

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NỢ TÍN DỤNG NGÂN HÀNG DÀI HẠN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH SẢN XUẤT CHẾ BIẾN THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

LÊ PHƯƠNG DUNG* & NGUYỄN THỊ NAM THANH**

Bài báo này sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính quý I/2007 đến quý IV/2011 của 39 doanh nghiệp (DN) ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán VN để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ tín dụng ngân hàng dài hạn của các doanh nghiệp này. Bài báo sử dụng mô hình dữ liệu bảng động với cách tiếp cận theo hai phương pháp: mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effects Method - FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effects Method - REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy nợ tín dụng ngân hàng dài hạn của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động kinh doanh, cơ cấu tài sản và khả năng thanh khoản; có mối quan hệ nghịch chiều với quy mô DN, rủi ro tín dụng và tỉ lệ nợ dài hạn của kì trước đó.

***Từ khóa:** Nợ tín dụng ngân hàng dài hạn, ngành sản xuất chế biến thực phẩm, nhân tố ảnh hưởng, mô hình động.*

1. Đặt vấn đề

Xác định một tỉ lệ nợ dài hạn ngân hàng cho DN là vấn đề quan trọng không chỉ đối với nhà quản trị mà còn đối với các nhà hoạch định tài chính nhằm xây dựng cấu trúc nợ hợp lý nhất. Cấu trúc nợ hợp lý sẽ vừa đảm bảo khả năng thanh khoản vừa tận dụng hiệu ứng tích cực của đòn cân nợ, góp phần gia tăng giá trị DN.

Đã có nhiều nghiên cứu về cấu trúc nợ và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc nợ từ trước đến nay, đặc biệt là ở các nước phát triển như: Nghiên cứu của Shane A. Johnson (1997) và nghiên cứu của Florian Peters (2004). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực nghiệm thường không đồng nhất tùy theo phạm vi nghiên cứu và phương pháp áp dụng trong xử lý mô hình. Theo đó, nghiên cứu này tiếp tục phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc nợ của DN theo hướng phát triển mối quan hệ giữa mô hình lý thuyết và kết quả thực nghiệm. Cụ thể, tác giả tập trung vào nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến nợ tín dụng ngân hàng dài hạn của DN trong ngành sản xuất chế

biến thực phẩm niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX).

2. Cơ sở lý thuyết về nợ tín dụng và các nhân tố ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ tín dụng ngân hàng của DN

2.1. Nợ tín dụng ngân hàng và các lý thuyết về nợ tín dụng của DN

Có thể thấy sự phát triển của các DN ở VN trong thời gian qua có sự đóng góp không nhỏ của hệ thống ngân hàng. Vốn vay ngân hàng tạo điều kiện cho các DN đầu tư xây dựng cơ bản, mua sắm máy móc thiết bị cải tiến phương thức kinh doanh, góp phần thúc đẩy quá trình phát triển sản xuất kinh doanh được liên tục đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của DN.

Lý thuyết tài chính DN tiếp cận theo hướng hiện đại bắt đầu với lý thuyết không liên quan cấu trúc tài chính của Modigliani và Miller (1958), theo đó bất chấp việc phân chia cơ cấu vốn của công ty thành

nợ, vốn cổ phần hay bất cứ nguồn vốn nào khác vẫn có một sự chuyển đổi trong giá trị đầu tư khiến cho giá trị công ty vẫn không đổi cho dù cơ cấu vốn của công ty thay đổi. Hay nói cách khác, cơ cấu giữa nợ và vốn chủ sở hữu không làm thay đổi giá trị công ty. Vì tài trợ bằng nợ tín dụng rẻ hơn vốn cổ phần do lãi suất mà DN trả cho chủ nợ được miễn thuế (thuế được đánh sau lãi vay), nên một DN sử dụng nợ sẽ có khả năng tạo được kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn 100% vốn cổ phần do tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế của nợ. Trên thực tế không phải giá trị DN tăng mãi khi tỉ suất nợ gia tăng, bởi vì khi gia tăng việc sử dụng nợ sẽ gia tăng chi phí tài chính, gia tăng khả năng phá sản và sẽ làm giảm giá trị DN do đó lí thuyết cân đối vốn cho rằng cấu trúc tài chính tối ưu là cấu trúc đòi hỏi phải cân bằng giữa lợi ích do sử dụng nợ và chi phí tài chính. Bên cạnh đó, lí thuyết trật tự phân hạng lại cho rằng nếu một DN phải sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài thì nhà quản trị sẽ ưu tiên sử dụng nợ tín dụng trước, sau đó là phát hành trái phiếu và giải pháp cuối cùng là phát hành cổ phiếu thường. Trật tự này phản ánh động cơ của nhà quản trị tài chính là duy trì sự kiểm soát DN, giảm chi phí và tránh được những phản ứng của thị trường chứng khoán.

