

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI GIÁ TRỊ PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Nguyễn Thị Khuyên*

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu được thu thập từ 208 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán là Sở giao dịch TP. HCM và Sở giao dịch Hà Nội (nay là Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam). Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình hồi quy cố định (FEM), mô hình hồi quy ngẫu nhiên (REM) và sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình. Kết quả cho thấy, mô hình FEM là phù hợp nhất và có ba biến có tác động gồm: quy mô doanh nghiệp, cổ tức bằng tiền, số năm hoạt động ảnh hưởng đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 - 2023.

• Từ khóa: yếu tố ảnh hưởng, giá trị phát hành, doanh nghiệp niêm yết, sàn chứng khoán.

The article uses data collected from 208 businesses listed on two stock exchanges, the City Exchange, HCM and Hanoi Exchange (now Vietnam Stock Exchange). The study uses least squares regression model (OLS), fixed regression model (FEM) and random regression model (REM) and uses Hausman test to select the model. The results show that the FEM model is the most suitable and has three influential variables including: enterprise size, cash dividends, and number of years of operation that affect the value of corporate bond issuance of listed enterprises listed on the Vietnam stock exchange in the period 2011 - 2023.

• Key words: influencing factors, issuance value, listed companies, stock exchanges.

Ngày gửi bài: 02/01/2025

Ngày gửi phản biện: 03/02/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 14/3/2025

Ngày chấp nhận đăng: 20/3/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i285.13>

1. Giới thiệu

Hoạt động huy động vốn từ kênh trái phiếu có vai trò vô cùng quan trọng đối với doanh nghiệp và cũng như toàn bộ nền kinh tế. Tại Việt Nam, trái phiếu doanh nghiệp ngày càng được các tổ chức phát hành quan tâm trên thị trường tài chính khi mà Việt Nam đang ngày càng hội nhập sâu rộng vào thị trường tài chính thế giới. Kênh huy động vốn từ trái phiếu của các doanh nghiệp tại nước ta thường được sử dụng sau kênh huy động từ tín dụng ngân hàng và vốn chủ sở hữu.

Năm 2023 với sự xuất hiện của sàn giao dịch trái phiếu riêng lẻ tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (sau đây gọi là: HNX) cũng đã tạo niềm tin cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam trong trung

và dài hạn, đây là một trong những nền tảng giúp các doanh nghiệp, nhà đầu tư, cơ quan ban ngành thuận lợi hơn khi hoạt động trên thị trường trái phiếu riêng lẻ nói chung và trái phiếu doanh nghiệp nói riêng. Đối với chiến lược và chủ trương của Nhà nước, Chính phủ đã đặt mục tiêu thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam đạt tối thiểu 20% GDP vào năm 2025 và 30% vào năm 2030.

Tính đến hết năm 2023, thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) đã xuất hiện tín hiệu phục hồi khi một số nhà đầu tư quan tâm trở lại khi mức lãi suất tốt hơn so với các kênh đầu tư khác. Điều này thể hiện trên thị trường TPDN khi tại thời điểm quý 1, hầu như không có đợt phát hành nào, song từ quý 2 trở đi, tháng sau khối lượng phát hành đều cao hơn tháng trước. Đặc biệt trong quý 3, hoạt động phát hành TPDN bật tăng mạnh với giá trị phát hành cao gấp gần 2,7 lần so với quý trước đó và tăng tới 36,2% so với cùng kỳ. Đến hết tháng 12/2023, tổng giá trị TPDN phát hành đạt 268 nghìn tỷ đồng, giảm 1% so với cùng kỳ năm 2022. Khối lượng mua lại TPDN trước hạn đạt con số 230,2 nghìn tỷ đồng, tăng 5,8% so với cả năm 2022. Lãi suất TPDN bình quân trong 12 tháng năm 2023 đạt 8,3%, cao hơn so với mức trung bình 7,9% của năm 2022 (Nhật Đức, 2024).

Với đặc tính huy động vốn từ tín dụng ngân hàng yêu cầu doanh nghiệp phải đáp ứng nhiều điều kiện tuân thủ về an toàn vốn của các ngân hàng, do đó các doanh nghiệp cần phát triển thêm các kênh huy động vốn khác như trái phiếu là một lựa chọn hàng đầu. Tuy nhiên, việc phát hành không chỉ được thúc đẩy với các yếu tố bên ngoài được, mà còn các yếu tố nội tại trong bức tranh tài chính của doanh nghiệp, nhất là giá trị phát hành của trái phiếu doanh nghiệp. Do vậy, việc nghiên cứu giá trị phát hành của trái phiếu doanh nghiệp trên sàn chứng khoán Việt Nam là rất cần thiết, nó giúp cho doanh nghiệp định hình được giá trị của trái phiếu khi niêm yết trên sàn chứng khoán.

