Nghiên cứu cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại Việt Nam

TRẦN THỊ THÙY LINH

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

NGUYỄN THANH NHÃ

Trường Đại học Tài chính - Marketing – nhatdg@yahoo.com

Ngày nhận:

29/12/2016

Ngày nhận lại:

20/02/2017

Ngày duyệt đăng:

28/02/2017

Mã số:

1216-G19-V06

Nghiên cứu nhằm phân tích tác động của các nhân tố đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty, cụ thể các nhân tố nội tại và nhân tố bên ngoài đến cấu trúc kì hạn nợ của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn 2007–2015. Phương pháp hồi quy GMM hệ thống được sử dụng để kiểm định mô hình hồi quy. Kết quả nghiên cứu cho thấy kì hạn nợ của công ty chịu tác động của các nhân tố như: Quy mô, cơ hội tăng trưởng, tỉ lệ nợ, tính thanh khoản, biến động thu nhập, tài sản hữu hình. Trong số các nhân tố nội tại có tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại VN thì tài sản hữu hình có tác động mạnh nhất, công ty càng có nhiều tài sản hữu hình càng có nhiều cơ hội vay nợ dài hạn. Ngoài ra, công ty tại VN cũng sẽ vay nợ dài hạn nhiều hơn khi chênh lệch giữa tỉ suất sinh lời của trái phiếu chính phủ và tín phiếu tăng lên, nền kinh tế tăng trưởng tốt hơn, công ty có nhiều cơ hội để đầu tư phát triển.

Từ khóa:

Cấu trúc kì hạn nợ; GMM hệ thống; Tỉ lệ nợ dài hạn; Cơ hội tăng trưởng.

Keywords:

Debt maturity structure; System GMM; Long-term debt; Growth opportunities.

Abstract

The primary aim of this study is to examine the impacts of various factors on the maturity structure of corporate debt, i.e. the effects of external and internal factors on the debt maturity structure of the enterprises listed on Hochiminh Stock Exchange (HOSE) between 2007 and 2015. By using system GMM technique, we find that debt maturity are influenced by such variables as size, growth opportunities, debt ratio, liquidity, earnings volatility, and tangible assets (as an internal factor tangible assets are found to have the most profound impact on firm's debt maturity structure). In addition, Vietnamese firms take on more long-term debt during an increase in the difference between returns of the government bond and treasury note when growth opportunities seem to be better for more corporate investment.

1. Giới thiệu

Các nghiên cứu về lĩnh vực quản trị tài chính công ty trong những năm gần đây không chỉ dừng lại ở việc tìm kiếm tỉ lệ nợ tối ưu cho công ty mà còn được mở rộng nghiên cứu đến các quyết định liên quan đến cấu trúc kì hạn nợ. Đây là quyết định đóng vai trò rất quan trọng trong công ty vì nó vừa có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư do sự thay đổi về chi phí vốn, vừa có ảnh hưởng đến quyết định cổ tức thông qua sự tác động lên dòng tiền. Hiện nay, trên thế giới, cấu trúc kì hạn nợ của công ty không chỉ được nghiên cứu tại các nước có nền kinh tế phát triển như nghiên cứu của Barclay và Smith (1995), Terra (2011) mà còn lan rộng sang các nước đang phát triển, các nước có nền kinh tế mới nổi như nghiên cứu của Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014). Theo những nghiên cứu này, cấu trúc kì hạn nợ được nghiên cứu thông qua biến kì hạn nợ, và biến kì hạn nợ được xác định bởi tỉ lệ vay nợ dài hạn trên tổng vay nợ. Các tác giả trên đã tập trung nghiên cứu tác động của các nhân tố nội tại cũng như các nhân tố bên ngoài, các nhân tố kinh tế vĩ mô đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty, qua đó giúp nhà quản trị tài chính công ty đưa ra những quyết định hợp lí về cấu trúc kì hạn nợ.

Khác với xu hướng nghiên cứu của thế giới, khi nghiên cứu về lĩnh vực quản trị tài chính công ty của VN, các nhà khoa học thường quan tâm đến cấu trúc vốn, tỉ lệ vay nợ như nghiên cứu của Nguyễn và cộng sự (2012), Phạm Tiến Minh và Nguyễn Tiến Dũng (2015), Trần Thị Thuỳ Linh (2015), Lưu Chí Cường và Nguyễn Thu Hiền (2016). Những nghiên cứu này cho thấy các công ty niêm yết tại VN đa phần là sử dụng nợ vay ngắn hạn kể cả các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa tại TP.HCM do Chi Cục Tài chính doanh nghiệp TP.HCM quản lí. Điều này làm cho các công ty tại VN gặp nhiều rủi ro trong thanh khoản, rủi ro trong tái tài trợ, và tái đầu tư. Để vay nợ dài hạn, để có cấu trúc kì hạn nợ hợp lí, công ty tại VN cần phải làm gì để hoạch định quyết định tài trợ nợ liên quan đến việc lựa chọn cấu trúc kì hạn nợ hợp lí để tài trợ cho hoạt động của công ty? Vấn đề này tại VN hiện chưa nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu. Do đó, để làm rõ vai trò quan trọng của cấu trúc kì hạn nợ đối với quyết định tài trợ của công ty, nhóm tác giả đã quyết định nghiên cứu chủ đề này cho các công ty niêm yết VN. Mục tiêu nghiên cứu nhằm: (1) Xác định các nhân tố nội tại (nhân tố thể hiện đặc điểm riêng biệt của từng công ty) tác động như thế nào đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty VN? và (2) Xem xét đồng thời tác động các nhân tố nội tại cùng với các nhân tố bên ngoài (nhân tố thể hiện đặc điểm của nền kinh tế, của thị trường) sẽ có tác động như thế

