồi quy mô hình (1.1)

Bảng 4.6: Kết quả hồi quy mô hình (1.1)

Dependent Variable: IVOL				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 2005Q2 2018Q4				
Included observations: 55 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1339,511	1675,374	0,79953	0,4281
LOG(GDP)	2,82E+02	1,35E+02	2,085928	0,0426(**)
D(EXPRT)	0,017436	0,008629	2,020693	0,0492(**)
LOG(PGDP)	-483,992	367,7746	-1,316	0,1947
CREDIT	0,037872	0,011563	3,275279	0,002(***)
DRATE	-5,31E+01	4,83E+01	-1,09984	0,2771
EXR	-0,051366	0,042415	-1,21106	0,2321
FER	1,47E-02	4,74E-03	3,109871	0,0032(***)
RIGHTS	65,55346	94,01795	0,697244	0,4892
R-squared	0,53508			
Adjusted R-squared	0,454225			
S.E. of regression	150,381			
Sum squared resid	1040264			
Log likelihood	-348,852			
F-statistic	6,617725			
Prob(F-statistic)	0,00001			

Nguồn: Tính toán của tác giả

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

Mô hình (1.1) có $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,00001 < 0,05$ cho thấy mô hình ước lượng là phù hợp. Các biến $\log(\text{PGDP})$, DRATE , EXR và RIGHTS đều có prob. lớn hơn 0,1 cho thấy các biến không có ý nghĩa ở mức 10%. Các biến còn lại đều có ý nghĩa ở mức 1%, 5%, 10% và đều có tác động thuận chiều với biến phụ thuộc.

Mô hình có $R^2 = 0,53508$ cho thấy các biến độc lập trong mô hình giải thích được 53,508% sự thay đổi của biến phụ thuộc.

❖ Kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.1)

Bảng 4.7: Kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.1)

Khuyết tật	Kiểm định	Kết quả
Phân phối chuẩn	Jarque – Bera	Prob. = 0,292884
Tự tương quan	Breusch – Godfrey	Prob. = 0,5481
PSSS thay đổi	Breusch – Pagan – Godfrey	Prob. = 0,4872
	White	Prob. = 0,1603
Định dạng hàm	Ramsey	Prob. = 0,0186
Đa cộng tuyến	VIF	$\text{VIF}_{\text{Log}(\text{GDP})} = 11,13926$ $\text{VIF}_{\text{D}(\text{EXPT})} = 1,18129$ $\text{VIF}_{\text{Log}(\text{PGDP})} = 51,97975$ $\text{VIF}_{\text{CREDIT}} = 2,282874$ $\text{VIF}_{\text{DRATE}} = 2,887846$ $\text{VIF}_{\text{EXR}} = 27,71985$ $\text{VIF}_{\text{FER}} = 9,112011$ $\text{VIF}_{\text{RIGHTS}} = 4,434633$

Nguồn: Tính toán của tác giả

Có thể thấy mô hình (1.1) có phân phối chuẩn, không có tự tương quan, PSSS đồng đều, định dạng hàm đúng (do các prob. đều lớn hơn 0,01). Tuy nhiên, hệ số VIF của một số biến lớn hơn 10 cho thấy mô hình có hiện tượng ĐCT (Kết quả kiểm định cụ thể của từng khuyết tật: Phụ lục 11 – 15).

Để khắc phục hiện tượng ĐCT, có thể thực hiện loại bỏ bớt các biến có hệ số

DCT cao. Đầu tiên, biến $\log(\text{PGDP})$ – có hệ số VIF cao nhất – sẽ được loại bỏ. Mô hình mới có dạng như sau:

$$IVOL_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{GDP})_t + \beta_2 \text{D}(\text{EXPRT})_t + \beta_3 \text{DRATE}_t + \beta_4 \text{CREDIT}_t + \beta_5 \text{EXR}_t + \beta_6 \text{FER}_t + \beta_7 \text{RIGHTS}_t + u_t \quad (1.2)$$

4.1.3.3. Hồi quy mô hình (1.2)

- ❖ Kết quả hồi quy mô hình (1.2)

Bảng 4.8: Kết quả hồi quy mô hình (1.2)

Dependent Variable: IVOL				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 2005Q2 2018Q4				
Included observations: 55 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-470,421	9,64E+02	-4,88E-01	0,6279
LOG(GDP)	196,2759	119,4337	1,643388	0,107
D(EXPRT)	0,019231	0,008586	2,23984	0,0299(**)
CREDIT	0,039318	0,0116	3,389591	0,0014(***)
DRATE	-15,8087	39,40295	-0,40121	0,6901
EXR	-0,09919	0,022044	-4,49945	0,000(***)
FER	0,010778	0,003688	2,922729	0,0053(***)
RIGHTS	131,8318	80,00656	1,647762	0,1061
R-squared		0,517576		
Adjusted R-squared		0,445726		
S.E. of regression		151,5473		
Sum squared resid		1079429		
Log likelihood		-349,868		
F-statistic		7,203536		
Prob(F-statistic)		0,000007		

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

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

Mô hình (1.2) có $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,000007 < 0,05$ cho thấy mô hình ước lượng là phù hợp. Các biến $\log(\text{GDP})$, DRATE , RIGHTS đều có prob. lớn hơn 0,1 cho thấy các biến không có ý nghĩa ở mức 10%. Các biến còn lại đều có ý nghĩa ở mức 1%, 5%, và đều có tác động thuận chiều với biến phụ thuộc, ngoại trừ EXR có tác động ngược chiều.

Mô hình có $R^2 = 0,517576$ cho thấy các biến độc lập trong mô hình giải thích được 51,7576% sự thay đổi của biến phụ thuộc.

❖ Kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.2)

Bảng 4.9: Kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.2)

Khuyết tật	Kiểm định	Kết quả
Phân phối chuẩn	Jarque – Bera	Prob. = 0,231959
Tự tương quan	Breusch – Godfrey	Prob. = 0,5867
PSSS thay đổi	Breusch – Pagan – Godfrey	Prob. = 0,2062
	White	Prob. = 0,1276
Định dạng hàm	Ramsey	Prob. = 0,0658
Đa cộng tuyến	VIF	$\text{VIF}_{\log(\text{GDP})} = 8,536447$ $\text{VIF}_{\text{D(EXPRT)}} = 1,151747$ $\text{VIF}_{\text{CREDIT}} = 2,262236$ $\text{VIF}_{\text{DRATE}} = 1,89272$ $\text{VIF}_{\text{EXR}} = 7,3731$ $\text{VIF}_{\text{FER}} = 5,425852$ $\text{VIF}_{\text{RIGHTS}} = 3,162109$

Nguồn: Tính toán của tác giả

Có thể thấy mô hình (1.2) có phân phối chuẩn, không có tự tương quan, PSSS đồng đều, định dạng hàm đúng (do các prob. đều lớn hơn 0,01) và đa cộng tuyến (do hệ số VIF của các biến đều nhỏ hơn 10) (Kết quả kiểm định cụ thể của từng khuyết tật: Phụ lục 16 – 20).

Do biến DRATE có prob. lớn hơn 0,1 và lớn nhất nên luận án thực hiện loại bỏ biến này ra khỏi mô hình. Mô hình mới có dạng như sau:

$$IVOL_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(GDP)_t + \beta_2 D(\text{EXPRT})_t + \beta_3 \text{CREDIT}_t + \beta_4 \text{EXR}_t + \beta_5 \text{FER}_t + \beta_6 \text{RIGHTS}_t + u_t \quad (1.3)$$

4.1.3.4. Hồi quy mô hình (1.3)

- ❖ Kết quả hồi quy mô hình (1.3)

Bảng 4.10: Kết quả hồi quy mô hình (1.3)

Dependent Variable: IVOL				
Method: Least Squares				
Date: 12/17/19 Time: 14:00				
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%.

Mô hình (1.3) có Prob(F-statistic) = 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.

- ❖ Kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.3)

Bảng 4.11: Kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình (1.3)

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

Có thể thấy mô hình (1.3) có phân phối chuẩn, không có tự tương quan, PSSS đồng đều, định dạng hàm đúng (do các prob. đều lớn hơn 0,01) và đa cộng tuyến (do hệ số VIF của các biến đều nhỏ hơn 10) (Kết quả kiểm định cụ thể của từng khuyết tật: Phụ lục 21 – 25).

Mô hình cuối cùng có dạng như sau:

$$IVOL_t = - 609,552 + 206748Log(GDP)_t + 0,018589D(EXPRT)_t + 0,041407CREDIT - 0,10087EXR_t + 0,010688FER_t + 143,6858RIGHTS_t \quad (1.3)$$

4.1.3.5. Thảo luận kết quả

Từ kết quả kiểm định mô hình (1.1), (1.2) và (1.3), luận án có một số nhận xét như sau về các yếu tố tác động tới quy mô phát hành của TPDN tại Việt Nam giai đoạn 2005 – 2018:

❖ 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 và Luengnaruemitchai (2004) và Bhattacharyay (2013). Hai nghiên cứu này đều nghiên cứu trên TTTP 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 TPDN nói riêng rất phát triển. Còn Việt Nam là một nước có mức độ phát triển kém hơn nhiều. Mặc dù nền kinh tế Việt Nam có tốc độ tăng trưởng GDP đầu người tương đối đều trong thời gian qua nhưng vẫn nằm

trong nhóm các quốc gia có thu nhập trung bình thấp trên thế giới. 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 TPDN 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 và cộng sự, 2014). Việc phát hành TPDN chưa nhắm nhiều đến các NĐT 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 TPDN tại Việt Nam.

❖ Quy mô của nền kinh tế (GDP), độ mở thương mại của nền kinh tế (EXPR) và quy mô của hệ thống ngân hàng (CREDIT) có tác động thuận chiều tới quy mô phát hành của TPDN. Kết quả này là tương đồng với các nghiên cứu của Eichengreen và Luengaruemitchai (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 và Luengaruemitchai (2004), Bhattacharyay (2011; 2013), Mu và cộng sự (2013), Nguyễn Hòa Nhân và 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 và 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 và Luengaruemitchai (2004), Djankov và cộng sự (2007) và Kowalewski và Pisany (2017).

4.2. Các yếu tố tác động tới quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp

4.2.1. Biến số và thang đo

Dựa vào các nghiên cứu trước đây của Alexander và cộng sự (2000), Hotchkiss và Jostova (2007) luận án xác định các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường TPDN thứ cấp tại Việt Nam bao gồm: quy mô phát hành, tuổi của trái phiếu, quy mô giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp phát hành, xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp phát hành và biến động lợi nhuận.

Mô hình dự kiến

$$TIMES_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 AGE_{it} + \alpha_3 RATING_{it} + \alpha_4 DVWAP_{it} + \alpha_5 SVOL_{it} + c_i + u_{it} \quad (2.1)$$

$$NBOND_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 AGE_{it} + \alpha_3 RATING_{it} + \alpha_4 DVWAP_{it} + \alpha_5 SVOL_{it} + c_i + u_{it} \quad (2.2)$$

$$TOVER_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 AGE_{it} + \alpha_3 RATING_{it} + \alpha_4 DVWAP_{it} + \alpha_5 SVOL_{it} + c_i + u_{it} \quad (2.3)$$

Trong đó: $i = 1, 2, \dots, 28$ (đại diện cho 28 trái phiếu nghiên cứu), $t = 1, 2, \dots, 72$ tương ứng với 12 tháng mỗi năm từ năm 2012 đến năm 2017.

Bảng 4.12: Biến số và thang đo của mô hình (2)

Mô hình	Biến số	Thang đo	Ký hiệu	Đơn vị
(2)	Quy mô của thị trường TPDN thứ cấp	(1) Số lượng giao dịch bình quân trong tháng	TIMES	Giao dịch
		(2) Bình quân số lượng trái phiếu giao dịch trong tháng	NBOND	Trái phiếu
		(3) Bình quân doanh số trong tháng	TOVER	Tỷ đồng
(2)	Khối lượng phát hành	Giá trị phát hành theo mệnh giá	SIZE	Nghìn đồng
(2)	Tuổi của trái phiếu	Số tháng từ khi phát hành	AGE	Biến định tính
(2)	Rủi ro phá sản	Xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp trong thời gian nghiên cứu	RATING	Biến định tính
(2)	Biến động lợi nhuận (Biến thiên của giá)	Phần trăm (%) biến động của Giá bình quân theo khối lượng giao dịch (VWAP) giữa tháng này và tháng trước.	DVWAP	%
(2)	Quy mô giao dịch cổ phiếu	Giá trị cổ phiếu giao dịch trong tháng	SVOL	Tỷ đồng

Trong đó:

✓ Tuổi được xác định dựa trên số tháng từ khi phát hành của trái phiếu (Alexander và cộng sự, 2000) tại từng tháng trong giai đoạn nghiên cứu và phân loại thành các biến định tính. Cụ thể: AGE_1: Trái phiếu được phát hành trên 2 năm; AGE_2: Trái phiếu được phát hành trong 2 năm, AGE_3: Trái phiếu chưa được phát hành hoặc đã đáo hạn tại thời điểm nghiên cứu.

✓ Rủi ro phá sản được đo lường bằng XHTD của trái phiếu niêm yết (Alexander và cộng sự, 2000). Tuy nhiên, tại Việt Nam, việc XHTD của trái phiếu chưa được thực hiện. Vì thế, XHTD của doanh nghiệp phát hành được sử dụng thay cho XHTD của trái phiếu. Theo Trung tâm thông tin Tín dụng của NHNN Việt Nam (CIC), việc XHTD doanh nghiệp được thực hiện 1 – 2 lần/năm. Vì thế, kết quả XHTD giữa các tháng trong năm không có khác biệt lớn. Do các doanh nghiệp phát hành trái phiếu trong giai đoạn này chủ yếu được xếp các hạng A, B và có một số doanh nghiệp không được XHTD hoặc chưa thành lập nên biến này cũng được phân loại thành các biến định tính. Cụ thể: RATING_1: Xếp hạng A; RATING_2: Xếp hạng B; RATING_3: Không được xếp hạng

✓ Biến động lợi nhuận được xác định bằng phần trăm biến động của Giá bình quân theo khối lượng giao dịch (VWAP) giữa tháng này và tháng trước.

