

Các yếu tố ảnh hưởng đến chi phí nợ của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

Nguyễn Hải Yến, Ngô Phú Thanh, Bùi Ngọc Lộc

Tóm tắt - Chi phí nợ là một trong những tiêu chí được các doanh nghiệp cân nhắc khi đưa ra quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Doanh nghiệp tài trợ hoạt động kinh doanh bằng vốn nợ nhiều hơn khi chi phí nợ thấp. Do đó, xác định các yếu tố ảnh hưởng đến chi phí nợ nhằm giảm thiểu chi phí nợ là một chủ đề được quan tâm. Nghiên cứu xem xét mẫu 313 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn từ 2012 đến 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu nước ngoài, sở hữu nhà nước, khả năng chi trả lãi vay, đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp ảnh hưởng ngược chiều đến chi phí nợ, trong khi lãi suất cho vay trung bình 12 tháng ảnh hưởng cùng chiều đến chi phí nợ.

Từ khóa: Chi phí nợ, doanh nghiệp phi tài chính niêm yết, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, đòn bẩy tài chính, khả năng chi trả lãi vay, lãi suất cho vay trung bình 12 tháng.

1. GIỚI THIỆU

QUYẾT định tài trợ là một trong những quyết định quan trọng của quản trị tài chính doanh nghiệp [1]. Khi đưa ra quyết định tài trợ, doanh nghiệp thường cân nhắc sử dụng các nguồn tài trợ dựa trên chi phí. Các doanh nghiệp huy động vốn nợ với chi phí thấp hơn sẽ giúp giảm chi phí sử dụng vốn. Nhờ đó, doanh nghiệp có thể nâng cao

khả năng cạnh tranh, tăng lợi nhuận và cải thiện hiệu quả hoạt động [2]. Tuy nhiên, chi phí nợ luôn thay đổi liên tục do tác động của nhiều yếu tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Vì vậy, làm thế nào để doanh nghiệp tận dụng được nguồn tài trợ bên ngoài với chi phí nợ phù hợp? Đây là câu hỏi các nhà quản lý doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu quan tâm trong thời gian dài. Để trả lời câu hỏi này, nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến chi phí nợ của doanh nghiệp. Các nghiên cứu trước đây chủ yếu tập trung ở các nước đang phát triển và các kết luận khác nhau đối với từng quốc gia và từng khu vực.

Các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu huy động vốn dựa vào hệ thống các ngân hàng [3]. Do đó, chi phí nợ là một yếu tố quan trọng để đưa ra quyết định tài trợ. Song, những nghiên cứu về chi phí nợ tại Việt Nam vẫn còn hạn chế. Hầu hết, các nghiên cứu mới ở Việt Nam tập trung thực hiện phân tích yếu tố tác động đến chi phí vốn ở Việt Nam. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu mới chỉ dừng lại xem xét từng yếu tố riêng lẻ như sở hữu nhà nước hay quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng đến chi phí sử dụng nợ của doanh nghiệp mà chưa xem xét tổng hợp các yếu tố ảnh hưởng. Với những lý do như trên, nhóm tác giả tiến hành nghiên cứu chủ đề những yếu tố tác động đến chi phí nợ của các doanh nghiệp niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn từ năm 2012 đến 2017.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

2.1. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết đánh đổi: Cho rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao thường có nguy cơ bị kiệt quệ tài chính, hoặc thậm chí phá sản. Do đó, những người cho vay sẽ yêu cầu phần bù đắp rủi ro cao hơn. Hay chi phí nợ đối với những doanh nghiệp này cao

Ngày nhận bản thảo: 8-5-2018, ngày chấp nhận đăng: 25-10-2018, ngày đăng: 24-11-2018.

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Kinh tế - Luật (VNU-HCM) trong đề tài mã số: CS/2018-02.

Tác giả Nguyễn Hải Yến, Ngô Phú Thanh công tác tại Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Luật (e-mail: yennh@uel.edu.vn).

Bùi Ngọc Lộc - K14404, sinh viên Khoa Tài chính- Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Luật.

hơn. Ngoài ra, những người cho vay có thể đưa ra các điều khoản hạn chế để bảo đảm phần lãi của họ. Điều này cũng khiến cho chi phí nợ của các doanh nghiệp tăng cao hơn.

Lý thuyết trật tự phân hạng: Cho biết về thứ tự ưu tiên trong việc tài trợ vốn của doanh nghiệp. Theo quan điểm của các nhà đầu tư, nguồn vốn cổ phần và nguồn vốn nợ đều có rủi ro như nhau, tuy nhiên, mức độ rủi ro của vốn cổ phần cao hơn, nên chi phí vốn cổ phần cao hơn chi phí nợ. Vì vậy, các doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng vốn nợ vay mới trước khi sử dụng vốn cổ phần. Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích tại sao các doanh nghiệp có khả năng sinh lời nhiều thường vay nợ ít vì họ không cần nguồn tài trợ bên ngoài. Ngược lại, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời ít hơn thường phát hành nợ vì họ không có đủ nguồn vốn nội bộ để duy trì hoạt động và chi phí nợ vay thấp hơn so với chi phí vốn cổ phần. Do đó, chi phí nợ là một yếu tố quyết định lựa chọn nguồn vốn của doanh nghiệp.