2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ tín dụng ngân hàng của DN

Đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc nợ của DN tại các nước phát triển, những nhân tố được xác định phổ biến bao gồm:

2.2.1. Quy mô DN

Nghiên cứu của Berlin và Loeys (1988) cho rằng các DN lớn có chi phí đại diện của việc ủy quyền giám sát cho ngân hàng, chi phí kiểm soát thấp, ít chênh lệch thông tin hơn với các DN khác thường có xu hướng sử dụng nợ tín dụng ngân hàng nhiều hơn. Theo Fama (1985) và Nakamura (1989) thì các DN nhỏ thường sử dụng nợ tín dụng ngân hàng bởi vì những DN này sẽ có lợi thế giảm được chi phí thông tin, chi phí giám sát vì ngân hàng có thể thu thập được thông tin thông qua các giao dịch trên tài khoản của DN.

2.2.2. Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Hiệu quả hoạt động kinh doanh được đo lường theo các chỉ tiêu: tỉ suất lợi nhuận trên doanh thu, tỉ

suất sinh lời tài sản (ROA) và tỉ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE). Theo lí thuyết trật tự phân hạng thì các nhà quản lí thích tài trợ cho các dự án bằng nguồn vốn từ nội bộ hơn, sau đó mới đến nguồn vốn từ bên ngoài, có nghĩa là các DN có tỉ suất sinh lời cao sẽ có tỉ lệ nợ tín dụng thấp. Theo quan điểm của Modigliani & Miller thì các DN có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao hơn sẽ có động cơ tăng lượng nợ nhiều hơn để được khấu trừ chi phí lãi vay.

2.2.3. Cơ cấu tài sản

Được đo lường bằng giá trị tài sản cố định trên tổng tài sản. Tài sản cố định hữu hình vừa có ý nghĩa về giá trị thế chấp cho các khoản vay từ các tổ chức tín dụng, vừa hàm chứa một nguy cơ rủi ro lớn do tác động của đòn cân định phí. Theo nghiên cứu của Johnson (1997), giá trị tài sản thế chấp phụ thuộc trực tiếp vào giá trị thanh khoản của tài sản đó và kết quả nghiên cứu cho thấy tỉ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản có mối quan hệ thuận chiều tỉ suất nợ. Trong khi đó, nghiên cứu của Florian Peters (2004) lại cho thấy một mối quan hệ ngược chiều giữa tỉ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản và tỉ trọng nợ ngân hàng trên tổng nợ.

2.2.4. Khả năng thanh khoản

Tính thanh khoản có tác động thuận chiều hoặc ngược chiều đến quyết định sử dụng nợ tín dụng của DN. Một mặt, các DN có hệ số thanh khoản cao có thể sử dụng nhiều nợ tín dụng do DN có thể trả các khoản nợ khi đến hạn. Mặt khác, các DN có nhiều tài sản có tính thanh khoản cao có thể sử dụng các tài sản này tài trợ cho các khoản đầu tư của mình mà không cần sử dụng đến nợ tín dụng, do đó, khả năng thanh khoản của DN có quan hệ nghịch chiều với nợ tín dụng.

2.2.5. Cơ hội tăng trưởng

Được đo lường qua tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản. Hầu hết các quan điểm tài chính cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa tốc độ tăng trưởng và tỉ lệ nợ, lý do là các DN có tốc độ tăng trưởng cao thường đi đôi với các rủi ro phá sản cao nên tỉ lệ nợ thấp.

2.2.6. Danh tiếng của DN

Danh tiếng của DN được đo lường thông qua độ tuổi của DN và hình thức sở hữu DN (DN đó có vốn đầu tư của Nhà nước hay không). Theo kết quả

nghiên cứu thực nghiệm của Diamond (1991), những DN trẻ, quy mô nhỏ, danh tiếng thấp thường sử dụng nợ ngân hàng bởi vì đối với họ, việc vay mượn thông qua phát hành cổ phiếu khá khó khăn. Những DN này có động cơ duy trì những thành tích tốt trong quá khứ từ đó nâng cao độ tín nhiệm và có thể nhận được những ưu đãi lãi suất từ ngân hàng. Kết quả nghiên cứu của Pierre Pessarossi và Laurent Weill (2011) cho thấy các DN nhà nước có xu hướng sử dụng nợ tín dụng nhiều hơn là phát hành cổ phiếu.

2.2.7. *Rủi ro tín dụng*

Được đo lường qua chỉ tiêu đòn bẩy (tính theo công thức Nợ phải trả trên tổng tài sản). Nghiên cứu của Merton (1974) và Johnson (1997) nhấn mạnh tầm quan trọng của đòn bẩy như một nhân tố quyết định đối với rủi ro tín dụng của DN và kết quả thực nghiệm cho thấy rằng đòn bẩy có tác động ngược chiều đến quyết định sử dụng nợ tín dụng của DN.