4.2.2. Thống kê mô tả các biến

4.2.2.1. Khối lượng phát hành

Bảng 4.13: Khối lượng phát hành của TPDN niêm yết giai đoạn 2012 – 2017

STT	Mã trái phiếu	KLPH (trái phiếu)	GTPH (tỷ đồng)	Kỳ hạn
1	ANC11601	13.000.000	1.300	1/9/2016 – 1/9/2021
2	BID1_106	11.886.310	1.188,631	19/5/2006 – 19/5/2016
3	BID1_206	10.160.140	1.016,014	19/5/2006 – 19/5/2016
4	BID10107	30.000.000	3.000	23/7/2007 – 23/7/2012
5	BID10306	6.955.210	695,521	18/12/2006 – 23/12/2016
6	CII11709	2.000.000	200	26/7/2017 – 26/7/2019
7	CII11713	3.000.000	300	15/8/2017 – 15/8/2019
8	CII41401	12.990	12,990	23/6/2014 – 23/6/2019

STT	Mã trái phiếu	KLPH (trái phiếu)	GTPH (tỷ đồng)	Kỳ hạn
9	HCM_0507	1.000.000	100	20/8/2007 – 20/8/2017
10	HCM_0706	1.000.000	100	31/8/2006 – 31/8/2021
11	HCMA0206	1.350.000	135	15/6/2006 – 15/6/2021
12	KBC11710	5.000.000	500	8/5/2017 – 8/11/2018
13	MSN11718	15.000.000	1.500	8/9/2017 – 8/9/2019
14	NVL11605	5.000.000	500	19/12/2016 – 19/12/2018
15	NVL11708	5.000.000	500	28/2/2017 – 28/2/2019
16	NVL11714	18.000.000	1.800	31/3/2017 – 31/3/2019
17	NVL11715	10.000.000	1.000	8/8/2017 – 8/8/2019
18	NVL21602	5.500.000	550	24/8/2016 – 5/9/2017
19	NVL21603	1.500.000	150	9/9/2016 – 11/9/2017
20	NVL21604	4.500.000	450	3/10/2016 – 3/4/2018
21	TDH41029	2.040.720	204,072	17/11/2010 – 17/11/2013
22	VIC11501	20.000.000	2.000	2/6/2015 – 2/6/2017
23	VIC11502	10.000.000	1.000	25/11/2015 – 25/11/2017
24	VIC11503	10.000.000	1.000	18/12/2015 – 18/12/2017
25	VIC11504	10.000.000	1.000	29/12/2015 – 29/12/2018
26	VIC11707	10.000.000	1.000	31/3/2017 – 31/3/2019
27	VIC11711	25.000.000	2.500	3/7/2017 – 3/7/2019
28	VIC11716	11.000.000	1.100	11/7/2017 – 3/1/2020

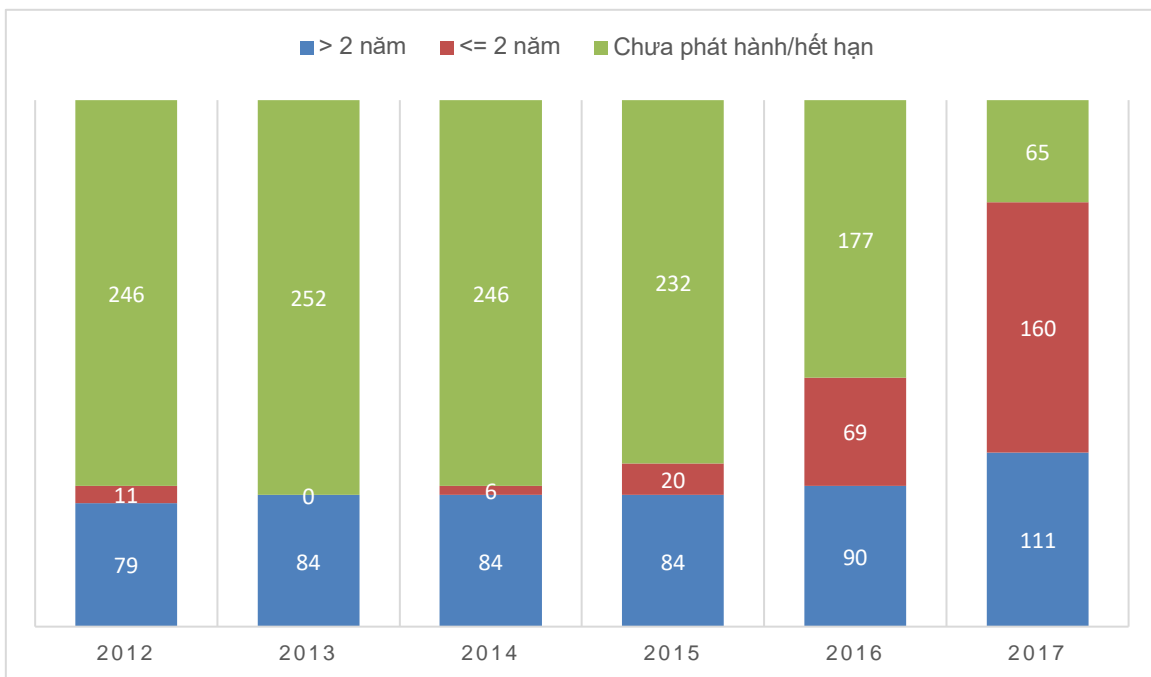
Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ số liệu của HSX

Trong giai đoạn 2012 – 2017, chỉ có 28 trái phiếu thuộc 10 doanh nghiệp được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Trong đó khối lượng phát hành lớn nhất tập trung vào một số doanh nghiệp như BIDV (hơn 5.900 tỷ đồng), NVL (4.950 tỷ đồng),

VIC (9.600 tỷ đồng), ANC (1.300 tỷ đồng), MSN (1.500 tỷ đồng). Có thể thấy đây đều là những công ty, tổng công ty hay tập đoàn có quy mô rất lớn.

4.2.2.2. Tuổi của trái phiếu

Tuổi của trái phiếu là thời gian tính từ khi trái phiếu được phát hành. Trong giai đoạn nghiên cứu 2012 – 2017, có một số trái phiếu được phát hành từ trước như các trái phiếu của BIDV, HCM, HCMA, TDH. Còn lại đều là những trái phiếu được phát hành trong giai đoạn này.



Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ số liệu của HSX

Hình 4.8: Tuổi của các trái phiếu doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2012 - 2017

Hình 4.8 cho thấy trong tổng số 28 trái phiếu có bao nhiêu trái phiếu có tuổi ≤ 2 năm, > 2 năm hoặc chưa phát hành/đã đáo hạn trong 12 tháng mỗi năm. Nếu coi mỗi trái phiếu trong 1 tháng là 1 quan sát thì trong 1 năm sẽ có 336 quan sát. Trong giai đoạn 2012 – 2015, có rất ít quan sát về trái phiếu có tuổi ≤ 2 năm vì những trái phiếu có giao dịch trong thời gian này chủ yếu được phát hành từ trước năm 2012. Từ năm 2016 trở đi, số quan sát về trái phiếu có tuổi ≤ 2 năm tăng nhanh bởi trong những năm này, có rất nhiều TPDN mới được phát hành. Đặc biệt năm 2017 là năm bùng nổ của những trái phiếu mới phát hành của những công ty như CII, NVL, VIC - những công ty có liên quan tới xây dựng, bất động sản. Năm 2017, những công ty này thực hiện rất nhiều dự án bất động sản nên nhu cầu về vốn lớn là tất yếu.

4.2.2.3. Rủi ro phá sản

Rủi ro phá sản của trái phiếu được xác định thông qua XHTD trái phiếu. Tuy nhiên, tại Việt Nam chưa thực hiện XHTD đối với TPDN nên rủi ro phá sản/khả năng thanh toán của trái phiếu cũng có thể được cân nhắc thông qua XHTD của doanh nghiệp. Việc XHTD các doanh nghiệp được các NHTM mà các doanh nghiệp có mối quan hệ huy động vốn thực hiện. Kết quả XHTD sẽ được chuyển cho CIC tổng hợp. Riêng kết quả XHTD của BIDV được thực hiện bởi công ty Moody's. HCMA là công ty sử dụng vốn Nhà nước, không huy động vốn qua NHTM hay các TCTD nên không có XHTD.

Bảng 4.14: Xếp hạng tín dụng của các doanh nghiệp có trái phiếu niêm yết

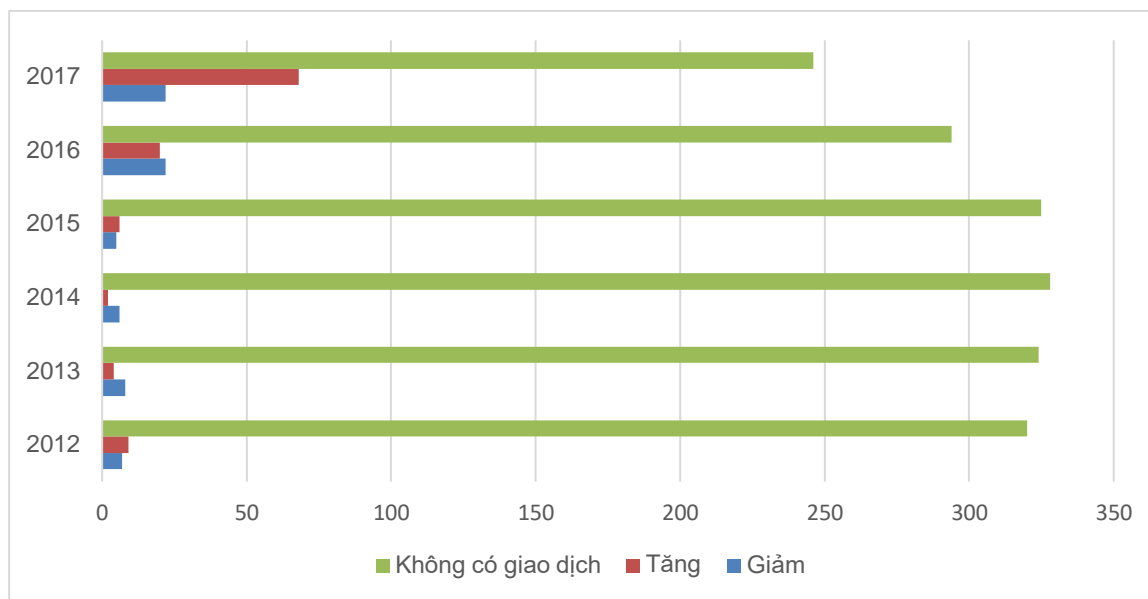
STT	Mã CK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	ANC	x	x	AA+	AAA+	A2	A3
2	CII	BB+	BB+	BBB+	BBB+	A3	B1
3	HCM	AA+	AA+	AA+	AA+	A2	A3
4	KBC	B-	B-	B-	B-	A3	A3
5	MSN	A+	BBB+	BBB+	A+	A3	A3
6	NVL	BBB+	B-	BB+	BB+	A3	A2
7	TDH	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A2	A2
8	VIC	BBB+	A+	BBB+	BB+	A2	A2
9	BID	B+/B2	B+/B2	B+/B1	B+/B1	B+/B1	B+/B1
10	HCMA	x	x	x	x	x	x

Nguồn: CIC

Về cơ bản, XHTD của doanh nghiệp được chia thành các nhóm từ A đến D tương ứng với mức độ rủi ro tăng dần, trong đó: nhóm A là doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt, rất ít rủi ro; nhóm B là doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt nhưng có mức độ rủi ro cao hơn. Có thể thấy các doanh nghiệp trên đều có XHTD nằm trong nhóm A và B, tương ứng với có khả năng thanh toán tốt hay rủi ro phá sản thấp. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp này đều là những công ty/tập đoàn có quy mô rất lớn, tiềm lực tài chính mạnh.

4.2.2.4. Biến động lợi nhuận

Biến động lợi nhuận được xác định qua thay đổi của Giá bình quân theo khối lượng giao dịch ($VWAP = \text{Giá trị giao dịch} / \text{Khối lượng giao dịch}$) của tháng này và tháng trước. Biến động lợi nhuận được chia thành 3 nhóm: biến động tăng, biến động giảm và không có giao dịch trong giai đoạn 2012 – 2017. Mỗi năm sẽ có 336 quan sát tương ứng với 28 trái phiếu trong 12 tháng.