2.2. Các bằng chứng thực nghiệm

Thước đo chi phí nợ: Khi xem xét chi phí nợ, mỗi nghiên cứu có cách thức đo lường chi phí nợ khác nhau. [4] và [5] xác định chi phí nợ dựa trên chênh lệch lợi suất của trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ với kỳ hạn tương ứng. Cách đo lường trên phù hợp với các nước phát triển có thị trường trái phiếu doanh nghiệp tồn tại lâu đời và là kênh huy động vốn mạnh mẽ của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở thị trường mới nổi, nguồn vốn vay chủ yếu thông qua ngân hàng thì cách đo lường này trở nên khó thực hiện được [6]. Để chuẩn hóa phân phối của chi phí lãi vay và phù hợp với đặc trưng sử dụng nguồn tài trợ từ ngân hàng ở các thị trường mới nổi, [6-9] đã tính chi phí nợ bằng logarit tỷ lệ giữa chi phí lãi vay và tổng nợ ngắn hạn cộng nợ dài hạn. [2, 8] đo lường chi phí nợ theo một cách khác. Lúc này, chi phí vốn được xác định dựa trên chi phí lãi vay trước thuế theo công thức tổng chi phí lãi vay chia trung bình nợ phải trả có chịu lãi trong năm. Trong nghiên cứu này, tác giả đo lường chi phí nợ theo [6-9] để phù hợp với đặc thù vay nợ của các doanh nghiệp Việt Nam.

Doanh nghiệp ở bất kỳ quốc gia nào cũng quan tâm đến chi phí nợ mà doanh nghiệp phải bỏ ra. Chi phí nợ thấp sẽ giúp doanh nghiệp giảm bớt gánh nặng chi phí sử dụng vốn. Do đó, các doanh nghiệp thường xác định các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí nợ, để cải thiện chúng giúp doanh nghiệp

duy trì một chi phí nợ phù hợp.

Sở hữu nhà nước: Các nghiên cứu về sở hữu nhà nước ảnh hưởng đến chi phí nợ cho kết quả trái chiều nhau. Một mặt, sở hữu nhà nước được cho rằng sẽ giúp các doanh nghiệp giảm được chi phí nợ. Nghiên cứu [5] trên 43 quốc gia trong giai đoạn từ năm 1991 đến 2010, với sở hữu nhà nước là tỷ lệ phần trăm nắm giữ của nhà nước tại doanh nghiệp và chi phí nợ tính bằng chênh lệch lợi tức trái phiếu (bond credit spread). Kết quả cho thấy rằng sở hữu nhà nước sẽ làm giảm chi phí nợ của doanh nghiệp trong những giai đoạn khủng hoảng, với các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao. Khi xem xét sở hữu nhà nước theo sự kiểm soát ở Trung Quốc, [6] nhận thấy các doanh nghiệp nhà nước có chi phí nợ thấp hơn so với các doanh nghiệp tư nhân. Kết quả tương đồng khi [10] xem xét sự tập trung của sở hữu nhà nước và chi phí nợ ở Tây Ban Nha. Đồng thời, khi sở hữu nhà nước tăng lên thì chi phí nợ cũng sẽ giảm đi tương ứng theo tỷ lệ [4]. Sở hữu nhà nước có thể làm giảm chi phí nợ là nhờ vào tạo ra những ưu đãi và giảm bớt rủi ro cho doanh nghiệp [11]. Những ưu đãi bao gồm ưu đãi thương mại và lợi thế của Nhà nước [12], chuyển giao công nghệ và nguồn vốn [13, 14], ưu đãi về luật pháp [6, 15, 16], và sự cứu trợ của chính phủ khi doanh nghiệp gặp khó khăn [4]. Điều này là do các nhà đầu tư khu vực tư nhân hoạt động vì mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của họ, trong khi đó nhà nước tham gia vào các hoạt động doanh nghiệp để thực hiện các mục tiêu kinh tế- xã hội. Nhà nước sở hữu cổ phần của các doanh nghiệp mục tiêu thực hiện an sinh xã hội như duy trì tỷ lệ việc làm ở mức cao, hay bảo hộ cho các ngành quan trọng đối với chính trị quốc gia và mục đích an ninh quốc phòng. Do đó, Nhà nước không muốn các doanh nghiệp thuộc sở hữu của Nhà nước bị phá sản. Vì vậy, khi các doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước có nguy cơ phá sản hoặc trong tình trạng kiệt quệ tài chính thì Nhà nước sẽ đứng ra bảo lãnh các khoản nợ và hỗ trợ các doanh nghiệp này thoát ra khỏi tình trạng khó khăn [4, 17]. Sự bảo đảm này của Nhà nước sẽ làm giảm rủi ro phá sản, nhờ vậy sẽ giúp làm giảm giá trị phần bù rủi ro cho các nhà đầu tư, vì vậy chi phí nợ của doanh nghiệp cũng giảm xuống. Trái ngược với quan điểm trên, một số công trình nghiên cứu chỉ ra rằng sở hữu nhà nước khiến cho chi phí nợ của doanh nghiệp tăng lên. Cụ thể, trong giai đoạn điều kiện kinh tế bình thường, doanh nghiệp có sở hữu nhà nước sẽ có chi phí nợ cao hơn theo nhận định của [5]. Tương tự vậy, [2] cũng tìm thấy mối tương quan dương giữa sở hữu nhà nước

