

Phân tích các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư vào trái phiếu chính quyền địa phương TP. Hồ Chí Minh

Dương Thị Bình Minh

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
dbminh@ueh.edu.vn

Vũ Thị Minh Hằng

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
vuhangnol6@yahoo.com.vn

Diệp Gia Luật

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
gialuat@ueh.edu.vn

Nguyễn Thị Mỹ Linh

Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM
mylinhdhcn@yahoo.com.vn

Phùng Thị Cẩm Tú

Trường Đại học Công nghiệp TP.HCM
phungcamtu@yahoo.com

Đào Thị Minh Huyền

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
minhhuyen@ueh.edu.vn

Ngày nhận: 30/05/2013
Ngày nhận lại: 24/09/2013
Ngày duyệt đăng: 30/09/2013
Mã số: 05-13-PF-12

Tóm tắt

Bài nghiên cứu phân tích các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư vào trái phiếu chính quyền địa phương (TPCQDP) TP.HCM nhằm thu hút nguồn vốn từ TPCQDP TP.HCM vào đầu tư cải tạo và phát triển cơ sở hạ tầng (CSHT) tại TP.HCM. Quá trình phân tích nhân tố khám phá EFA, phân tích hồi quy cho thấy quyết định đầu tư vào TPCQDP TP.HCM phụ thuộc vào 5 nhóm yếu tố, với mức độ giải thích của mô hình - hệ số xác định hiệu chỉnh R^2 đạt 72,1%, gồm: (1) Chính sách pháp luật của Nhà nước; (2) Trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQDP; (3) Dự án phát triển CSHT và yếu tố kinh tế - xã hội; (4) Các yếu tố của nền kinh tế; và (5) Tác động của các thị trường có liên quan. Đây là cơ sở để các tác giả đưa ra một số gợi ý về chính sách nhằm tăng cường khả năng huy động vốn của chính quyền TP.HCM từ TPCQDP vào đầu tư phát triển CSHT, góp phần quan trọng cho phát triển kinh tế - xã hội tại TP.HCM.

Từ khoá: Trái phiếu, trái phiếu chính quyền địa phương, yếu tố tác động, quyết định đầu tư, TP.HCM.

Abstract

The paper analyzes factors affecting decisions on investment in HCMC municipal bonds for infrastructure projects. Results of EFA and regression analysis show that decisions on investment in HCMC municipal bonds depend on five factors with adjusted R^2 equaling 72,1%: (1) government's policies; (2) bonds and issuer; (3) infrastructure project and socioeconomic conditions; (4) economic elements; and (5) impacts of relevant markets..

This serves as a basis for policy recommendations that aim at enhancing the mobilizing power of municipal bonds for infrastructure project in particular and socioeconomic development in HCMC in general.

Keywords: Bonds, municipal bonds, affecting factors, investment decision.

1. Giới thiệu

Đầu tư phát triển CSHT có ý nghĩa hết sức quan trọng đối với công cuộc xây dựng và phát triển kinh tế - xã hội địa phương nói riêng, tạo động lực cho sự phát triển kinh tế - xã hội của một quốc gia nói chung. Vấn đề đặt ra là nhu cầu vốn đầu tư cho phát triển CSHT rất lớn, đòi hỏi phải huy động từ nhiều nguồn lực trong xã hội. Trong đó, phát hành TPCQĐP là một trong các công cụ hiệu quả thu hút được một khối lượng lớn nguồn vốn trong các tổ chức kinh tế và dân cư với chi phí trả lãi thấp và thời gian dài cho đầu tư phát triển CSHT, phát triển các công trình phúc lợi xã hội. Song, thực tế thời gian qua cho thấy tuy TP.HCM là địa phương đầu tiên ở VN được thực hiện phát hành TPCQĐP, cụ thể là trái phiếu đô thị (TPĐT) TP.HCM, nhưng nguồn huy động này còn nhiều hạn chế, cụ thể: Thị trường TPCQĐP không sôi động, chưa phát triển tại các địa phương khác trên cả nước nói chung và TP.HCM nói riêng; giao dịch TPCQĐP trên thị trường chứng khoán chưa được nhà phát hành quan tâm; nguồn vốn huy động từ trái phiếu rất thấp so với tổng nhu cầu vốn xây dựng CSHT; và không thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư. Vì vậy, nhằm tăng khả năng huy động vốn TPCQĐP của chính quyền TP.HCM vào phát triển CSHT, nghiên cứu phân tích các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM, từ đó đưa ra một số gợi ý về chính sách nhằm huy động có hiệu quả nguồn vốn từ TPCQĐP vào phát triển CSHT, góp phần phát triển kinh tế - xã hội tại TP.HCM.

2. Cơ sở dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

2.1. Dữ liệu nghiên cứu

Các tác giả thu thập trong quá trình điều tra theo mẫu phiếu đã được thiết kế sẵn bằng cách phát phiếu hỏi trực tiếp, đưa bảng câu hỏi lên mạng điện tử và gửi đường dẫn câu hỏi khảo sát cho các đối tượng cần điều tra là các nhà quản lý, cán bộ, nhân viên từ các quỹ đầu tư, các ngân hàng, các công ty chứng khoán... tại TP.HCM [1]. Thời gian điều tra từ tháng 09/2012 đến tháng 10/2012, với số lượng 180 mẫu [2].

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu vận dụng và kết hợp nhiều phương pháp như: Khảo sát, phân tích, tổng hợp, trong đó phương pháp chủ yếu là phân tích các nhân tố bằng mô hình hồi quy nhằm đánh giá mức độ tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM với sự trợ giúp của phần mềm thống kê SPSS.

3. Lí thuyết về TPCQĐP và các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP

3.1. Lí thuyết về TPCQĐP

Trái phiếu là một công cụ nợ trên thị trường tài chính, xác nhận nghĩa vụ của nhà phát hành về việc trả một khoản nợ gốc tiền vay với số tiền lãi vào một ngày xác định. Trên thị trường tài chính có nhiều loại trái phiếu khác nhau: Trái phiếu chính phủ (TPCP), TPCQĐP và trái phiếu công ty.