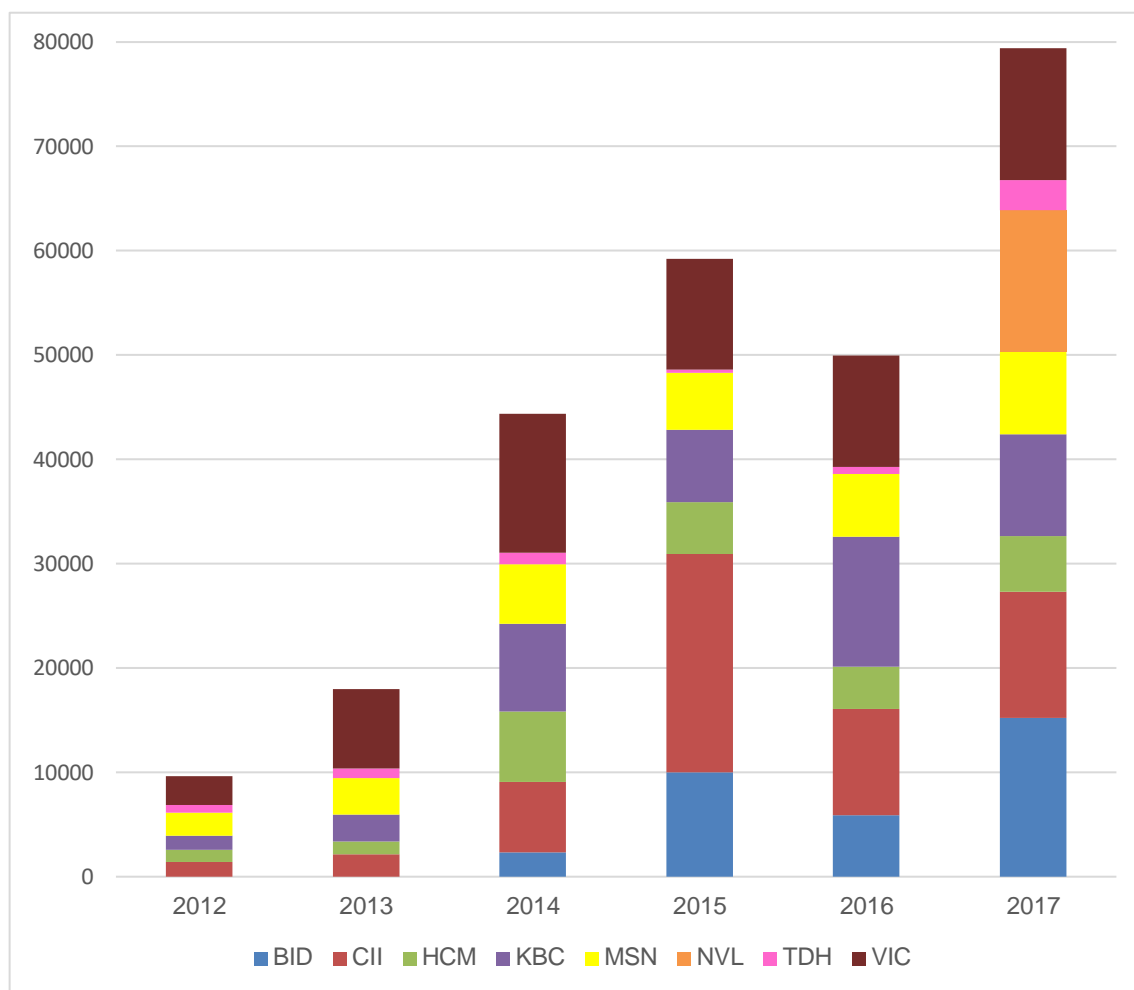


Nguồn: HSX

Hình 4.9: Biến động lợi nhuận của TPDN niêm yết giai đoạn 2012 - 2017

Hình 4.9 cho thấy trong giai đoạn 2012 – 2017, tần suất giao dịch của các TPDN niêm yết là rất thấp, phần lớn các tháng đều không có giao dịch nào được thực hiện. Đối với những tháng có giao dịch được thực hiện, mức độ biến động lợi nhuận cũng tương đối thấp. Từ năm 2016, tần suất giao dịch trái phiếu tăng lên nhưng biến động lợi nhuận âm vẫn nhiều hơn biến động lợi nhuận dương, tương ứng với giá của các trái phiếu được giao dịch có xu hướng giảm nhiều hơn. Tuy nhiên, sang năm 2017, tần suất giao dịch tăng mạnh đi kèm sự tăng lên đáng kể của các biến động tăng. Điều này cho thấy giá bình quân của các trái phiếu khi giao dịch đã có xu hướng tăng lên.

4.2.2.5. Quy mô giao dịch cổ phiếu



Nguồn: TVSI ngày 05/03/2019

Hình 4.10: Quy mô giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp có trái phiếu niêm yết giai đoạn 2012 – 2017 (Tỷ đồng)

Ngoại trừ ANC và HCMA là hai doanh nghiệp không phải công ty cổ phần, các doanh nghiệp khác đều có cổ phiếu được giao dịch trong giai đoạn 2012 – 2017. Trong đó, NVL bắt đầu được niêm yết, giao dịch từ năm 2017 và đã đạt được quy mô giao dịch đáng kể, đạt mức hơn 13.000 tỷ đồng. Cổ phiếu của BIDV được niêm yết và đạt quy mô giao dịch hơn 2.300 tỷ đồng vào năm 2014. Nhìn chung, quy mô giao dịch của BID có xu hướng tăng trưởng tương đối đều, ngoại trừ năm 2016 có sự suy giảm và đây cũng là năm mà quy mô giao dịch của nhiều cổ phiếu NHTM đạt mức thấp kỷ lục. Trong khi KBC, CII, VIC là những cổ phiếu có quy mô giao dịch lớn và có xu hướng tăng trưởng đều thì HCM, MSN là những cổ phiếu có quy mô giao dịch tương đối ổn định trong giai đoạn này.

4.2.3. Kiểm định mô hình các yếu tố tác động tới sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp

4.2.3.1. Kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu

Số liệu của các biến trong mô hình (2) bao gồm số lần giao dịch (TIMES), số trái phiếu giao dịch (NBOND), doanh số giao dịch (TOVER), quy mô phát hành (SIZE), tuổi (AGE), XHTD (RATING), biến động lợi nhuận (DVWAP) và quy mô giao dịch cổ phiếu (SVOL). Trong đó, do tuổi và XHTD của trái phiếu là biến định tính, quy mô phát hành của mỗi trái phiếu không thay đổi trong suốt thời gian nghiên cứu nên luận án chỉ kiểm định tính dừng của số liệu các biến còn lại.

Bảng 4. 15: Kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi số liệu

Tên biến	P – value bậc gốc	P – value bậc 1
TIMES	1,000	0,0000
NBOND	0,9999	0,0000
TOVER	0,9999	0,0000
DVWAP	0,1793	0,0000
SVOL	0,0000	X

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả kiểm định tính dừng bằng kiểm định Levin – Lin – Chu (LLC) cho thấy ngoại trừ SVOL dừng ở bậc gốc với mức ý nghĩa 1% thì tất cả các biến còn lại đều dừng ở bậc 1 với mức ý nghĩa 1% (Kết quả kiểm định tính dừng cụ thể: Phụ lục 26 – 34).

4.2.3.2. Phân tích tương quan các nhóm biến

❖ Tương quan của các biến phụ thuộc

Bảng 4.16: Tương quan của các biến phụ thuộc trong mô hình (2)

	TIMES	NBOND	TOVER
TIMES	1		
NBOND	0,6004	1	
TOVER	0,6085	0,9971	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Theo kết quả của bảng 3.19, mức độ tương quan giữa TIMES với NBOND và TOVER là tương đối chặt chẽ do hệ số tương quan xấp xỉ 0,7. Trong đó, mức độ tương quan giữa TOVER và NBOND là rất chặt chẽ do hệ số tương quan xấp xỉ 1. Kết quả này cho thấy các biến TIMES, NBOND và TOVER là phù hợp để đo lường quy mô giao dịch của TPDN.

❖ Tương quan giữa các biến độc lập

Bảng 4.17: Tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình (2)

	size	age_1	age_2	age_3	rating_1	rating_2	rating_3	dvwap	svol
size	1								
age_1	-0,2924	1							
age_2	-0,002	-0,2334	1						
age_3	0,2649	-0,7397	-0,4817	1					
rating_1	-0,2221	0,1414	0,1538	-0,2339	1				
rating_2	0,2753	-0,2494	-0,1042	0,2969	-0,8847	1			
rating_3	-0,1398	0,2466	-0,0872	-0,1619	-0,126	-0,351	1		
dvwap2	-0,0084	0,0718	-0,0166	-0,0532	-0,0219	0,0252	-0,0096	1	
svol	0,1127	-0,0844	0,2927	-0,1265	-0,0027	0,0789	-0,1625	-0,0229	1

Nguồn: Tính toán của tác giả

Các hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều có giá trị tuyệt đối $< 0,7$ (Ngoại trừ Age_1 và Age_3; Rating_1 và Rating_2) cho thấy mức độ tương quan giữa các biến độc lập là rất thấp và mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

❖ Tương quan giữa các biến phụ thuộc và biến độc lập

Bảng 4.18: Tương quan của các biến phụ thuộc với biến độc lập trong mô hình (2)

Biến	TIMES	NBOND	TOVER
size	0,0993	0,0987	0,0978
age_1	-0,0947	0,0472	0,0327
age_2	0,6225	0,3376	0,3498
age_3	-0,3455	-0,2762	-0,2716
rating_1	0,023	-0,0195	-0,0169
rating_2	0,0068	0,0411	0,0383
rating_3	-0,0607	-0,0482	-0,0474
dvwap	0,0133	0,0569	0,0594
svol	0,1875	0,0484	0,0546

Nguồn: Tính toán của tác giả

Có thể thấy mối tương quan giữa các biến độc lập và các biến phụ thuộc đều rất thấp do hệ số tương quan $< 0,7$.

4.2.3.2. Kết quả kiểm định mô hình

Bảng 4.19: Kết quả lựa chọn mô hình hồi quy với các biến phụ thuộc trong mô hình (2)

Kiểm định	TIMES	NBOND	TOVER
Breusch – Pagan	Prob = 0,000	0,000	0,000
Hausman	Prob = 0,000	0,0797	0,0412
Mô hình ước lượng	FEM	FEM	FEM

Nguồn: Tính toán của tác giả

Theo kết quả kiểm định Breusch - Pagan đối với mô hình số liệu mảng thì mô hình thích hợp với biến phụ thuộc TIMES, NBOND, TOVER là mô hình số liệu mảng dạng tác động cố định (FEM) hoặc ngẫu nhiên (REM) do $\text{prob} = 0,000 < 0,1$. Với kiểm định Hausman dành cho mô hình với 3 biến phụ thuộc TIMES, NBOND, TOVER đều có $\text{prob} = 0,000 < 0,1$ nên dạng mô hình tác động cố định FEM sẽ được lựa chọn để ước lượng.

Bảng 4.20: Kiểm định sự phù hợp của 3 mô hình

Biến phụ thuộc	TIMES	NBOND	TOVER
Mô hình ước lượng	FEM	FEM	FEM
R^2 – within	0,3997	0,1510	0,1558
R^2 - between	0,0928	0,1062	0,0991
R^2 - overall	0,3250	0,1274	0,1292
Kiểm định sự phù hợp	Prob. = 0,0000	0,000	0,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Các mô hình đã ước lượng đều phù hợp do kết quả kiểm định sự phù hợp đều cho $\text{prob} = 0,000 < 0,05$. Trong đó mô hình với biến TIMES giải thích được 32,5% (overall) sự thay đổi của biến phụ thuộc, cụ thể đối với từng trái phiếu qua các tháng (within) là 39,97% và giữa các trái phiếu trong cùng 1 tháng (between) là 9,28%. Mô hình với biến NBOND các giá trị lần lượt là 15,1%, 10,62% và 12,74%. Mô hình với biến TOVER là 15,58%, 9,91% và 12,92% (Kết quả kiểm định 3 mô hình cụ thể: Phụ lục 35 – 37).

Bảng 4.21: Kết quả kiểm định 3 mô hình

Biến số	TIMES		NBOND		TOVER	
	Hệ số ước lượng	Prob	Hệ số ước lượng	Prob	Hệ số ước lượng	Prob
SIZE	0	X	0	X	0	X
AGE_1	3,073938	0,000(***)	578346,1	0,000(***)	58,74211	0,000(***)
AGE_2	7,341274	0,000(***)	1133685,0	0,000(***)	117,7666	0,000(***)
AGE_3	0		0		0	
RATING_1	2,740408	0,000(***)	917450,6	0,000(***)	92,58299	0,000(***)
RATING_2	3,860852	0,000(***)	1148857,0	0,000(***)	116,9805	0,000(***)
RATING_3	0		0		0	
DVWAP	0,0116864	0,265	6805,795	0,031(**)	0,7757046	0,016(**)
SVOL	-0,0001556	0,183	-136,1458	0,000(***)	-0,0132649	0,000(***)
CONS	-4,063231	0,000	-1071589,0	0,000	-109,8196	0,000

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

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

Do cả 3 mô hình đều sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) nên biến SIZE – quy mô phát hành TPDN – bị loại bỏ khỏi mô hình. Do đó, không đánh giá được tác động của SIZE tới quy mô giao dịch TPDN.

Trong cả 3 mô hình, AGE_1, AGE_2, RATING_1 và RATING_2 đều có ý nghĩa ở mức 1% và có tác động thuận chiều tới các biến phụ thuộc. So sánh hệ số chặn của các biến định tính AGE và RATING, có thể thấy AGE_2, RATING_2 đều có hệ số chặn lớn hơn trong cả 3 mô hình. Điều này cho thấy: Các trái phiếu có thời hạn phát hành trong 2 năm có quy mô giao dịch nhiều hơn các trái phiếu được phát hành trên 2 năm và các trái phiếu của doanh nghiệp XHTD ở các hạng B có quy mô giao dịch nhiều hơn các trái phiếu của doanh nghiệp có XHTD ở các hạng A.

Trong mô hình (2.1), DVWAP và SVOL không có ý nghĩa ở mức 10%. Tuy nhiên, trong mô hình (2.2) và (2.3), SVOL có tác động ngược chiều tới NBOND và TOVER; DVWAP có tác động thuận chiều tới NBOND và TOVER. Tuy nhiên, so sánh hệ số chặn của DVWAP và SVOL với các biến độc lập khác trong mô hình và xem xét hệ số tương quan giữa hai biến này và các biến phụ thuộc, có thể thấy mức độ tác động của hai biến số này tới các biến phụ thuộc là thấp.

4.2.3.3. Thảo luận kết quả

Từ kết quả kiểm định mô hình (2.1), (2.2) và (2.3), luận án rút ra một số kết luận sau về các yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của các TPDN niêm yết trong giai đoạn 2012 – 2017 tại Việt Nam:

- Do phương pháp ước lượng được sử dụng để ước lượng các mô hình là mô hình tác động cố định (FEM) nên quy mô phát hành (SIZE) – là biến có quy mô không thay đổi trong suốt thời kỳ nghiên cứu – không được xem xét. Điều này đồng nghĩa với việc không đánh giá được tác động của quy mô phát hành tới quy mô giao dịch của TPDN niêm yết tại Việt Nam. Kết quả này là không tương đồng với những nghiên cứu trước đây của Alexander và cộng sự (2000), Hotchkiss và Jostova (2007) và Wahyudi và Robbi (2009).

- Các trái phiếu có thời hạn phát hành trong 2 năm có quy mô giao dịch nhiều hơn các trái phiếu được phát hành trên 2 năm. Kết quả này là tương đồng với kết quả của Alexander và cộng sự (2000), Hotchkiss và Jostova (2007) và Wahyudi và Robbi (2009).