Bảng 1. Tóm tắt các nhân tố tác động đến lựa chọn nợ tín dụng ngân hàng của DN

Biến giải thích	Dấu tác động theo lý thuyết
Quy mô DN	+/-
Hiệu quả hoạt động kinh doanh	+/-
Cơ cấu tài sản	+/-
Khả năng thanh khoản	+/-
Cơ hội tăng trưởng	-
Danh tiếng DN	-
Rủi ro tín dụng	-

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. *Dữ liệu nghiên cứu*

Dựa vào số liệu Báo cáo tài chính từ quý I/2007 đến quý IV/2011 của 39 DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX được công bố trên trang website www.vietstock.vn

3.2. *Mã hóa biến nghiên cứu*

Bảng 2. Định nghĩa các biến trong mô hình

Biến độc lập	Quy mô DN	
	X ₁	Logarit tự nhiên của Tổng doanh thu
	X ₂	Logarit tự nhiên của Vốn chủ sở hữu
	X ₃	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản
	Hiệu quả hoạt động kinh doanh	
	X ₄	Tỉ suất sinh lời tài sản (ROA)
	X ₅	Tỉ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)
	X ₆	Tỉ suất lợi nhuận trên doanh thu
	Cơ cấu tài sản	
	X ₇	Tài sản cố định trên tổng tài sản
	Khả năng thanh khoản	
	X ₈	Khả năng thanh khoản hiện hành
Biến phụ thuộc	Cơ hội tăng trưởng	
	X ₉	Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản
	Danh tiếng của DN	
	X ₁₀	DN có vốn đầu tư của nhà nước (1: mã hóa cho DN có vốn đầu tư của nhà nước; 0: mã hóa cho DN không có vốn đầu tư của nhà nước)
	X ₁₁	Độ tuổi của DN
	Rủi ro tín dụng	
	X ₁₂	Đòn bẩy
Biến phụ thuộc	Cấu trúc nợ	
	Y ₁	Nợ dài hạn ngân hàng trên nợ phải trả
	Y ₂	Nợ dài hạn ngân hàng trên tổng tài sản

3.3. *Phương pháp nghiên cứu*

Mô hình bảng động được mô tả bởi sự hiện diện của các giá trị quá khứ của biến hồi quy. Trong phân tích hồi quy liên quan đến số liệu chuỗi thời gian, nếu mô hình hồi quy không chỉ bao gồm các giá trị hiện tại mà còn bao gồm các giá trị trễ (giá trị quá khứ) của các biến độc lập (các biến X), mô hình đó

được gọi là mô hình phân phối trễ. Nếu trong số các biến giải thích của mô hình bao gồm một hay nhiều giá trị trễ của biến phụ thuộc, mô hình được gọi là mô hình tự hồi quy. Như vậy, ta có:

$$Y_{it,t} = a_i + \beta_i X_{i,t} + \beta_i X_{i,t-k} + u_{it}$$

Phương trình trên tiêu biểu cho một mô hình phân phối trễ, trong khi phương trình sau:

$$Y_{it,t} = a_i + \beta_i X_{i,t} + \gamma Y_{i,t-k} + u_{it}$$

là ví dụ về một mô hình tự hồi quy (trong đó γ là một lượng vô hướng, k là số thời điểm lùi về trước đó).

Y_{it} : biến phụ thuộc, X_{it} : biến độc lập

i : thực thể (DN), t : thời gian (quý)

a : hệ số chặn

β_i : hệ số góc đối với nhân tố X_i

u_{it} : phần dư

Việc sử dụng mô hình động được giải thích là do những thay đổi trong chính sách của DN hầu như không bao giờ xảy ra tức thời mà phải trải qua quá trình ứng dụng, thực thi trong một khoảng thời gian nào đó mới nhận biết được những ảnh hưởng mà chính sách mới đem lại. Vì thế, mô hình băng động được sử dụng để xem xét đến những tác động trễ này. Tỷ lệ vay nợ kỳ này có thể phụ thuộc một phần nào đó vào tỷ lệ vay nợ của kỳ trước đó hoặc các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động, hiệu quả tài chính của DN trong kỳ trước, theo đó, ngân hàng sẽ dựa trên tỷ lệ vay nợ của những kỳ trước và năng lực trả nợ của DN để xem xét có nên cho DN vay vốn hay không.