Theo quan điểm nghiên cứu của Nhật: TPCQĐP là trái phiếu được chính quyền địa phương phát hành để trang trải một phần chi phí, tạo thành các khoản nợ của chính quyền địa phương và

được mua bởi các tổ chức tài chính tư nhân với thời gian thường lớn hơn một năm, tạo thành một phần của nợ chính phủ. [3]

Theo quan điểm của VN: TPCQĐP hay còn gọi là TPĐT là loại trái phiếu đầu tư được Ủy ban Nhân dân (UBND) cấp tỉnh/thành phố phát hành nhằm huy động vốn để bổ sung vốn đầu tư phát triển theo kế hoạch hàng năm của ngân sách địa phương hoặc phát hành TPĐT cho các công trình có nguồn thu. [4]

Theo quan điểm của pháp luật: TPCQĐP là loại trái phiếu do UBND tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương (còn gọi là UBND cấp tỉnh) phát hành nhằm huy động vốn cho công trình, dự án đầu tư của địa phương. [5]

TPCQĐP được chia thành hai loại cơ bản là trái phiếu nợ chung (TPNC), và trái phiếu thu nhập (TPTN) hay còn được gọi là trái phiếu công trình (TPCT). Chủ thể phát hành TPCQĐP là UBND tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương. Tổ chức phát hành ủy quyền cho Kho bạc Nhà nước hoặc tổ chức tài chính, tín dụng trên địa bàn phát hành, nhằm huy động vốn cho các dự án, công trình thuộc nguồn vốn đầu tư của ngân sách địa phương.

Trái phiếu được phát hành theo các phương thức: đấu thầu qua Ngân hàng Nhà nước (NHNN) và Sở Giao dịch Chứng khoán; bảo lãnh phát hành; đại lý phát hành và phát hành trực tiếp qua hệ thống Kho bạc Nhà nước.

Về cơ chế phát hành TPCQĐP, cần phải tuân thủ các nội dung cơ bản sau đây:

- Cơ sở pháp lý phát hành TPCQĐP.
- Loại TPCQĐP phát hành.
- Xác định nhu cầu huy động nguồn vốn TPCQĐP.
- Nguyên tắc phát hành và các phương thức phát hành TPCQĐP.
- Xác định hệ số tín nhiệm của TPCQĐP.
- Lãi suất TPCQĐP.
- Thanh toán TPCQĐP khi đến hạn.
- Quản lý nguồn vốn huy động từ TPCQĐP.
- Mục đích sử dụng nguồn vốn TPCQĐP.

3.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP

Ngày nay, trong xu thế hội nhập kinh tế quốc tế và khu vực, VN đã từng bước hòa nhập với môi trường đầu tư, kinh doanh toàn cầu. Theo đó, đầu tư vào TPCQĐP cũng theo cơ chế thị trường và đấu thầu cạnh tranh [6], trên cơ sở lý thuyết và dựa trên kết quả nghiên cứu định tính, quyết định đầu tư vào TPCQĐP cơ bản được chi phối bởi các yếu tố như sau:

- *Các yếu tố thể chế - pháp luật:* Các yếu tố liên quan đến thể chế, chính sách bao gồm sự ổn định của các chính sách pháp luật; chính sách thuế liên quan; các luật liên quan như: Luật Đầu tư, Luật Doanh nghiệp, Luật Lao động, Luật Chống độc quyền...; và các chính sách khác của Nhà nước có liên quan. Đây là yếu tố có tầm ảnh hưởng tới tất cả các ngành kinh doanh trên một lãnh thổ, các yếu tố thể chế, luật pháp ảnh hưởng đến khả năng tồn tại và phát triển của bất kỳ ngành nào.

- *Các yếu tố kinh tế:* Các yếu tố của nền kinh tế gồm các yếu tố tác động đến nền kinh tế như lãi suất, lạm phát; tình trạng của nền kinh tế; các chính sách kinh tế của Nhà nước; và triển vọng

kinh tế trong tương lai như tốc độ tăng trưởng, mức gia tăng GDP, tỉ suất GDP trên vốn đầu tư... Các đơn vị kinh doanh cần chú ý đến các yếu tố kinh tế cả trong ngắn hạn, dài hạn và sự can thiệp của Chính phủ tới nền kinh tế. Thông thường các doanh nghiệp sẽ dựa trên yếu tố kinh tế này để quyết định đầu tư vào các ngành, các lĩnh vực.

- *Các yếu tố văn hoá xã hội*: Mỗi quốc gia hay vùng lãnh thổ đều có những giá trị văn hoá và các yếu tố xã hội đặc trưng, và những yếu tố này là đặc điểm của người tiêu dùng tại các khu vực đó. Bên cạnh văn hoá, các đặc điểm về xã hội cũng khiến các doanh nghiệp quan tâm khi nghiên cứu thị trường và quyết định đầu tư kinh doanh.

- *Yếu tố công nghệ*: Yếu tố công nghệ cũng được các đơn vị kinh doanh quan tâm khi quyết định đầu tư như yếu tố về đầu tư của Chính phủ; thay đổi công nghệ lạc hậu; ảnh hưởng của công nghệ thông tin, Internet đến hoạt động kinh doanh.

- *Yếu tố hội nhập*: Ngoài các yếu tố cơ bản trên, các nhà nghiên cứu hiện nay khi nghiên cứu thị trường còn nghiên cứu thêm yếu tố toàn cầu hoá và trở thành một yếu tố vĩ mô tác động đến ngành.

