

Tăng cường cơ hội phát hành trái phiếu doanh nghiệp - Nghiên cứu thực nghiệm tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Phạm Tiến Mạnh*

Học viện Ngân hàng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Ngày nhận bài 18/8/2020; ngày chuyển phản biện 24/8/2020; ngày nhận phản biện 28/9/2020; ngày chấp nhận đăng 2/10/2020

Tóm tắt:

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 218 doanh nghiệp đang niêm yết trên HOSE, trong khoảng thời gian 2010-2019 nhằm tìm ra các yếu tố có ảnh hưởng đến việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp này, từ đó đề xuất các giải pháp nhằm tăng cường việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô và đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, GDP và lạm phát có tác động đến việc doanh nghiệp có lựa chọn phương án phát hành trái phiếu hay không; trong khi đó, giá trị của đợt phát hành bị tác động bởi ROE, quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ lạm phát.

Từ khóa: trái phiếu doanh nghiệp, yếu tố nội tại, yếu tố vĩ mô.

Chỉ số phân loại: 5.2

Giới thiệu chung

Huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu đóng vai trò quan trọng đối với doanh nghiệp nói riêng, nền kinh tế nói chung. Tuy nhiên, theo số liệu từ Ngân hàng Phát triển châu Á - ADB (năm 2019), trong giai đoạn 2008-2018, mặc dù tổng giá trị trái phiếu huy động trong nền kinh tế Việt Nam có đà tăng trưởng mạnh mẽ, nhưng phần lớn là do phát hành trái phiếu Chính phủ, trong khi giá trị và số lượng phát hành trái phiếu của doanh nghiệp thành công vẫn ở mức khiêm tốn. Cụ thể, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam mới chỉ chiếm khoảng 1,5% GDP, so với 46,3% của Malaysia, 21,3% của Thái Lan, 7,1% của Philippines và 2,9% của Indonesia. Điều này cho thấy phần lớn dòng vốn đầu tư còn phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng, với số liệu thống kê cho thấy, tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam năm 2008 đạt 82,87%; năm 2014 đạt 100,3%; năm 2017 đạt 130,67%.

Do đặc tính vốn tín dụng của ngân hàng khá rủi ro khi dùng một phần vốn ngắn hạn để cho vay dài hạn, nên năm 2018 Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư số 16/2018/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 36/2014/TT-NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Theo đó, kể từ ngày 1/1/2019, tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn áp dụng với ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài giảm xuống còn 40%. Với nguồn vốn cho vay trung và dài hạn bị giảm xuống, bắt buộc các ngân hàng phải siết chặt các điều kiện cho vay, gây khó khăn cho các doanh nghiệp khi có nhu cầu vay vốn. Chính vì vậy, bản thân các doanh nghiệp cần phải đẩy mạnh các kênh huy động vốn khác để đáp ứng nhu cầu

phát triển, trong đó phát hành trái phiếu doanh nghiệp là một hướng đi đúng đắn. Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm tìm ra các yếu tố tác động đến việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, bao gồm cả việc doanh nghiệp cân nhắc có quyết định phát hành trái phiếu hay không và giá trị của các đợt phát hành trái phiếu. Thông qua đó đề xuất một số giải pháp để tăng cường việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

Cơ sở lý thuyết về các nhân tố tác động đến phát hành trái phiếu doanh nghiệp

Mizen và cộng sự (2008) [1] đã phân tích quyết định phát hành trái phiếu của doanh nghiệp dựa trên 2 nhóm nhân tố: uy tín (quy mô doanh nghiệp, số năm hoạt động, tăng trưởng) và tính thanh khoản của doanh nghiệp (tỷ lệ tiền mặt, cổ tức, quy mô sử dụng đòn bẩy tài chính). Kết quả nghiên cứu cho thấy, nhóm nhân tố uy tín doanh nghiệp có ảnh hưởng lớn đến việc quyết định phát hành trái phiếu, trong đó quy mô doanh nghiệp là nhân tố quan trọng ảnh hưởng lớn đến quyết định phát hành, theo sau là nhân tố năm hoạt động và tăng trưởng doanh nghiệp. Nhóm tác giả cũng cho rằng, nhóm nhân tố uy tín và khả năng phát hành trái phiếu có mối quan hệ cùng chiều, tức là với các biến trong nhóm này có giá trị càng cao, thì càng làm tăng khả năng phát hành trái phiếu của doanh nghiệp.