• Đối với mô hình tự hồi quy (mô hình bao gồm các giá trị trễ của biến phụ thuộc), ta có mô hình dữ liệu tuyến tính như sau:

$$Y_{it} = a_i + \beta X_{it} + u_{it}$$

Trong điều kiện lý tưởng, tỷ lệ nợ quan sát của DN tại thời điểm t (Y_{it}), bằng với tỷ lệ nợ tối ưu $Y_{it}^* = Y_{it}$. Trong thiết lập động, điều này ngụ ý rằng sự thay đổi trong tỷ lệ nợ thực tế từ trước đến giai đoạn hiện nay cần được cân bằng một cách chính xác với sự thay đổi được yêu cầu cho công ty để được ở tối ưu tại thời điểm t , tức là:

$$Y_{it} - Y_{i,t-k} = Y_{it}^* - Y_{i,t-k}^*$$

Quá trình này có thể được đại diện bằng cách sử dụng mô hình điều chỉnh sau:

$$Y_{it} - Y_{i,t-k} = \lambda (Y_{it}^* - Y_{i,t-k}) \quad (1)$$

Trong đó, Y_{it}^* là tỷ lệ nợ mục tiêu ước tính từ phương trình, và λ là tham số điều chỉnh

Nếu $\lambda = 1$, sự điều chỉnh được thực hiện trong vòng k giai đoạn và DN sẽ đạt tỷ lệ nợ mục tiêu tại thời điểm t . Nếu $\lambda < 1$ thì sự điều chỉnh từ thời điểm $t-k$ đến thời điểm t sẽ rút ngắn để đạt được mục tiêu. Nếu $\lambda > 1$ thì công ty dù có điều chỉnh thế nào thì vẫn không thể đạt tỷ lệ nợ tối ưu.

Sau khi được điều chỉnh; phương trình (1) có thể viết lại như sau:

$$Y_{it} = (1 - \lambda)Y_{i,t-k} + \lambda Y_{it}^*$$

Trong đó λ có thể được xem như tốc độ của sự điều chỉnh và theo cách này, λ càng lớn thì điều chỉnh càng nhanh.

• Đối với mô hình phân phối trễ (mô hình bao gồm giá trị trễ của biến độc lập)

Giả sử Y_t là tỷ lệ nợ quan sát của DN tại thời điểm t , X_t^* là giá trị kỳ vọng của một nhân tố và X_t là giá trị thực tế của nhân tố đó. Y_t được giả sử là không liên quan đến X_t mà liên quan đến X_t^* , vì vậy ta có phương trình:

$$Y_{it} = a_i + \beta X_{it}^* + u_{it} \quad (2)$$

Thực tế, bởi vì X_t^* có đặc trưng là không thể quan sát được và không có dữ liệu về nó vì vậy chúng ta cần giả sử rằng DN có sự thay đổi trong giá trị kỳ vọng của nhân tố, sự thay đổi này được mô tả như sau:

$$X_{it}^* - X_{i,t-k}^* = \lambda (X_{it}^* - X_{i,t-k}^*) \quad 0 < \lambda < 1 \quad (3)$$

Sau khi điều chỉnh, phương trình (3) trở thành

$$X_{it}^* = \lambda X_{i,t-k}^* + (1 - \lambda)X_{it}^* \quad (4)$$

Từ phương trình (2), tìm X_t^* theo Y_t , thay vào phương trình (4) và sắp xếp lại số hạng ta được mô hình

$$Y_t = a_i \lambda + (1 - \lambda)Y_{i,t-k} + \lambda \beta X_{i,t-k} + u_{it} - (1 - \lambda)u_{i,t-k}$$

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 Y_{i,t-k} + \beta_3 X_{i,t-k} + v_{it}$$

$$\text{Trong đó, } \beta_1 = a_i \lambda, \beta_2 = 1 - \lambda \text{ và } v_{it} = u_{it} - (1 - \lambda)u_{i,t-k}$$

Với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến các biến giải thích, phương pháp FEM cho phép có các hệ số chặn khác nhau cho mỗi thực thể nhằm tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt ra khỏi các biến giải thích để có

thể ước lượng những ảnh hưởng thực của biến giải thích lên biến phụ thuộc.

Phương pháp REM dựa vào giả thuyết rằng sự khác biệt giữa các thực thể được chứa đựng trong phần sai số ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích.

Kiểm định Hausman nhằm lựa chọn phương pháp FEM hay REM phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu, với giả thiết:

H_0 : FEM và REM không khác biệt đáng kể

Với $(\text{Prob} > \chi^2) < 0,05$, bác bỏ H_0

Nếu bác bỏ H_0 , ta kết luận mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên không phù hợp và trong trường hợp này FEM được lựa chọn sử dụng.