và chi phí nợ tại Serbia trong giai đoạn từ năm 2008 đến 2013. Những lập luận quan điểm tăng sở hữu nhà nước khiến chi phí nợ của các doanh nghiệp tăng lên do vấn đề người đại diện ([18, 19]), hoặc do các chính trị gia muốn theo đuổi các mục đích không liên quan đến tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, chẳng hạn như tối đa hóa số lượng lao động trong các doanh nghiệp nhà nước [20]. Nhìn chung, các nghiên cứu ủng hộ cho việc tăng sở hữu của Nhà nước trong các doanh nghiệp nhằm giảm chi phí nợ nhiều hơn so với những nghiên cứu cho rằng sẽ gia tăng chi phí nợ khi có sở hữu Nhà nước. Tại Việt Nam, các doanh nghiệp có sở hữu của nhà nước thường được nhận được nhiều hỗ trợ từ Chính phủ. Liệu mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và chi phí nợ tại Việt Nam có làm giảm chi phí nợ hay không? Trong phần nghiên cứu này, chúng tôi đưa ra giả thuyết đầu tiên như sau:

H1: Sở hữu nhà nước tăng sẽ làm giảm chi phí nợ của doanh nghiệp

Sở hữu nước ngoài: Khi nghiên cứu các doanh nghiệp sản xuất quy mô vừa ở Mỹ, [21] thấy rằng các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài thường có bộ máy quản lý hoạt động tốt hơn, thông tin công bố minh bạch hơn so với các loại hình sở hữu doanh nghiệp khác, do đó chi phí nợ của các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài thấp hơn. Ngoài ra, các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài có uy tín trong việc vay nợ hơn, nên họ thường thu hút được các nguồn vốn có chi phí nợ thấp [11]. Kết quả nghiên cứu của [2] cho 4.710 doanh nghiệp của Serbia trong giai đoạn 2008-2013 cũng cho thấy rằng sở hữu nước ngoài ở các doanh nghiệp tăng lên sẽ giúp giảm chi phí nợ. Ở Việt Nam, làn sóng đầu tư nước ngoài vào các doanh nghiệp trong nước tăng lên từ khi có sự ra đời của thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp Việt Nam thu hút đầu tư nước ngoài nhằm cải thiện hoạt động quản lý để giảm chi phí hoạt động bao gồm chi phí nợ vay. Vậy liệu các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài có thực sự làm giảm chi phí của các doanh nghiệp hay không? Các tác giả đưa ra giả định như sau:

H2: Sở hữu nước ngoài tăng sẽ làm giảm chi phí nợ của doanh nghiệp

Quy mô của doanh nghiệp: Theo lý thuyết đánh đổi, các doanh nghiệp có quy mô lớn thường dễ huy động vốn trên thị trường vốn và vay vốn với mức chi phí rẻ hơn vì các doanh nghiệp này có hoạt động kinh doanh đa dạng nên giảm được rủi ro không trả được nợ. Đồng thời, lý thuyết trật tự

phân hạng cũng một phần khẳng định rằng các doanh nghiệp lớn thường có chi phí thông tin thấp hơn bởi các thông tin công bố về tài chính của các doanh nghiệp này thường tốt hơn. Những bằng chứng thực nghiệm cũng ủng hộ cho những lý thuyết này. [22] nghiên cứu mẫu quan sát 1.052 doanh nghiệp Mỹ theo năm cho kết quả rằng quy mô doanh nghiệp càng lớn sẽ làm giảm chi phí nợ cho doanh nghiệp do doanh nghiệp lớn có tính quy mô và sự ổn định hoạt động. Các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có lịch sử phát triển tương đối dài và ổn định hơn. Do đó, vấn đề thông tin bất cân xứng giữa các doanh nghiệp có quy mô lớn và người cho vay cũng giảm đi. Điều này giúp cho các doanh nghiệp quy mô lớn có thể thu hút nguồn vốn vay với chi phí thấp hơn [21]. Những bằng chứng thực nghiệm của [2, 6] đều cho kết quả tương tự. Các nghiên cứu trước chủ yếu thực hiện ở thị trường phát triển, hoặc các thị trường mới nổi có quy mô lớn như Trung Quốc, vậy liệu một thị trường mới nổi, có quy mô nhỏ như Việt Nam thì quy mô doanh nghiệp tăng có làm giảm chi phí nợ cho doanh nghiệp không?