Bảng 4.22: Tổng số trái phiếu được giao dịch hàng năm (Đơn vị: trái phiếu)

Trái phiếu	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Năm 2017
ANC11601					10.954.771	51.221.850
BID1_106	12.172.510	22.325.460	11.016.860	23.342.580	4.600.000	
BID1_206	7.150.000	14.358.900	16.931.780	3.403.000		
BID10107	3.311.000					
BID10306	1.900.000	7.500.000	5.700.000	2.100.000	12.300.600	
CII1709						2.301.265
CII1713						300.000
CII41401			12.860	72.860	6.560	2
HCM_0507				450.000		
HCM_0706	840.000					
HCMA0206	260.000	440.000				
KBC11710						4.062.740
MSN11718						549.450

NVL11605						9.196.883
NVL11708						1.700.163
NVL11714						3.122.968
NVL11715						1.892.178
NVL21602						881.178
NVL21603						6.510
NVL21604						850.599
TDH41029	4.750	65.080				
VIC11501				19.169.916	22.010.298	13.013.312
VIC11502					22.859.772	14.161.363
VIC11503					12.165.413	13.832.888
VIC11504					17.236.055	19.636.972
VIC11707						19.273.121
VIC11711						8.345.272
VIC11716						1.646.144

Nguồn: HSX

Có thể thấy được các nhóm trái phiếu được giao dịch nhiều nhất lần lượt thuộc về Vingroup, BIDV và NVL. Trong đó, các trái phiếu của Vingroup và NVL được phát hành trong năm 2016 và 2017 đều có kỳ hạn dưới 2 năm. Nhóm trái phiếu của BIDV thì lại được giao dịch tương đối đều đặn mỗi năm trong giai đoạn nghiên cứu. Nhóm trái phiếu này đều là những trái phiếu dài hạn, chủ yếu được phát hành vào 2006/2007 và đáo hạn vào 2012/2016. Có thể thấy rằng trong giai đoạn nghiên cứu, càng gần thời gian đáo hạn thì nhóm trái phiếu BIDV cũng được giao dịch nhiều hơn. Tuy nhiên, do hạn chế về việc thiếu số liệu giao dịch của nhóm trái phiếu BIDV trước 2012 nên chưa thể so sánh về quy mô giao dịch của nhóm trái phiếu này trong 2 năm đầu được phát hành.

- Các trái phiếu của doanh nghiệp có XHTD ở các hạng B có quy mô giao dịch nhiều hơn các trái phiếu của doanh nghiệp có XHTD ở các hạng A. Kết quả này trái ngược với với nghiên cứu của Alexander và cộng sự (2000) và Wahyudi và Robbi (2009) nhưng tương đồng với kết luận của Hotchkiss và Jostova (2007) về nhóm trái phiếu tại điểm đầu tư – là những trái phiếu có mức độ rủi ro thấp. Những trái phiếu này được giao dịch càng ít khi XHTD càng cao và ngược lại. Có thể thấy các TPDN niêm yết tại Việt Nam đều được

phát hành bởi những doanh nghiệp lớn, có tiềm lực tài chính tốt. Do vậy mức độ rủi ro của trái phiếu là rất thấp.

- Biên động lợi nhuận của trái phiếu càng lớn thì số trái phiếu giao dịch và doanh số giao dịch càng lớn. Kết luận này có sự tương đồng với nghiên cứu của Harris và Raviv (1993) và Alexander và cộng sự (2000) nhưng trái ngược với nghiên cứu của Hotchkiss và Jostova (2007)

- Doanh nghiệp có cổ phiếu được giao dịch càng nhiều thì số trái phiếu giao dịch và doanh số giao dịch trái phiếu của doanh nghiệp đó càng ít được giao dịch. Kết quả này là trái ngược với nghiên cứu của Hotchkiss và Jostova (2007). Theo quan điểm ban đầu của Hotchkiss và Ronen (2002) thì quy mô giao dịch của trái phiếu và cổ phiếu của doanh nghiệp không có mối quan hệ nhân quả mà chịu tác động giống nhau của các thông tin chung về doanh nghiệp. Các thông tin cho thấy doanh nghiệp có tiềm năng tốt sẽ cùng làm tăng quy mô giao dịch cổ phiếu và trái phiếu của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, các TCPH trái phiếu niêm yết đều là doanh nghiệp lớn, có uy tín nên khi tình hình tài chính của doanh nghiệp có dấu hiệu tốt hơn (thể hiện qua cổ phiếu được giao dịch nhiều hơn) thì các NĐT đang nắm giữ trái phiếu sẽ có xu hướng ngừng bán để nắm giữ.

TÓM TẮT CHƯƠNG 4

Chương 4 của luận án đã thực hiện kiểm định một số yếu tố tác động tới quy mô phát hành của TPDN giai đoạn 2005 và 2018 và một số yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của TPDN niêm yết giai đoạn 2012 – 2017 tại Việt Nam. Kết quả kiểm định cho thấy, quy mô phát hành của TPDN bị tác động bởi: quy mô của nền kinh tế, độ mở của nền kinh tế, quy mô của hệ thống ngân hàng, biến động tỷ giá hối đoái, dự trữ ngoại hối và quyền chủ nợ. Trong khi đó, quy mô giao dịch của TPDN niêm yết bị tác động bởi: tuổi của trái phiếu, xếp hạng tín dụng và quy mô giao dịch cổ phiếu của doanh nghiệp phát hành và biến động lợi nhuận.

CHƯƠNG 5

MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1. Định hướng phát triển thị trường chứng khoán và thị trường trái phiếu doanh nghiệp thời gian tới

Năm 2017, Quyết định 1191/QĐ – TTg về Phê duyệt Lộ trình phát triển TTTP giai đoạn 2017 – 2020, tầm nhìn đến năm 2030 được ban hành. Trong các quyết định này bao gồm các quan điểm và mục tiêu về phát triển TTTP nói chung và thị trường TPDN nói riêng như sau:

5.1.1. Quan điểm phát triển

- a. Nhà nước thực hiện quản lý bằng công cụ pháp luật, có các chính sách hỗ trợ, tạo điều kiện để TTCK phát triển ổn định, vững chắc; phát huy vai trò của các tổ chức tự quản, hiệp hội nhằm bảo đảm quyền, lợi ích hợp pháp và khuyến khích các chủ thể tham gia TTCK. Xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu phù hợp với mức độ phát triển của nền kinh tế, đồng bộ với các cấu phần khác của thị trường tài chính, trong đó có thị trường cổ phiếu và thị trường tiền tệ – tín dụng ngân hàng.
- b. Phát triển thị trường trái phiếu cả về chiều rộng và chiều sâu, đảm bảo an toàn hệ thống, từng bước tiếp cận với các thông lệ, chuẩn mực quốc tế và hiện đại hóa hạ tầng thị trường, đưa thị trường trở thành một kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế với chi phí vốn hợp lý.
- c. Tiếp tục tập trung phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ làm nền tảng cho sự phát triển của thị trường trái phiếu; đẩy mạnh phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp huy động vốn, đặc biệt là vốn trung và dài hạn, góp phần tăng cường quản trị và công khai thông tin doanh nghiệp.
- d. Tăng cường tính công khai, minh bạch, bảo vệ lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia thị trường.

5.1.2. Mục tiêu

❖ Mục tiêu tổng quát

- Phát triển TTTP ổn định, cấu trúc hoàn chỉnh, đồng bộ về các yếu tố cung – cầu; mở rộng cơ sở NĐT, tăng quy mô và chất lượng hoạt động, đa dạng hóa các sản phẩm, nghiệp vụ, đảm bảo thị trường hoạt động công khai, minh bạch và hiệu quả.

- Chủ động hội nhập thị trường quốc tế, từng bước tiếp cận với các chuẩn mực và thông lệ quốc tế.

❖ Mục tiêu cụ thể

Phân đầu đưa dư nợ TTTP đạt khoảng 45% GDP vào năm 2020 và khoảng 65% GDP vào năm 2030, trong đó dư nợ thị trường TPCP, TPCP bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương đạt khoảng 38% GDP vào năm 2020 và khoảng 45% GDP vào năm 2030, dư nợ thị trường TPDN đạt khoảng 7% GDP vào năm 2020 và khoảng 20% GDP vào năm 2030.

5.2. Một số khuyến nghị từ kết quả nghiên cứu

5.2.1. Tăng trưởng kinh tế, ổn định tỷ giá và tăng quy mô dự trữ ngoại hối

Nền kinh tế tăng trưởng tốt sẽ tạo ra nền tảng cơ bản cho việc tăng quy mô của TTCK nói chung và thị trường TPDN nói riêng. Quốc gia có nền kinh tế tăng trưởng tốt – được đo lường thông qua GDP – sẽ có điều kiện trong việc xây dựng hệ thống thể chế - pháp luật và cơ sở vật chất phục vụ cho thị trường TPDN.

Có thể thấy, tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm của Việt Nam thời gian qua có sự biến động liên tục do những bất ổn của thế giới đã có những tác động nhất định đến nền kinh tế Việt Nam. Mặc dù năm 2019, tỷ lệ tăng trưởng GDP đã vượt mức kế hoạch đặt ra nhưng lại bị giảm so với năm 2018. Cùng với những diễn biến chính trị và kinh tế ngày càng phức tạp trên thế giới, nhiều chuyên gia đã dự báo về sự sụt giảm của GDP Việt Nam trong thời gian tới. Vì thế, để có thể đạt được mức tăng trưởng GDP 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.

Bảng 5.1: Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm của Việt Nam

Năm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mục tiêu	6,2%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
Thực tế	6,68%	6,21%	6,81%	7,08%	7,02%	NA

Nguồn: Tổng cục Thống kê ngày 29/12/2019

Biến động tỷ giá có ảnh hưởng tiêu cực còn quy mô dự trữ ngoại hối có tác động tích cực tới việc phát hành TPDN Việt Nam. Tỷ giá ổn định cùng với quy mô dự trữ ngoại hối lớn giúp các NĐT, đặc biệt là các NĐT nước ngoài có niềm tin vào khả năng thanh toán của các công cụ nợ trong nước và hạn chế rủi ro khi đầu tư vào TPDN. Vì

thế, 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 TPDN Việt Nam của Chính phủ trong thời gian tới.

Từ năm 2013 trở về trước, đặc biệt là trong giai đoạn 2008 – 2011, tỷ giá hối đoái trên thị trường rất bất ổn. Sự biến động liên tục của tỷ giá dẫn tới tình trạng người dân thích nắm giữ ngoại tệ, chênh lệch tỷ giá giữa thị trường chính thức và phi chính thức tăng cao, quy mô dự trữ ngoại hối giảm. Sau đó, Chính phủ đã thực hiện nhiều biện pháp nhằm giữ ổn định tỷ giá và tăng dự trữ ngoại hối như chính sách tỷ giá trung tâm, hạn chế các NHTM nước ngoài cho doanh nghiệp vay bằng ngoại tệ (theo Thông tư 42/2018/TT – NHNN), duy trì lãi suất tiền gửi ngoại tệ 0%, ... Nhờ đó, tỷ giá của Việt Nam được ổn định mặc dù Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) liên tục tăng lãi suất USD trong thời gian qua. Tâm lý găm giữ ngoại tệ của doanh nghiệp và người dân đã giảm bớt, lượng ngoại tệ được bán cho ngân hàng tiếp tục tăng dẫn tới quy mô dự trữ ngoại hối tăng lên.

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. Trong thời gian tới, cần kiểm soát chặt chẽ, đảm bảo các ngân hàng thực hiện đúng chính sách hạn chế cho vay ngoại tệ đối với các doanh nghiệp. Đồng thời, nên cấp phép thêm cho một số tổ chức được kinh doanh ngoại hối, nhằm đáp ứng nhu cầu mua – bán ngoại hối của các doanh nghiệp trong điều kiện bị hạn chế vay từ các NHTM. Tuy nhiên, để đảm bảo các tổ chức này hoạt động đúng với mục tiêu đã đề ra, các cơ quan ban ngành có liên quan cần thực hiện việc kiểm tra, thanh tra thường xuyên, yêu cầu các tổ chức này định kỳ báo cáo về hoạt động kinh doanh ngoại hối của mình.

Có thể thấy thời gian qua, NHNN đã tương đối thành công trong việc giữ ổn định tỷ giá trong khi Trung Quốc – một trong các đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam – thực hiện phá giá tiền tệ. Xét về dài hạn, khi các căng thẳng trong thương mại quốc tế vẫn còn chưa rõ ràng và Việt Nam mới bị đưa vào danh sách theo dõi thao túng tỷ giá của Mỹ, biến động tỷ giá hối đoái vẫn sẽ là biến số khó lường. NHNN nên duy trì chính sách tỷ giá linh hoạt, kết hợp với việc theo dõi chặt chẽ tình hình biến động trên thế giới để có thể đưa ra những can thiệp kịp thời.

Trong năm 2019, dự trữ ngoại hối đã tăng đạt mức kỷ lục trong nhiều năm qua do NHNN liên tục mua vào và dòng vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam tăng. Tuy nhiên, việc tăng quy mô dự trữ ngoại hối thường đi kèm lạm phát cao. Vì thế, NHNN cần cẩn trọng hơn trong việc duy trì xu hướng tăng của dự trữ ngoại hối. Cần thực hiện tính toán

nhu cầu dự trữ ngoại hối đáp ứng mức dự 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.

5.2.2. Thúc đẩy sự phát triển của hệ thống ngân hàng trên phương diện nhà tạo lập thị trường

Hệ thống ngân hàng, đặc biệt là các NHTM đóng vai trò quan trọng đối với nền kinh tế nói chung và thị trường TPDN nói riêng. Tại Việt Nam thời gian qua, các doanh nghiệp vẫn phụ thuộc vốn vay từ các NHTM rất nhiều. Đặc biệt, việc các DNNVV huy động vốn từ phát hành trái phiếu là điều không tưởng.

Tuy nhiên, vào tháng 11/2019, NHNN đã ban hành Thông tư 22/2019/TT - NHNN quy định lộ trình giảm dần tỷ lệ tối đa của vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tại các NHTM. Lộ trình bao gồm 3 giai đoạn bắt đầu từ 2020 đến 2022 với mục tiêu là đưa tỷ lệ này về 30% sau 2 quý đầu năm 2022. Điều này sẽ làm các doanh nghiệp gặp khó khăn hơn khi huy động vốn trung và dài hạn từ NHTM và bắt buộc phải chuyển sang hướng huy động vốn trung và dài hạn khác như phát hành trái phiếu hay cổ phiếu. Tuy mục đích chính của Thông tư 22 là tăng cường an toàn, quản lý thanh khoản của NHTM nhưng phần nào cũng sẽ tác động đến nhu cầu phát hành trái phiếu của doanh nghiệp.

