

YẾU TỐ VĨ MÔ TÁC ĐỘNG ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG XẾP HẠNG TÍN NHIỆM DOANH NGHIỆP TẠI CÁC QUỐC GIA ASEAN+3

● NGUYỄN TRUNG HIẾU

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu nhằm mục đích xác định các nhân tố vĩ mô tác động đến sự phát triển của thị trường xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp (XHTNDN) tại Việt Nam và các quốc gia khác trong nhóm ASEAN+3. Nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy logit với biến phụ thuộc thứ tự (Ordinal Logistic Regression) để giải thích các tác động tại 10 quốc gia và vùng lãnh thổ trong nhóm ASEAN+3. Kết quả cho thấy tồn tại sự tác động của mức độ phát triển thị trường phiếu, tăng trưởng kinh tế, độ mở thị trường và một số biến vĩ mô khác đến sự phát triển của thị trường XHTNDN.

Từ khóa: Xếp hạng tín nhiệm, yếu tố vĩ mô, ASEAN+3.

I. Đặt vấn đề

Việc phát triển thị trường XHTNDN phải đi cùng với phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) là một ý kiến được đa số các nghiên cứu thừa nhận. Thị trường XHTNDN ra đời nhằm khắc phục các tồn tại của thị trường trái phiếu như bất cân xứng thông tin, rủi ro đạo đức, mâu thuẫn lợi ích, xung đột đại diện.... Đồng thời, thị trường XHTN phát triển giúp cho việc điều chỉnh và hiệu quả của thị trường trái phiếu được tăng lên mức độ mới, tăng khả năng thanh khoản của trái phiếu.... (Frost (2007); Hand, Holthausen & Leftwich (1992)). Trong thời gian qua, các nước Đông Nam Á được xem là đã có những thành tựu nhất định trong quá trình phát triển thị trường trái

phiếu DN và từ đó là phát triển thị trường XHTNDN. Tuy nhiên, so với các quốc gia khác tại châu Á thì vẫn còn một khoảng cách lớn, cần phải được cải thiện rất nhiều. Với sự hỗ trợ của ADB, Diễn đàn thị trường trái phiếu ASEAN + 3 (ABMF) đã được các Bộ trưởng Tài chính tán thành tại Hội nghị Bộ trưởng tài chính ASEAN + 3 lần thứ 13 vào ngày 02/05/2010 tại Uzbekistan. Việt Nam đã tham gia tích cực Diễn đàn và hỗ trợ trở thành một nền tảng chung để thúc đẩy tiêu chuẩn hóa quy tắc thực hành thị trường và hài hòa hóa các quy định liên quan giao dịch trái phiếu trong khu vực, cũng như thúc đẩy phát triển thị trường trái phiếu trong nước - bao gồm thúc đẩy các biện pháp để phát triển hoạt động XHTN. Tuy

nhiên, nghiên cứu thực nghiệm để khám phá những biến số kinh tế giúp phát triển thị trường trái phiếu nội địa ở châu Á gặp nhiều khó khăn do lịch sử giao dịch trên thị trường này tương đối ngắn (ADB, 2018). Đối với thị trường xếp hạng thì dữ liệu càng khó khăn để tiếp cận và quãng thời gian của dữ liệu càng ngắn hơn nữa.

2. Mô hình và các biến số trong mô hình sử dụng

Mức độ phát triển thị trường XHTNDN (DCR) được xác định dựa trên thang đo từ 1 đến 3, với: 1) thị trường tại quốc gia đó không có CRA hoặc CRA có hoạt động thấp; 2) Đã có nhiều DCRA được công nhận và có hoạt động thường xuyên/có số lượng chủ thể XHTN lớn; 3). Có số lượng chủ thể xếp hạng rất lớn, có sự tham gia của GCRA vào thị trường thông qua đầu tư góp vốn, liên doanh hoặc các DCRA trở thành RCRA/GCRA (Hu, Huang, Pan & Shi (2019), Hu, X., Shi, J., Wang, L., & Yu, J. (2019). Số liệu được tác giả tổng hợp từ mô tả trong các báo cáo của ACRAA (2018), ADB (2018). Do biến DCR là biến rời rạc, có thứ tự nên mô hình sử dụng trong nghiên cứu này là mô hình hồi quy logit với biến phụ thuộc thứ tự (Ordinal Logistic Regression). Mô hình có dạng biến Y là biến phụ thuộc có kết quả thứ tự với j mức độ. Khi đó, $P(Y \leq j)$ là xác suất tích lũy của Y nhỏ hơn hoặc bằng một danh mục cụ thể với $j = 1, \dots, j - 1$. Tỷ lệ odds (tỉ lệ giữa xác suất xảy ra 1 sự kiện so với xác suất không xảy ra sự kiện đó) nhỏ hơn hoặc bằng một danh mục cụ thể có thể được định nghĩa là: $P(Y \leq j) / P(Y > j)$. Với log odds được gọi là logit thì ta sẽ có công thức dạng:

$$\log \left(\frac{P(Y \leq j)}{P(Y > j)} \right) = \text{logit}(P(Y \leq j))$$

Ta có thể biến đổi mô hình về dạng đơn giản là: $\text{logit}(P(Y \leq j)) = \beta_0 + \eta_1 x_1 + \dots + \eta_p x_p$ với Y trong trường hợp này là DCR, x là các biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình. Đối với các nhân tố tác động, nghiên cứu kế thừa từ IMF (2010) về phát triển thị trường trái phiếu DN tại các quốc gia mới nổi, cùng các nghiên cứu của Rajan và Zingale (2001), Eichengreen & Luengnaruemitchai (2004) và Adelegan & Radzewicz-Bak (2009).