nào đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty VN?

2. Khung lí thuyết nghiên cứu

2.1. Các lí thuyết liên quan đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty

Lí thuyết tín hiệu (The Signaling Theory)

Lí thuyết tín hiệu được Flannery (1986) và Diamond (1991) nghiên cứu dựa trên nền tảng lí thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984) với giả định là tồn tại bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư bên trong gồm người quản lí và cổ đông với nhà đầu tư bên ngoài tức là chủ nợ. Bằng những phương pháp nghiên cứu khác nhau nhưng kết luận của Flannery (1986) và Diamond (1991) là khá tương đồng. Cả hai đều cho rằng công ty với mức xếp hạng tín dụng cao hoặc công ty tốt sẽ vay nợ ngắn hạn, và công ty xếp hạng tín dụng thấp hoặc công ty xấu sẽ vay nợ dài hạn. Tuy nhiên, điểm khác biệt quan trọng nhất giữa hai nghiên cứu này là cách phân loại công ty. Diamond (1991) đã hoàn thiện sự phân loại của Flannery (1986), công ty xấu được chia thành công ty xếp hạng tín dụng trung bình và thấp. Diamond (1991) cho rằng chỉ các công ty xếp hạng tín dụng trung bình mới vay nợ dài hạn, trong khi Flannery (1986) nhấn mạnh tất cả các công ty xấu sẽ vay nợ dài hạn. Bên cạnh đó, các công ty xếp hạng tín dụng thấp lúc ban đầu sẽ buộc phải vay nợ ngắn hạn vì những công ty này thường có rủi ro cao.

Lí thuyết sự phù hợp (Matching Theory)

Morris (1976) cho rằng một yếu tố rủi ro khi vay mượn là dòng tiền đi vào sẽ không đủ bù đắp cho dòng tiền cố định đi ra để thanh toán nợ; và cách mà công ty đối phó với rủi ro này là thực hiện chính sách tự bảo hiểm theo nguyên tắc phù hợp, kì hạn của nợ được chọn lựa xấp xỉ với tuổi thọ của tài sản. Với sự phù hợp này, chi phí để tài trợ cho tài sản được quan tâm nhiều hơn là tuổi thọ của tài sản, và nó dự đoán rằng dòng tiền tạo ra bởi tài sản sẽ đủ bù đắp mọi chi phí và thanh khoản được khoản nợ khi kết thúc tuổi thọ của tài sản. Myers (1977) cho rằng sự phù hợp giữa kì hạn của tài sản và kì hạn của các khoản nợ giúp công ty kiểm soát xung đột giữa các cổ đông và chủ nợ, góp phần giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức. Đa dạng hóa tài sản có thể làm tăng khoản nợ mà công ty có thể vay. Tài sản có thể được xem như sự đảm bảo cho việc thanh toán nợ. Kì hạn của tài sản cần phải phù hợp với kì hạn của nợ. Nghĩa là, mức độ nợ nên giảm tương ứng với việc sụt giảm trong giá trị tài sản.

Lí thuyết chi phí đại diện (The Agency Cost Theory)

Phát triển lí thuyết chi phí đại diện của Jensen và Meckling (1976), Myers (1977), Barnea và cộng sự (1980) đã thực hiện nghiên cứu về mối quan hệ giữa chi phí đại diện và kì hạn của nợ. Myers (1977) phát triển nghiên cứu xoay quanh mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ. Barnea và cộng sự (1980) tập trung nghiên cứu mâu thuẫn giữa nhà quản lí và cổ đông và mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ. Bằng những phương pháp khác nhau để giải quyết các vấn đề về chi phí đại diện nhưng cả Myers (1977), Barnea và cộng sự (1980) cùng thừa nhận các công ty lựa chọn cấu trúc kì hạn nợ nhằm giảm thiểu chi phí đại diện.