Việc giảm cho vay của NHTM sẽ tác động tới doanh thu của ngân hàng trên phương diện là đối thủ cạnh tranh của TTCK nói chung và thị trường TPDN nói riêng trong việc cấp vốn cho doanh nghiệp. Vì thế trong mục tiêu phát triển hệ thống NHTM để tăng quy mô của thị trường TPDN, cần xác định vai trò của NHTM là các nhà tạo lập thị trường. Nhà tạo lập thị trường có vai trò lớn nhất là tạo tính thanh khoản cho các trái phiếu có tính thanh khoản thấp hoặc không có thanh khoản, từ đó thúc đẩy tăng quy mô của TPDN trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp. Đồng thời, vai trò nhà tạo lập thị trường cũng mang lại cho NHTM cơ hội hưởng chênh lệch giá, tìm kiếm lợi nhuận. Cần tạo động lực cho các NHTM trong việc trở thành nhà tạo lập thị trường của thị trường TPDN.

5.2.3. Thành lập tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp và thực hiện xếp hạng trái phiếu

XHTD là tiêu chí quan trọng đối với NĐT trong việc ra quyết định tài trợ (Trần Thị Thanh Tú, 2007). Tại các nước có thị trường TPDN phát triển, việc xếp hạng doanh nghiệp nói chung và xếp hạng trái phiếu nói riêng là những yêu cầu bắt buộc khi phát hành trái phiếu. Việc xếp hạng này được thực hiện bởi những tổ chức XHTD chuyên

nghiệp.

Bảng 5.2: Các tổ chức XHTD tại một số quốc gia trên thế giới

STT	Quốc gia	Tổ chức xếp hạng tín dụng
1	Mỹ	(1) Standard & Poor's (S&P) (2) Moody's (3) Fitch's
2	Hàn Quốc	(1) National Information & Credit Evaluation (NICE) (2) Korea Investor Services (KIS) – Chi nhánh của Moody's (3) Korea Ratings (KR) – Chi nhánh của Fitch's (4) Seoul Credit Rating & Information (SCI),
3	Nhật Bản	(1) Japan Credit Rating Agency, Ltd, (JCR) (2) Rating and Investment Information, Inc. (R&I)
4	Singapore	DP Information Group
5	Trung Quốc	(1) China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd, – Hợp tác với Moody's (2) China Lianhe Credit Rating Co, Ltd, – Hợp tác với Fitch's (3) Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd – Hợp tác với S&P (4) Dagong Global Credit Rating Co., Ltd,
6	Thái Lan	TRIS Rating Co., Ltd
7	Anh	Equifax Experian Callcredit

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Kinh nghiệm của Hàn quốc trong việc phát triển các tổ chức xếp hạng là bài học tốt cho Việt nam. Hàn quốc có 4 tổ chức XHTD, trong đó có 3 tổ chức lớn cung cấp đầy đủ các dịch vụ xếp hạng. Các ngân hàng và định chế tài chính phi ngân hàng là các cổ đông lớn của các tổ chức xếp hạng. Các tổ chức xếp hạng Hàn Quốc đã có hợp tác kỹ thuật và đã bán cổ phần cho các công ty XHTD nổi tiếng thế giới. Năm 2007, Moody's

và Fitch trở thành cổ đông lớn nhất của 2 tổ chức XHTD lớn của Hàn quốc. Điều này đã tạo nên thành công trong ngành XHTD, bao gồm XHTD cho TPDN.

Hiện nay, Công ty cổ phần Sài Gòn Phát Thịnh Rating là tổ chức Việt Nam tiếp theo được cấp phép hoạt động trong lĩnh vực này. Tuy nhiên, hoạt động của doanh nghiệp này còn khá mờ nhạt, chưa đáp ứng được yêu cầu về thông tin của các nhà đầu tư trên thị trường. Việc XHTD chủ yếu vẫn chỉ diễn ra trong các NHTM. NHTM Việt Nam đã xây dựng hệ thống xếp hạng dựa trên chuẩn mực và kinh nghiệm quốc tế, điều chỉnh cho phù hợp với Việt nam, thực hiện xếp hạng/chấm điểm cho hàng nghìn doanh nghiệp. Có thể nói tại Việt nam, các NHTM đang là tổ chức XHTD vay nợ lớn và đông đảo nhất. Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán cũng thực hiện việc đánh giá doanh nghiệp phát hành; CIC của NHNN đang cung cấp thông tin về khách hàng vay vốn cho các tổ chức tín dụng; các công ty kiểm toán và định giá tham gia định giá doanh nghiệp, kiểm toán hoạt động hàng kỳ cho doanh nghiệp. Đây là cơ sở để hình thành công ty định hạng/xếp hạng quốc gia có uy tín đối với nhà đầu tư cá nhân. Những NHTM đáp ứng chuẩn mực của Basel có thể thành lập công ty con, công ty liên kết chuyên cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. Ngoài ra, các tổ chức XHTD tại Việt Nam cũng có thể liên kết với các tổ chức XHTD có uy tín ở nước ngoài dưới dạng công ty con hoặc đồng thành viên, tương tự như các trường hợp tại Hàn Quốc và Trung Quốc. Việc này sẽ giúp các tổ chức XHTD tận dụng được khả năng cũng như uy tín của các tổ chức XHTD quốc tế.

Kết quả kiểm định mô hình trong chương 4 cũng cho thấy rủi ro phá sản hay XHTD có mức độ tác động mạnh tới quy mô giao dịch TPDN. Tại các nước có thị trường TPDN phát triển, việc xếp hạng doanh nghiệp nói chung và xếp hạng trái phiếu nói riêng là những yêu cầu bắt buộc khi phát hành trái phiếu. Việc xếp hạng này được thực hiện bởi những tổ chức XHTD chuyên nghiệp. Tại Việt Nam, hiện vẫn chưa có hoạt động xếp hạng trái phiếu và việc xếp hạng các doanh nghiệp chưa thực sự được thực hiện một cách phổ biến và bài bản. CIC là tổ chức đầu tiên thực hiện việc XHTD các doanh nghiệp. Tuy nhiên việc xếp hạng doanh nghiệp tại CIC được thực hiện không thường xuyên (1 – 2 lần/năm/doanh nghiệp) và hiện vẫn chưa có hoạt động xếp hạng trái phiếu.

Chính phủ có thể ban hành quy định về việc các doanh nghiệp bắt buộc phải thực hiện XHTD trái phiếu trước khi phát hành. Việc XHTD cần phải được thực hiện bởi các tổ chức XHTD có uy tín, thực hiện việc xếp hạng một cách bài bản, theo tiêu chuẩn quốc tế. Đồng thời, Chính phủ cũng có thể ban hành cơ chế để các doanh nghiệp XHTD trong nước cùng hợp tác với các tổ chức XHTD có uy tín quốc tế. Điều này cũng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho trái phiếu của các doanh nghiệp Việt Nam khi niêm yết tại các thị trường quốc tế.

5.2.4. Kiểm soát thị trường và công bố thông tin

Để thực hiện mục tiêu tăng tỷ lệ phát hành TPDN ra công chúng, ngoài việc nỗ lực của doanh nghiệp phát hành, cần tăng cường các biện pháp kiểm soát thị trường, cho phép các NĐT cá nhân tham gia kiểm soát hoạt động của các chủ thể khác trên thị trường TPDN. Trong đó, cần thiết nhất là tăng tính minh bạch về hoạt động của doanh nghiệp phát hành và phát triển hoạt động định hạng tín nhiệm doanh nghiệp.

Kinh nghiệm của Hàn quốc (Hwang, 2016) về tăng tính minh bạch của thị trường là bài học tốt cho Việt nam, Hàn quốc có hệ thống minh bạch 2 tầng đối với TPDN: ở thị trường thứ cấp và thị trường sơ cấp, bao gồm giấy tờ ghi sổ của trái phiếu và các cáo bạch, các báo cáo quý, nửa năm, hàng năm về trái phiếu và tình hình doanh nghiệp phát hành, phương pháp chào bán, phương pháp định giá, các rủi ro ... để các nhà đầu tư biết. Để đảm bảo cho thị trường ổn định và bảo vệ nhà đầu tư, SGD cũng tham gia vào quá trình kiểm soát, có thể đình chỉ giao dịch với trái phiếu nếu xác định trái phiếu giả mạo, nhái, hoặc hoạt động kinh doanh của người bảo lãnh bị đình chỉ, ... SGD cũng yêu cầu các báo cáo bổ sung cho bất cứ thay đổi về trái phiếu. Các trái phiếu giao dịch trên OTC phải báo cáo sau 15 phút giao dịch hoàn thành.

Có thể thấy thông tin là yếu tố ban đầu, có vai trò quan trọng đối với việc ra quyết định của các thành viên tham gia thị trường, đặc biệt NĐT cá nhân, 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 NĐT. Tại Việt Nam hiện nay, trong luật về phát hành trái phiếu có quy định về việc các TCPH trái phiếu phải công bố những thông tin cơ bản về doanh nghiệp và trái phiếu cho NĐT, UBCKNN và BTC. Tuy nhiên, thông tin không được công bố rộng rãi. Việc tìm kiếm hay tiếp cận với thông tin về việc phát hành và giao dịch trái phiếu của doanh nghiệp, đặc biệt là phát hành riêng lẻ, là rất khó khăn. Theo Nghị định 163/2018/NĐ – CP quy định: “Doanh nghiệp phát hành riêng lẻ không được công bố thông tin trên Internet để mời nhà đầu tư tham gia”. Đây là điểm khác biệt với nhiều thị trường TPDN phát triển khi các quốc gia đều cố gắng minh bạch hóa thông tin này.

Các cơ quan quản lý (Chính phủ, UBCKNN, BTC) cần bổ sung thêm quy định về việc công bố thông tin của các TCPH, bao gồm cả phát hành riêng lẻ và đại chúng. Các doanh nghiệp này cần chủ động thông báo mọi thông tin có liên quan về trái phiếu cho các cơ quan quản lý và NĐT. Đối với phát hành đại chúng, thông tin cần được công bố rộng rãi trước và sau khi phát hành trên website của doanh nghiệp phát hành và các Sở GD&ĐT. Đối với phát hành riêng lẻ, thông tin cần được công bố rộng rãi ngay sau khi

phát hành. Cần có một đầu mối chính tổng hợp mọi thông tin về TPDN. Điều này giúp tập trung thông tin, thuận tiện cho việc tiếp cận và khai thác thông tin của những bên quan tâm. Tại đây sẽ thực hiện tổng hợp, phân loại và xử lý các thông tin này một cách hợp lý. Một số thông tin có thể cần được cung cấp công khai trên các phương tiện truyền thông đại chúng để tiếp cận. Một số thông tin có thể được cung cấp theo yêu cầu của các NĐT hoặc các tổ chức, cá nhân có nhu cầu. Thông tin đầy đủ, minh bạch cũng giúp các doanh nghiệp XHTD 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.

5.2.5. Tăng cường quyền lợi của trái chủ

Quyền chủ nợ là một trong các yếu tố có tác động mạnh tới quy mô của thị trường TPDN. Nếu căn cứ vào thang đo quyền chủ nợ của Djankov và cộng sự (2007) thì những quy định trong Luật phá sản của Việt Nam mới đạt được 2/4 điểm, thỏa mãn yêu cầu về (1) các chủ nợ có đảm bảo được ưu tiên thanh toán trước và (2) có quản trị viên, không phải nhà quản lý doanh nghiệp, điều hành doanh nghiệp trong thời gian đang nộp đơn xin phá sản. Để tăng cường quyền chủ nợ, có thể bổ sung thêm những điều khoản cụ thể về những tiêu chí còn thiếu trong Luật phá sản: (3) chủ nợ có thể từ chối hoặc đồng thuận khi doanh nghiệp nộp đơn xin phá sản, (4) các chủ nợ có đảm bảo có thể thu hồi tài sản thế chấp sau khi doanh nghiệp nộp đơn xin phá sản. Trong đó, quyền (3) có thể được thể hiện qua những điều khoản về việc 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. Quyền (4) có thể được thể hiện qua những điều khoản về việc khi doanh nghiệp phá sản, 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.

5.2.6. Chính sửa và bổ sung hành lang pháp lý liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Hiện nay, việc phát triển thị trường TPDN đã được Chính phủ quan tâm và ban hành các quy định chính thức liên quan đến Lộ trình phát triển thị trường. Trong thời gian qua, quy mô phát hành và giao dịch của TPDN Việt Nam đã có sự tăng trưởng rõ rệt nhờ thực thi những biện pháp mạnh mẽ của Chính phủ và các Bộ, ban ngành có liên quan.

Năm 2018, Chính phủ đã ban hành Nghị định 163/2018/NĐ – CP quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Nghị định 163 đã có nhiều điểm mới và tiến bộ hơn Nghị định 90/2011/NĐ – CP trước đó về phương diện tăng tính công khai, minh bạch thông qua công bố thông tin đầy đủ. Điều này vừa tạo điều kiện cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu, vừa giảm rủi ro cho NĐT. Tuy nhiên, trong Nghị định 163 vẫn còn một số vấn đề vẫn đang gây tranh cãi như việc trái phiếu riêng lẻ bị hạn chế giao dịch trong 100 NĐT (không kể NĐT chuyên nghiệp) trong vòng 1 năm kể từ ngày hoàn thành đợt phát hành. 1 năm được cho là thời gian ngắn, các NĐT cá nhân chưa đủ thời gian và hiểu biết để đánh giá đúng rủi ro. Chính phủ nên xem xét kéo dài thời gian này hơn nữa, thậm chí có thể kéo dài đến hết thời hạn của trái phiếu.

Trong thời gian tới, BTC dự định ban hành Luật Chứng khoán sửa đổi, trong đó có một số những thay đổi đáng chú ý: doanh nghiệp phát hành TPDN ra công chúng phải xếp hạng tín nhiệm, gắn việc phát hành TPDN ra công chúng với niêm yết và giao dịch trên TTCK, TPDN riêng lẻ chỉ được phát hành và giao dịch giữa các NĐT chuyên nghiệp. Những thay đổi này là rất cần thiết cho phát triển thị trường TPDN trong tương lai. Tuy nhiên, một số nội dung trong dự thảo về Luật Chứng khoán sửa đổi cần được điều chỉnh lại để phù hợp hơn.