Miguel và Julian (2000) [2] đã nghiên cứu về các nhân tố giúp cho doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro vỡ nợ, gồm có quy mô doanh nghiệp, dòng tiền ổn định, lợi nhuận cao, có lượng tài sản thế chấp lớn, lãi suất thấp. Kết quả cho thấy, những doanh nghiệp phát hành trái phiếu thành công thường

*Email: manhpham@hvn.edu.vn

Enhancing corporate bond issuing opportunities - empirical research in listed firms on Vietnam's stock market

Tien Manh Pham

Banking Academy, The State Bank of Vietnam

Received 18 August 2020; accepted 2 October 2020

Abstract:

This research uses data from 218 listed firms on HOSE, in the 2010-2019 period of time, to find out the determinants of corporate bond issuing. Then, the recommendations will be proposed to these companies to enhance corporate bond issuing opportunities. The results show that firm size, financial leverage, GDP, and inflation rate impact on the corporate bond issuing decisions; whereas the value of bond issuing is influenced by ROE, firm size, and inflation rate.

Keywords: company intrinsic factors, corporate bond issuing, macro factors.

Classification number: 5.2

là những doanh nghiệp có quy mô lớn, dòng tiền ổn định, có mức lợi nhuận tăng trưởng đều qua các năm, đồng thời những doanh nghiệp này có nguồn tài sản thế chấp dồi dào. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, các doanh nghiệp có cùng điều kiện nội tại như trên, nhưng thời gian hoạt động khác nhau, thì doanh nghiệp hoạt động lâu hơn sẽ dễ tham gia vào thị trường trái phiếu hơn và có nhiều đợt phát hành thành công hơn. Điều này được giải thích bởi doanh nghiệp hoạt động lâu hơn đã chứng minh cho thị trường thấy khả năng tồn tại qua thời gian, giúp các nhà đầu tư tự tin hơn khi đầu tư vào trái phiếu của doanh nghiệp này so với các doanh nghiệp có thời gian hoạt động ngắn hơn.

Nghiên cứu của Nyamita và cộng sự (2014) [3] cho rằng, quy mô, lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp đều đóng vai trò rất lớn trong việc quyết định phát hành trái phiếu. Ngoài ra, các yếu tố vĩ mô như GDP và chỉ số lạm phát cũng được nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra được mối quan hệ cùng chiều giữa GDP và quyết định phát hành trái phiếu của doanh nghiệp. Điều này giải thích bởi hiệu ứng đòn bẩy, khi nền kinh tế phát triển, doanh nghiệp sẽ có gắng trung dụng nhiều vốn từ thị trường với mong muốn sử dụng đòn bẩy để tăng tỷ suất sinh lời cho các dự án của doanh nghiệp, từ đó phát hành nhiều trái phiếu hơn. Chỉ số lạm phát cho ra kết quả ngược chiều, khi chỉ số lạm phát tăng cao sẽ đẩy chi phí vay vốn nói chung cao hơn, làm chi phí lãi khi phát hành trái phiếu doanh nghiệp lớn hơn, dẫn đến huy động vốn từ trái phiếu trở nên thiếu hấp dẫn.

Tại Việt Nam, có một số nghiên cứu đã đề cập đến vấn đề phát hành trái phiếu doanh nghiệp, trong đó Phạm Tiến Mạnh và cộng sự (2020) [4] đã nghiên cứu mối quan hệ giữa thành phần ban lãnh đạo với việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp; và chỉ ra rằng, các thành viên hội đồng quản trị độc lập, các doanh nghiệp sử dụng dịch vụ của các công ty kiểm toán lớn có tác động tích cực đến phát hành trái phiếu của doanh nghiệp; trong khi quy mô của thành phần ban lãnh đạo, thành viên ban lãnh đạo là người nước ngoài không tác động đến việc phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, hiện nay rất ít nghiên cứu đề cập đến các yếu tố nội tại của doanh nghiệp có tác động như thế nào đến việc phát hành trái phiếu, và đây chính là khoảng trống mà nghiên cứu này đề cập đến.

Số liệu, phương pháp và giả thuyết nghiên cứu

Số liệu nghiên cứu

Nghiên cứu thu thập dữ liệu từ 387 công ty đang niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010-2019 với tổng số 3.483 quan sát. Tuy nhiên trên thực tế, một số doanh nghiệp có thời gian hoạt động chưa đủ dài, hoặc thiếu số liệu trong quá trình thu thập, vì thế tác giả đã lựa chọn dữ liệu của 218 doanh nghiệp, với 10 nhóm ngành nghề khác nhau, có 1.962 quan sát sử dụng làm số liệu nghiên cứu. Số liệu của doanh nghiệp được lấy từ các báo cáo tài chính và báo cáo thường niên qua các năm (bảng 1).