4. Mô hình nghiên cứu

Nhằm phân tích và khám phá các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM. Các tác giả đã tiến hành xây dựng bảng câu hỏi và điều tra thu thập nguồn dữ liệu sơ cấp. Mô hình phân tích được thiết kế ban đầu với 7 nhóm yếu tố tác động đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM, bảng câu hỏi được đưa ra với thang đo 5 (thang đo Likert). Sau khi nghiên cứu sơ bộ để điều chỉnh thang đo chuyển qua nghiên cứu chính thức và quá trình kiểm định Cronbach's Alpha, phân tích nhân tố, phân tích hồi quy... mô hình nghiên cứu đã đưa ra chỉ có 5 nhóm yếu tố tác động đến mức độ quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM như sau: (1) Chính sách pháp luật của nhà nước; (2) Trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP; (3) Dự án phát triển CSHT và yếu tố kinh tế - xã hội; (4) Các yếu tố của nền kinh tế; và (5) Tác động của các thị trường có liên quan.

Thông kê mô tả cho thấy: Trong nhóm yếu tố liên quan đến chính sách pháp luật của Nhà nước, thì yếu tố “Hệ thống quản lý minh bạch dự án phát triển CSHT và nguồn vốn trái phiếu phát hành” và yếu tố “Khung pháp lý liên quan đến thị trường TPCQĐP” được đánh giá là tác động nhiều nhất đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM nhằm phát triển CSHT (3,21); nhóm yếu tố liên quan đến trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP, thì yếu tố “Giá giao dịch của trái phiếu trên thị trường” được đánh giá là tác động nhiều nhất (2,92); tương tự đối với các yếu tố khác...

Bảng 1. Mức độ ảnh hưởng của các yếu tố tác động đến mức độ quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM

(1 - không tác động; 2 - ít tác động; 3 - tác động trung bình; 4 - tác động nhiều; 5 - tác động rất nhiều)

Nhóm yếu tố	Mức độ tác động các biến	Mức đánh giá trung bình
A	a1 Khung pháp lý liên quan đến thị trường TPCQĐP.	3,21

	Chính sách pháp luật của Nhà nước	a2	Chính sách khuyến khích đầu tư và phát triển CSHT tại địa phương.	3,11
		a3	Hệ thống quản lí minh bạch dự án phát triển CSHT và nguồn vốn trái phiếu phát hành.	3,21
B	Trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP.	b1	Giá giao dịch của trái phiếu trên thị trường.	2,92
		b2	Phương thức thanh toán lãi.	2,81
		b3	Phương thức phát hành trái phiếu.	2,42
		b4	Các biện pháp phòng chống rủi ro phát hành trái phiếu của chính quyền địa phương.	2,84
		b5	Mức độ tín nhiệm của trái phiếu.	2,90
C	Dự án phát triển CSHT và yếu tố kinh tế - xã hội.	c1	Năng lực quản lí thực hiện dự án.	3,31
		c2	Hiệu quả kinh tế - xã hội của dự án.	3,38
		c3	Sự gia tăng dân số tại địa phương.	3,02
		c4	Nâng cao phúc lợi, mức sống cho dân cư từ CSHT.	3,11
		c5	Thúc đẩy sản xuất kinh doanh phát triển.	3,26
		c6	Nâng cao số lượng và chất lượng dịch vụ công.	3,06
D	Các yếu tố của nền kinh tế.	d1	Mức lạm phát.	3,83
		d2	Lãi suất thị trường.	3,37
		d3	Tác động của các dòng vốn trong nền kinh tế.	3,34
E	Tác động của các thị trường có liên quan.	e1	Sự phát triển của thị trường tài chính VN.	3,56
		e2	Ảnh hưởng của thị trường cổ phiếu.	3,49
		e3	Ảnh hưởng của trái phiếu.	3,51

Nguồn: Điều tra và tổng hợp của các tác giả.

5. Phân tích và kiểm định mô hình nghiên cứu đánh giá mức độ tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM

5.1. Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM

• Nhóm A - Chính sách pháp luật của Nhà nước:

Hệ thống chính sách pháp luật của Nhà nước liên quan đến TPCQĐP quy định việc phát hành trái phiếu, chủ thể phát hành trái phiếu, loại trái phiếu, lưu thông của trái phiếu, nghĩa vụ thuế, quyền và nghĩa vụ của các bên tham gia trong giao dịch mua bán trái phiếu... Như vậy có thể nói hệ thống pháp luật là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP. Song, thực tế thời gian qua cho thấy hệ thống chính sách pháp luật chưa tạo điều kiện tốt cho thị trường TPCQĐP phát triển. Đầu năm 1994, lần đầu tiên UBND TP.HCM đề xuất Bộ Tài chính cho phép phát hành thí điểm TPCQĐP để tài trợ cho dự án đường Nguyễn Tất Thành. Tổng vốn đầu tư của dự án là 41,8 tỉ đồng, trong đó 30 tỉ đồng được huy động dưới hình thức trái phiếu đô thị (TPĐT). Sau khi Nghị định 93/2001/NĐ-CP ngày 12/12/2001 về phân cấp quản lí một số lĩnh vực cho TP.HCM được ban hành vào năm 2001, trong đó cho phép TP.HCM được

huy động vốn thông qua phát hành TPCQĐP, khi đó TP.HCM mới có phương án huy động vốn TPCQĐP. Tuy nhiên, việc phát hành TPCQĐP để huy động vốn đầu tư CSHT chỉ thật sự bắt đầu khi Chính phủ ban hành Nghị định 141/2003/NĐ-CP ngày 20/11/2003 về việc phát hành TPCP, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, TPCQĐP và sau này đã được bổ sung, điều chỉnh và thay thế bằng Nghị định 01/2011/NĐ-CP ban hành ngày 05/01/2011. Theo đó, TP.HCM huy động mỗi năm 2.000 tỉ đồng từ phát hành trái phiếu vào các năm từ 2003 đến 2007, chủ yếu là huy động từ các tổ chức tài chính và ngân hàng thương mại. Năm 2009, năm đầu tiên TP.HCM phát hành TPĐT cho các công trình có nguồn thu, cụ thể là cho dự án Khu đô thị mới Thủ Thiêm với kế hoạch phát hành 4.000 tỉ đồng, thực tế huy động từ TPĐT đạt được 1.540 tỉ đồng. Hệ thống pháp luật về phát hành TPCQĐP được ban hành, điều chỉnh, bổ sung và hoàn thiện hơn là điều kiện cần thiết và là hành lang pháp lý cho các chủ thể phát hành TPCQĐP có hiệu quả, đúng pháp luật và tạo niềm tin cho các nhà đầu tư.