Cụ thể, theo điều 4 của dự thảo: “NĐT chuyên nghiệp bao gồm các công ty có vốn điều lệ trên 1.000 tỷ đồng hoặc tổ chức niêm yết, tổ chức đăng ký giao dịch tại Sở GDCK; Cá nhân nắm giữ danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch có giá trị tối thiểu 02 tỷ đồng theo xác nhận của công ty chứng khoán tại thời điểm cá nhân đó được xác định tư cách là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp; hoặc Cá nhân có thu nhập chịu thuế năm gần nhất tối thiểu 01 tỷ đồng theo hồ sơ khai thuế đã nộp cho cơ quan thuế hoặc chứng từ khấu trừ thuế của tổ chức, cá nhân chi trả”. Những quy định này nhằm làm giảm rủi ro cho các NĐT nhưng vô hình chung sẽ hạn chế cơ hội đầu tư của nhiều doanh nghiệp và cá nhân. Có nhiều doanh nghiệp chưa phải doanh nghiệp niêm yết nhưng có vốn điều lệ quanh hoặc hơn 1.000 tỷ đồng. Đồng thời, cũng có nhiều doanh nghiệp có nhu cầu và khả năng tham gia lĩnh vực này nhưng vốn điều lệ chưa đạt mức 1.000 tỷ và số lượng loại hình doanh nghiệp này ở Việt Nam cũng rất nhiều. Ngoài ra, quy định về NĐT cá nhân cũng rất khó để thỏa mãn.

Vì thế, BTC nên cân nhắc về điều kiện doanh nghiệp phải có vốn tối thiểu 1.000 tỷ đồng. Có thể nghiên cứu giảm vốn điều lệ yêu cầu xuống mức hợp lý, phù hợp với tình hình hiện nay của các doanh nghiệp Việt Nam – chủ yếu là các DNNVV. Đối với NĐT cá nhân có thể sử dụng tiêu chí tổng tài sản nắm giữ của NĐT như bất động sản hoặc các tài sản khác ở mức hợp lý thay vì chỉ có thu nhập chịu thuế. Việc quy định như

vậy sẽ đa dạng hóa được cơ hội tiếp cận vốn của tổ chức phát hành, thực hiện mục tiêu của nhà nước là huy động tối đa nguồn lực còn nằm trong dân để góp phần phát triển kinh tế đất nước.

Hiện nay, có nhiều văn bản Luật quy định về các vấn đề liên quan đến phát hành và giao dịch trái phiếu doanh nghiệp (Luật doanh nghiệp, Luật chứng khoán, ...) được ban hành. Trong đó, có nhiều nội dung bị trùng lặp và mâu thuẫn. Vì thế, các cơ quan quản lý cần rà soát lại các văn bản luật một cách toàn diện, loại bỏ những nội dung trùng lặp và thống nhất những nội dung mâu thuẫn. Đồng thời, cần tăng cường sự phối hợp giữa BTC và NHNN trong việc hoàn thiện cơ chế chính sách liên quan phát triển thị trường trái phiếu trong mối liên kết với thị trường tiền tệ. Cùng với đó, cần định kỳ thường xuyên tổ chức những buổi trao đổi về thực trạng thị trường giữa cơ quan quản lý và các nhà tạo lập thị trường.

5.2.7. Nâng cấp cơ sở hạ tầng kỹ thuật công nghệ phục vụ thị trường

Cơ sở hạ tầng công nghệ của thị trường hiện hành cũng đóng vai trò quan trọng cho sự phát triển của thị trường sau này. Theo HNX (2016), cơ sở hạ tầng công nghệ của thị trường TPDN Việt Nam còn thiếu rất nhiều các công cụ và phương tiện hỗ trợ các hoạt động trên thị trường như: hệ thống đăng ký phát hành/cấp phép phát hành; hệ thống đấu thầu tiêu chuẩn hoặc hệ thống hỗ trợ khảo sát phát hành; hệ thống cấp mã ISIN (mã định doanh chứng khoán quốc tế) trực tuyến; hệ thống niêm yết thông tin về trái phiếu; hệ thống thông tin định giá trái phiếu; hệ thống thông tin cấp quốc gia về TPDN.

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. Từ đó tiết kiệm thời gian và chi phí, tăng sự thuận tiện cho các thành viên tham gia thị trường. Về cơ bản, áp dụng công nghệ hiện đại sẽ giúp cải cách thủ tục hành chính và tăng cường minh bạch hóa thông tin. Ví dụ, sử dụng hệ thống đăng ký phát hành/cấp phép phát hành điện tử sẽ rút ngắn thời gian phê duyệt. Và thông qua việc đăng ký trên hệ thống, thông tin của doanh nghiệp sẽ được cập nhật, tổng hợp và luân chuyển dễ dàng, hiệu quả. 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 hình thực tế của thị trường.

TÓM TẮT CHƯƠNG 5

Trong chương 5, căn cứ vào kết quả kiểm định của chương 4 và một số bài học kinh nghiệm, luận án đã xây dựng một số khuyến nghị nhằm tăng quy mô thị trường TPDN Việt Nam trong thời gian tới. Các khuyến nghị bao gồm: tăng trưởng kinh tế, ổn định tỷ giá và tăng dự trữ ngoại hối; thúc đẩy sự phát triển của hệ thống ngân hàng trên phương diện nhà tạo lập thị trường; thành lập tổ chức xếp hạng chuyên nghiệp và thực hiện xếp hạng trái phiếu; kiểm soát thị trường và công bố thông tin; tăng cường quyền lợi của trái chủ; chỉnh sửa và bổ sung hành lang pháp lý liên quan đến thị trường TPDN; Nâng cấp cơ sở hạ tầng kỹ thuật công nghệ phục vụ thị trường.

KẾT LUẬN

Thị trường TPDN đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế - xã hội của mỗi quốc gia. Tăng quy mô thị trường TPDN sẽ giúp các doanh nghiệp đảm bảo nguồn vốn kinh doanh, giảm bớt việc phụ thuộc vào hệ thống NHTM, hạn chế rủi ro trên thị trường tài chính, thúc đẩy sự phát triển kinh tế. Để xây dựng được các giải pháp phù hợp nhằm tăng quy mô thị trường TPDN thì việc tìm hiểu về các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường là rất cần thiết. Trên cơ sở tổng hợp các nghiên cứu trước đó và vận dụng các phương pháp nghiên cứu phù hợp, luận án đã thực hiện được các mục tiêu nghiên cứu đề ra.

1. Thành công của luận án

Thứ nhất, tổng quan các nghiên cứu trước đó về thị trường TPDN, quy mô thị trường TPDN, các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường TPDN.

Thứ hai, kiểm định mô hình kinh tế lượng và xác định được các yếu tố tác động tới quy mô của thị trường TPDN Việt Nam.

Thứ ba, căn cứ trên kết quả kiểm định mô hình kinh tế lượng về các yếu tố tác động, đề xuất một số khuyến nghị nhằm tăng quy mô thị trường TPDN Việt Nam.

2. Hạn chế của luận án

❖ Về số liệu

✓ Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN sơ cấp

Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN sơ cấp được xem xét theo từng quý trong giai đoạn 2005 – 2018. Các số liệu trong mô hình này đã đáp ứng được điều kiện kiểm định của kinh tế lượng. Tuy nhiên, số liệu về GDP bình quân đầu người (GDP per capita) tại Việt Nam chỉ được thống kê theo năm và phải sử dụng phần mềm để nội suy số liệu theo quý. Số liệu nội suy và số liệu thống kê thực tế có thể có sự khác biệt.

✓ Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN thứ cấp

Mô hình các yếu tố tác động tới quy mô thị trường TPDN thứ cấp được xem xét theo từng tháng trong giai đoạn 2012 – 2017. Trong đó, sự phát triển của thị trường TPDN thứ cấp được đo bằng quy mô giao dịch của các TPDN niêm yết. Tuy nhiên, quy mô của TPDN niêm yết rất nhỏ so với quy mô của toàn thị trường sơ cấp. Nguyên nhân là TPDN tại Việt Nam chủ yếu được giao dịch theo hình thức riêng lẻ và thông tin về những giao dịch riêng lẻ không được công khai. Đồng thời, do Việt Nam chưa có XHTD trái phiếu nên XHTD của doanh nghiệp được sử dụng để thay thế. Theo CIC, XHTD

của doanh nghiệp được tổng hợp 2 lần/năm, Điều này dẫn tới thông tin về XHTD doanh nghiệp không có tính cập nhật theo từng tháng.

❖ Về mô hình nghiên cứu

Trên thực tế, có nhiều yếu tố tác động tới quy mô của thị trường TPDN sơ cấp. Tuy nhiên, luận án mới tập trung vào nghiên cứu sự tác động của các yếu tố vĩ mô mà chưa đề cập đến những yếu tố vi mô – trong nội tại của doanh nghiệp. Vì thế, các biến trong mô hình mới chỉ giải thích được phần nhỏ sự biến động của quy mô phát hành TPDN Việt Nam.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

1. Trần Thị Thu Hiền, Đàm Văn Huệ (2019), “Một số yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp niêm yết”, *Tạp chí Khoa học thương mại*, Số128, trang 10 - 19.
2. Trần Thị Thu Hiền (2019), “Kinh nghiệm phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp của một số quốc gia trên thế giới từ khía cạnh chính sách”, *Tạp chí Ngân hàng*, Số12, trang 45 - 50.
3. Trần Thị Thu Hiền (2019), “Kiểm soát thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam”, *Kỷ yếu Hội thảo Quốc gia - Kiểm soát tài chính ở Việt Nam trong bối cảnh hội nhập quốc tế*, Nhà xuất bản Hồng Đức, Đại học Thương Mại
4. Đàm Văn Huệ, Trần Thị Thu Hiền (2019), “The liquidity of listed corporate bonds in Vietnam”, *International Conference on Finance, Accounting and Auditing - Contemporary Issues in Accounting, Auditing and Finance (ICFAA 2019)*, National Economics University Publishing House, pp. 577-590.
5. Trần Thị Thu Hiền (2019), “Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam sơ cấp”, *Kỷ yếu Hội thảo Quốc tế dành cho các nhà khoa học trẻ khối kinh tế và kinh doanh 2019 (ICYREB 2019)*, Nhà xuất bản Đại học Huế năm 2019, trang 1045-1056.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Alexander, G. J., Edwards, A. K., and Ferri, M. G. (2000), 'The determinants of trading volume of high-yield corporate bonds', *Journal of Financial Markets*, Số 3, tr. 177 – 204.
2. Amadeo, K. (2018), *Corporate Bonds, Types, and Market Size*, Truy cập ngày 25/7 2018, từ liên kết: <https://www.thebalance.com/what-are-corporate-bonds-3305604>
3. Asian Development Bank (2016), *Asean +3 Bond market guide 2016 – Thailand*, Philippines.
4. Asian Development Bank (2018), *Asean +3 Bond market guide 2016 – Republic of Korea*, Philippines.
5. Baltagi, B. H. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data (2nd ed.)*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester.
6. Baltagi, B. H. (2008), 'Forecasting with Panel Data', *Journal of Forecasting*, Số 27(2), tr. 153-173.
7. Berk, J. and DeMarzo, P. (2014), *Corporate Finance (3rd ed.)*, Nhà xuất bản Pearson, Boston.
8. Bhattacharyay, B. N. (2011), *Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants*, Asian Development Bank Institute (ADBI), Tokyo.
9. Bhattacharyay, B. N. (2013), 'Determinants of bond market development in Asia', *Journal of Asian Economics*, Số 24, tr. 124 – 137.
10. Braun, M. and Briones, I. (2006), *The development of Bond markets around the World*, Công trình chưa được xuất bản đã được sự đồng ý của tác giả, UCLA Anderson School of Management.
11. Breusch, T. S. and Pagan, A. R. (1979), 'A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation', *Econometrica*, Số 47(5), tr. 1287-1294.
12. Chính phủ (2007), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2007*, Truy cập ngày 10/9/2018 2018, từ liên kết: <http://www.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/noidungtinhhinhthuchien?categoryId=889&articleId=10001626>
13. Chính phủ (2008), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2008*, Truy cập ngày 10/9/2018 2018, từ liên kết: <http://www.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/noidungtinhhinhthuchien?categoryId=888&articleId=3155>

14. Chính phủ (2013), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2013*, Truy cập ngày 11/9 2018, từ liên kết: <http://www.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/noidungtinhhinhthuchien?categoryId=100002927&articleId=10053063>
15. Chính phủ (2016), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2016*, Truy cập ngày 11/9 2018, từ liên kết: <http://www.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/noidungtinhhinhthuchien?categoryId=100003529&articleId=10057853>
16. Chính phủ (2017), *Quyết định 1191/QĐ – TTg về Phê duyệt Lộ trình phát triển thị trường trái phiếu giai đoạn 2017 – 2020, tầm nhìn đến năm 2030*, ban hành ngày 14 tháng 08 năm 2017.
17. Chính phủ (2017), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2017*, Truy cập ngày 11/9 2018, từ liên kết: <http://www.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/noidungtinhhinhthuchien?categoryId=100003609&articleId=10058812>
18. Collin, P. (2003), *Dictionary of Banking and Finance*, Nhà xuất bản A&C Black, London.
19. Cục Xuất nhập khẩu (2018), *Tận dụng cơ hội thúc đẩy xuất khẩu sang thị trường các nước CPTPP*, Hà Nội.
20. Djankov, S., McLiesh, C. and Shleifer, A. (2007), ‘Private Credit in 129 Countries’, *Journal of Financial Economics*, Số 84(2), tr. 299 - 329.
21. Eichengreen, B. and Luengaruemitchai, P. (2004), ‘Why doesn't Asia have bigger bond markets?’, *NBER Working Paper*, No. 10576, tr. 1 – 43.
22. El-Wassal, K. A. (2013), ‘The Development of Stock Markets: In Search of a Theory’, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Số 3(3), tr. 606 - 624.
23. Fredrick, O. (2014), ‘The Effect of Selected Macro-Economic Variables On Bond Market Development In Kenya’, *DBA Africa Management Review*, Số 4, tr. 54 - 62.
24. Goldstein, M. (1998), *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systematic Implications*, Nhà xuất bản Institute of International Economics, Washington.
25. Gu, X. and Kowalewski, O. (2015), ‘Creditor rights and corporate bond market’, *Munich Personal RePEc Archive*, Số 67023, tr. 1 – 44.
26. Hakansson, N. H. (1999), ‘The Role of a Corporate Bond Market in an Economy – and in Avoiding Crises’, *China Accounting and Finance Review*, Số 1.