Lí thuyết dựa vào thuế

Brick và Ravid (1985) chỉ ra rằng cấu trúc kì hạn của lãi suất tăng lên sẽ khiến công ty vay nợ với kì hạn dài hơn nhằm gia tăng các lợi ích về thuế từ nợ. Điều này chứng tỏ lợi ích nhận được từ thuế đối với các khoản vay dài hạn sẽ lớn hơn các khoản vay ngắn hạn. Brick và Ravid (1991) đã phát triển nghiên cứu của mình vào năm 1985 bằng cách xem xét tính ngẫu nhiên, không chắc chắn của lãi suất. Brick và Ravid (1991) đã phân tích các quyết định kì hạn nợ và kết luận rằng năng lực vay nợ sẽ tạo nên động lực bổ sung cho việc phát hành nợ dài hạn. Ngoài ra, Kane và cộng sự (1985) bằng việc sử dụng mô hình định giá tùy chọn để tìm kiếm cấu trúc kì hạn nợ tối ưu đã kết luận rằng cấu trúc kì hạn nợ tối ưu được xác định bởi sự đánh đổi giữa lợi ích của lá chắn thuế với chi phí phá sản và chi phí phát hành nợ. Theo đó, kì hạn nợ dài hơn khi chi phí phát hành tăng lên, lợi ích của lá chắn thuế giảm và giá trị công ty giảm. Kane và cộng sự (1985) lí giải cho mối quan hệ nghịch giữa lợi ích của lá chắn thuế và kì hạn nợ là do công ty tăng kì hạn nợ khi lợi ích từ lá chắn thuế giảm để bảo đảm rằng lợi ích từ thuế còn lại không ít hơn khấu hao chi phí phát hành.

2.2. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty và phân tích các lí thuyết liên quan đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty, gồm: Lí thuyết chi phí đại diện, lí thuyết tín hiệu, lí thuyết sự phù hợp, và lí thuyết dựa vào thuế. Trên cơ sở tổng kết của Barclays và Smith (1995), Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Wang và cộng sự (2010), Costa và cộng sự (2014), Lemma và Negash (2012), Terra (2011) cho rằng các nhân tố tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty gồm có các nhân tố nội tại và các nhân tố bên ngoài là:

- *Các nhân tố nội tại:* Thể hiện đặc điểm cụ thể, riêng biệt của từng công ty luôn là nhân tố đầu tiên được các nhà nghiên cứu quan tâm, xem xét khi tiến hành nghiên cứu thực nghiệm về sự tác động của các nhân tố đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty. Kết quả nghiên cứu của Barclay và Smith (1995) tại Mỹ phù hợp với Myers (1977), ủng hộ mạnh mẽ cho lí thuyết chi phí đại diện khi cho rằng giảm kì hạn nợ sẽ giúp công ty kiểm soát vấn đề đầu tư dưới mức. Công ty lớn sẽ phát hành nhiều nợ dài hạn và công ty có nhiều thông tin bất cân xứng sẽ sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Lí thuyết thuế không có ý nghĩa trong quyết định kì hạn nợ của công ty. Terra (2011) đã cung cấp bằng chứng chứng tỏ các nhân tố tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của các công ty tại Mỹ và các nước thuộc Mỹ Latinh là tương tự nhau mặc dù có sự khác biệt về môi trường tài chính và môi trường kinh doanh giữa các quốc gia trong mẫu khảo sát. Cụ thể các nhân tố: Quy mô công ty, lợi nhuận, tài sản hữu hình không ảnh hưởng đến kì hạn nợ; tỉ lệ nợ, kì hạn tài sản, tính thanh khoản có tác động dương đến kì hạn nợ; thuế và cơ hội tăng trưởng có tác động âm đến kì hạn nợ. Nghiên cứu của Costa và cộng sự (2014) đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Bồ Đào Nha chứng tỏ công ty có quy mô nhỏ, tính thanh khoản thấp có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Tỉ lệ thuế có tác động dương rất nhỏ đến kì hạn của tài sản. Chi phí vốn có tác động dương mạnh mẽ đến nợ dài hạn. Chi phí vốn là một đại diện ngược của cơ hội tăng trưởng, công ty càng có nhiều tài sản vật chất thường sẽ kém tăng trưởng và có xu hướng sử dụng nó làm tài sản thế chấp cho ngân hàng để vay nợ dài hạn hơn. Điều này phù hợp với Myers (1977) khi cho rằng công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng nên sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Tại các quốc gia thuộc châu Phi, nghiên cứu của Lemma và Negash (2012) cho thấy các nhân tố nội tại có tác động đến kì hạn nợ của công ty, cụ thể các nhân tố kì hạn tài sản, biến động thu nhập và tỉ lệ nợ có tác động dương đến kì hạn của tài sản. Trong nghiên cứu về cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại Trung Quốc (Cai & cộng sự, 2008) đã kết luận quy mô công ty, kì hạn tài sản và tính thanh khoản có tác động tích cực dương đến kì hạn nợ của các công ty. Nghiên cứu đã không tìm thấy bằng chứng ủng hộ cho lí thuyết thuế và lí thuyết tín hiệu. Wang và cộng sự (2010) cũng tìm thấy bằng chứng chứng tỏ cấu trúc nợ kì hạn của các công ty niêm yết của Trung Quốc bị ảnh hưởng bởi quy mô công ty, kì hạn tài sản và tăng trưởng. Tương tự, nghiên cứu tại Thái Lan, Malaysia, Singapore và Úc, Deesomsak và cộng sự (2009) tìm thấy bằng chứng chứng tỏ quy mô của công ty, tỉ lệ nợ và tính thanh khoản có tác động tích cực dương đến kì hạn nợ. Các nhân tố như lợi nhuận, kì hạn tài sản và biến động thu nhập lại có tác động khác nhau tại những quốc gia khác nhau. Và riêng biến cơ hội tăng trưởng là hoàn toàn không có ý nghĩa trong mô hình nghiên cứu của họ.