Bảng 1. Số lượng các công ty trong nghiên cứu.

STT	Ngành	Số lượng
1	Nguyên vật liệu	37
2	Bất động sản	26
3	Năng lượng	7
4	Dịch vụ thiết yếu	11
5	Hàng hóa tiêu dùng thiết yếu	25
6	Chăm sóc sức khỏe	8
7	Công nghiệp	62
8	Hàng tiêu dùng	26
9	Công nghệ thông tin	6
10	Tài chính	10
Tổng		218

Nguồn: tác giả tổng hợp.

Mô hình nghiên cứu

Dựa trên mô hình nghiên cứu của Nyamita và cộng sự (2014) [3], kết hợp với các yếu tố tác động đến việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, tác giả đề xuất 2 mô hình nghiên cứu với các nhân tố tác động bao gồm: 1) Việc doanh nghiệp lựa chọn phát hành trái phiếu doanh nghiệp; 2) Giá trị của đợt phát hành trái phiếu với các biến độc lập và biến kiểm soát (bảng 2).

Bảng 2. Diễn giải các biến trong mô hình nghiên cứu.

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính
Biến phụ thuộc		
Doanh nghiệp phát hành trái phiếu	PHTP	Biến giả, giá trị 1 nếu trong năm đó doanh nghiệp có phát hành trái phiếu; ngược lại, giá trị 0
Giá trị trái phiếu phát hành	GTPH	Logarit tự nhiên của giá trị trái phiếu phát hành trong năm
Biến độc lập		
Quy mô doanh nghiệp	QUY MO	Logarit của tổng tài sản
Đòn bẩy tài chính	DBTC	Tổng nợ/Tổng tài sản
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu
Lượng tiền mặt trong doanh nghiệp	TIEN MAT	Logarit tự nhiên của tổng tiền và tương đương tiền trong doanh nghiệp
Cổ tức bằng tiền mặt doanh nghiệp chi trả	COTUC	Cổ tức bằng tiền doanh nghiệp chi trả trong năm
Thời gian hoạt động của doanh nghiệp	NAM	Số năm hoạt động của doanh nghiệp, tính đến năm 2019
Biến kiểm soát		
Tăng trưởng GDP	GDP	Tăng trưởng GDP của Việt Nam
Lạm phát	L.PHAT	Chỉ số lạm phát của Việt Nam

Từ các biến nghiên cứu xây dựng, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu về việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, dựa trên hai góc độ, đó là (1) doanh nghiệp quyết định lựa chọn phát hành trái phiếu hay không; và (2) giá trị của đợt phát hành trái phiếu đó.

Mô hình 1:

$$PHTP_{i,t} = \alpha_1 + \beta_{1.1}QMO_{i,t} + \beta_{1.2}DBTC_{i,t} + \beta_{1.3}ROE_{i,t} + \beta_{1.4}T.MAT_{i,t} + \beta_{1.5}COTUC_{i,t} + \beta_{1.6}NAM_{i,t} + \beta_{1.7}GDP_{i,t} + \beta_{1.8}L.PHAT_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Mô hình 2:

$$GTPH_{i,t} = \alpha_1 + \beta_{2.1}QMO_{i,t} + \beta_{2.2}DBTC_{i,t} + \beta_{2.3}ROE_{i,t} + \beta_{2.4}T.MAT_{i,t} + \beta_{2.5}COTUC_{i,t} + \beta_{2.6}NAM_{i,t} + \beta_{2.7}GDP_{i,t} + \beta_{2.8}L.PHAT_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Giả thuyết nghiên cứu

Nhằm tìm ra các yếu tố nội tại của doanh nghiệp ảnh hưởng như thế nào đến việc phát hành trái phiếu, tác giả đề xuất một số giả thuyết nghiên cứu sau:

H₁: các yếu tố nội tại có tác động đến việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp;

H_{1a}: quy mô doanh nghiệp có tác động đến việc phát hành trái phiếu;

H_{1b}: đòn bẩy tài chính có tác động đến việc phát hành trái phiếu;

H_{1c}: lợi nhuận có tác động đến việc phát hành trái phiếu;

H_{1d}: lượng tiền mặt có tác động đến việc phát hành trái phiếu;

H_{1e}: chi trả cổ tức cho các cổ đông có tác động đến việc phát hành trái phiếu;