H3: Quy mô doanh nghiệp tăng sẽ làm giảm chi phí nợ của doanh nghiệp

Đòn bẩy tài chính: Đòn bẩy tài chính đại diện cho quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính xác định mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Do đó, đây là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến chi phí nợ của doanh nghiệp. Khi tăng sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ làm tăng rủi ro tín dụng cho doanh nghiệp, dẫn đến tăng chi phí nợ [21, 22].

H4: Tăng đòn bẩy tài chính sẽ làm tăng chi phí nợ của doanh nghiệp

Khả năng chi trả lãi vay thường được đại diện bằng tỷ lệ khả năng chi trả lãi vay - là tỷ lệ giữa EBIT so với chi phí lãi vay. Tỷ lệ khả năng chi trả lãi vay càng cao hàm ý rằng doanh nghiệp có tiềm lực tài chính tốt, mức độ rủi ro vỡ nợ thấp hơn, và đồng thời có khả năng hoàn trả cho những khoản nợ hiện có. Do đó, những doanh nghiệp này thường dễ dàng huy động thêm các nguồn vốn từ bên ngoài và nhận được nhiều ưu đãi về chi phí vốn ([2, 21]). Tại Việt Nam, các công cụ trên thị trường vốn dành cho các doanh nghiệp vẫn còn khá khiêm tốn, trong khi nhu cầu vốn từ các doanh nghiệp nhiều. Khi đó, những doanh nghiệp có khả năng chi trả lãi vay tốt liệu có được ưu đãi về chi phí vay nợ hay không?

H5: Khả năng chi trả lãi vay tăng sẽ làm giảm

chi phí nợ của doanh nghiệp

Nhìn chung, các bằng chứng thực nghiệm đưa ra nhiều nhân tố ảnh hưởng đến chi phí nợ của các doanh nghiệp trong các bối cảnh khác nhau. Mỗi bằng chứng thực nghiệm có kết luận khác nhau về sự tác động của từng yếu tố đến chi phí nợ của doanh nghiệp. Điều này do có sự khác nhau về không gian và thời gian nghiên cứu, phương pháp ước lượng khác nhau và cách đo lường các nhân tố khác nhau. Đặc biệt, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm tiến hành ở các thị trường phát triển. Do đó, bài nghiên cứu này sẽ đóng góp một phần vào bằng chứng thực nghiệm về chi phí nợ ở một thị trường mới nổi như Việt Nam.

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Dữ liệu

Mẫu quan sát trong nghiên cứu này là các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong 6 năm từ năm 2012 đến 2017. Nghiên cứu lấy mẫu đánh

giá trong 06 năm nhằm xác định các yếu tố tác động đến chi phí nợ giai đoạn sau khủng hoảng kinh tế thế giới. Những doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính bao gồm ngân hàng, doanh nghiệp chứng khoán, doanh nghiệp bảo hiểm, các tổ chức tài chính sẽ bị loại bỏ khỏi mẫu quan sát do đặc thù báo cáo tài chính của các doanh nghiệp này có nhiều sự khác biệt so với các doanh nghiệp còn lại [23, 24]. Những quan sát không đầy đủ dữ liệu tài chính trong giai đoạn nghiên cứu và không có phát sinh nợ chịu lãi cũng sẽ được loại bỏ. Dữ liệu về lãi suất cho vay trung bình 12 tháng, phân ngành GICS được lấy từ Thomson Reuters. Dữ liệu về bộ chỉ số tài chính của doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài được lấy từ FiinPro. Sau khi làm sạch, bộ dữ liệu cuối cùng là dữ liệu dạng bảng không cân bằng của 313 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh trong 06 năm tương ứng với 1.416 quan sát.