• *Nhóm B - Trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP:*

TPCQĐP là một công cụ nợ trên thị trường tài chính, xác nhận nghĩa vụ của nhà phát hành về việc trả nợ gốc và lãi vào một ngày xác định, về cơ bản có 2 loại TPCQĐP là: trái phiếu nợ chung (TPNC) và trái phiếu thu nhập (TPTN), lãi suất trái phiếu (TP) do chủ thể phát hành quyết định cho từng đợt phát hành. Từ năm 2003 đến năm 2007 trái phiếu được phát hành là TPNC và năm 2009 phát hành TPNC cho các công trình có nguồn thu của dự án khu đô thị mới Thủ Thiêm. Chủ thể phát hành là UBND TP.HCM và ủy quyền cho Quỹ đầu tư phát triển đô thị phát hành. Nguồn thanh toán vốn và lãi TPNC là từ ngân sách TP.HCM. Do đặc điểm và nguồn tài chính đảm bảo khả năng thanh toán của TPCQĐP TP.HCM, nên so với các loại trái phiếu khác trên thị trường thì TPCQĐP TP.HCM có mức độ an toàn cao. Tuy nhiên, người mua trái phiếu bên cạnh việc quan tâm đến lãi suất trái phiếu, giá cả thị trường trái phiếu còn đặc biệt quan tâm đến chủ thể phát hành trái phiếu, khả năng cân đối ngân sách TP.HCM cũng như khả năng hoàn trả nợ gốc và lãi của trái phiếu.

Bảng 2. Phát hành TPCQĐP TP.HCM

ĐVT: Tỉ đồng											
Năm	2 năm		3 năm		5 năm		10 năm		15 năm		Tổng giá trị
	Giá trị	Lãi suất	Giá trị	Lãi suất	Giá trị	Lãi suất	Giá trị	Lãi suất	Giá trị	Lãi suất	
2003	200	8,52%			1.800	9%					2.000
2004					1.600	8,5% -8,7%	400	9%			2.000
2005					1.035	9% -9,05%			965	9,55%	2.000
2006					850	8,8% -9,05%	525	9,15% -9,25%	625	9,25% -9,55%	2.000
2007					756	8,50%	742		502		2.000
2008											
2009			1.540	10 %							1.540
Tổng	200		1.540		6.041		1.667		2.092		11.540

Nguồn: Sở Tài chính TP.HCM

• *Nhóm C - Dự án phát triển CSHT và yếu tố kinh tế - xã hội:*

Đầu tư vào TPCQĐP ngoài mục tiêu kinh tế còn mục tiêu xã hội, các nhà đầu tư ngoài việc thu được lợi nhuận từ trái phiếu còn góp phần phát triển CSHT tại địa phương, nâng cao phúc lợi và mức sống cho dân cư, đồng thời tạo động lực phát triển kinh tế địa phương nói riêng, cả nước nói chung. Thời gian qua tại TP.HCM, vốn huy động từ TPCQĐP đã được ưu tiên đầu tư vào các dự án:

- Dự án thuộc những chương trình mục tiêu trọng điểm của TP.HCM.
- Dự án cải tạo lưới điện trên địa bàn TP.HCM.
- Dự án về xây dựng các khu, cụm công nghiệp trên địa bàn TP.HCM.
- Dự án về đền bù, giải tỏa, xây dựng các khu tái định cư cho người dân.
- Những dự án khác được UBND TP.HCM duyệt vay theo từng trường hợp cụ thể.

Nhà đầu tư TPCQĐP xem xét đến năng lực quản lý án dự để đảm bảo dự án triển khai đúng kế hoạch, đúng chất lượng; đồng thời dự án phải có hiệu quả kinh tế - xã hội, đặc biệt là CSHT xây dựng phải đồng bộ với kết cấu hạ tầng đô thị, hạ tầng giáo dục, y tế... nâng cao chất lượng dịch vụ công cho người dân.

• *Nhóm D - Các yếu tố của nền kinh tế:*

Sự phát triển của nền kinh tế, khả năng thu hút các dòng vốn sẽ tác động đến khả năng cạnh tranh cũng như quyết định lựa chọn danh mục đầu tư của các nhà đầu tư. Ngược lại, trong điều kiện lạm phát hoặc lãi suất thị trường gia tăng sẽ là cản trở lớn cho các chủ thể phát hành trái phiếu. Hay nói cách khác, lúc này các nhà đầu tư trái phiếu sẽ đòi hỏi tỉ suất lợi nhuận cao hơn, hoặc lãi suất trái phiếu phải cao hơn. Cụ thể như giai đoạn năm 2006-2007 hoặc 2009, khi thị trường tài chính nóng lên, mức sinh lợi đầu tư vào cổ phiếu hấp dẫn cũng như tính thanh khoản cao cho nên nhà đầu tư ít quan tâm đến trái phiếu, hoặc khi bị ảnh hưởng của khủng hoảng và suy thoái kinh tế, biến động về chỉ số lạm phát cao song lãi suất không điều chỉnh linh hoạt, kịp thời đã ảnh hưởng rất lớn đến kết quả đợt phát hành TPĐT năm 2009 của TP.HCM.