Mức độ phát triển của thị trường trái phiếu DN (COPB) được xác định dựa trên giá trị vốn hóa của trái phiếu DN/GDP (Cr). Khi thị trường trái phiếu phát triển đến một mức độ nhất định, XHTN sẽ dần dần thể hiện rõ vai trò cung cấp thông tin sẽ thúc đẩy minh bạch thông tin thị trường, bằng cách đánh giá chất lượng tín dụng xếp hạng đại diện cho việc phổ biến thông tin cho những người tham gia thị trường về mức độ rủi ro của các nhà phát hành, khoản nghĩa vụ tài chính được phát hành. Nghiên cứu kỳ vọng biến này sẽ có tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường XHTN.

Tăng trưởng kinh tế (GDPPC) được đo lường bằng giá trị GDP bình quân đầu người của quốc gia đó. Nền kinh tế tăng trưởng thấp là một yếu tố thể hiện sự khó khăn và rào cản đối với các nước đang phát triển để có một thị trường trái phiếu thanh khoản và có độ sâu. Do nền kinh tế kém tăng trưởng nên các thị trường trái phiếu này thường không ổn định về giá, lãi suất và tồn tại biến động người mua và người bán trên thị trường. Khi tăng trưởng tốt, sẽ tạo nên điều kiện để mở rộng quy mô cho thị trường trái phiếu. Ngược lại, số tiền phát hành quá nhỏ sẽ không thể thu hút các nhà đầu tư ổn định. Vì vậy, nó cũng là điều kiện để phát triển thị trường XHTN DN.

Quy mô tổ chức tín dụng trong nước (DC) được đo lường bằng tỷ lệ dự nợ tín dụng trong nước được cung cấp bởi các tổ chức tín dụng/GDP (%). Các ngân hàng phục vụ như các trung gian tài chính và nhà tạo lập thị trường, sự hiện diện của họ là cần thiết cho sự phát triển của một thị trường trái phiếu có thanh khoản và hoạt động tốt. Trên mặt khác, các ngân hàng và thị trường trái phiếu cạnh tranh trong việc cung cấp tài chính và phát triển tốt hệ thống ngân hàng có thể làm giảm đi thị phần của trái phiếu trên thị trường. Do đó, biến DC có thể tác động tích cực đến thị trường trái phiếu và XHTNDN khi các ngân hàng đóng vai trò là người mua trái phiếu, nhà đầu tư lớn trên thị trường hay người bảo lãnh.... Ngược lại, nó sẽ tác động tiêu cực khi ngân hàng cạnh tranh trực tiếp trong nguồn cung ứng vốn cho thị trường.

Chênh lệch lãi suất (IRSP) được đo lường bằng chênh lệch Lãi suất cho vay - huy động của các tổ

chức tin dụng. Lãi suất cao có xu hướng giảm tác động đến thị trường phát hành và trái phiếu phát triển, vì ít công ty có thể hoàn trả nợ khi lãi suất cao. Nếu có sự thay đổi lãi suất, các nhà đầu tư sẽ không có hứng thú với các chứng khoán lãi suất cố định dài hạn bởi vì có rủi ro cao, rằng sức mua của tài sản có lãi suất cố định dài hạn sẽ bị giảm sút. Mặt khác, biến động lãi suất cao có thể là một dấu hiệu của thiếu thanh khoản thị trường. Như vậy lớn tại một mối quan hệ tiêu cực dự kiến giữa chênh lệch lãi suất danh nghĩa và phát triển thị trường trái phiếu và kéo theo thị trường XHTNDN cũng khó lòng phát triển.

Độ mở nền kinh tế (EX) được đo lường bằng giá trị xuất khẩu hàng hóa, dịch vụ so với GDP (GDP). Độ mở kinh tế lớn làm giảm các chính sách hạn chế mở rộng thị trường, không nhấn mạnh đến việc ngăn chặn các nguồn cung vốn khi nền kinh tế tiếp xúc với cạnh tranh quốc tế (Rajan và Zingale (2001)). Do đó, nó tác động mở rộng thị trường trái phiếu và tạo ra sự thuận lợi cho thị trường XHTN. Tuy nhiên, nghiên cứu của Adelegan & Radzewicz-Bak (2009) từ IMF lại cho thấy tác động ngược chiều, do mức độ tiếp cận nguồn vốn bên ngoài càng thấp càng thúc đẩy thị trường trái phiếu trong nước phát triển hơn tại các quốc gia đang phát triển.