3.2. Mô tả các biến

BẢNG I
ĐO LƯỜNG CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH VÀ MỐI QUAN HỆ DỰ KIẾN CỦA CÁC BIẾN VỚI CHI PHÍ NỢ

Biến	Cách đo lường	Dấu kỳ vọng
Chi phí nợ (CD_{it})	Chi phí lãi vay it / ((Nợ chịu lãi dài hạn it + nợ chịu lãi ngắn hạn ngắn hạn it + Nợ chịu lãi dài hạn $it-1$ + nợ chịu lãi ngắn hạn ngắn hạn $it-1$)/2)	
<i>Biến độc lập</i>		
Quy mô doanh nghiệp ($LnTA_{it}$)	Ln (Tổng tài sản it)	-
Hệ số chi trả lãi vay(TIE_{it})	EBIT/ Chi phí lãi vay it	-
Tỷ số nợ (DA_{it})	Tổng nợ phải trả it / Tổng tài sản it	+
Sở hữu nhà nước (SO_{it})	Tỷ lệ phần trăm sở hữu nhà nước	-
Sở hữu nước ngoài (FO_{it})	Tỷ lệ phần trăm sở hữu nước ngoài	-
<i>Biến kiểm soát</i>		
Lãi suất 12 tháng (MI)	Lãi suất cho vay trung bình 12 tháng tại năm t	+
Ngành (Industry)	Biến giả ngành nghề dựa trên phân loại ngành cấp 1 GICS	

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để nghiên cứu các yếu tố tác động đến chi phí nợ của doanh nghiệp, nhóm tác giả dựa trên 05 giả thuyết đã đề cập trong phần 2. Từ những giả thuyết đó, dựa trên nghiên cứu của [2], mô hình nghiên cứu được đề xuất:

$$CD_{it} = \beta_0 + \beta_1 * MI_t + \beta_2 * LnTA_{it} + \beta_3 * TIE_{it} + \beta_4 * DA_{it} + \beta_5 * SO_{it} + \beta_6 * FO_{it} + \beta_7 * Industry_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

CD_{it} là biến chi phí nợ của doanh nghiệp thứ i tại năm t ;

MI_t là biến lãi suất cho vay;

$LnTA_{it}$ đại diện cho quy mô của doanh nghiệp thứ i tại năm t ;

TIE_{it} là hệ số khả năng chi trả lãi vay của doanh nghiệp thứ i tại năm t ;

DA_{it} : tỷ lệ nợ của doanh nghiệp thứ i tại năm t ;

SO_{it} : tỷ lệ sở hữu nhà nước tại doanh nghiệp thứ i tại năm t ;

FO_{it} : phần trăm tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại doanh nghiệp thứ i trong năm t .

$Industry_i$: là các biến giả về ngành nghề lần lượt nhận các giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp thuộc các ngành lần lượt hàng tiêu dùng không thiết yếu hàng tiêu dùng thiết yếu, năng lượng, chăm sóc sức khỏe, công nghiệp, công nghệ thông tin, nguyên vật liệu, bất động sản, dịch vụ điện nước. Ngành dịch vụ truyền thông được lựa chọn là ngành cơ sở.

biến sử dụng trong mô hình. Từ kết quả thống kê cho thấy giá trị trung bình của chi phí nợ của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE là 6,73%. Mức chi phí nợ trung bình này thấp hơn trong nghiên cứu của [2] về chi phí nợ của các doanh nghiệp Serbia, và [6] về chi phí nợ các doanh nghiệp Trung Quốc. Điều này là do các doanh nghiệp ở Việt Nam nhận được nhiều chính sách ưu đãi và hỗ trợ hoạt động của Nhà nước. Trong khi đó lãi suất vay trung bình 12 tháng của các doanh nghiệp Việt Nam có giá trị trung bình xấp xỉ 8,81% trong suốt giai đoạn nghiên cứu, dao động trong khoảng từ 6,96% đến 13,61%.

4. KẾT QUẢ MÔ HÌNH

4.1. Mô tả dữ liệu thống kê

Bảng II tóm tắt kết quả thống kê của tất cả các

BẢNG II
 MÔ TẢ THỐNG KÊ CÁC BIẾN

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
CD	1.416	0,067301	0,0406552	0,001116	0,3128658
DA	1.416	0,493565	0,1982602	0,0336591	0,9706117
TIE	1.416	21,80595	55,4103	-2,99184	447,8219
MI	1.416	8,815629	2,345986	6,96	13,61091
FO	1.416	13,22086	15,16336	0	64,62
SO	1.416	15,79386	24,32701	0	97
LnTA	1.416	28,02091	1,233291	25,56926	32,99603

Sở hữu nước ngoài trung bình ở mức 13,22% và biến động khá mạnh tương ứng với những doanh nghiệp không có sở hữu nước ngoài và những doanh nghiệp FDI có sở hữu nước ngoài đến 64,62%. Tương tự, sở hữu nhà nước trung bình trong các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh là 15,79%, trong đó GAS có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao nhất là 97%. Mức nợ của các doanh nghiệp ở mức trung bình khoảng 50%. Hệ số khả năng chi trả lãi vay biến động khá lớn cho thấy có những năm một số doanh nghiệp niêm yết gặp khó khăn về tài chính trong khi đó số doanh nghiệp còn lại có tiềm lực tài chính tương đối tốt. Cụ thể, một số doanh nghiệp có hệ số chi trả lãi vay âm là do hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bị thua lỗ (EBIT<0). Trong khi, một số doanh nghiệp có mức

khả năng chi trả lãi vay khá lớn, chẳng hạn như SZL có khả năng chi trả lãi vay cao nhất, khoảng 447,82 lần do doanh nghiệp có lợi nhuận trước thuế và lãi vay cao đồng thời vay nợ ở mức thấp.