* Học viện Báo chí và Tuyên truyền; email: nguyenthikhuyen@ajc.edu.vn

Ở nước ngoài đã có một số nghiên cứu về vấn đề này như Kayo & Kimura (2011) đã sử dụng các mẫu mới của chỉ số Shanghai 180 của Trung Quốc để nghiên cứu các yếu tố quyết định đến cấu trúc vốn. Với dữ liệu bảng của 102 công ty niêm yết trong khoảng thời gian từ 2004 đến 2006, nhóm tác giả đã phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên gồm: giá trị tài sản thế chấp, quy mô công ty và danh tiếng có tác động đáng kể và tích cực đến đòn bẩy tài chính, khả năng sinh lời, tính thanh khoản, lá chắn thuế phi nợ có tác động đáng kể và tiêu cực đến đòn bẩy tài chính.

Nyamita, Garbharran, & Dorasamy (2014) đã nghiên cứu về các nhân tố quy mô, lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng; các nhân tố này đều ảnh hưởng lớn đến quyết định giá trị phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp; Về nghiên cứu các nhân tố giúp cho doanh nghiệp giảm rủi ro kiệt quệ tài chính từ đó tăng khả năng đi vay của (Cantillo & Julian, 2000), gồm: (i) Quy mô doanh nghiệp; (ii) Dòng tiền ổn định; (iii) Lợi nhuận cao; (iv) Tài sản thế chấp lớn; (v) Lãi suất hấp dẫn. Kết luận được đưa ra với những doanh nghiệp phát hành thành công thường có quy mô lớn, dòng tiền ổn định, có lợi nhuận tăng trưởng đều và có nguồn tài sản thế chấp lớn.

Mizen, Tsoukalas, & Tsoukas (2008) đã sử dụng khảo sát 939 công ty tại Hoa Kỳ hoạt động từ năm 1995-2004 trong nhiều lĩnh vực khác nhau để đưa ra hai nhóm nhân tố quyết định phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp gồm (i) Nhóm uy tín với quy mô doanh nghiệp, tăng trưởng, số năm hoạt động; (ii) Nhóm tính thanh khoản với tỷ lệ tiền mặt, cổ tức, quy mô sử dụng đòn bẩy tài chính.

Ở Việt Nam thường ít đề cập đến các nhân tố nội tại của doanh nghiệp như: quy mô hoạt động, tỷ lệ tiền mặt, đòn bẩy tài chính..., tuy vậy cũng có một số ít nghiên cứu như Trần Đức Thắng (2019) về các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Tác giả đã tìm ra năm nhân tố có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp sản xuất thực phẩm: tài sản hữu hình, quy mô doanh nghiệp, yếu tố hiệu quả kinh doanh, năm hoạt động của doanh nghiệp và yếu tố tăng trưởng doanh nghiệp. Trong đó, có ba yếu tố gồm: tài sản hữu hình, quy mô doanh nghiệp và cơ hội tăng trưởng doanh nghiệp với hướng tác động cùng chiều và mức ảnh hưởng cao đến với lựa chọn quyết định tăng sử dụng nợ trong cấu trúc vốn công ty.

Phan Thanh Hiệp (2016) với mô hình nghiên cứu GMM chỉ ra rằng nhân tố quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều và có ảnh hưởng lớn lên cấu trúc vốn doanh nghiệp, doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì có xu hướng càng vay vốn nhiều hơn, như vậy kết quả này

củng cố cho kết quả của các nghiên cứu trong nước và nước ngoài về nhân tố quy mô doanh nghiệp.

Trong khi đó Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Thị Hải Yến (2014) nghiên cứu tác động của một số nhân tố đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE). Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng các yếu tố không ngẫu nhiên (FEM - Fixed Effect Model) với 10 nhân tố được đưa vào mô hình gồm có: Quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, sự tăng trưởng của doanh nghiệp, đặc điểm riêng của tài sản, tài sản cố định hữu hình, tính thanh khoản của tài sản, điều kiện của thị trường chứng khoán, thuế, điều kiện thị trường nợ. Dữ liệu được thu thập từ 180 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2010 - 2013. Kết quả cho thấy có 3 nhân tố tác động mạnh đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong giai đoạn này, đó là: Quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lợi và thuế. Trong đó quy mô doanh nghiệp và khả năng sinh lợi có tương quan cùng chiều, còn thuế có tương quan ngược chiều với cấu trúc vốn.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết về phát hành trái phiếu doanh nghiệp