- *Các nhân tố bên ngoài:* Phản ánh đặc điểm của thị trường, đặc điểm của nền kinh tế cũng có tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty. Lemma và Negash (2012) kết luận công ty tại những quốc gia có thu nhập thấp sẽ có xu hướng sử dụng ít nợ dài hạn, thuế và tăng trưởng kinh tế; và sự phát triển lĩnh vực ngân hàng tác động âm đến kì hạn nợ của công ty tại châu Phi. Deesomsak và cộng sự (2009) tìm thấy bằng chứng chứng tỏ cấu trúc kì hạn nợ của các công ty tại Thái Lan, Malaysia, Singapore và Úc liên quan mạnh đến đặc điểm của nền kinh tế. Theo đó, tăng trưởng kinh tế, lạm phát, mức độ vốn hóa thị trường, quy mô của ngân hàng và cấu trúc kì hạn của lãi suất có tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty. Tại Trung Quốc, nghiên cứu của Cai và cộng sự (2008) đã chứng tỏ cấu trúc kì hạn nợ của các công ty phụ thuộc vào các nhân tố thể hiện đặc điểm của nền kinh tế, gồm : Cấu trúc kì hạn của lãi suất, biến động thị trường chứng khoán và lãi suất. Tương tự, theo Wang và cộng sự (2010), thuế và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ dương với khoản nợ kì hạn của công ty, lạm phát và cung tiền có mối quan hệ âm với khoản nợ kì hạn của công ty.

Tóm lại, từ cơ sở lí thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới trong thời gian qua cho thấy cấu trúc kì hạn nợ của công ty chịu tác động của các nhân tố khác nhau tại những quốc gia khác nhau, điều này phụ thuộc vào bối cảnh kinh tế của từng quốc gia được nghiên cứu. Đối với các nhân tố nội tại, tỉ lệ nợ, quy mô công ty và tính thanh khoản có tương quan dương với kì hạn nợ theo Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Costa và cộng sự (2014); và cơ hội tăng trưởng, lợi nhuận, biến động thu nhập, tài sản hữu hình, kì hạn tài sản và thuế có kết quả tác động đến kì hạn nợ là không rõ ràng theo Cai và cộng sự (2008), Costa và cộng sự (2014), Lemma và Negash (2012). Đối với các nhân tố bên ngoài như tăng trưởng kinh tế, cấu trúc kì hạn của lãi suất, biến động thị trường chứng khoán và lãi suất cũng có tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty theo Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), và Wang và cộng sự (2010). Đây cũng là cơ sở để nhóm tác giả nghiên cứu về cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại VN.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập và xử lí dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu gồm 279 công ty phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn 2007–2015. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên trên các website: www.vietstock.vn

và www.bvsc.com.vn. Ngoài ra, những thông tin liên quan đến thị trường được thu thập từ cơ sở dữ liệu điện tử của World Bank. Dữ liệu nghiên cứu sử dụng là dữ liệu bảng (Panel data) với phương pháp hồi quy FEM, REM và GMM hệ thống.