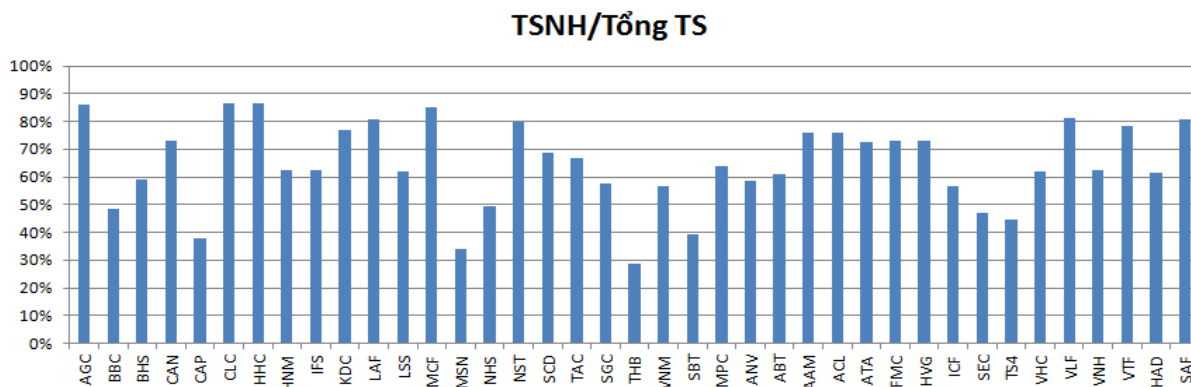
4. Đặc điểm cấu trúc nợ của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm

4.1. Cấu trúc tài sản của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm trong giai đoạn 2007-2011

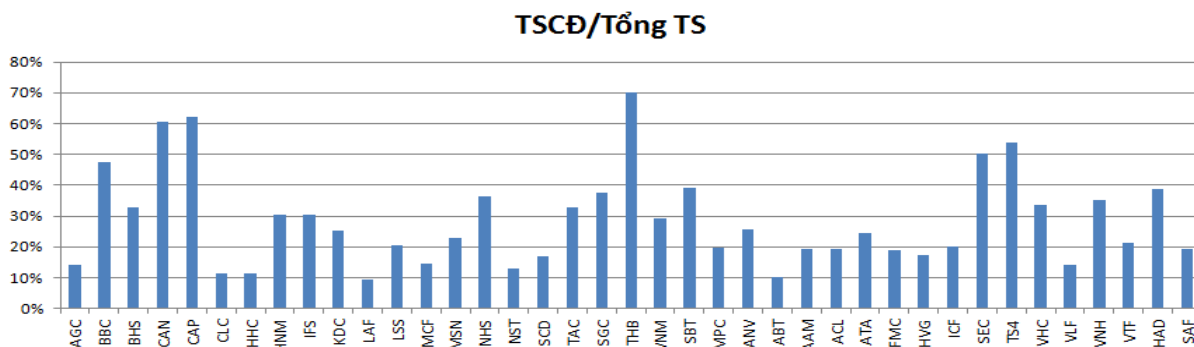
Tình hình phân bổ vào hai loại tài sản chủ yếu là tài sản ngắn hạn và tài sản cố định dựa trên số liệu thống kê từ bảng cân đối kế toán của 39 DN nghiên cứu trong giai đoạn 2007-2011 được phản ánh trong đồ thị sau (Hình 1).

Do đặc điểm ngành nghề kinh doanh nên hầu hết các DN trong ngành có tỉ trọng tài sản ngắn hạn lớn (trên 50%), qua đó có thể dự đoán các DN trong ngành có tỉ lệ tài sản ngắn hạn cao sẽ có xu hướng tài trợ thông qua vay ngắn hạn.

Trong cơ cấu tài sản dài hạn của các công ty chủ yếu là tài sản cố định chiếm tỉ trọng lớn nhất, còn lại là chi phí xây dựng cơ bản dở dang và các khoản đầu tư tài chính dài hạn. Tài sản cố định của các DN trong ngành bao gồm: nhà xưởng, máy móc thiết bị, dụng cụ phục vụ cho hoạt động sản xuất chế biến thực phẩm. Hình 1 cho thấy ngoại trừ một số công ty như CLC, HHC, LAF, ABT... có tỉ trọng tài sản cố định ở mức thấp (khoảng 10%-20%) thì phần lớn



Hình 1. Tỉ trọng đầu tư bình quân vào tài sản ngắn hạn của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm giai đoạn 2007-2011



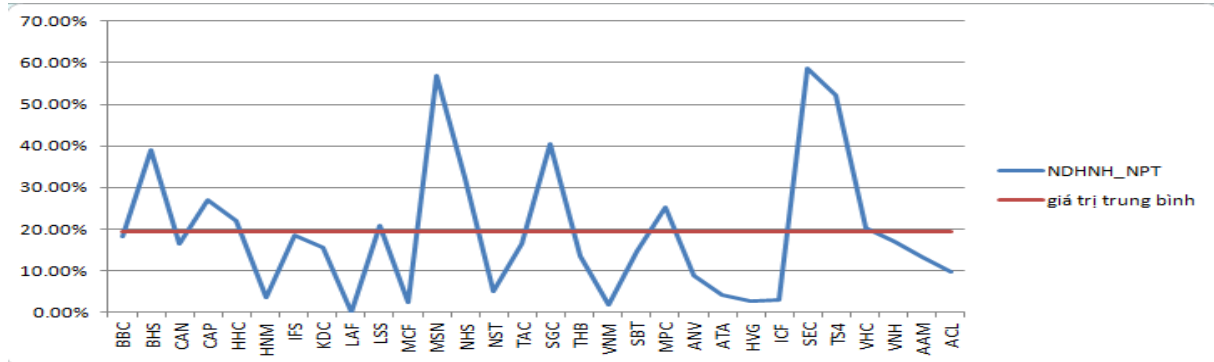
Hình 2. Tỉ trọng đầu tư bình quân vào tài sản cố định của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm giai đoạn 2007-2011