27. Harris, M. and Raviv, A. (1993), 'Differences of Opinion Make a Horse Race', *The Review of Financial Studies*, Số 6(3), tr. 473-506.
28. Harwood, A. (2000), 'Building Local Bond Markets: Some Issues and Actions', In Harwood, A. (Ed.), *Building Local Bond Markets: An Asian Perspective*, IFC - Worldbank, Washington, tr. 1 – 38.
29. Hawkins, J. (2002), 'Bond markets and banks in emerging economies', *BIS paper*, No.11, tr. 42 – 48.
30. HNX (2016), *Hoàn thiện và phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam*, Đề án, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.
31. Hotchkiss, E. S. and Jostova, G. (2007), 'Determinants of corporate bond trading: A comprehensive Analysis', *Quarterly Journal of Finance*, Số 7(2), tr. 1-30.
32. Hotchkiss, E. S. and Ronen, T. (2002), 'The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An Intraday Analysis', *Review of Financial Studies*, Số 15(5), tr. 1325-1354.
33. Hwang, S. (2016), 'Corporate bond market in Asia and the Pacific and its role in financing for development', *Kỷ yếu hội thảo: First High-Level Follow-up Dialogue on Financing for Development in Asia and the Pacific*, Incheon, Republic of Korea.
34. Jarque, C. M. and Bera, A. K. (1987), 'A Test for Normality of Observations and Regression Residuals', *International Statistical Review*, Số 55(2), tr. 163-172.
35. Kowalewski, O. and Pisany, P. (2017), 'What is driving the corporate bond market development in Asia?', *IÉSEG Working Paper*, tr.1 – 39.
36. LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Robert, W. V. (1998), 'Law and Finance', *Journal of Political Economy*, Số 106, tr. 1113-1155.
37. Lê Thu Hà (2018), *Báo cáo năm 2017: Trái phiếu doanh nghiệp*, VCBS, Hà Nội.
38. Levin, A., Lin, C. and Chu, C. J. (2002), 'Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties', *Journal of Econometrics*, Số 108, tr. 1-24.
39. Liberati, P. (2007), 'Trade Openness, Capital Openness and Government Size', *Journal of Public Policy*, Số 27(2), tr. 215-247.

40. MAG (2014), *Cải cách thể chế kinh tế: Chìa khóa cho tái cơ cấu*, Ủy ban Kinh tế Quốc hội.
41. Mankiw, N. G. (2010), *Macroeconomics (7th ed.)*, Worth Publishers, New York.
42. Martellini, L., Priaulet, P. and Priaulet, S. (2003), *Fixed-Income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies*, Wiley.
43. Maurya, A. K. and Mishra, O. N. (2016), 'The Macro-economic Determinants of Corporate Bond Market in India', *Pacific Business Review International*, Số 1(1), tr. 163 - 176.
44. Mizen, P. and 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*, tr.227 – 253.
45. Mu, Y., Phelps, P. and Stotsky, J. G. (2013), 'Bond Markets in Africa', *IMF Working paper*, tr. 1 – 52.
46. Myers, R. H. (1990), *Classical and modern regression with applications (2nd ed.)*, Duxbury Press, Belmont.
47. Nguyễn Hòa Nhân, Lê Phương Dung và Nguyễn Thị Thiệu Quang (2014), 'Phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 207, tr. 37 - 45.
48. Nguyễn Quang Dong và Nguyễn Thị Minh (2013), *Giáo trình Kinh tế lượng (lần 2)*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
49. Nguyễn Thị Minh, Hoàng Bích Phương, Trịnh Trọng Anh, Vũ Duy Thành và Phạm Bảo Lâm (2014), *Nhân khẩu học Việt Nam và một số vấn đề kinh tế xã hội*, Nhà xuất bản Lao Động, Hà Nội.
50. Nguyễn Thị Nhung và Trần Thị Thanh Tú (2019), 'Đo lường tính thanh khoản trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam', *Tài chính tiền tệ*, Số 7, tr. 33 – 38.
51. Phan Thị Mỹ Hạnh (2018), 'Phá sản doanh nghiệp và thị hành luật phá sản ở Việt Nam', *Tạp chí Dầu khí*, Số 4, tr. 57 – 63.
52. Phan Thị Thu Hiền (2014), 'Thị trường trái phiếu Việt Nam và định hướng phát triển', *Tạp chí Tài chính*, Số 7, tr 13 - 16.
53. Plummer, M. G. and Click, R. W. (2005), 'Bond market development and integration in Asean', *International Journal of Finance and Economics*, tr. 133 - 142.
54. Quốc hội (1993), *Luật phá sản số 30 – L/CTN*, ban hành ngày 30 tháng 12 năm 1993.

55. Quốc hội (2004), *Luật phá sản số 21/2004/QH11*, ban hành ngày 5 tháng 6 năm 2004.
56. Quốc hội (2006), *Luật chứng khoán số 70/2006/QH11*, ban hành ngày 29 tháng 6 năm 2006.
57. Quốc hội (2010), *Luật số 62/2010/QH02 về sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán*, ban hành ngày 24 tháng 11 năm 2010.
58. Quốc hội (2013), *Luật chứng khoán số 27/VBHN - VPQH*, ban hành ngày 18 tháng 12 năm 2013.
59. Quốc hội (2014), *Luật phá sản số 51/2014/QH13*, ban hành ngày 19 tháng 6 năm 2014.
60. Rajan, R. G. and Zingales, L. (2001), 'Financial System, Industrial Structure, and Growth', *Oxford Review of Economic Policy*, Số 17, tr. 467 - 482.
61. Ramsey, J. B. (1969), 'Tests for Specification Errors in Classical Linear Least Squares Regression Analysis', *Tap chí Journal of the Royal Statistical Society: Series B*, Số 31, tr. 350 – 371.
62. Ross, S. A., Westerfield, R. W. and Jordan, B. D. (2002), *Fundamentals of Corporate Finance (6th ed.)*, TheMcGraw-Hill/Irwin, New York.
63. Rostow, W. W. (1960), 'The Five Stages of Growth - A Summary', *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*, Cambridge University Press, Cambridge, tr. 4 - 16.
64. SEC (2013), *What Are Corporate Bonds?*, U.S Securities and Exchange Commission.
65. Srinopnikom, T. (2011), 'Thai corporate bond market: an assessment of the country's regulatory framework', *Thai law Journal*.
66. Tendulkar, R. (2015), 'Corporate Bond Markets: An Emerging Markets perspective', *IOSCO Working paper*, Số 2, tr. 1 – 138.
67. Todaro, M. P. and Smith, S. C. (2015), *Economic Development (12th ed.)*, Pearson, New Jersey.
68. Trần Thị Thanh Tú (2007), 'Sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở Việt Nam', *Tap chí Kinh tế và phát triển*, Số 7, tr. 149 - 162.
69. Trịnh Mai Vân (2010), *Phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân.
70. Vuong, Q. H. and Tran, T. D. (2010), 'Vietnam's Corporate Bond Market, 1990-2010 : Some Reflections', *The Journal of Economic Policy and Research*, Số 6, tr.1 - 47.

71. Wahyudi, I. and Robbi, A. (2009), 'Exploring Determinant Factors of Bond Trading with Inventory Management Theory (Case Study of Indonesian Capital Market, January – March 2009)', *Indonesian Capital Market Review*, tr. 87-108.
72. White, H. (1980), 'A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity', *Econometrica*, Số 48, tr. 817-838.
73. Worldbank (2016), *Đánh giá quốc gia Việt Nam 2016*, Worldbank, Hà Nội.
74. Worldbank (2018), *Doing business 2018: Reforming to Create Jobs - Economy Profile of Vietnam*, Worldbank.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Kiểm định tính dừng bậc gốc của chuỗi số liệu IVOL

Null Hypothesis: IVOL has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.68356	0.0835
Test critical values:	1% level	-3.55747
	5% level	-2.91657
	10% level	-2.59612

Phụ lục 2: Kiểm định tính dừng bậc gốc và bậc 1 của chuỗi số liệu log(GDP)

		Log (GDP)		D(Log(GDP))	
		t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.09284	0.2483	-3.27309	0.0214
Test critical values:	1% level	-3.56543		-3.56543	
	5% level	-2.91995		-2.91995	
	10% level	-2.59791		-2.59791	

Phụ lục 3: Kiểm định tính dừng bậc gốc và bậc 1 của chuỗi số liệu EXPRT

		EXPRT		D(EXPRT)	
		t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		1.502344	0.9991	-1.54638	0.5017
Test critical values:	1% level	-3.57772		-3.57772	
	5% level	-2.92517		-2.92517	
	10% level	-2.60066		-2.60066	

Phụ lục 4: Kiểm định tính dừng bậc 2 của chuỗi số liệu EXPRT

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.48764	0
Test critical values:	1% level	-3.57772	
	5% level	-2.92517	
	10% level	-2.60066	

Phụ lục 5: Kiểm định tính dừng bậc gốc của chuỗi số liệu log(PGDP)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.81263	0.0003
Test critical values:	1% level	-3.57772	
	5% level	-2.92517	
	10% level	-2.60066	

Phụ lục 6: Kiểm định tính dừng bậc gốc và bậc 1 của chuỗi số liệu CREDIT

		CREDIT		D(CREDIT)	
		t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.20427	0.2072	-8.00937	0.000
Test critical values:	1% level	-3.55502		-3.55747	
	5% level	-2.91552		-2.91657	
	10% level	-2.59557		-2.59612	

Phụ lục 7: Kiểm định tính dừng bậc gốc và bậc 1 của chuỗi số liệu DRATE

		DRATE		D(DRATE)	
		t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.3018	0.1752	-9.24647	0
Test critical values:	1% level	-3.56002		-3.56002	
	5% level	-2.91765		-2.91765	
	10% level	-2.59669		-2.59669	

Phụ lục 8: Kiểm định tính dừng bậc gốc và bậc 1 của chuỗi số liệu FER

		FER		D(FER)	
		t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.50468	0.8819	-5.19411	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.55747		-3.55747	
	5% level	-2.91657		-2.91657	
	10% level	-2.59612		-2.59612	

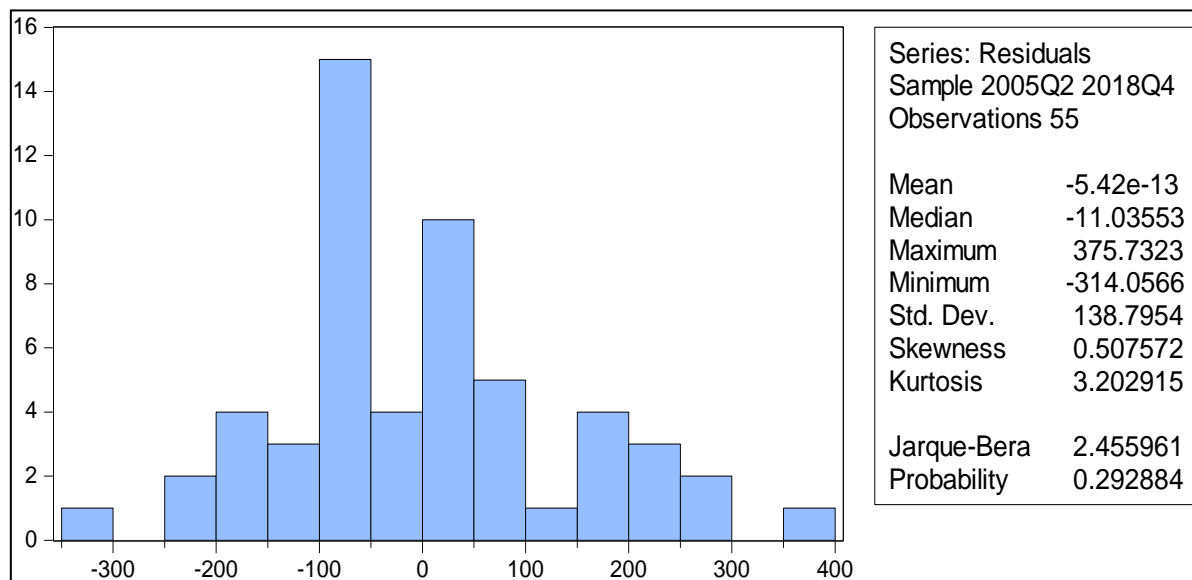
Phụ lục 9: Kiểm định tính dừng bậc gốc và bậc 1 của chuỗi số liệu EXR

		EXR		D(EXR)	
		t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.74303	0.8267	-4.89171	0.0002
Test critical values:	1% level	-3.55747		-3.55747	
	5% level	-2.91657		-2.91657	
	10% level	-2.59612		-2.59612	

Phụ lục 10: Kiểm định tính dừng bậc gốc và bậc 1 của chuỗi số liệu RIGHTS

		RIGHTS		D(RIGHTS)	
		t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.60879	0.8599	-7.34847	0.000
Test critical values:	1% level	-3.55502		-3.55747	
	5% level	-2.91552		-2.91657	
	10% level	-2.59557		-2.59612	

Phụ lục 11: Kiểm định phân phối chuẩn của mô hình (1.1)



Phụ lục 12: Kiểm định tự tương quan của mô hình (1.1)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.609527	Prob. F(2,44)	0.5481
Obs*R-squared	1.482737	Prob. Chi-Square(2)	0.4765

Phụ lục 13: Kiểm định Phương sai sai số thay đổi của mô hình (1.1)

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.744879	Prob. F(43,11)	0.1603
Obs*R-squared	47.96755	Prob. Chi-Square(43)	0.2784
Scaled explained SS	36.95775	Prob. Chi-Square(43)	0.7297
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.94842	Prob. F(8,46)	0.4872
Obs*R-squared	7.787374	Prob. Chi-Square(8)	0.4545
Scaled explained SS	5.999969	Prob. Chi-Square(8)	0.6472