3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Nhằm giải quyết mục tiêu nghiên cứu, dựa vào cơ sở những lí thuyết có liên quan đến cấu trúc kì hạn nợ và kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm, nhóm tác giả xây dựng các giả thuyết nghiên cứu, cụ thể như sau:

Lí thuyết tín hiệu cho rằng công ty có sử dụng nhiều nợ, có biến động thu nhập cao (đồng nghĩa với tình hình tài chính không tốt) nên sử dụng nhiều nợ dài hạn nhằm hạn chế rủi ro thanh khoản, giảm nguy cơ phá sản. Ngoài ra, những công ty có tính thanh khoản cao cũng nên sử dụng nhiều nợ dài hạn nhằm giảm thiểu chi phí vốn. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Deesomsak và cộng sự (2009) đã tìm thấy mối tương quan dương giữa tỉ lệ nợ, biến động thu nhập và tính thanh khoản với kì hạn nợ. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_1: Tỉ lệ nợ có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

H_2: Biến động thu nhập có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

H_3: Tính thanh khoản có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

Trong điều kiện bất cân xứng thông tin, việc vay nợ ngắn hạn giúp thị trường nhận diện được chất lượng của công ty. Chỉ công ty có lợi nhuận cao mới vay nợ ngắn hạn vì nó được tin tưởng vào khả năng tái tài trợ trong tương lai (Flannery, 1986). Lí thuyết tín hiệu cho rằng công ty hoạt động tốt, có lợi nhuận sẽ sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Nghiên cứu thực nghiệm của Deesomsak và cộng sự (2009) tìm thấy bằng chứng cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận và kì hạn nợ. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_4: Lợi nhuận có mối tương quan nghịch biến với kì hạn nợ

Lí thuyết sự phù hợp cho rằng nhằm giảm thiểu rủi ro và chi phí kiệt quệ tài chính, kì hạn của những khoản vay nợ cần phải phù hợp với kì hạn của tài sản trong công ty. Tài sản sử dụng lâu dài, tài sản hữu hình, tài sản cố định nên được tài trợ bằng những khoản vay nợ dài hạn. Nghiên cứu thực nghiệm của Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014) chỉ ra bằng chứng cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa tài sản hữu hình, kì hạn tài sản với kì hạn nợ. Từ đó, nhóm

tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_5: Tài sản hữu hình có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

H_6: Kì hạn tài sản có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

Lí thuyết chi phí đại diện cho rằng trong những công ty có quy mô nhỏ, công ty có tỉ lệ vay nợ cao, mâu thuẫn về lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ là rất lớn. Để hạn chế vấn đề này cũng như để giảm thiểu chi phí đại diện, công ty có quy mô nhỏ thường vay nhiều nợ ngắn hạn, công ty vay nhiều nợ để tạo cơ hội tăng trưởng trong tương lai sẽ sử dụng nhiều nợ dài hạn. Nghiên cứu thực nghiệm của Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Costa và cộng sự (2014) tìm thấy bằng chứng cho thấy mối tương quan dương giữa quy mô công ty và kì hạn nợ. Barclay và Smith (1995), Wang và cộng sự (2010) tìm thấy mối tương quan âm giữa cơ hội tăng trưởng và kì hạn nợ. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_7: Quy mô công ty có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

H_8: Cơ hội tăng trưởng có mối tương quan nghịch biến với kì hạn nợ

Lí thuyết thuế cho rằng do có sự đánh đổi giữa lợi ích của lá chắn thuế và chi phí phá sản, chi phí phát hành nên kì hạn nợ có quan hệ đồng biến với chi phí phát hành và quan hệ nghịch biến với lợi ích lá chắn thuế. Khối lượng lợi ích lá chắn thuế từ việc công ty vay nợ dài hạn không phụ thuộc vào giá trị nợ mà nó phụ thuộc vào những yếu tố được giảm trừ thuế như khấu hao hoặc các khoản tín dụng thuế. Nghiên cứu thực nghiệm của Cai và cộng sự (2008), Terra (2011) thu được kết quả chứng tỏ lợi ích từ thuế càng nhiều thì công ty càng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_9: Thuế có mối tương quan nghịch biến với kì hạn nợ

Ngoài ra, lí thuyết thuế cũng cho rằng khi lãi suất cho vay tăng lên công ty sẽ có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn nhằm duy trì mức khấu trừ thuế cao hơn. Theo đó, lãi suất cho vay sẽ có tương quan dương với kì hạn nợ. Nghiên cứu thực nghiệm của Cai và cộng sự (2008) lại tìm thấy bằng chứng đồng biến cho mối quan hệ trên. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_{10}: Lãi suất cho vay có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

Theo lí thuyết thuế, công ty nên sử dụng nhiều nợ dài hạn khi cấu trúc kì hạn của lãi suất tăng lên, vì khi đó lợi ích công ty nhận được từ thuế sẽ tăng và giá trị của công ty cũng tăng lên (Brick & Ravid, 1985). Lập luận này đã được chứng minh trong nghiên

cứu của Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009). Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_{11}: Cấu trúc kì hạn của lãi suất có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

Bất cân xứng về thông tin và chi phí đại diện trong nền kinh tế tăng trưởng tốt sẽ thấp hơn nhiều so với nền kinh tế không tăng trưởng. Khi nền kinh tế không tăng trưởng, chủ nợ sẽ gặp nhiều rủi ro hơn nên sẽ ưu tiên chọn những khoản vay có kì hạn ngắn để giảm thiểu rủi ro. Nghiên cứu thực nghiệm của Wang và cộng sự (2010) đã tìm thấy thấy bằng chứng ủng hộ cho lập luận trên. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_{12}: Tăng trưởng kinh tế có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