các DN trong ngành đều có tỉ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản ở mức cao (trong khoảng từ 30%-70%), tiêu biểu là THB với tỉ trọng tài sản cố định là 70% và CAN, CAP với tỉ trọng tài sản cố định là 60%.

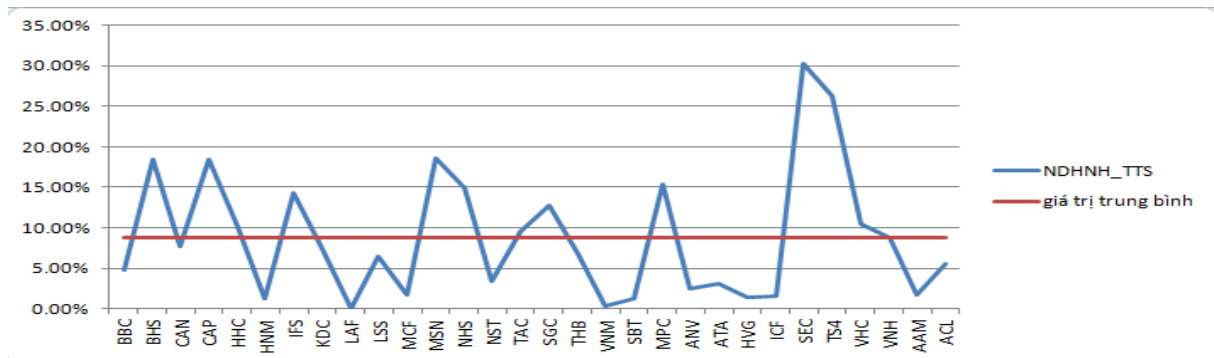
4.2. Tỉ lệ nợ dài hạn bình quân của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm trong giai đoạn 2007-2011

ngân hàng dài hạn. Chỉ có 12 DN có tỉ suất nợ dài hạn ngân hàng trên tổng tài sản bình quân cao hơn giá trị trung bình, tiêu biểu là CAP 18%, MSN 19%, các DN còn lại có tỉ suất này tương đối thấp.

4.3. Cơ cấu nợ phải trả của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm trong giai đoạn 2007-2011



Hình 3. Nợ dài hạn ngân hàng trên Nợ phải trả bình quân của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm giai đoạn 2007-2011

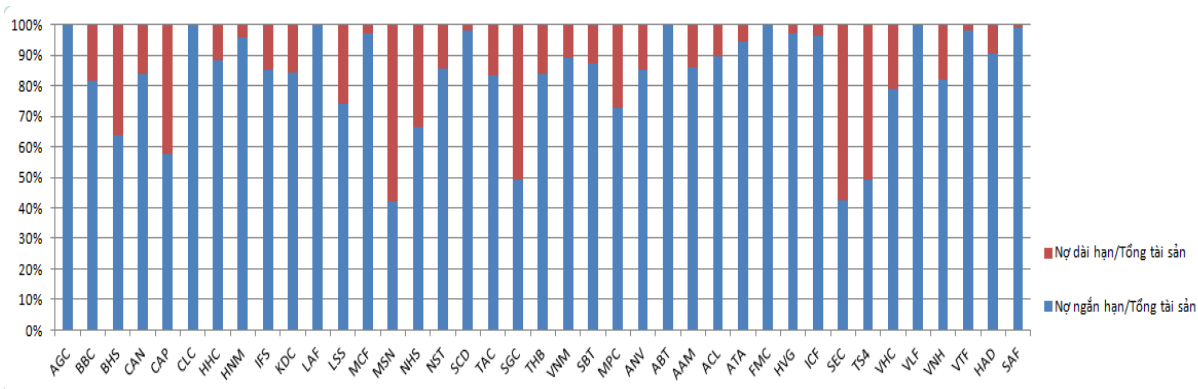


Hình 4. Nợ dài hạn ngân hàng trên Tổng tài sản bình quân của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm giai đoạn 2007-2011

Trong tổng số 39 DN nghiên cứu, chỉ có 13 DN có tỉ lệ Nợ dài hạn ngân hàng trên Nợ phải trả lớn hơn 20%, tiêu biểu như SEC 59% và MSN 58%, số DN còn lại thì Nợ dài hạn ngân hàng chiếm tỉ trọng nhỏ, một số DN có tỉ lệ này rất nhỏ như VNM 2% hay LAF 1%.