• *Nhóm E - Tác động của các thị trường có liên quan:*

Tính thanh khoản của trái phiếu chủ yếu phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường tài chính. Tuy nhiên, thị trường tài chính phát triển sẽ tạo nhiều hàng hoá cho thị trường, lại là “hàng hoá” cạnh tranh đối với TPCQĐP. Vì vậy, khi quyết định đầu tư vào TPCQĐP, nhà đầu tư đồng thời quan tâm đến khả năng thanh khoản của trái phiếu và khả năng sinh lợi của trái phiếu so với đầu tư vào các tài sản tài chính khác. Qua các đợt TP.HCM phát hành trái phiếu cho thấy, trong năm 2003, thị trường chứng khoán bất ổn định, điều này cũng có ảnh hưởng đến thị trường trái phiếu năm 2004, 2005. Từ năm 2006, 2007, sự nóng lên của thị trường cổ phiếu đã lấn áp hoàn toàn thị trường trái phiếu nói chung và thị trường TPĐT nói riêng. Các nhà đầu tư không còn quan tâm nhiều đến trái phiếu có mức sinh lời thấp và cố định, trong khi đó đầu tư vào cổ phiếu có tính thanh khoản và tỉ suất sinh lời cao. Trong năm 2003, đối tượng mua trái phiếu còn đa dạng, nhưng từ năm 2004 trở đi nhà đầu tư TPĐT chủ yếu là ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán... phương thức phát hành chủ yếu là bảo lãnh phát hành, các nhà đầu tư, tổ chức mua trái phiếu và ghim giữ cho đến khi đáo hạn.

5.2. Kiểm định mô hình nghiên cứu đánh giá các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM

Mô hình hồi quy bội được sử dụng để ước lượng các yếu tố tác động đến Quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM nhằm phát triển CSHT. Phương trình ước lượng có dạng tổng quát như sau:

$$F = \beta_0 + \beta_1 A + \beta_2 B + \beta_3 C + \beta_4 D + \beta_5 E$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc F: Mức độ quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM nhằm phát triển CSHT.

Các biến độc lập:

A: Nhóm các yếu tố liên quan đến chính sách pháp luật của nhà nước.

B: Nhóm các yếu tố liên quan đến trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP.

C: Nhóm các yếu tố liên quan đến dự án phát triển cơ sở hạ tầng và yếu tố kinh tế - xã hội.

D: Nhóm các yếu tố của nền kinh tế.

E: Tác động của các thị trường có liên quan.

Với β_0 : mức độ tác động của các nhân tố khác, ngoài các nhân tố chính trong mô hình.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: hệ số hồi quy cho biết mức độ quan trọng của các nhân tố ảnh hưởng đến Quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM.

Giả thuyết H_0 : $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$ (Mô hình không phù hợp)

H_1 : Có ít nhất một β_i khác 0 [với $i = 1 \rightarrow 5$] (Mô hình phù hợp)

Kiểm định mô hình

- *Xác định hệ số tin cậy Cronbach's Alpha*

Xác định hệ số tin cậy Cronbach's Alpha nhằm kiểm định các biến có ý nghĩa để đưa vào phân tích nhân tố, kết quả Cronbach's Alpha của các thành phần như sau:

Bảng 3. Xác định hệ số tin cậy Cronbach's Alpha

Các yếu tố	Hệ số Cronbach's Alpha	Số biến quan sát
Nhóm A	0,623	3
Nhóm B	0,933	5
Nhóm C	0,924	6
Nhóm D	0,635	3
Nhóm E	0,956	3
Nhóm F (Biến phụ thuộc)	0,609	3

Nguồn: Điều tra và tổng hợp của các tác giả.

Kết quả trên cho thấy, các biến trong từng thành phần có mối tương quan với nhau do hệ số tin cậy Cronbach's Alpha trong các thành phần đạt mức ý nghĩa lớn hơn 0,6.

- *Phân tích các yếu tố khám phá EFA*

Các biến đạt yêu cầu Cronbach's Alpha được đưa vào phân tích EFA nhằm đánh giá mức độ hội tụ của các biến quan sát thành phần để lựa chọn các nhân tố có ý nghĩa cho phân tích hồi

quy. Chỉ số dùng để phân tích sự thích hợp của phân tích nhân tố là KMO (Kaiser-Meyer-Olkin), trị số của KMO lớn (giữa 0,5 và 1) là điều kiện đủ để phân tích nhân tố thích hợp.

Bảng 4. Kiểm định KMO và Bartlett's

Giá trị thang đo KMO		0,687
Ước lượng Chi bình phương		3.565,346
Kiểm định Bartlett's	Df	190
Mức ý nghĩa Sig.		0,000

Nguồn: Điều tra và tổng hợp của các tác giả.

Bảng 5. Ma trận xoay nhân tố

	Thành phần				
	1	2	3	4	5
c5	0,907				
c1	0,851				
c3	0,839				
c6	0,786				
c2	0,768				
c4	0,711				
b2		0,920			
b4		0,901			
b5		0,883			
b1		0,866			
b3		0,752			
e1			0,946		
e3			0,936		
e2			0,894		
a2				0,714	
a3				0,709	
a1				0,561	
d3					0,804
d2					0,786
d1					0,651

Nguồn: Điều tra và tổng hợp của các tác giả.

Kết quả hệ số KMO là 0,687 và Sig. là 0,000 đạt giá trị hội tụ, các biến đặc trưng đều có hệ số tải nhân tố (FL) lớn hơn 0,5. EFA cho ra 5 thành phần nhân tố là các biến độc lập đưa vào mô hình hồi quy bội để kiểm định mô hình nghiên cứu.