2.1.1. Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn

Lý thuyết này (Modigliani & Miller, 1958) về cơ cấu vốn được xem là lý thuyết hiện đại lý giải được quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Nhóm tác giả đưa ra hai mệnh đề và xem xét trong hai trường hợp có thuế và không có thuế. Trong trường hợp không có thuế, giá trị doanh nghiệp có vay nợ và giá trị doanh nghiệp không có vay nợ là như nhau. Do đó, giá trị doanh nghiệp không thay đổi khi cơ cấu vốn của doanh nghiệp thay đổi. Hay nói cách khác, việc thay đổi cơ cấu vốn không mang lại lợi ích gì cho cổ đông. Đây chính là nội dung mệnh đề M&M số 1. Mệnh đề M&M số 2 cho rằng, chi phí sử dụng vốn bình quân không đổi trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng lên khi doanh nghiệp gia tăng tỷ số nợ. Trong trường hợp có thuế, giá trị doanh nghiệp có vay nợ bằng giá trị doanh nghiệp không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế do sử dụng nợ. Như vậy, việc sử dụng nợ hay sử dụng đòn bẩy tài chính làm gia tăng giá trị cho doanh nghiệp. Đây chính là nội dung mệnh đề M&M số 1 trong trường hợp có thuế. Mệnh đề M&M số 2 trong trường hợp có thuế cho rằng chi phí sử dụng vốn bình quân giảm trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng lên khi doanh nghiệp gia tăng tỷ số nợ.

2.1.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory)

Được nghiên cứu bởi Kraus & Litzenger (1973) vào năm 1973, nhóm tác giả cho rằng doanh nghiệp có thể xác định được một cấu trúc vốn tối ưu nhằm tối đa hóa được giá trị doanh nghiệp khi căn cứ vào sự đánh đổi (trade-off) giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ,

lợi ích là từ lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính tức là rủi ro khi sử dụng nợ. Theo quan điểm của lý thuyết đánh đổi, doanh nghiệp có thể tối ưu cấu trúc nợ và vốn chủ của mình bằng cách xác định một điểm mà tại đó với mỗi lượng nợ tăng thêm vừa đủ để bù đắp cho sự gia tăng của chi phí kiệt quệ tài chính dự tính trong điều kiện các kế hoạch đầu tư và tài sản của doanh nghiệp là không đổi. Như vậy, việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp là một công cụ để giúp các doanh nghiệp tối ưu hóa được giá trị của mình.

2.1.3. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)

Lý thuyết này được phát triển vào năm 1984 bởi (Myers & Majluf, 1984). Lý thuyết đề cập đến các doanh nghiệp dựa vào thông tin bất cân xứng để đưa ra các quyết định đầu tư và tài trợ, cụ thể, các nhà quản trị tài chính của doanh nghiệp nắm rõ các thông tin về hoạt động kinh doanh của công ty cũng như khả năng sinh lợi của các dự án hơn các nhà đầu tư bên ngoài. Như vậy, khi các dự án có khả năng sinh lợi cao trong tương lai các nhà quản trị tài chính ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại, trong trường hợp nguồn lợi nhuận giữ lại không đủ, doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng các kênh huy động với chi phí cố định trong đó có phát hành trái phiếu, nợ vay ngân hàng và sau đó là cổ phiếu ưu đãi, tiếp đến mới đến cổ phiếu phổ thông. Lý giải cho điều này đến từ việc phát hành cổ phiếu phổ thông khiến doanh nghiệp phải chia lợi nhuận cho các cổ đông mới và mất quyền kiểm soát doanh nghiệp. Do đó việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ được các công ty ưu tiên sử dụng sau lợi nhuận giữ lại.

Tóm lại, các lý thuyết trên đều có đề cập đến lợi ích của phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên lợi ích luôn đi cùng với rủi ro, do đó doanh nghiệp phải cân nhắc có nên phát hành trái phiếu doanh nghiệp hay không và nếu phát hành thì với giá trị bao nhiêu là hợp lý.

2.2. Dữ liệu nghiên cứu

Tính đến cuối năm 2023 có khoảng 1600 doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Nhằm phục vụ cho nghiên cứu này, tác giả đã tổng hợp dữ liệu của khoảng 400 doanh nghiệp từ giai đoạn 2011 - 2023 với tổng số khoảng 5200 quan sát. Tuy nhiên, do thực tế dữ liệu tại các doanh nghiệp cụ thể bị khuyết và thời gian hoạt động không đủ đáp ứng điều kiện của nghiên cứu, do đó, tác giả đã lựa chọn dữ liệu của 208 doanh nghiệp niêm yết với 2704 quan sát. Số liệu các biến độc lập được thu thập từ Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp nghiên cứu. Đối với biến phụ thuộc là giá trị phát hành được thống kê từ HNX. Đối với 2 biến vĩ mô là tốc độ tăng trưởng GDP và chỉ số lạm phát được thu thập từ Tổng cục Thống kê.