Công ty luôn xem xét điều kiện của thị trường khi đưa ra quyết định tài trợ. Cai và cộng sự (2008) đã kết hợp thị trường nợ và thị trường vốn trong mô hình nghiên cứu cấu trúc kì hạn nợ bằng cách nghiên cứu thêm tác động của biến động trên thị trường chứng khoán đến kì hạn nợ. Kết quả nghiên cứu của Cai và cộng sự (2008) đã làm rõ người quản lí công ty sẽ lựa chọn vay nợ dài hạn khi thị trường chứng khoán có nhiều biến động. Từ đó, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H_{13}: Biến động của thị trường chứng khoán có mối tương quan đồng biến với kì hạn nợ

3.3. Mô hình nghiên cứu

Dựa theo nghiên cứu của Barclay và Smith (1995), Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014), cấu trúc kì hạn nợ của công ty được đại diện bởi biến "Kì hạn nợ" (kí hiệu MR). Đây là biến phụ thuộc của mô hình nghiên cứu được xác định bởi tỉ lệ giữa vay nợ dài hạn trên tổng vay nợ theo giá trị sổ sách (các khoản vay có phát sinh chi phí sử dụng vốn). Cũng theo những nghiên cứu trên, nhóm tác giả nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty bao gồm:

- Các nhân tố nội tại: Tỉ lệ nợ, quy mô, cơ hội tăng trưởng, biến động thu nhập, tính thanh khoản, lợi nhuận, tài sản hữu hình, kì hạn tài sản và thuế.

- Các nhân tố bên ngoài: Lãi suất cho vay, cấu trúc kì hạn của lãi suất, biến động của thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế.

Các nhân tố nghiên cứu của mô hình được trình bày theo Bảng 1.

Bảng 1

Các nhân tố tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại Việt Nam

Tên biến	Kí hiệu	Cách xác định	Kì vọng	Cơ sở lí thuyết và nghiên cứu thực nghiệm
Kì hạn nợ	MR	$\frac{Nợ\ vay\ dài\ hạn}{Nợ\ vay\ dài\ hạn + Nợ\ vay\ ngắn\ hạn}$		Barclay và Smith (1995), Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014)
Tỉ lệ nợ	LEV	$\frac{Tổng\ nợ}{Tổng\ tài\ sản}$	+	Lí thuyết tín hiệu; Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012)
Quy mô	SIZE	Log(tổng tài sản theo sổ sách)	+	Lí thuyết chi phí đại diện; Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Costa và cộng sự (2014)
Cơ hội tăng trưởng	GROW	$\frac{Nợ\ phải\ trả + Giá\ thị\ trường\ của\ vốn}{Tổng\ tài\ sản}$	–	Lí thuyết chi phí đại diện; Barclay và Smith (1995), Wang và cộng sự (2010)
Lợi nhuận	PROF	$\frac{EBIT}{Tổng\ tài\ sản}$	–	Lí thuyết tín hiệu; Deesomsak và cộng sự (2009)
Biến động thu nhập	VOL	$\left\|\frac{EBIT_t - EBIT_{t-1}}{EBIT_{t-1}}\right\| - trung\ bình\ của\ \left(\frac{EBIT_t - EBIT_{t-1}}{EBIT_{t-1}}\right)$	+	Lí thuyết tín hiệu; Lemma và Negash (2012)
Tính thanh khoản	LIQ	$\frac{Tài\ sản\ ngắn\ hạn}{Nợ\ phải\ trả\ ngắn\ hạn}$	+	Lí thuyết tín hiệu; Cai và cộng sự (2008),

Tên biến	Kí hiệu	Cách xác định	Kì vọng	Cơ sở lí thuyết và nghiên cứu thực nghiệm
				Deesomsak và cộng sự (2009)
Tài sản hữu hình	TAN	$\frac{Tài\ sản\ cố\ định\ ròng}{Tổng\ tài\ sản}$	+	Lí thuyết sự phù hợp; Costa và cộng sự (2014)
Kì hạn tài sản	AM	$\left(\frac{Tài\ sản\ lưu\ động}{TSLĐ + TSCĐ\ ròng} * \frac{Tài\ sản\ lưu\ động}{GVHB}\right) + \left(\frac{TSCĐ\ ròng}{TSLĐ + TSCĐ\ ròng} * \frac{TSCĐ\ ròng}{Khấu\ hao}\right)$	+	Lí thuyết sự phù hợp; Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012)
Thuế	TAX	$\frac{Thuế\ TNDN}{thu\ nhập\ trước\ thuế}$	–	Lí thuyết thuế; Cai và cộng sự (2008), Terra (2011)
Lãi suất cho vay	INT		+	Lí thuyết thuế; Cai và cộng sự (2008)
Cấu trúc kì hạn của lãi suất	TERM	Chênh lệch giữa tỉ suất sinh lợi của trái phiếu chính phủ (dài hạn) và tín phiếu kho bạc (ngắn hạn).	+	Lí thuyết thuế; Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009)
Biến động của thị trường chứng khoán	SMV	$\frac{P_t}{P_t - P_{t-1}} - 1$	+	Cai và cộng sự (2008)
Tăng trưởng kinh tế	GDP	Chỉ tiêu GDP	+	Wang và cộng sự (2010)

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố nội tại đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty:

$$MR_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^{K} \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc MR_{it} đại diện cho kì hạn nợ của công ty i tại năm t.