- Kiểm định mô hình nghiên cứu

Kiểm định mô hình nghiên cứu bằng phương pháp hồi quy tổng thể các biến. Trong đó biến F (thuộc nhóm F) là biến phụ thuộc; các biến A, B, C, D, E (tương tự thuộc các nhóm A, B...) lần lượt là các biến độc lập. Kết quả hồi quy cho hệ số xác định điều chỉnh (Adjusted R-squared) R^2 là 0,721; kiểm định ANOVA (kiểm định F) có Sig.<0,05 nên các biến độc lập có tương quan tuyến tính với biến phụ thuộc, kết quả hệ số hồi quy như sau:

Bảng 6. Tóm tắt kết quả hồi quy

Mô hình	Hệ số chưa chuẩn hoá (B)	Hệ số chuẩn hoá (Beta)	Mức ý nghĩa (Sig.)
(hằng số)	8,472E-17		1,000
C	0,131	0,131	0,001
B	0,336	0,336	0,000
E	0,156	0,156	0,000
A	0,744	0,744	0,000
D	0,144	0,144	0,000

Ghi chú: Biến độc lập D, A, E, B, C; Biến phụ thuộc F

Kết quả tính toán cho thấy các hệ số hồi qui có Sig. $\leq 0,05$. Điều này chứng tỏ các biến độc lập đưa vào mô hình đều có ý nghĩa giải thích, ta chấp nhận giả thuyết H_1 , bác bỏ giả thuyết H_0 . Bên cạnh đó, để đánh giá mức độ phù hợp của mô hình, ta sử dụng hệ số xác định R^2 hoặc R^2 hiệu chỉnh. Hệ số này cho biết mức độ giải thích của mô hình hồi quy được xây dựng với tập dữ liệu nghiên cứu. Qua bảng kết quả mô hình hồi quy cho thấy hệ số R^2 hiệu chỉnh = 0,721 = 72,1%, điều này có nghĩa là 72,1% biến thiên của các chủ thể quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM nhằm phát triển CSHT sẽ được giải thích bởi các yếu tố là các biến độc lập đã được chọn đưa vào mô hình. Do đó, có thể kết luận đây là mô hình tương đối phù hợp. Hàm hồi quy được viết như sau:

$$F = 0,744A + 0,336 B + 0,131 C + 0,144 D + 0,156 E$$

6. Kết luận và thảo luận về mô hình nghiên cứu đánh giá các yếu tố tác động đến quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM

Kết quả của mô hình như trên cho ta thấy quyết định đầu tư vào TPCQĐP TP.HCM nhằm phát triển CSHT có quan hệ đồng biến với các yếu tố, trong đó mức độ ảnh hưởng của các biến được sắp xếp theo mức độ quan trọng giảm dần như sau: Nhóm yếu tố liên quan đến chính sách pháp luật của Nhà nước (nhóm A); Nhóm yếu tố liên quan đến trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP (nhóm B); Nhóm yếu tố tác động của các thị trường có liên quan (nhóm E); Nhóm yếu tố của nền kinh tế (nhóm D); Nhóm yếu tố liên quan đến dự án phát triển cơ sở hạ tầng và yếu tố kinh tế - xã hội (nhóm C).

Bảng 7. Vị trí quan trọng của các yếu tố

Biến độc lập	Giá trị tuyệt đối	Tỉ lệ %
Nhóm A	0,744	49,2%
Nhóm B	0,336	22,2%

Nhóm E	0,156	10,3%
Nhóm D	0,144	9,5%
Nhóm C	0,131	8,7%
Tổng số	1,510	100%

Như vậy, để tăng các chủ thể tham gia vào thị trường TPCQĐP TP.HCM nhằm phát triển thị trường này một cách có hiệu quả, huy động nguồn lực tài chính vào phát triển CSHT tại TP.HCM, yếu tố quan tâm hàng đầu cần hoàn thiện là cơ chế, chính sách pháp luật của Nhà nước, tạo hành lang pháp lý an toàn cho các chủ thể tham gia vào thị trường; thứ hai là quan tâm phát triển hàng hoá cho thị trường trái phiếu và nâng cao năng lực, hạn mức tín nhiệm của chủ thể phát hành TPCQĐP. Sự phát triển của các thị trường có liên quan, tăng trưởng ổn định của nền kinh tế và yếu tố khác liên quan đến dự án phát triển CSHT, yếu tố kinh tế - xã hội cũng tạo điều kiện thúc đẩy, phát triển thị trường TPCQĐP TP.HCM.

7. Một số gợi ý về chính sách nhằm tăng khả năng huy động vốn TPCQĐP TP.HCM vào phát triển CSHT

Nhằm huy động tối đa nguồn lực tài chính thông qua TPCQĐP TP.HCM vào phát triển CSHT, các tác giả đưa ra một số gợi ý về chính sách, trong đó tập trung vào 2 nhóm chính có ảnh hưởng nhiều nhất đến quyết định đầu tư vào trái phiếu, đó là: (1) Nhóm yếu tố liên quan đến chính sách pháp luật của Nhà nước; và (2) nhóm yếu tố liên quan đến trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP.

7.1. Nhóm yếu tố liên quan đến pháp luật, chính sách của Nhà nước

Một là, hoàn thiện các quy định pháp luật cho thị trường TPCQĐP.

Cần ban hành quy chế riêng cho thị trường TPCQĐP nhằm đẩy mạnh phát triển thị trường này nhưng vẫn đảm bảo vai trò quản lý của Nhà nước và quyền lợi của các chủ thể tham gia nhằm tạo môi trường pháp lý phù hợp với những đòi hỏi của thị trường, khả năng thích ứng với nền kinh tế. Khi xây dựng khung pháp lý cần đảm bảo các nguyên tắc sau:

- Xây dựng khung pháp lý cho việc hoạt động thị trường TPCQĐP phải đảm bảo tổ chức, vận hành hiệu quả thị trường vốn trung và dài hạn; quản lý tập trung thống nhất, đảm bảo quyền lợi cho các nhà phát hành và nhà đầu tư; tăng sự hấp dẫn của thị trường TPCQĐP để thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư.

- Khung pháp lý phát triển thị trường TPCQĐP phù hợp với các mục tiêu phát triển kinh tế của đất nước trong từng giai đoạn, đảm bảo vai trò quản lý của Nhà nước, thực hiện theo đúng chủ trương, đường lối mà Nhà nước đã đề ra.