Bảng 1. Các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Kỳ vọng	Các nghiên cứu có liên quan
Biến phụ thuộc				
Giá trị của đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp	VALUE	Logarit tự nhiên của giá trị trái phiếu phát hành trong năm		
Biến độc lập				
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit của tổng tài sản	(+)	Paul, John, & Tsoukas, 2008; Mizen, Tsoukalas, & Tsoukas, 2008
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ/tổng tài sản	(-)	Bauer, 2004
Khả năng sinh lợi	ROE	Lợi nhuận sau thuế/vốn chủ sở hữu	(+)	Tác giả đề xuất
Lượng tiền mặt của doanh nghiệp	CASH	Logarit tự nhiên của tổng tiền và tương đương tiền	(+)	Nyamita, Garbharran, & Dorasamy, 2014
Cổ tức bằng tiền	DIV	Cổ tức bằng tiền doanh nghiệp chi trả cho cổ đông trong năm	(+)	Paul, John, & Tsoukas, 2008
Số năm hoạt động	YEAR	Năm hoạt động của doanh nghiệp tính đến năm 2023	(+)	Paul, John, & Tsoukas, 2008
Biến kiểm soát				
Tốc độ tăng trưởng GDP	GDP	Tăng trưởng GDP của Việt Nam	(+)	Baltaci & Ayaydin, 2014
Chỉ số lạm phát	INF	Chỉ số lạm phát của Việt Nam	(-)	Baltaci & Ayaydin, 2014

Nguồn: Tác giả đề xuất

2.3. Phương pháp nghiên cứu cụ thể

Nghiên cứu thực hiện hồi quy OLS đối với biến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp (VALUE). Thông thường hồi quy dữ liệu bảng sử dụng ba phương pháp chính, đó là phương pháp Pooled OLS, phương pháp tác động cố định (FEM) và phương pháp tác động ngẫu nhiên (REM). Dựa trên hồi quy theo ba phương pháp này, tác giả chọn một trong ba phương pháp độ dựa trên kiểm định mô hình và đưa ra phương án khắc phục. Nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình tối ưu, đồng thời sử dụng Mô hình sai số chuẩn mạnh (Robust Standard Errors) nhằm khắc phục khuyết tật của mô hình.

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Thống kê mô tả và ma trận hệ số tương quan

Các biến trong mô hình nghiên cứu bao gồm biến phụ thuộc: VALUE (giá trị phát hành trái phiếu), còn lại là biến độc lập với hai nhóm biến: nội tại doanh nghiệp và vĩ mô, kết quả thống kê mô tả cho các biến được trình bày ở bảng 2 như sau:

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
VALUE	2.704	0,9900	5,0270	0	28,7296
SIZE	2.704	12,1847	0,5658	8,9835	14,7615
LEV	2.704	0,5010	0,3474	0,0061	10,2337
ROE	2.704	0,0768	0,8517	(40,8206)	3,6502
CASH	2.704	10,8217	0,7924	7,2806	13,4684
DIV	2.704	699,9703	949,3281	0	11.000
YEAR	2.704	26,9519	11,8688	13	71
GDP	2.704	0,0588	0,0153	0,0258	0,0802
INF	2.704	0,0692	0,0542	0,0184	0,1840

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14

Đối với các biến có 2.704 số quan sát với dữ liệu dạng bảng, giá trị phát hành trái phiếu (VALUE) có giá trị trung bình là 0,9900; trong khi đó độ lệch chuẩn

là 5,0270. Nhóm các nhân tố nội tại của doanh nghiệp gồm: quy mô doanh nghiệp (SIZE) có giá trị trung bình 12,1847 với độ lệch chuẩn 0,5658. Doanh nghiệp có quy mô lớn nhất với giá trị 14,7615 là Tập đoàn VinGroup (VIC) vào năm 2022 khi tổng tài sản đạt 577 nghìn tỷ đồng, doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhất với giá trị 8,9835 là Tổng Công ty Cổ phần Nam Việt (NAV) vào năm 2022 với giá trị tổng tài sản 151 tỷ đồng (VBMA, 2023).

Đòn bẩy tài chính (LEV) có giá trị trung bình 0,5010 lần và độ lệch chuẩn đạt 0,3474 lần. Biến đòn bẩy tài chính có giá trị nhỏ nhất là 0,0061 lần là Tập đoàn Tây Bà Nà (VHG) vào năm 2017, đặc biệt có doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy lên đến 10 lần (10,2337) là Công ty Cổ phần Công nghệ Viễn thông Sài Gòn (SGT) vào năm 2012 (VBMA, 2022).

Tỷ suất sinh lợi (ROE) có giá trị trung bình 0,0768 lần và độ lệch chuẩn 0,8517. Biến ROE có giá trị nhỏ nhất là -40,8206, biến này có giá trị âm không có ý nghĩa về mặt kinh tế do lợi nhuận âm hoặc vốn chủ sở hữu âm. Biến lượng tiền mặt (CASH) với giá trị trung bình là 10,8217 và độ lệch chuẩn là 0,7924. Biến CASH có giá trị nhỏ nhất là 7,2806 tương ứng với giá trị 19 tỷ đồng của Tập đoàn Tây Bà Nà (VHG) vào năm 2021, giá trị lớn nhất là 13,4684 tương ứng với 29.404 tỷ đồng của Tập đoàn VinGroup (VIC) vào năm 2020 (VBMA, 2022).