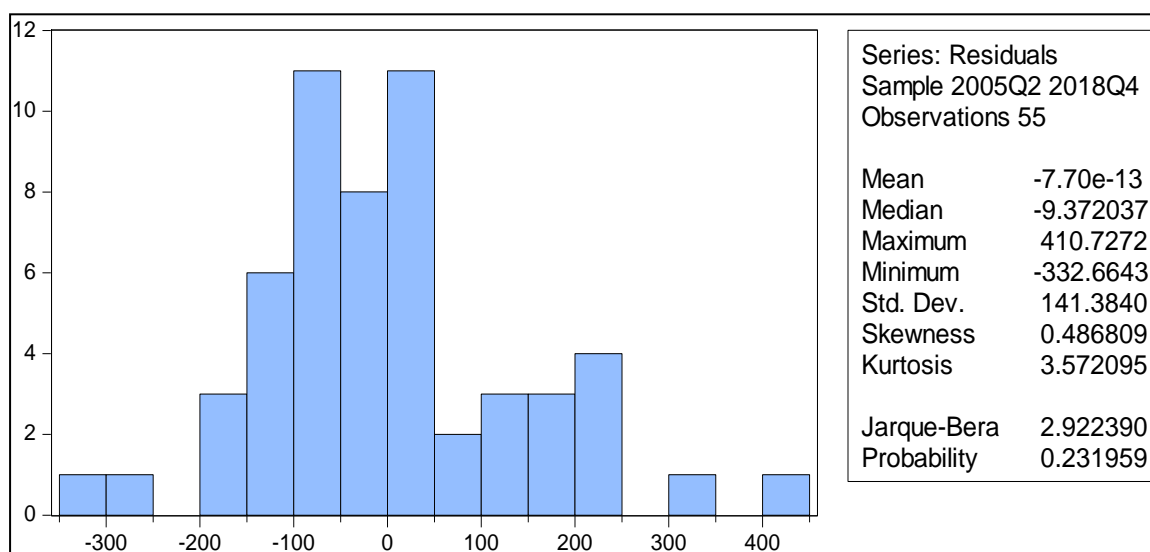
Phụ lục 14: Kiểm định định dạng hàm của mô hình (1.1)

Ramsey RESET Test			
Equation: UNTITLED			
Specification: IVOL C LOG(GDP) D(EXPRT) LOG(PGDP) CREDIT DRATE EXR FER RIGHTS			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	2.442412	45	0.0186
F-statistic	5.965376	(1, 45)	0.0186
Likelihood ratio	6.84662	1	0.0089

Phụ lục 15: Kiểm định đa cộng tuyến của mô hình (1.1)

Variance Inflation Factors			
Sample: 2005Q1 2018Q4			
Included observations: 55			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	2806878	6826.537	NA
LOG(GDP)	18328.31	4795.589	11.13926
D(EXPRT)	0.00	1.371676	1.18129
LOG(PGDP)	135258.20	17665.91	51.97975
CREDIT	0.00	5.696768	2.282874
DRATE	2332.57	47.4993	2.887846
EXR	0.00	1690.002	27.71985
FER	0.00	46.66139	9.112011
RIGHTS	8839.38	40.25993	4.434633

Phụ lục 16: Kiểm định phân phối chuẩn của mô hình (1.2)



Phụ lục 17: Kiểm định tự tương quan của mô hình (1.2)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.539542	Prob. F(2,45)	0.5867
Obs*R-squared	1.287994	Prob. Chi-Square(2)	0.5252

Phụ lục 18: Kiểm định phương sai sai số thay đổi của mô hình (1.2)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.456038	Prob. F(7,47)	0.2062
Obs*R-squared	9.80158	Prob. Chi-Square(7)	0.2001
Scaled explained SS	9.204994	Prob. Chi-Square(7)	0.2383
Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.621708	Prob. F(34,20)	0.1276
Obs*R-squared	40.36028	Prob. Chi-Square(34)	0.2097
Scaled explained SS	37.9037	Prob. Chi-Square(34)	0.2958

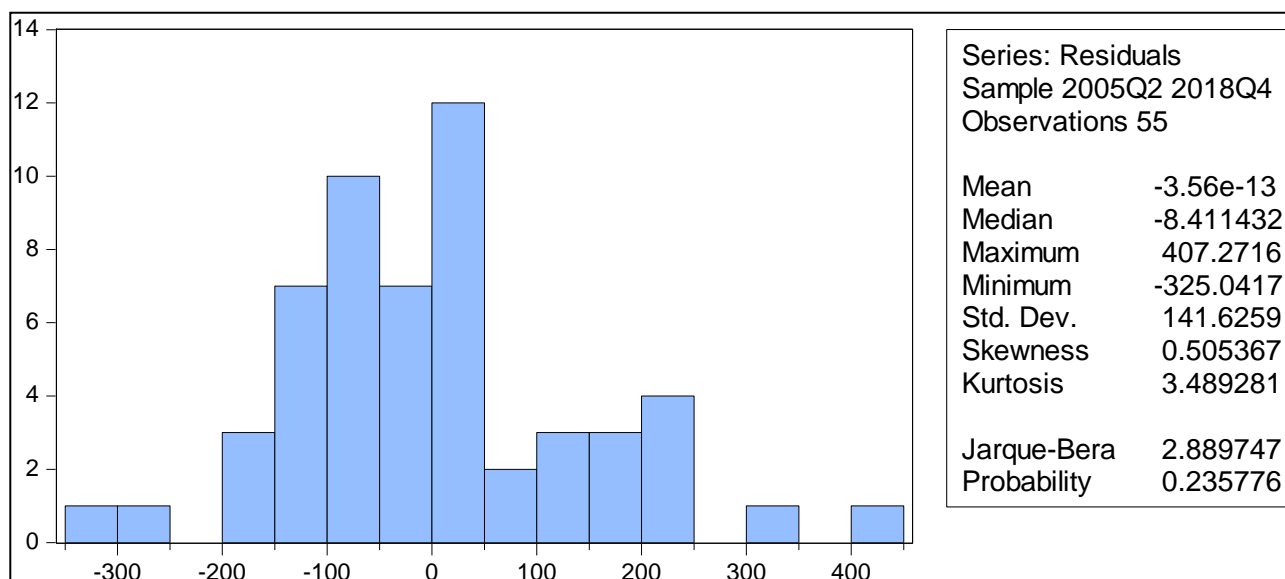
Phụ lục 19: Kiểm định định dạng hàm của mô hình (1.2)

Ramsey RESET Test			
Specification: IVOL C LOG(GDP) D(EXPRT) CREDIT DRATE EXR FER RIGHTS			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	1.884894	46	0.0658
F-statistic	3.552826	(1, 46)	0.0658
Likelihood ratio	4.091885	1	0.0431

Phụ lục 20: Kiểm định đa cộng tuyến của mô hình (1.2)

Variance Inflation Factors			
Sample: 2005Q1 2018Q4			
Included observations: 55			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	929609.5	2226.214	NA
LOG(GDP)	14264.41	3675.046	8.536447
D(EXPRT)	7.37E-05	1.337372	1.151747
CREDIT	0.000135	5.645268	2.262236
DRATE	1552.592	31.13147	1.89272
EXR	0.000486	449.5175	7.3731
FER	1.36E-05	27.78506	5.425852
RIGHTS	6401.05	28.70729	3.162109

Phụ lục 21: Kiểm định phân phối chuẩn của mô hình (1.3)



Phụ lục 22: Kiểm định tự tương quan của mô hình (1.3)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.513824	Prob. F(2,46)	0.6016
Obs*R-squared	1.20186	Prob. Chi-Square(2)	0.5483

Phụ lục 23: Kiểm định phương sai sai số thay đổi của mô hình (1.3)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.789595	Prob. F(6,48)	0.1213
Obs*R-squared	10.05432	Prob. Chi-Square(6)	0.1224
Scaled explained SS	9.531335	Prob. Chi-Square(6)	0.1458
Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	2.360392	Prob. F(26,28)	0.0142
Obs*R-squared	37.7683	Prob. Chi-Square(26)	0.0636
Scaled explained SS	35.80374	Prob. Chi-Square(26)	0.0953

Phụ lục 24: Kiểm định định dạng hàm của mô hình (1.3)

Ramsey RESET Test			
Specification: IVOL C LOG(GDP) D(EXPRT) CREDIT EXR FER RIGHTS			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	1.67524	47	0.1005
F-statistic	2.80643	(1, 47)	0.1005
Likelihood ratio	3.189807	1.00E+00	7.41E-02

Phụ lục 25: Kiểm định đa cộng tuyến của mô hình (1.3)

Variance Inflation Factors			
Sample: 2005Q1 2018Q4			
Included observations: 55			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	795203.8	1938.221	NA
LOG(GDP)	13345.69	3499.52	8.128731
D(EXPRT)	6.99E-05	1.290859	1.11169
CREDIT	0.000106	4.508414	1.806663
EXR	0.00046	433.3072	7.107215
FER	1.33E-05	27.68149	5.405627
RIGHTS	5431.453	24.79222	2.730865

Phụ lục 26: Kiểm định tính dừng bậc gốc của chuỗi số liệu TIMES

```
. xtunitroot llc times

Levin-Lin-Chu unit-root test for times
-----
Ho: Panels contain unit roots          Number of panels =    28
Ha: Panels are stationary              Number of periods =   72

AR parameter: Common                  Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:  Included
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:   Bartlett kernel, 13.00 lags average (chosen by LLC)
-----
                Statistic      p-value
-----
Unadjusted t    -5.5447
Adjusted t*     6.1108          1.0000
-----
```

Phụ lục 27: Kiểm định tính dừng bậc 1 của chuỗi số liệu TIMES

```
. xtunitroot llc d.times

Levin-Lin-Chu unit-root test for D.times
-----
Ho: Panels contain unit roots          Number of panels =    28
Ha: Panels are stationary              Number of periods =   71

AR parameter: Common                  Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:  Included
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:   Bartlett kernel, 13.00 lags average (chosen by LLC)
-----
                Statistic      p-value
-----
Unadjusted t    -32.1598
Adjusted t*     -14.7655          0.0000
-----
```


Phụ lục 31: Kiểm định tính dừng bậc 1 của chuỗi số liệu TOVER

Levin-Lin-Chu unit-root test for D.tover

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	28
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	71
AR parameter: Common	Asymptotics: N/T ->	0
Panel means: Included		
Time trend: Not included		

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 13.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-44.0104	
Adjusted t*	-26.8983	0.0000

Phụ lục 32: Kiểm định tính dừng bậc gốc của chuỗi số liệu DVWAP

Levin-Lin-Chu unit-root test for DVWAP

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	28
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	72
AR parameter: Common	Asymptotics: N/T ->	0
Panel means: Included		
Time trend: Not included		

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 13.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-24.8483	
Adjusted t*	-0.9182	0.1793

Phụ lục 33: Kiểm định tính dừng bậc 1 của chuỗi số liệu DVWAP

Levin-Lin-Chu unit-root test for D.DVWAP

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	28
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	71
AR parameter: Common	Asymptotics: N/T ->	0
Panel means: Included		
Time trend: Not included		

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 13.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-39.5594	
Adjusted t*	-12.7643	0.0000

Phục lục 34: Kiểm định tính dừng bậc gốc của chuỗi số liệu SVOL

Levin-Lin-Chu unit-root test for svol

Ho: Panels contain unit roots
Ha: Panels are stationary

Number of panels = 28
Number of periods = 72

AR parameter: Common
Panel means: Included
Time trend: Not included

Asymptotics: N/T -> 0

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 13.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-13.5702	
Adjusted t*	-6.1547	0.0000

Phụ lục 35: Kết quả kiểm định mô hình TIMES

Fixed-effects (within) regression
Group variable: code

Number of obs = 2,016
Number of groups = 28

R-sq:
within = 0.3997
between = 0.0928
overall = 0.3250

Obs per group:
min = 72
avg = 72.0
max = 72

corr(u_i, Xb) = -0.2432

F(6,1982) = 219.97
Prob > F = 0.0000

times	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	0	(omitted)				
age_1	3.073938	.4471349	6.87	0.000	2.197034	3.950842
age_2	7.341274	.2162852	33.94	0.000	6.917103	7.765444
age_3	0	(omitted)				
rating_1	2.740408	.6894758	3.97	0.000	1.388234	4.092581
rating_2	3.860852	.7164655	5.39	0.000	2.455747	5.265956
rating_3	0	(omitted)				
DVWAP	.0116864	.0104842	1.11	0.265	-.0088749	.0322477
svol	-.0001556	.0001168	-1.33	0.183	-.0003846	.0000735
_cons	-4.063231	.688322	-5.90	0.000	-5.413142	-2.713321
sigma_u	1.565037					
sigma_e	2.7427845					
rho	.24561671	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(27, 1982) = 11.62 Prob > F = 0.0000

Phụ lục 36: Kết quả kiểm định mô hình NBOND

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: code

Number of obs = 2,016
 Number of groups = 28

R-sq: within = 0.1510
 between = 0.1065
 overall = 0.1274

Obs per group: min = 72
 avg = 72.0
 max = 72

corr(u_i, Xb) = -0.3019

F(6,1982) = 58.76
 Prob > F = 0.0000

nbond	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	0	(omitted)				
age_1	578346.1	134224.6	4.31	0.000	315110	841582.2
age_2	1133685	64926.23	17.46	0.000	1006354	1261016
age_3	0	(omitted)				
rating_1	917450.6	206972.4	4.43	0.000	511544.2	1323357
rating_2	1148857	215074.4	5.34	0.000	727060.9	1570652
rating_3	0	(omitted)				
DVWAP	6805.795	3147.247	2.16	0.031	633.5348	12978.05
svol	-136.1458	35.05658	-3.88	0.000	-204.8975	-67.39423
_cons	-1071589	206626.1	-5.19	0.000	-1476816	-666361.5
sigma_u	326903.51					
sigma_e	823351.27					
rho	.13617425	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(27, 1982) = 8.00 Prob > F = 0.0000

Phụ lục 37: Kết quả kiểm định mô hình TOVER

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: code

Number of obs = 2,016
 Number of groups = 28

R-sq: within = 0.1558
 between = 0.0991
 overall = 0.1292

Obs per group: min = 72
 avg = 72.0
 max = 72

corr(u_i, Xb) = -0.3173

F(6,1982) = 60.97
 Prob > F = 0.0000

tover	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	0	(omitted)				
age_1	58.74211	13.68895	4.29	0.000	31.89587	85.58836
age_2	117.7666	6.62153	17.79	0.000	104.7807	130.7525
age_3	0	(omitted)				
rating_1	92.58299	21.10817	4.39	0.000	51.18645	133.9795
rating_2	116.9805	21.93446	5.33	0.000	73.96349	159.9975
rating_3	0	(omitted)				
DVWAP	.7757046	.3209734	2.42	0.016	.1462239	1.405185
svol	-.0132649	.0035753	-3.71	0.000	-.0202766	-.0062532
_cons	-109.8196	21.07285	-5.21	0.000	-151.1468	-68.49229
sigma_u	32.895007					
sigma_e	83.969843					
rho	.133048	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(27, 1982) = 7.41 Prob > F = 0.0000