H_{1f}: thời gian hoạt động của doanh nghiệp có tác động đến việc phát hành trái phiếu;

H₂: các yếu tố nội tại không tác động đến việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu

Thống kê mô tả

Đối với hai biến phụ thuộc là biến phát hành trái phiếu và giá trị trái phiếu có số quan sát là 1.962, giá trị trung bình lần lượt là 0,0234 và 0,2802; độ lệch chuẩn là 0,1513 và 1,7881; các giá trị tối thiểu và tối đa của các biến lần lượt là 0 và 1 với biến phát hành trái phiếu do đây là biến giả, tương trưng cho việc có hay không phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, với biến giá trị lần lượt là 0 và 12,6902.

Nhóm các nhân tố nội tại của doanh nghiệp, giá trị trung bình của các biến ROE, quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ tiền mặt, cổ tức lần lượt là 0,2453; 12,1748; 2,9356; 0,0919; 7,0643. Độ lệch chuẩn của các biến có giá trị lần lượt

là 0,2995; 0,6331; 4,8741; 0,1067; 9,5714. Biến ROE có giá trị nhỏ nhất, lớn nhất lần lượt là -1,0322 và 2,1092; QMO là 8,9834 và 15,0661; cá biệt có doanh nghiệp không sử dụng vay nợ, với DBTC đạt giá trị 0, trong khi có những doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính rất lớn, lên tới 73,0924. Các doanh nghiệp được chọn lấy dữ liệu bao gồm 218 doanh nghiệp với thời gian hoạt động trung bình là 22,9052 năm, doanh nghiệp có thời gian hoạt động ngắn nhất là 4 năm và dài nhất là 67 năm.

Với các biến vĩ mô, tỷ lệ tăng trưởng GDP trong các năm nghiên cứu có giá trị trung bình là 0,0621, năm có mức tăng GDP cao nhất chính là 2018 với mức GDP đạt 0,0708, mức GDP thấp nhất vào năm 2012 với mức tăng trưởng chỉ ở 0,0503. Với chỉ số lạm phát, giá trị bình quân đạt được là 0,0877, năm có chỉ số lạm phát đỉnh điểm là 2011 với giá trị 0,184 và năm thấp nhất là 2018 với giá trị 0,0353 (bảng 3).

Bảng 3. Thống kê mô tả biến nghiên cứu.

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa
PHTP	1.962	0,0234	0,1513	0	1
GTTP	1.962	0,2802	1,7881	0	12,6902
ROE	1.962	0,2453	0,2995	-1,0332	2,1092
QMO	1.962	12,1748	0,6331	8,9834	15,0661
DBTC	1.962	2,9356	4,8741	0	73,0924
T.MAT	1.962	0,0919	0,1067	0	0,8649
COTUC	1.962	7,0643	9,5714	0	11000
NAM	1.962	22,9052	11,9471	4	67
GDP	1.962	0,0621	0,0066	0,0503	0,0708
L.PHAT	1.962	0,0877	0,0557	0,0353	0,184

Nguồn: kết quả nghiên cứu.

Phân tích mô hình hồi quy

Mô hình hồi quy logistic: đối với mô hình hồi quy logistic đánh giá yếu tố tác động đến việc doanh nghiệp có phát hành trái phiếu hay không, kết quả nghiên cứu cho thấy có tổng số 1.962 quan sát thỏa mãn điều kiện của mô hình. Bảng 4 thể hiện các hệ số coefficients, sai số chuẩn standard errors, kiểm định z-statistics, p-value và 95% confidence interval of the coefficients.

Bảng 4. Kết quả chạy mô hình hồi quy OLS với biến quyết định phát hành trái phiếu.

Logistic regression		Number of obs = 1,962				
		LR chi2(13) = 95,40				
		Prob > chi2 = 0,0000				
		Pseudo R2 = 0,2187				
	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROE	0,554	0,463	-0,71	0,480	0,108	2,484
QMO	5,525	1,521	6,21	0,000	3,220	9,479

DBTC	-0,093	0,003	-1,66	0,003	0,858	1,012
COTUC	0,999	0,000	-0,68	0,498	0,999	1,000
T.MAT	4,914	8,983	0,87	0,384	0,136	176,786
NAM	0,991	0,016	-0,51	0,613	0,960	1,023
GDP	86,034	27,303	2,55	0,011	13,400	56,116
L.PHAT	-1,650	94,906	-2,72	0,006	2,170	0,012
_CONS	3,000	6,125	-6,92	0,000	8,530	1,060

Nguồn: kết quả nghiên cứu.