Giá trị trung bình của tỉ suất nợ dài hạn ngân hàng trên Tổng tài sản bình quân của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm là 9% trong đó có sự khác biệt khá lớn giữa các DN. Giá trị này cho thấy các DN trong ngành ít chịu áp lực về nợ tín dụng

Có thể thấy các DN đều sử dụng phần lớn các khoản vay ngắn hạn. Tỉ lệ nợ dài hạn trung bình thấp cho thấy các DN khó có thể tiếp cận được nguồn vốn vay dài hạn bởi hầu hết các ngân hàng có xu hướng cho vay nợ ngắn hạn hơn dài hạn. Nguyên nhân thứ hai là do thị trường chứng khoán VN vẫn còn nhiều bất ổn nên các DN vẫn còn gặp khó khăn trong việc huy động vốn từ bên ngoài. Do đó, các DN vẫn phải sử dụng chủ yếu là nguồn vốn vay ngắn hạn từ ngân hàng để phục vụ cho nhu cầu về tài sản lưu động hay hỗ trợ thanh khoản.



Hình 5. Cơ cấu nợ tín dụng bình quân của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm giai đoạn 2007-2011

5. Kết quả nghiên cứu

Sau khi phân tích tương quan để kiểm định mối quan hệ giữa các biến, để đánh giá mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến tỉ suất nợ dài hạn của các DN, cần phải lựa chọn các biến theo nguyên tắc: Mỗi nhân tố chỉ chọn một biến đại diện có quan hệ chặt chẽ nhất với tỉ suất nợ dài hạn, nếu hai biến trong cùng một nhân tố có tương quan chặt chẽ với tỉ suất nợ dài hạn thì sẽ chọn biến có quan hệ chặt chẽ hơn.

Kết quả kiểm định Hausman cho giá trị P-value = 0,0000 < 0,05 đối với mô hình hồi quy của biến Y_1 và Y_2 nên phương pháp FEM là lựa chọn phù hợp để thể hiện ảnh hưởng của các nhân tố đến lựa chọn nợ tín dụng dài hạn của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm.

Bảng 3. Tóm tắt kết quả nghiên cứu mô hình nợ dài hạn ngân hàng

	Y_1	Y_2
X_3		-0,0686*** (0,0353)
$X_{4,t-4}$	0,2740** (0,1369)	0,0397 (0,0633)
X_7	0,4668* (0,0837)	0,2224* (0,0440)
X_8	0,0121** (0,0054)	-0,0004 (0,0025)
X_9		0,0016 (0,0040)
X_{11}		
X_{12}	-0,2658*	

(0,0560)

X_{12}		
$Y_{i,t-4}$	-0,0023 (0,0565)	-0,1011*** (0,0516)
C	0,1161* (0,0284)	0,8267*** (0,4267)

(*) hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 1\%$

(**) hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$

(***) hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$

Nợ dài hạn NH/Nợ phải trả	$Y_1 = 0,12 + 0,27X_{4,t-4} + 0,47X_{7t} + 0,01X_{8t} - 0,27X_{12t}$
Nợ dài hạn NH/Tổng tài sản	$Y_2 = 0,83 - 0,07X_{3t} + 0,22X_{7t} - 0,1Y_{2,t-4}$

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy việc sử dụng nợ tín dụng ngân hàng dài hạn có mối quan hệ tỉ lệ thuận với các nhân tố hiệu quả hoạt động kinh doanh, cơ cấu tài sản, khả năng thanh khoản và có quan hệ nghịch chiều với quy mô và rủi ro tín dụng của DN và không có mối quan hệ với tốc độ tăng trưởng tài sản và danh tiếng DN. Tỉ lệ nợ dài hạn ngân hàng của các DN kì này cũng chịu ảnh hưởng của tỉ lệ nợ dài hạn ngân hàng kì trước do vậy, cần thiết phải điều chỉnh để đạt được tỉ lệ nợ hợp lí.

6. Kết luận và kiến nghị đối với các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm

Kết quả nghiên cứu đã làm rõ ảnh hưởng của các nhân tố đến việc sử dụng nợ tín dụng ngân hàng dài hạn của các DN ngành sản xuất chế biến thực phẩm, góp phần tạo tiền đề cho việc xác định tỉ lệ nợ hợp

lí, trong đó cân đối giữa tỉ lệ nợ tín dụng ngắn hạn và dài hạn ngân hàng của DN. Tỉ lệ nợ hợp lí sẽ giúp DN giảm được áp lực thanh toán nợ ngắn hạn, đảm bảo khả năng thanh khoản đồng thời sử dụng hiệu quả đòn cân nợ, ảnh hưởng của lá chắn thuế giúp nâng cao hiệu quả kinh doanh, gia tăng giá trị DN.