Cổ tức bằng tiền (DIV) có giá trung bình là 699,9703 đồng và độ lệch chuẩn là 949,3281 đồng. Biến DIV có giá trị nhỏ nhất là 0 đồng, như Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (DXG), Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC), Tập đoàn VinGroup (VIC), Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD) đều không chi trả cổ tức bằng tiền trong nhiều năm liên tiếp; giá trị cao nhất của biến DIV là 11.000 đồng của Công ty Cổ phần Đầu tư và Dịch vụ Khánh Hội (KHA) chi trả cho cổ đông vào năm 2018. Số lượng doanh nghiệp niêm yết là 208 doanh nghiệp với thời gian hoạt động (năm hoạt động - YEAR) bình quân là 26,9519 năm, đặc biệt có doanh nghiệp đã hoạt động đến 71 năm. (VBMA, 2022).

Với các biến vĩ mô, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân từ 2011-2023 là 0,0588 (tương đương 5,88%), năm có mức tăng trưởng cao nhất là 2022 với 8,02%, đây là năm hồi phục sau đại dịch Covid-19 thấp với mức nền năm 2021 thấp - đây cũng là năm tăng trưởng thấp nhất với 2,58%. Trong khi đó, chỉ số lạm phát có giá trị bình quân 0,0692 (tương đương 6,92%) với năm tăng trưởng cao nhất là năm 2014 với giá trị 0,184.

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan

	VALUE	SIZE	LEV	ROE	CASH	DIV	YEAR	GDP	INF
VALUE	1,0000								
SIZE	0,2623	1,0000							
LEV	0,0380	0,1291	1,0000						
ROE	0,0076	0,0010	0,0585	1,0000					

	VALUE	SIZE	LEV	ROE	CASH	DIV	YEAR	GDP	INF
CASH	0,1778	0,6607	0,0197	0,0447	1,0000				
DIV	(0,0744)	(0,0661)	(0,0513)	0,0807	0,1015	1,0000			
YEAR	(0,0708)	(0,1678)	(0,0804)	0,0145	(0,0742)	0,0346	1,0000		
GDP	(0,0717)	(0,0231)	(0,0084)	(0,0128)	(0,0143)	0,0457	(0,0003)	1,0000	
INF	(0,1252)	(0,1461)	0,0340	0,0198	(0,0511)	(0,0430)	(0,0016)	0,1203	1,0000

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14

Dấu trong () thể hiện giá trị âm

Bảng 3. Hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF)

Biến	VIF	1/VIF
SIZE	1,97	0,557662
CASH	1,87	0,533547
DIV	1,06	0,945771
INF	1,05	0,951686
YEAR	1,04	0,965549
LEV	1,04	0,966018
GDP	1,02	0,982156
ROE	1,01	0,987675
Trung bình VIF	1,26	

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14

Trước khi chạy mô hình hồi quy, tiến hành phân tích tương quan giữa các biến giải thích để xem xét khả năng liệu có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến hay không bởi hiện tượng này làm cho mô hình có mức phù hợp R² cao nhưng mức ý nghĩa thấp và làm đổi dấu các biến số trong mô hình. Dựa vào ma trận hệ số tương quan tác giả nhận thấy xuất hiện các dấu hiệu tương quan lớn giữa các biến số (>0,6). Kết quả trong bảng 2 cho thấy, hầu hết các biến giải thích đều cho thấy khả năng tương quan thấp (<0,6), ngoại trừ các cặp biến CASH và SIZE có hệ số tương quan khá cao với giá trị 0,6607. Nghiên cứu tiến hành kiểm định đa cộng tuyến với hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF), thông thường VIF nhỏ hơn 5 là tốt, lớn hơn 5 thì cần phải xem xét; như kết quả trình bày tại bảng 3 VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 5, như vậy mô hình sẽ ít xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

3.2. Kết quả hồi quy

Bảng 4. Kết quả hồi quy OLS

VALUE	Hệ số	Độ lệch chuẩn	t	P > t
SIZE	1,9167	0,2298	8,34	0,000
LEV	0,1035	0,2713	0,38	0,703
ROE	0,0792	0,1094	0,72	0,469
CASH	0,2128	0,1601	1,33	0,184
DIV	(0,0003)	0,0001	(3,41)	0,001
YEAR	(0,0126)	0,0079	(1,58)	0,114
GDP	(17,1540)	6,0935	(2,82)	0,005
INF	(8,2592)	1,7532	(4,71)	0,000
Hệ số chặn	(22,5669)	2,1640	(10,43)	0,000
Số quan sát	2704			
R ²	0,0847			
R ² điều chỉnh	0,0820			

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14;

Dấu trong () thể hiện giá trị âm

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy OLS cho ra kết quả tại bảng 4 cho thấy giá trị p-value = 0,0000, đây là mức có ý nghĩa khi nhỏ hơn 0,05, do đó mô hình cho ra kết quả phù hợp với kiểm định giả thuyết giá trị phát hành trái phiếu. Kết quả cũng cho thấy giá trị R-squared là 0,0847, giá trị này khá thấp nên mức độ tin cậy chưa cao, vì vậy tác giả không sử dụng mô hình

hồi quy OLS nhằm phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp mà sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên REM và mô hình tác động cố định FEM, tiếp đến nghiên cứu dùng kiểm định Hausman để tìm ra mô hình phù hợp.