Kết quả tại mô hình hồi quy logistic cho thấy, có 4 biến có ý nghĩa thống kê (do có giá trị p-value nhỏ hơn 0,05) là quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, GDP và lạm phát. Theo kết quả hồi quy, quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với quyết định phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, khi quy mô doanh nghiệp tăng lên 1 phần trăm thì khả năng doanh nghiệp phát hành trái phiếu của doanh nghiệp tăng 5,525%. Nhân tố đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều với quyết định phát hành trái phiếu, khi đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp tăng 1 đơn vị thì khả năng phát hành trái phiếu của doanh nghiệp giảm 0,093 đơn vị. Từ kết quả này, chấp nhận giả thuyết H_{1a} và H_{1b}, tức là quy mô và đòn bẩy tài chính có tác động đến việc phát hành trái phiếu của doanh nghiệp.

Phân tích hồi quy biến giá trị phát hành trái phiếu: với mô hình kiểm định OLS cho ra kết quả như trên, ta thấy mô hình OLS có giá trị p-value=0%, nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% cho nên mô hình cho ra kết quả phù hợp để kiểm định giả thuyết về giá trị trái phiếu. Tuy nhiên, với mức R-squared là 0,0587, nghĩa là mô hình chỉ giải thích được 5%, quá thấp để kết quả đạt được đủ mức độ tin cậy để giải thích cho mô hình này nên ta không chọn mô hình OLS để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị các đợt phát hành trái phiếu của doanh nghiệp (bảng 5).

Bảng 5. Kết quả mô hình hồi quy OLS, REM và FEM.

Biến	OLS		REM		FEM	
	Coef	P> t	Coef	P> z	Coef	P> z
GTTP						
ROE	-0,2869	0,091	-0,391	0,032	-0,5922	0,008
QMO	0,5953	0,000	0,654	0,000	0,9791	0,000
DBTC	-0,0037	0,669	-0,006	0,575	-0,0075	0,782
COTUC	-0,004	0,366	0	0,993	-0,0052	0,266
TMAT	0,4474	0,264	0,318	0,473	0,0307	0,957
NAM	0,0015	0,635	0,003	0,452	0,0447	0,032
GDP	20,767	0,001	19,56	0,001	11,9549	0,065
L.PHAT	-2,1945	0,003	-2,048	0,003	-0,6591	0,434
Significant F	0,000		0,000		0,000	
R-square	0.0587					

Đối với mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), p-value đạt giá trị 0, tức nhỏ hơn 0,05; như vậy mô hình này phù hợp để kiểm định tác động của các nhân tố đến giá trị các đợt phát hành trái phiếu của doanh nghiệp. Các biến được đưa ra và mô hình để xem xét tác động của chúng lên giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp bao gồm 8 biến, chia thành 2 nhóm: (1) nhóm nhân tố nội tại của doanh nghiệp bao gồm 6 biến: ROE, QMO, DBTC, COTUC, T.MAT, NAM; (2) nhóm nhân tố vĩ mô bao gồm GDP và L.PHAT. Theo kết quả hồi quy, chỉ 4 nhân tố có ý nghĩa thống kê trong mô hình (có p-value nhỏ hơn 5%) bao gồm biến chỉ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (p-value ROE=0,032), quy mô doanh nghiệp (p-value QMO=0,000), chỉ số tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (p-value GDP=0,001), chỉ số lạm phát (p-value L.PHAT=0,003). Các nhân tố có ý nghĩa thống kê nằm trong 2 nhóm nhân tố, nhóm nhân tố nội tại bao gồm nhân tố ROE và quy mô doanh nghiệp, nhóm nhân tố vĩ mô với biến GDP và chỉ số lạm phát.

Đối với mô hình tác động cố định (FEM), có giá trị p-value nhỏ hơn 5%, cũng phù hợp để kiểm định tác động của các yếu tố đến giá trị đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Do đó, tác giả sử dụng kiểm định Hausman để xem mô hình nào phù hợp với mục tiêu của nghiên cứu này. Kết quả cho thấy, kiểm định Hausman cho giá trị p-value=0,0012 (nhỏ hơn mức ý nghĩa 5%), vì thế mô hình nhân tố tác động cố định (FEM) phù hợp hơn để giải thích tác động của các nhân tố đến giá trị trái phiếu so với mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM).