Cơ cấu tài sản, rủi ro tín dụng và hiệu quả hoạt động kinh doanh là ba nhân tố có tác động mạnh mẽ nhất đến nợ tín dụng ngân hàng dài hạn của DN. Tài sản cố định đóng vai trò quan trọng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của DN, nó có khả năng thế chấp cho các khoản vay, làm giảm thiệt hại cho các chủ nợ khi DN không có khả năng hoàn trả nợ tín dụng. Mặt khác, rủi ro tín dụng được đo lường thông qua biến đòn bẩy cho thấy hiệu quả tích cực trong việc tận dụng ảnh hưởng của đòn cân nợ, ảnh hưởng của lá chắn thuế góp phần gia tăng giá trị DN, nâng cao vị thế của DN trên thị trường. Bên cạnh đó, mục đích cuối cùng của nhà đầu tư là làm tăng giá trị tài sản của mình thông qua việc đầu tư vào các hoạt động kinh tế, tỉ suất sinh lời của tài sản càng cao cho thấy triển vọng đạt được hiệu quả kinh tế càng cao, do đó thúc đẩy các nhà quản lí tăng cường hoạt động đầu tư mở rộng và phát triển DN nhằm đạt được mục tiêu tăng giá trị DN còn đối với các ngân hàng thì sẽ dễ dàng cho DN vay vốn để đạt được lợi ích kinh tế mong muốn.

Ảnh hưởng của quy mô DN, khả năng thanh khoản mặc dù có ý nghĩa thống kê nhưng tác động khá thấp cho thấy những nhân tố này không phải là nhân tố quyết định ảnh hưởng đến việc ra quyết định tài trợ bằng nợ tín dụng của DN. Bên cạnh đó, việc

vay vốn của DN cũng chịu ảnh hưởng một phần bởi tỉ lệ nợ kì trước đó. Trên thực tế, các cán bộ tín dụng khi làm hồ sơ cho DN vay vốn luôn quan tâm đến các khoản nợ trước đó của DN là nhiều hay ít, đã được chi trả chưa nhằm xem xét khả năng DN có thể hoàn trả nợ tín dụng hay không.

Có thấy khả năng tiếp cận thông tin là một trong những rào cản lớn nhất hiện nay đối với DN cũng như các nhà tài trợ. Khi các ngân hàng có thể dễ dàng tiếp cận được những thông tin chính xác của DN, đặc biệt là đối với những DN nhỏ và vừa thì sẽ giúp các DN dễ dàng hơn trong việc tiếp cận cơ hội vay vốn, giúp quyết định cho vay được thực hiện nhanh chóng hơn. Bên cạnh đó, Nhà nước cần mở rộng chính sách ưu tiên hỗ trợ về vốn và cho vay ưu đãi đối với các công ty để mở rộng sản xuất kinh doanh. Các hệ thống ngân hàng thương mại cần tạo điều kiện, hỗ trợ và cải tiến các thủ tục vay cho các DN có quy mô nhỏ, đẩy nhanh quá trình giải ngân, xây dựng hệ thống khuôn khổ cơ chế, chính sách tín dụng rõ ràng, đồng bộ, phù hợp với từng loại hình DN và hình thành nguồn vốn cho thuê tài chính trung và dài hạn để các DN có điều kiện mua sắm tài sản cố định. Sản xuất chế biến thực phẩm là ngành nghề đòi hỏi thiết bị công nghệ hiện đại để tạo ra sản phẩm có chất lượng cao, đáp ứng nhu cầu tiêu dùng quốc dân và các tiêu chuẩn khắt khe của thị trường xuất khẩu, do đó Nhà nước cần khuyến khích và tạo điều kiện ưu đãi cho các DN có thể tiếp cận với nguồn vốn tín dụng ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Báo cáo tài chính của các DN trong giai đoạn 2007-2011, đăng tải trên website: www.vietstock.vn
- Berlin, M., & J. Loays (1988), "Bond Covenants and Delegated Monitoring", *Journal of Finance*: 43, 397-412.
- Diamond, D.W. (1991), "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*: 99, 689-721.
- Fama, E. (1985), "What's Different About Banks?", *Journal of Monetary Economics*: 15, 29-37.
- Florian Peters (2004), *The Choice Between Bank Debt and Public Debt: Evidence on the Role of Anticipated Bargaining*, Summer Research Paper.
- Johnson, S. (1997), "An Empirical Analysis of The Determinants of Corporate Debt Ownership Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*: 32, 47-69.
- Merton, R.C. (1974), "On The Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", *The Journal of Finance*: 29, 449-470.
- Modigliani, F. & M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*: 48, 261-297.
- Nakamura, L. (1989), *Loan Workouts and Commercial Bank Information: Why Banks are Special?*, Working Paper, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 89-111.
- Pierre Pessarossi & Laurent Weill (2011), *Choice of Corporate Debt in China: The Role of State Ownership*, BOFIT Discussion Paper.