X_{kit}: Đại diện cho K nhân tố nội tại của công ty i tại năm t (k = 1 đến K).

β_k: Hệ số cần ước lượng của mô hình

ε_{it} : Sai số của mô hình.

Theo lí thuyết liên quan đến cấu trúc kì hạn nợ và những nghiên cứu thực nghiệm của Barclay và Smith (1995), Terra (2011), Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014), có 9 nhân tố nội tại tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại VN, gồm: Tỉ lệ nợ, quy mô công ty, cơ hội tăng trưởng, biến động thu nhập, tính thanh khoản, lợi nhuận, tài sản hữu hình, kì hạn tài sản, và thuế (Bảng 1). Từ đó, nhóm tác giả cụ thể hóa cho K nhân tố nội tại trong (1) và được mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố nội tại đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại VN chi tiết như sau:

$$MR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 VOL_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 PROF_{i,t} + \beta_7 TAN_{i,t} + \beta_8 AM_{i,t} + \beta_9 TAX_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố nội tại và nhân tố bên ngoài đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty:

$$MR_{it} = \gamma_0 + \sum_{k=1}^{K} \gamma_k X_{kit} + \sum_{l=1}^{L} \gamma_l Z_{lit} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó:

Z_{lit} : Đại diện cho L nhân tố bên ngoài thể hiện đặc điểm của thị trường tại năm t (l = 1 đến L).

γ_k, γ_l : Hệ số cần ước lượng của mô hình

ϵ_{it} : Sai số của mô hình

MR_{it}, X_{kit} xem giải thích ở mô hình (1)

Đối với các nhân tố bên ngoài, do nền kinh tế VN và Trung Quốc có nhiều nét tương đồng với nhau nên dựa vào nghiên cứu của Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010) nhóm tác giả sẽ tiến hành nghiên cứu tác động của lãi suất, cấu trúc kì hạn của lãi suất, biến động của thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại VN (Bảng 1). Khi đó, mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố nội tại và nhân tố bên ngoài đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại VN chi tiết

như sau:

$$MR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 LEV_{i,t} + \gamma_2 SIZE_{i,t} + \gamma_3 GROW_{i,t} + \gamma_4 VOL_{i,t} + \gamma_5 LIQ_{i,t} + \gamma_6 PROF_{i,t} + \gamma_7 TAN_{i,t} + \gamma_8 AM_{i,t} + \gamma_9 TAX_{i,t} + \gamma_{10} INT_{i,t} + \gamma_{11} TERM + \gamma_{12} SMV_{i,t} + \gamma_{13} GDP_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

3.4. Phương pháp nghiên cứu

Trước tiên, nghiên cứu này thực hiện hồi quy mô hình (2) và (4) theo mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), để lựa chọn được mô hình nghiên cứu phù hợp, nghiên cứu sẽ sử dụng kiểm định Hausman hoặc kiểm định Breusch-Pargan (LM) hay là kiểm định Likelihood Ratio.

Để tránh dẫn đến việc đưa ra kết quả các hệ số hồi quy bị sai lệch khi hồi quy theo FEM và REM mà vẫn tồn tại khả năng có hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Điều này khiến cho kết quả hồi quy sẽ không hiệu quả. Do đó, nghiên cứu tiếp tục dùng kiểm định Wald để kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi và kiểm định Wooldridge để kiểm định hiện tượng tự tương quan.

Cuối cùng, hiện tượng nội sinh do việc thiếu sót các nhân tố quan trọng có ảnh hưởng đến cấu trúc kì hạn nợ nhưng không thể quan sát được khiến cho kết quả các hệ số hồi quy sẽ không vững. Để kiểm soát vấn đề này, phương pháp ước lượng tổng quát hóa thời điểm (Generalized Method of Moments – GMM), cụ thể là GMM hệ thống được sử dụng. Bởi vì GMM hệ thống có khả năng loại bỏ vấn đề nội sinh; không cần những điều kiện về "không có hiện tượng tự tương quan", " không có hiện tượng phương sai thay đổi" và "chuẩn tắc" để phù hợp với mẫu lớn; bộ dữ liệu lớn không bị ảnh hưởng bởi độ chệch của mẫu nhỏ và tiệm cận độ lệch chuẩn là mạnh đối với phương sai thay đổi. Cai và cộng sự (2008), Terra (2011), Lemma và Negash (2012) đã dùng phương pháp GMM hệ thống để nghiên cứu về cấu trúc kì hạn nợ của công ty. Ngoài ra, sử dụng phương pháp GMM hệ thống giúp loại bỏ hiện tượng nội sinh do thiếu biến không cần kiểm định mối tương quan giữa biến công cụ với sai số vì trong trường hợp này các biến trong mô hình (2) và (4) đều là biến ngoại sinh.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Phân tích kết quả thống kê