Hai là, ban hành nghị định riêng về quy chế phát hành TPCQĐP để hướng dẫn việc niêm yết, giao dịch trái phiếu này trên thị trường chứng khoán.

Ba là, ban hành văn bản pháp lý về cơ chế quản lý nợ địa phương dựa vào luật quản lý nợ công và luật NSNN.

- Luật Quản lý nợ công vẫn chưa quy định được ngưỡng nợ công do vẫn chưa xây dựng được mô hình quản lý nợ công cho quốc gia một cách hoàn chỉnh mà chỉ dừng lại ở việc xác lập hệ số

để so sánh, đánh giá sự biến động của nợ quốc gia trong quá trình vay nợ và sử dụng các khoản vay; chỉ quy định chung bù đắp thâm hụt bằng các nguồn tài chính hợp pháp trong nước mà chưa đề ra được kế hoạch trả nợ cũng như các nguồn hợp pháp cụ thể là những nguồn nào.

- Trên cơ sở “ngưỡng nợ” để xây dựng chặt chẽ việc quản lý nợ tại mỗi địa phương trên nguyên tắc đảm bảo cơ sở tài chính vững mạnh và cơ cấu nợ công hợp lý trong mỗi giai đoạn phát triển địa phương, hiện nay mức vay nợ của các địa phương thấp, chủ yếu qua các quỹ hỗ trợ đầu tư địa phương hoặc tiếp nhận tiếp nhận nguồn vốn vay từ Trung ương. Vì vậy, khi phát triển hình thức vay nợ từ TPCQĐP thì cần có một cơ chế quản lý nợ địa phương để đảm bảo cân đối ngân sách địa phương trong việc trả nợ vay.

Bốn là, ban hành các văn bản để thi hành và hướng dẫn cụ thể đối với hoạt động Repo trái phiếu và các công cụ phái sinh cho thị trường TPCP nói chung và TPCQĐP nói riêng nhằm giúp đẩy mạnh các hoạt động giao dịch này trên thị trường.

7.2. Nhóm yếu tố liên quan đến trái phiếu và chủ thể phát hành TPCQĐP

Một là, phát triển đa dạng hàng hoá cho thị trường TPCQĐP.

Phát hành trái phiếu nhiều loại kỳ hạn, đa dạng hoá về lãi suất, hình thức, phương thức thanh toán lãi và gốc nhằm đem lại các lợi ích khác nhau cho nhà đầu tư và hoạt động của thị trường tài chính.

Hai là, khuyến khích, thu hút các nhà đầu tư vào thị trường TPCQĐP.

Thu hút các nhà đầu tư vào thị trường TPCQĐP như các ngân hàng thương mại, các quỹ bảo hiểm; xây dựng hệ thống thông tin công khai, minh bạch nhằm thu hút thêm các nhà đầu tư nước ngoài, thông tin và kế hoạch các đợt phát hành cần thông báo trên các phương tiện thông tin vào đầu năm hoặc cuối mỗi năm để người dân biết và các nhà đầu tư có kế hoạch về vốn để tham gia vào thị trường. Đồng thời việc sử dụng nguồn vốn TPCQĐP vào các dự án nào, tình hình giải ngân cũng cần phải công khai, minh bạch để tạo niềm tin nơi nhà đầu tư.

Ba là, phát triển thị trường TPCQĐP trên cơ sở gắn kết giữa thị trường chào bán sơ cấp với thị trường giao dịch thứ cấp; xây dựng đường cong lãi suất chuẩn cho thị trường trái phiếu nhằm tạo lãi suất tham chiếu cho hoạt động phát hành, giao dịch và đầu tư trên thị trường trái phiếu.

Bốn là, về phương thức thanh toán.

Tổ chức phát hành chịu trách nhiệm tổ chức mạng lưới đại lý thanh toán tương ứng với đại lý phát hành để đảm bảo thuận tiện cho việc thanh toán trái phiếu. Đến hạn thanh toán trái phiếu, Sở Tài chính làm thủ tục chuyển vốn cho tổ chức phát hành để chi trả cho chủ sở hữu trái phiếu. Tổ chức phát hành hoặc đại lý thanh toán trực tiếp thanh toán gốc, lãi trái phiếu cho chủ sở hữu khi đến hạn.

TPĐT là loại trái phiếu được niêm yết và giao dịch trên thị trường, nên đầu mỗi thực hiện thanh toán lãi và vốn gốc trái phiếu cho nhà đầu tư được thực hiện thống nhất qua đầu mối là Trung tâm Lưu ký sẽ thuận tiện, giảm chi phí cho nhà phát hành, cũng như nhà đầu tư trong thanh toán gốc và lãi trái phiếu. Về hình thức thanh toán trái phiếu, Trung tâm lưu ký trái phiếu thực hiện chuyển khoản thanh toán lãi và gốc vào tài khoản theo yêu cầu của chủ sở hữu.

Năm là, xây dựng bản cáo bạch phát hành.

Bản cáo bạch chính là một lời mời hay chào bán để nhà đầu tư đăng ký hoặc mua chứng khoán của nhà phát hành. Bản cáo bạch bao gồm mọi thông tin liên quan đến đợt phát hành. Do

đó, thông tin đưa ra trong Bản cáo bạch sẽ gắn với các điều khoản thực hiện lời mời hay chào bán. Đặc biệt, những thông tin liên quan đến tình hình kinh tế - xã hội, tài chính trong quá khứ và dự báo kinh tế - tài chính của địa phương trong tương lai, tiềm lực thu ngân sách, khả năng cân đối ngân sách, trả nợ trái phiếu hàng năm cần được minh bạch, thông tin đầy đủ và rõ ràng.

Sáu là, xây dựng hạng mức tín nhiệm đối với TPCQĐP.