4.2. Phân tích ma trận tương quan

Kết quả bảng III về ma trận hệ số tương quan thể hiện mối quan hệ giữa các yếu tố lãi suất, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, quy mô doanh nghiệp, khả năng chi trả lãi vay và tỷ lệ nợ với chi phí nợ của các doanh nghiệp Việt Nam trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Nhìn chung, hầu hết hệ số tương quan giữa các biến tương đối thấp. Hệ số tương quan cao theo cặp giữa quy mô doanh nghiệp và sở hữu nước ngoài FO (0,3448); chi phí nợ CD và lãi suất cho vay trung bình 12 tháng MI (0,3265).

BẢNG III
MA TRẬN HỆ SỐ TƯƠNG QUAN

	CD	DA	TIE	MI	SO	FO	LnTA
CD	1						
DA	-0,064	1					
TIE	-0,14	-0,279	1				
MI	0,3265	-0,141	-0,079	1			
SO	-0,086	-0,014	0,0939	0,0125	1		
FO	-0,154	-0,185	0,1919	-0,077	-0,109	1	
LnTA	-0,212	0,2119	-0,015	-0,137	0,0275	0,3488	1

Bên cạnh đó, nghiên cứu thực hiện kiểm định hệ số nhân tử phóng đại (Variance Inflation factor – VIF) để kiểm định sự tồn tại của hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình. Kết quả kiểm định VIF cho thấy tất cả các hệ số nhân tử phóng đại giữa các biến trong mô hình đều nhỏ hơn 10. Điều này chứng tỏ mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình [25].

4.3. Kết quả hồi quy

Ảnh hưởng riêng lẻ là một trong những hiện tượng xảy ra thường xuyên của các nghiên cứu thực nghiệm [26]. Đồng thời, kiểm soát sự khác biệt giữa các yếu tố tài chính và quản trị doanh

nh nghiệp của các doanh nghiệp trong các ngành khác nhau. Do đó, nhóm tác giả sử dụng hồi quy theo mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effect Molde-REM).

Để kiểm tra tính hiệu quả trong việc ước lượng bằng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên, nhóm tác giả thực hiện kiểm định phương sai sai số thay đổi và kiểm định tự tương quan trong dữ liệu bảng. Kết quả kiểm định Modified Wald cho thấy mô hình ước lượng có phương sai sai số thay đổi. Kiểm định Wooldrige đưa ra kết luận mô hình có hiện tượng tự tương quan. Để khắc phục các khuyết tật này, nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát GLS.

BẢNG IV
KẾT QUẢ HỒI QUY THEO REM, GLS

Biến phụ thuộc: CD	REM	GLS
DA	-0,0095545 (0,0069878)	-0,0093837* (0,0055325)
TIE	-0,0055179*** (0,0015066)	-0,0000802*** (0,0000189)
LnTA	0,0051448*** (0,0003532)	-0,0043346*** (0,0009283)
FO	-0,0001151 (0,0001049)	-0,0002609*** (0,0000764)
SO	-0,0000348 (0,0000582)	-0,0001594*** (0,0000439)
MI	-0,0001026*** (0,0000195)	0,0049207*** (0,0004254)
Industry:		
- Hàng tiêu dùng không thiết yếu	-0,0534917 (0,0317901)	-0,0504895** (0,0152644)
- Hàng tiêu dùng thiết yếu	-0,0481225 (0,0316942)	-0,0503977** (0,0152086)

- Năng lượng	-0,0364013 (0,0328422)	-0,0317** (0,0158441)
- Chăm sóc sức khỏe	-0,0237676 (0,0331277)	-0,0201521 (0,0159943)
- Công nghiệp	-0,0367245 (0,0314609)	-0,0384126** (0,0150736)
- Công nghệ thông tin	-0,0445467 (0,0338602)	-0,0417243** (0,0163592)
- Nguyên vật liệu	-0,0480673 (0,0316091)	-0,0468378** (0,0151743)
- Bất động sản	-0,0406689 (0,0317369)	-0,0412297** (0,0152423)
- Dịch vụ điện nước	-0,0432409 (0,0322705)	-0,0435937** (0,0156229)
Hệ số chặn	0,2299589 (0,0523313)	0,2002184 (0,0297276)