Bảng 5. Kết quả mô hình REM

VALUE	Hệ số	Độ lệch chuẩn	t	P > t
SIZE	1,8920	0,2301	8,22	0,000
LEV	0,1142	0,2712	0,42	0,674
ROE	0,0787	0,1094	0,72	0,472
CASH	0,2239	0,1601	1,40	0,162
DIV	(0,0004)	0,0001	(3,51)	0,000
YEAR	(0,0127)	0,0079	(1,59)	0,111
GDP	(17,1156)	6,6048	(2,59)	0,010
INF	(8,3007)	1,8960	(4,38)	0,000
Hệ số chặn	(22,3795)	2,1714	(10,31)	0,000

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14

Dấu trong () thể hiện giá trị âm

Mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM):
Bảng 5 cho thấy p-value ghi nhận giá trị 0,0000, tức nhỏ hơn 0,05, phản ánh mô hình phù hợp để kiểm định các tác động của những nhân tố đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Các biến được đưa vào mô hình để xem xét tác động của chúng lên giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp bao gồm 08 biến với 06 biến nội tại: Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Đòn bẩy tài chính (LEV), Tỷ suất sinh lợi (ROE), Lượng tiền mặt (CASH), Cổ tức bằng tiền (DIV), Số năm hoạt động (YEAR) và 02 biến vĩ mô: Tốc độ tăng trưởng GDP (GDP), Chỉ số lạm phát (INF). Kết quả nghiên cứu cho thấy có 04 biến có ý nghĩa thống kê (p-value có giá trị nhỏ hơn 5%) trong mô hình: Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Cổ tức bằng tiền (DIV), Tốc độ tăng trưởng GDP (GDP) và Chỉ số lạm phát (INF).

Bảng 6. Kết quả mô hình FEM

VALUE	Hệ số	Độ lệch chuẩn	t	P > t
SIZE	1,7467	0,2321	7,53	0,000
LEV	0,1764	0,2709	0,65	0,515
ROE	0,0764	0,1092	0,70	0,484
DIV	(0,0004)	0,0001	(4,09)	0,000
YEAR	(0,0132)	0,0079	(1,67)	0,095
Hệ số chặn	(22,8691)	2,1297	(10,74)	0,000

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14

Dấu trong () thể hiện giá trị âm

Mô hình tác động cố định (FEM): Kết quả tại Bảng 6 cho thấy mô hình cũng phù hợp với kiểm định tác động của các yếu tố đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp khi có giá trị p-value bằng 0,0000. Các nhân tố có ý nghĩa thống kê gồm 02 nhân tố nội tại của doanh nghiệp Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và Cổ tức bằng tiền (DIV).

Qua đây cho thấy hai mô hình REM và FEM đều phù hợp để lý giải được ảnh hưởng của các yếu tố đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả của 02 mô hình lại khác nhau mô hình REM với bốn biến thuộc nhóm nội tại và vĩ mô có ý nghĩa thống kê, trong khi mô hình FEM chỉ có hai biến nội tại có ý nghĩa thống kê.

Cho nên, để lựa chọn mô hình phù hợp, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman với giả thuyết kiểm định:

H_0 : Mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM)

H_1 : Mô hình tác động cố định (FEM)

Sau khi sử dụng kiểm định Hausman cho ra kết quả tại bảng 7, kết quả nghiên cứu ghi nhận giá trị p-value bằng 0,0086, nhỏ hơn mức ý nghĩa 0,05. Do đó mô hình FEM phù hợp hơn (Bác bỏ H_0) trong hai mô hình để giải thích tác động của các nhân tố nội tại và vĩ mô đến giá trị phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Bảng 7. Kết quả kiểm định Hausman

	Hệ số		Dif	Sai số chuẩn
	Mô hình FEM	Mô hình REM		
SIZE	1,7467	1,8920	(0,1453)	(0,0303)
LEV	0,1764	0,1142	(0,0622)	0
ROE	0,0764	0,0787	(0,0023)	0
CASH	0,2895	0,2239	0,0656	0,0114
DIV	(0,0004)	0,0004	(0,0001)	0,00002
YEAR	(0,0132)	(0,0127)	(0,0005)	0

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14

Dấu trong () thể hiện giá trị âm

Tiếp đến, nghiên cứu tiếp tục kiểm định phương sai thay đổi với mô hình FEM, kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị p-value đạt 0,0000. Cho nên mô hình FEM có phương sai thay đổi. Do đó, nghiên cứu tiếp tục khắc phục khuyết tật trên bằng mô hình Sai số chuẩn mạnh (Robust Standard Errors) với kết quả như sau:

Bảng 8. Kết quả mô hình Sai số chuẩn mạnh

VALUE	Hệ số	Sai số chuẩn mạnh (Robust Standard Errors)	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	1,7467	0,4685	3,73	0,003	0,7260	2,7674
LEV	0,1764	0,1316	1,34	0,205	(0,1104)	0,4632
ROE	0,0764	0,0541	1,41	0,183	(0,0415)	0,1944
CASH	0,2895	0,2033	1,42	0,180	(0,1534)	0,7324
DIV	(0,0004)	0,0001	(3,02)	0,011	(0,0007)	(0,0001)
YEAR	(0,0132)	0,0042	(3,16)	0,008	(0,0223)	(0,0041)
Hệ số chặn	(22,8691)	2,1297	(3,52)	0,000	(27,0452)	(18,6930)

Prob = 0,0464

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm stata 14

Dấu trong () thể hiện giá trị âm

Sử dụng mô hình Sai số chuẩn mạnh cho ra kết quả tại bảng 8 cho thấy giá trị p-value = 0,0464, đây là mức có ý nghĩa khi nhỏ hơn 0,05, do đó mô hình cho ra kết quả phù hợp với kiểm định giả thuyết giá trị phát hành trái phiếu. Vì vậy, chấp nhận mô hình nghiên cứu.

Như vậy, Quy mô doanh nghiệp (SIZE) cũng tác động lớn không chỉ đến quyết định phát hành trái phiếu doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp (Khối lượng phát hành). Nhân tố này có quan điểm đồng nhất với các nghiên cứu trong và ngoài nước trước đây. Việc quy mô doanh nghiệp lớn đồng nghĩa với việc doanh nghiệp có nguồn tài sản dồi dào và uy tín trên thị trường - tức nguy cơ kiệt quệ tài chính không cao bằng các doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ. Do vậy Quy mô doanh nghiệp có tác động đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Đối với biến cổ tức bằng tiền (DIV) tác động đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp do có p-value bằng 0,011; mức bé hơn 0,05. Tuy nhiên mức độ tác động của biến DIV không lớn khi hệ số β chỉ đạt giá trị - 0,0004, điều này được giải thích là do doanh nghiệp trả cổ tức bằng tiền tức là doanh nghiệp vẫn có nguồn lợi nhuận (giữ lại), mà khi có nguồn lợi nhuận này doanh nghiệp sẽ vẫn ưu tiên sử dụng hơn so với việc phát hành trái phiếu theo Lý thuyết trật tự phân hạng và khả năng thứ hai là doanh nghiệp sẽ không có nhu cầu huy động vốn từ bên ngoài nữa. Cho nên chấp nhận Cổ tức bằng tiền của doanh nghiệp có tác động đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Còn đối với biến Số năm hoạt động (YEAR) có tác động đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp p-value bé hơn 0,05 đạt giá trị 0,008, tuy nhiên mức độ tác động của biến YEAR không cao và chưa rõ ràng bằng biến quy mô doanh nghiệp. Điều này chứng tỏ chấp nhận số năm hoạt động của doanh nghiệp có tác động đến giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

4. Hàm ý chính sách

Dựa vào kết quả nghiên cứu trên, nghiên cứu đề xuất một số hàm ý chính sách đối với các doanh nghiệp đang hoạt động trên thị trường chứng khoán nói chung và các doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu nói riêng đang có dự định phát hành trái phiếu doanh nghiệp, như sau:

Một là, đối với kết quả nghiên cứu cho ra mức độ tác động lớn và cùng chiều của biến Quy mô doanh nghiệp. Nghiên cứu đề xuất là các doanh nghiệp nên tập trung mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh hoặc tăng cường hoạt động mua bán và sáp nhập (M&A) nhằm gia tăng quy mô tài sản của doanh nghiệp lên. Nếu trong một điều kiện kinh tế ổn định, thị trường vốn phát triển; khi doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn sẽ giúp hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp diễn ra thuận lợi hơn và cơ hội huy động được thêm vốn để thực hiện các mục đích như: tối ưu hóa cơ cấu vốn, thực hiện dự án đầu tư mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, đi cùng với đó doanh nghiệp cần đảm bảo chất lượng tài sản của mình, tránh các trường hợp tài sản ghi nhận không đúng giá trị và bị đánh giá lại

Hai là, đối với biến cổ tức bằng tiền thì đòi hỏi doanh nghiệp cần hạn chế trả ở mức cao nhằm đòi hỏi doanh nghiệp giảm tích tụ vốn của mình để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, và từng bước tiến hành trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm gia tăng khả năng đầu tư cho doanh nghiệp, tăng giá trị doanh nghiệp.