Cần hợp tác với các tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp quốc tế nhằm học hỏi, tham khảo định mức tín nhiệm cho TPCP VN nói chung, TPCQĐP TP.HCM nói riêng. Trước mắt, khi chưa áp dụng phương pháp xếp hạng tín nhiệm TPCQĐP vẫn phải áp dụng các biện pháp xác định tín nhiệm phát hành hiện hữu. Tuy nhiên, cách xác định này chỉ mang tính tạm thời và đối với loại trái phiếu nợ chung. Trong dài hạn, để mở rộng khả năng khai thác kênh huy động vốn cho Chính quyền TP.HCM qua phát hành TPĐT cần phải hoàn thiện theo thông lệ quốc tế, chủ thể phát hành phải được công ty định mức tín nhiệm xếp hạng tín nhiệm. Dựa trên kết quả xếp hạng tín nhiệm giúp cho nhà phát hành phát huy được lợi thế so sánh so với các địa phương khác về năng lực kinh tế tài chính và quản lý, thu hút nhiều nhà đầu tư trong và ngoài nước đối với trái phiếu phát hành, do vậy đảm bảo cho các đợt phát hành trái phiếu thành công với lãi suất thấp. Đồng thời, việc xếp hạng tín nhiệm của công ty xếp hạng tín nhiệm sẽ là kênh cung cấp thông tin quan trọng đảm bảo tính khách quan, minh bạch và tin cậy cho nhà đầu tư khi quyết định đầu tư trái phiếu, đặc biệt, đối với các nhà đầu tư nước ngoài sẽ tham gia vào thị trường TPCQĐP trong tiến trình tự do hoá và quốc tế hoá thị trường tài chính.

Bảy là, nhà phát hành trái phiếu cần xác định danh mục nợ mục tiêu, các chi phí dài hạn và rủi ro xảy ra, tổ chức hoạt động thị trường niêm yết và giao dịch TPĐT, bỏ việc phát hành không định kỳ thay vào đó là các đợt phát hành định kỳ với các thông tin được công bố rộng rãi■

Ghi chú

- [1] Đối tượng được chọn điều tra là những người hiểu biết trong lĩnh vực tài chính, nhất là lĩnh vực trái phiếu, những người tư vấn cho các chủ đầu tư ra quyết định đầu tư vào TPCQĐP.
- [2] Theo nghiên cứu từ *Journal of Finance Research*, số mẫu điều tra và số biến tối ưu sử dụng để chạy hàm hồi quy là: Nếu đối tượng điều tra là doanh nghiệp thì $n \geq 30 + p$; nếu đối tượng điều tra là cá nhân thì $n \geq p \times 10$ (với n là số mẫu; p là số biến độc lập, $p < 20$); Ngoài ra, một khuyến cáo khác về cỡ mẫu trong phân tích nhân tố cho rằng ít nhất số mẫu quan sát bằng 4 hay 5 lần số biến trong phân tích nhân tố. (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008), *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*, NXB Hồng Đức, tập 2, tr.31). Bài nghiên cứu được các tác giả điều tra 180 mẫu được cho là đại diện cho tổng thể và phù hợp để phân tích nhân tố, thiết lập và xây dựng hàm hồi quy.
- [3] Yutaka TanaKa (2011), *Local Bond in Japan*, Institute for Comparative Studies in Local Governance (COSLOG), Kagawa University.
- [4] HFIC: là Công ty đầu tư tài chính nhà nước TP.HCM được UBND thành phố ủy quyền thực hiện toàn bộ các nghiệp vụ trong quy trình phát hành TPĐT TP.HCM theo quy định.
- [5] Theo khoản 3 điều 2 chương 1 của Nghị định 01/2011 ban hành ngày 05/11/2011.
- [6] Nghị định số 01/2011/NĐ-CP ngày 05/01/2011.

Tài liệu tham khảo

Alison Harwood, *Building Local Bond Markets - an Asian Perspective*.

Đinh Thế Hiển (2002), *Một số giải pháp trong việc sử dụng TPĐT ở TP.HCM*, bài tham luận tại Hội thảo “TPĐT ở VN: Triển vọng và phương thức phát hành”.

- James Leigland, *Accelerating Municipal Bond Market Development in Emerging Economies: An Assessment of Strategies and progress*, www.rti.org.cid.
- Michael E. Porter (1998), *Competitive Strategy – Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York, USA.
- Nguyễn Mạnh Kiểm (2009), *Báo cáo hội thảo Hiệu quả đầu tư từ nguồn vốn nhà nước: Thực trạng và giải pháp*.
- Nguyễn Đình Tài & Lê Thanh Tú (2010), “Nâng cao hiệu quả đầu tư công ở VN”, *Tạp chí Tài chính*: số tháng 04/2010, tr.21-24.
- Nguyễn Ngọc Thanh & Trần Mạnh Kiên (2002), *Một số chính sách thúc đẩy thị trường TPĐT ở VN*, bài tham luận tại Hội thảo “TPĐT ở VN: Triển vọng và phương thức phát hành”.
- Petersen, George E. (2000), *Building Local Credit Systems*, World Bank.
- Petersen, George E. (Nov.19-20,2002), *Bank or Bond: Building a Municipal Credit Market*, ADB Conference on Local Government Finance and Bond Financing.
- Phạm Phan Dũng (2002), *Triển vọng phát triển TPĐT ở VN*, bài tham luận tại Hội thảo “TPĐT ở VN: Triển vọng và phương thức phát hành”.
- Trần Đắc Sinh (2002), *Định mức tín nhiệm tại VN*, NXB TP.HCM.
- Trần Đắc Sinh (2004), *Huy động vốn đầu tư CSHT qua TTCK*, NXB Tổng hợp TP.HCM.
- Steiss, Alan Water, *Local Government Finance: Capital Facilities Planning and Debt Administration*, University of Michigan.
- UBND TP.HCM (2012), *Quy hoạch tổng thể phát triển kinh tế - xã hội TP.HCM đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2025*.
- Yutaka TanaKa (2011), *Local Bond in Japan*, Institute for Comparative Studies in Local Governance (COSLOG), Kagawa University.