*, **, *** tương ứng các mức ý nghĩa lần lượt 10%, 5%, 1%

Trong Bảng IV cho thấy chi phí nợ chịu tác động của nhiều yếu tố khác nhau. Quy mô của doanh nghiệp gia tăng cũng làm cho chi phí nợ của doanh nghiệp giảm đi. Kết quả này tương tự với nghiên cứu của [22]. Điều này được giải thích dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng. Khi quy mô doanh nghiệp gia tăng, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại, sau đó mới sử dụng vốn nợ. Do lượng vốn nợ giảm nên chi phí nợ cũng giảm. Đồng thời, doanh nghiệp có quy mô lớn, có uy tín trên thị trường cũng có nguồn vay nợ với chi phí ưu đãi hơn. Cùng xu hướng như vậy, khả năng chi trả lãi vay càng cao (TIE) thì chi phí nợ của doanh nghiệp cũng giảm. Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của [2, 8]. Mặt khác, khi doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ cao thì chi phí nợ cũng sẽ giảm với mức ý nghĩa thống kê 10%. Điều này trái ngược với những bằng chứng thực nghiệm đã có trước đây. Kết quả này có thể được giải thích dựa trên mẫu nghiên cứu của nhóm tác giả. Cụ thể, trong mẫu 313 doanh nghiệp nghiên cứu trong giai đoạn từ năm 2012 -2017, hầu hết các doanh nghiệp sử dụng các khoản nợ vay hạn mức.

Về phương diện quản trị doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và tỷ lệ sở hữu nhà nước gia tăng sẽ giúp giảm bớt chi phí nợ cho doanh nghiệp. Các kết quả này đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Do có hỗ trợ của nhà nước trong việc vay vốn, nên các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước ở Việt Nam có khả năng huy động được các nguồn vốn giá rẻ để phục vụ cho nhu cầu sản xuất kinh doanh. Ngược lại, các doanh nghiệp càng có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao có sự công khai, minh bạch về cơ

cấu quản trị điều hành cũng như hoạt động sản xuất kinh doanh. Nhờ đó, giảm thiểu rủi ro bất cân xứng thông tin cho những chủ nợ. Vì vậy, các doanh nghiệp này cũng nhận được chi phí nợ thấp hơn. Lãi suất cho vay trung bình 12 tháng có tác động cùng chiều đến chi phí nợ. Khi lãi suất cho vay trung bình 12 tháng tăng lên sẽ làm cho chi phí nợ của các doanh nghiệp gia tăng. Cuối cùng, trong nghiên cứu này ngành nghề doanh nghiệp hoạt động cũng được xem như một nhân tố ảnh hưởng đến chi phí nợ và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Những tác động của các ngành đến chi phí nợ của doanh nghiệp dao động ở mức từ -2,3% đến -5,3%. Nhìn chung, sự chênh lệch về hệ số hồi quy giữa các ngành nghề tương đối ít, thậm chí đảo chiều. Do đó, có thể thấy rằng đặc thù ngành nghề doanh nghiệp hoạt động tác động mạnh đến chi phí nợ. Kết quả này tương đối hợp lý bởi các ngân hàng/người cho vay thường áp dụng mức lãi suất thấp hơn với các những ngành có mức độ ổn định tài chính, ít rủi ro trong hoạt động kinh doanh [2].

5. KẾT LUẬN

Giảm chi phí nợ sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí sử dụng vốn, từ đó cải thiện tình hình tài chính của doanh nghiệp. Để giảm bớt chi phí nợ, các doanh nghiệp cần xác định các nhân tố ảnh hưởng chi phí nợ. Bằng việc sử dụng hồi quy GLS mẫu quan sát gồm các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh từ năm 2012-2017, nhóm tác giả xác định được nhóm các yếu tố tác động đến chi phí nợ của doanh nghiệp. Những kết quả này đóng góp một phần vào

những bằng chứng thực nghiệm về chi phí nợ tại các thị trường mới nổi trong giai đoạn sau khủng hoảng.

Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam có sở hữu nước ngoài, hoặc sở hữu nhà nước cao hoặc quy mô doanh nghiệp lớn thường có chi phí nợ thấp. Do đó, các doanh nghiệp niêm yết nên duy trì tỷ lệ sở hữu nước ngoài, hoặc tỷ lệ sở hữu nhà nước ở mức độ tập trung cao sẽ giúp các doanh nghiệp huy động nguồn tài trợ từ nợ với chi phí thấp. Ngoài ra, doanh nghiệp có khả năng chi trả lãi vay tốt và sử dụng đòn bẩy tài chính cao cũng giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí nợ. Tuy nhiên, doanh nghiệp cũng cần chú ý khi lãi suất cho vay tăng sẽ tạo áp lực làm tăng chi phí nợ. Vì vậy, doanh nghiệp cần thận trọng trước quyết định tăng tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn và theo dõi kỹ sự biến động lãi suất cho vay trên thị trường để có thể duy trì chi phí nợ hợp lý.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. F. Jaffe, and B. D. Jordan, *Core principles and applications of corporate finance*. McGraw-Hill/Irwin, 2011.
- [2] N. Stanisic, N. Stefanovic, and T. Radojevic, "Determinants of the Cost of Debt in the Republic of Serbia," 2016.
- [3] N. T. Son, "Thị trường vốn: Kênh huy động vốn quan trọng cho đầu tư phát triển tại Việt Nam," *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán*, vol. 06, no. 155, p. 4, 2016.
- [4] G. Borisova and W. L. Megginson, "Does government ownership affect the cost of debt? Evidence from privatization," *The Review of Financial Studies*, vol. 24, no. 8, pp. 2693-2737, 2011.
- [5] G. Borisova, V. Fotak, K. Holland, and W. L. Megginson, "Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms," *Journal of Financial Economics*, vol. 118, no. 1, pp. 168-191, 2015.
- [6] G. Shailer and K. Wang, "Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations," *Emerging Markets Review*, vol. 22, pp. 1-17, 2015.
- [7] M. A. Bliss and F. A. Gul, "Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence," *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, no. 5, pp. 1520-1527, 2012.
- [8] J. Francis, R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper, "The market pricing of accruals quality," *Journal of accounting and economics*, vol. 39, no. 2, pp. 295-327, 2005.
- [9] P. Gray, P. S. Koh, and Y. H. Tong, "Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia," *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 36, no. 1-2, pp. 51-72, 2009.
- [10] J. P. Sánchez-Ballesta and E. García-Meca, "Ownership structure and the cost of debt," *European Accounting Review*, vol. 20, no. 2, pp. 389-416, 2011.
- [11] N. Boubakri, J.-C. Cosset, and W. Saffar, "The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization," *Journal of Financial Economics*, vol. 108, no. 3, pp. 641-658, 2013.
- [12] O. Blanchard and A. Shleifer, "Federalism with and without political centralization: China versus Russia," *IMF staff papers*, vol. 48, no. 1, pp. 171-179, 2001.
- [13] A. Labra, "Public Enterprise in an Underdeveloped and Dependent Economy," in *Public and Private Enterprise in a Mixed Economy*: Springer, 1980, pp. 36-40.
- [14] E. Sacristan, "Some considerations on the role of public enterprise," *Baumol*, William ed, 1980.
- [15] Q. Wang, T.-J. Wong, and L. Xia, "State ownership, the institutional environment, and auditor choice: Evidence from China," *Journal of accounting and economics*, vol. 46, no. 1, pp. 112-134, 2008.
- [16] H. Berkman, R. A. Cole, and L. J. Fu, "Political connections and minority-shareholder protection: Evidence from securities-market regulation in China," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 45, no. 6, pp. 1391-1417, 2010.
- [17] B. Bortolotti and M. Faccio, "Government control of privatized firms," *The Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 8, pp. 2907-2939, 2008.
- [18] A. A. Alchian, "Some economics of property rights," *Il politico*, pp. 816-829, 1965.
- [19] D. E. Sappington and J. E. Stiglitz, "Privatization, information and incentives," *Journal of policy analysis and management*, vol. 6, no. 4, pp. 567-585, 1987.
- [20] A. Shleifer and R. W. Vishny, "Politicians and firms," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, no. 4, pp. 995-1025, 1994.
- [21] M. M. Rahaman and A. Al Zaman, "Management quality and the cost of debt: Does management matter to lenders?," *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, no. 3, pp. 854-874, 2013.
- [22] R. C. Anderson, S. A. Mansi, and D. M. Reeb, "Founding family ownership and the agency cost of debt," *Journal of Financial Economics*, vol. 68, no. 2, pp. 263-285, 2003.
- [23] I. M. Pandey, "Capital structure and the firm characteristics: evidence from an emerging market," 2001.
- [24] A.-N. Basil and H. Khaled, "Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence," *The Journal of Risk Finance*, vol. 12, no. 4, pp. 329-338, 2011.
- [25] D. N. Gujarati, *Econometrics by example*. Palgrave Macmillan, 2011.
- [26] B. H. Baltagi, "Econometric Analysis of Data Panel," England: John Wiley & Sons Ltd, 2005

Factors affecting cost of debt of companies listed on Ho Chi Minh Stock Exchange

Nguyen Hai Yen*, Ngo Phu Thanh, Bui Ngoc Loc

University of Economics & Law, VNUHCM, Vietnam
Corresponding author: yennh@uel.edu.vn

Received: 8-5-2018; Accepted: 25-10-2018; Published: 24-11-2018.

Abstract—Cost of debt is one of factors that firms consider when making their financing decision. Firms use more debt for their operating business in case of lower debt cost. Therefore, determining the impact factors on cost debt is interested in by firms and scholars. This study uses samples of 313 listed firms on Ho Chi Minh Stock exchange over period 2012 to 2017. The finding is that foreign ownership, state

ownership, and financing leverage adversely affect on debt cost, while average 12-month interest positively impacts on the cost of debt.

Key words—Cost of debt, non-finance listed firms, state ownership, foreign ownership, financing leverage, average 12-month interest.