Ngoài ra, các biến định tính đo lường tương đối về rủi ro quốc gia cũng được sử dụng trong mô hình như các biến kiểm soát (IMF, 2010), bao gồm: (i) Luật pháp và trật tự (LO - Law and order) được đo lường bằng biện pháp chỉ số từ Hướng dẫn quốc tế về Rủi ro quốc gia (ICRG). Thành phần luật là một đánh giá về sức mạnh và vô tư của hệ thống pháp luật tại quốc gia đó, trong khi trật tự đánh giá sự tuân thủ phổ biến của pháp luật. (ii) Chất lượng chính sách ổn định (BQ - Bureaucratic quality) là thước đo sức mạnh thể chế và chất lượng của bộ máy chính quyền. Điểm cao được trao cho các quốc gia nơi bộ máy của họ có sức mạnh và chuyên môn để quản lý mà không thay đổi mạnh mẽ trong chính sách hoặc gián đoạn trong các dịch vụ của chính phủ. (iii) Hồ sơ đầu tư (IP - Investment profile) là một đánh giá về các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro đối với một khoản đầu tư. Các thành phần của biến

này là khả năng tồn tại của hợp đồng, lợi nhuận thu hồi và chậm trễ thanh toán. Mức độ vốn hóa thị trường trái phiếu dự kiến sẽ tăng khi rủi ro đầu tư giảm và vì thế tạo nên cơ hội để phát triển thị trường XHTNDN trong nước. (iv) Chỉ số tham nhũng (CORR - corruption index) thể hiện điểm tăng cao hơn sẽ cho thấy mức độ tham nhũng giảm thấp đi. Mức độ tham nhũng cao làm suy yếu việc thực thi pháp luật, giảm lòng tin trên thị trường và tăng các chi phí để thực hiện thành công giao dịch... Điều đó sẽ tác động tiêu cực, thị trường XHTN không phát huy hiệu quả và sẽ khó phát triển. Số liệu các chỉ số rủi ro quốc gia này được thu thập từ Political Risk Services International Country Risk Guide (PRS).

Dữ liệu được thu thập từ 10 quốc gia và vùng lãnh thổ của ASEAN+3, bao gồm: Trung Quốc, Hồng Kông, Indonesia, Nhật Bản, Hàn Quốc, Myanma, Philipine, Singapore, Thái Lan, Việt Nam từ cơ sở dữ liệu của ADB và WB trong 21 năm từ năm 1997 - 2017, hình thành nên 210 quan sát. Dữ liệu không bao gồm Campuchia, Lào, Brunei do không có/không có đầy đủ thông tin trong cơ sở dữ liệu của WB, ADB.

3. Kết quả tác động của các nhân tố vĩ mô đến phát triển thị trường XHTNDN tại ASEAN + 3

Kiểm định tỷ lệ khả năng (LR test) xem xét một thành phần phương sai ước tính (luôn lớn hơn 0) có khác 0 thực sự hay không. Giả thuyết H_0 là tất cả các hệ số hồi quy trong mô hình đều bằng không. Giả thuyết đối H_1 của kiểm định này cho thấy ít nhất một trong các hệ số hồi quy của các biến không bằng 0. Kết quả cho thấy trong cả 3 mô hình thì kiểm định LR test đều thỏa điều kiện, trong mô hình có ít nhất một biến tác động đến biến phụ thuộc (Fox, 1997). Kiểm định Wald được sử dụng bổ sung với kiểm định LR bằng cách kiểm tra giả thuyết null rằng một tập hợp các tham số có bằng với một số giá trị cho trước hay không. Trong mô hình này, giả thuyết null H_0 là các hệ số hồi quy của các biến số trong mô hình đồng thời bằng không. Kết quả trong các kiểm định Wald của mô hình 1, 2 và 3 đều bác bỏ giả thuyết H_0 (Johnston & DiNardo, 1997). Như vậy, có thể kết luận các biến trong các mô hình có tác động đến

Ngày nhận bài: 16/4/2020

Ngày phân biện đánh giá và sửa chữa: 26/4/2020

Ngày chấp nhận đăng bài: 6/5/2020

Thông tin tác giả

ThS. NGUYỄN TRUNG HIẾU

Giảng viên Khoa Ngân hàng - Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

MACRO FACTORS AFFECTING THE DEVELOPMENT OF CORPORATE CREDIT RATING MARKET IN ASEAN + 3 COUNTRIES

● Master. **NGUYEN TRUNG HIEU**

Lecturer, Faculty of Banking

Banking University of Ho Chi Minh City

ABSTRACT:

This paper is to identify macro factors affecting the development of the corporate credit rating market in Vietnam and other members of ASEAN + 3. This paper used logit regression analysis with Ordinal Logistic Regression to explain the impacts in 10 countries of ASEAN + 3. This paper finds that the development of the corporate bond market, economic growth, market openness and other macro factors affect the development of the corporate credit rating market.

Keywords: Credit rating, macro factor, ASEAN+3.