Kết luận và khuyến nghị

Với 218 doanh nghiệp đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE), được phân chia thành 10 nhóm ngành nghề khác nhau, 1.962 quan sát được sử dụng, nghiên cứu này nhằm mục tiêu tìm ra các yếu tố nội tại tác động đến việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp; với hai góc độ tiếp cận là xem xét yếu tố nào tác động đến việc doanh nghiệp lựa chọn có hay không phát hành trái phiếu, và yếu tố nào tác động đến giá trị trái phiếu phát hành ra. Quá trình xử lý số liệu và sử dụng mô hình nghiên cứu cho thấy, mô hình nhân tố tác động cố định (FEM) phù hợp với việc kiểm định các yếu tố trong mô hình nghiên cứu.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, có 4 yếu tố tác động đến việc quyết định phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đó là quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy tài chính, GDP và chỉ số lạm phát; trong khi đó, yếu tố quyết định đến giá trị trái phiếu phát hành là ROE, quy mô doanh nghiệp và chỉ số lạm phát.

Từ kết quả nghiên cứu trên, tác giả xin có một vài khuyến nghị nhằm tăng cường quyết định phát hành trái phiếu, cũng như giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp:

Thứ nhất, khuyến khích các doanh nghiệp đẩy mạnh phát

triển quy mô doanh nghiệp thông qua việc mở rộng sản xuất kinh doanh, tăng tài sản của doanh nghiệp.

Thứ hai, tuy đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều với quyết định phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, nhưng mức độ tác động thấp. Do đó, các nhà quản lý doanh nghiệp khi cân nhắc việc lựa chọn phát hành trái phiếu vay nợ tài trợ cho các dự án của doanh nghiệp hoặc giảm tỷ lệ vay nợ của doanh nghiệp thì nên ưu tiên tiếp tục phát hành trái phiếu để phát triển. Tuy nhiên, vốn vay nên được sử dụng cho các dự án tiềm năng tạo ra tăng trưởng của doanh nghiệp, có khả năng thu hồi vốn tốt để trả nợ cho các nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu.

Thứ ba, doanh nghiệp cần có những theo dõi về môi trường kinh doanh nói chung và ngành mà doanh nghiệp đang hoạt động nói riêng để nhìn nhận khả năng tăng trưởng trong tương lai, nhằm đưa ra quyết định có nên phát hành trái phiếu hay không. Theo kết quả hồi quy, chỉ số GDP có tác động cùng chiều với quyết định phát hành trái phiếu, đồng nghĩa với việc doanh nghiệp chỉ nên phát hành trái phiếu khi thị trường đang có những bước tăng trưởng tốt, mang lại nhiều cơ hội để doanh nghiệp phát triển đầu tư tìm kiếm lợi nhuận.

Thứ tư, nhà quản lý doanh nghiệp trước khi ra quyết định phát hành trái phiếu nên xem xét kỹ lưỡng chỉ số lạm phát của nền kinh tế và có những ước tính dự đoán về chỉ số này để giảm thiểu gánh nặng về chi phí vay nợ khi chỉ số này thay đổi. Theo kết quả hồi quy, chỉ số lạm phát có tác động ngược chiều đến quyết định có phát hành trái phiếu của doanh nghiệp hay không, điều này là do khi chỉ số lạm phát tăng lên sẽ đẩy lãi suất cần phải trả khi phát hành trái phiếu cao hơn rất nhiều do nhà đầu tư thường yêu cầu mức lãi suất cao hơn tỷ lệ lạm phát, nhằm mong muốn duy trì mức lãi suất thực dương. Điều này sẽ gây áp lực lên dòng tiền ngắn hạn của doanh nghiệp mỗi năm tới kỳ trả lãi do phải trả lãi cao hơn so với khi thị trường có mức lạm phát thấp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] P. Mizen, J. Tsoukalas, S. Tsoukas (2008), *What influences a firm's decision to issue corporate bonds? The role of creditworthiness, reputation and incentives*, Centre for Finance & Credit Markets.
- [2] Miguel Cantillo, W. Julian (2000), "How do firms choose their lenders? An empirical investigation", *The Review of Financial Studies*, **13**(1), pp.155-189.
- [3] M.O. Nyamita, H.L. Garbarran, N. Dorasamy (2014), "Factors influencing debt financing decisions of corporations - Theoretical and empirical literature review", *Problems and Perspectives in Management*, **12**(4), pp.189-202.
- [4] P.T. Manh, T.T.T. Huong, N.T. Phuong (2020), "What influences corporate bond issuing decision and value? The role of board of director and large audit firms in Vietnam", *International Journal of Entrepreneurship*, **24**(1), pp.1-12.