Ba là, đối với số năm hoạt động của doanh nghiệp thì Chính phủ cần tăng cường tăng cường hoạt động sản xuất và tiêu dùng, chống biến đổi khí hậu ảnh hưởng đến các ngành nghề kinh doanh của hộ gia đình và doanh nghiệp. Một trong những nguyên nhân gây nên tình trạng lạm phát không liên quan đến tiền tệ đó

là chi phí đẩy và cầu kéo, hiện nay biến đổi khí hậu đã tác động mạnh đến nền kinh tế khi doanh nghiệp phải mất thêm nhiều chi phí cho hoạt động xử lý, bảo đảm cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Cùng với đó, ảnh hưởng của biến đổi khí hậu đã làm năng suất và sản lượng của hàng hóa trên thế giới giảm làm tăng giá hàng hóa. Trường hợp điển hình gần đây là ngành lương thực trên thế giới, giá gạo những tháng bán niên 2023 liên tục tăng nóng, gây khó khăn cho các doanh nghiệp ngành này và các ngành phụ trợ. Vì vậy, Chính phủ cần có những hành động cụ thể để đảm bảo cho hoạt động kinh doanh được bền vững, từ đó kéo theo hoạt động trên thị trường tài chính và thu hút được dòng vốn từ nước ngoài đầu tư vào Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

- Baltaci, N., & Ayaydin, H. (2014). "Firm, Country and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Banking Sector". *EMAJ Emerging Markets Journal*, 3(3) [online], available at: DOI:10.5195/emaj.2014.46 (accessed: 29 June 2024)
- Bauer, P. (2004). *Capital structure of listed companies in Visegrad countries*. Prague Economic Papers, 2 [online], available at: <https://pep.vse.cz/pdfs/pep/2004/02/05.pdf> (accessed: 29 June 2024)
- Cantillo & Julian (2000) How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *The Review of Financial Studies*, vol 13(1) [online], available at: https://www.researchgate.net/publication/5216814_How_Do_Firms_Choose_Their_Lender_An_Empirical_Investigation (accessed: 15 June 2024)
- Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Thị Hải Yến (2014) "Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)", *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, số 18 (28), trực tuyến tại <https://www.uef.edu.vn/newsimg/tap-chi-uef/2014-09-10-18/5.pdf> (truy cập 20 - 6 - 2024)
- Kraus, A. and Litzenger, R.H. (1973) "A State-Reference Model of Optimal Financial Leverage". *The Journal of Finance*, 28 [online], available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x> (accessed: 27 June 2024)
- Kayo, E., & Kimura, H. (2011). "Hierarchical determinants of capital structure" *Journal of Banking & Finance*, vol 35 (2) [online], available at: https://www.researchgate.net/publication/257211766_Hierarchical_Determinants_of_Capital_Structure (accessed: 15 June 2024)
- Miguel, Pindado, & Torre (2004) "Ownership structure and firm value: new evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, vol 25 (12) [online], available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.430> (accessed: 29 June 2024)
- Mizen, Tsoukalas, & Tsoukas (2008) "How Does Reputation Influence a Firm's Decision to Issue Corporate Bonds? New Evidence from Initial and Seasoned Public Debt Offerings", *SSRN Electronic Journal*, [online], available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108532 (accessed: 15 June 2024)
- Modigliani & Miller (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3 [online], available at: <https://www.jstor.org/stable/1809766> (accessed: 28 June 2024)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, 13 [online], available at: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0) (accessed: 28 June 2024)
- Nhật Đức (2024) "Nhìn lại thị trường trái phiếu năm 2023: Một năm "trầm bổng" nhiều cung bậc cảm xúc" trực tuyến tại: <https://stockbiz.vn/tin-tuc/nhin-lai-thi-truong-trai-phieu-nam-2023-mot-nam-tram-bong-nhiều-cung-bac-cam-xuc/23269081> (truy cập ngày 15 - 6 - 2024)
- Nyamita, Garbharan, & Dorasamy (2014) Factors influencing debt financing decisions of corporations - Theoretical and empirical literature review. *Problems and Perspectives in Management*, vol 12(4) [online], available at: https://www.researchgate.net/publication/275948644_Factors_influencing_debt_financing_decisions_of_corporations_-_Theoretical_and_empirical_literature_review (accessed: 15 June 2024)
- Paul, John, & Tsoukas (2008) "What influences a firm's decision to issue corporate bonds? The role of creditworthiness, reputation and incentives". *SSRN Electronic Journal*, [online], available at: DOI:10.2139/ssrn.1108532, (accessed: 26 June 2024)
- Phan Thanh Hiệp (2016) "Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp công nghiệp nhìn từ mô hình GMM", *Tạp chí Tài chính*, trực tuyến tại <https://tapchitaichinh.vn/nhan-to-anh-huong-den-cau-truc-von-cua-doanh-nghiep-cong-nghiep-nhin-tu-mo-hinh-gmm.html> (truy cập 18-6-2024)
- Trần Đức Thắng (2019) "Các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Khoa học Thương mại*, số 136, trực tuyến tại <https://tckhtm.tmu.edu.vn/upload/news/files/136-4.pdf> (truy cập 19 - 6 - 2024)
- VBMA (2022) Báo cáo thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2022, trực tuyến tại <https://vbma.org.vn/vi/reports/yearly> (truy cập ngày 29 - 06 - 2024)
- VBMA (2023) Báo cáo thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2023, trực tuyến tại <https://vbma.org.vn/vi/reports/yearly> (truy cập ngày 29 - 06 - 2024)