Bảng 2

Kết quả thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
MR	2.237	0,33613	0,00000	1,00000	0,33977
LEV	2.470	0,58369	0,00000	197,06520	3,98082
SIZE	2.470	13,62213	5,90808	18,79565	1,25481
GROW	2.470	1,14238	0,00000	212,74610	4,35985
VOL	2.361	1,44651	–133,04750	936,73200	32,06543
LIQ	2.468	2,84290	0,00284	340,34150	11,20274
PROF	2.470	0,17469	–4,76748	185,43390	3,73225
TAN	2.470	0,37020	0,00000	245,56410	4,94039
AM	2.463	10,46760	0,00185	615,00320	33,16373
TAX	2.471	0,18156	–23,82661	37,08311	0,91783
INT	2.511	11,86111	7,11750	16,95383	3,05825
GDP	2.511	6,02055	5,24737	7,12950	0,61005
TERM	2.511	1,40800	–0,67700	3,17000	1,34422
SMV	2.511	4,27895	–65,95327	56,76130	32,67961

Nguồn: Nhóm tác giả xử lí số liệu từ phần mềm Stata

Kết quả thống kê trong Bảng 2 cho thấy tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ (MR) trung bình của các công ty trong giai đoạn nghiên cứu đạt 33,61%, thấp hơn các nước phát triển nhưng phù hợp với các nước đang phát triển như Thái Lan, Malaysia (trong nghiên cứu của Deesomsak & cộng sự, 2009). Điều này chứng tỏ trong điều kiện thị trường nợ chưa phát triển như hiện nay, các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn với ngân hàng là nguồn tài trợ chính.

4.2. Phân tích mối tương quan giữa các biến và kiểm định đa cộng tuyến

Bảng 3

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	MR	LEV	SIZE	GROW	VOL	LIQ	PROF	TAN	AM	TAX	INT	GDP	TERM	SMV
MR	1,000													
LEV	–0,027	1,000												
SIZE	0,199	0,043	1,000											
GROW	–0,014	0,070	–0,005	1,000										
VOL	0,051	0,013	0,002	–0,004	1,000									
LIQ	0,161	–0,237	–0,048	0,011	–0,026	1,000								
PROF	0,000	–0,698	0,003	–0,005	–0,017	0,181	1,000							
TAN	0,357	0,117	–0,024	0,015	–0,004	–0,137	–0,073	1,000						
AM	0,172	0,001	0,083	–0,003	0,041	–0,012	–0,049	0,164	1,000					
TAX	0,012	0,007	0,005	–0,001	–0,004	–0,023	0,014	0,012	0,001	1,000				
INT	0,003	–0,041	–0,097	–0,058	0,017	–0,038	0,068	0,070	0,051	–0,025	1,000			
GDP	0,025	0,002	–0,011	0,064	–0,011	0,064	0,024	–0,051	–0,045	–0,017	–0,148	1,000		
TERM	0,018	0,003	–0,117	0,041	0,045	0,048	–0,004	–0,012	–0,015	0,005	–0,236	–0,023	1,000	
SMV	–0,002	0,003	0,036	0,025	–0,010	0,029	–0,002	–0,022	–0,006	0,015	–0,632	–0,175	0,031	1,000

Nguồn: Nhóm tác giả xử lí số liệu từ phần mềm Stata

Theo kết quả ở Bảng 3, "Kì hạn nợ" (MR) có mối tương quan cao nhất với tài sản hữu hình (TAN) với hệ số tương quan là 35,7% và có tương quan thấp dưới 1% với biến "Lợi nhuận" (PROF), "Lãi suất cho vay" (INT) và "Biến động của thị trường chứng khoán" (SMV). Tương quan về dấu của biến phụ thuộc và các biến độc lập đều phù hợp với lí thuyết, ngoại trừ biến "Tỉ lệ nợ" (LEV) và "Biến động của thị trường chứng khoán" (SMV).

Xét về mối tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình, nhìn chung hệ số tương quan giữa các nhân tố nội tại nhỏ hơn hệ số tương quan của các nhân tố bên ngoài, ngoại trừ mối tương quan giữa biến "Tỉ lệ nợ" (LEV) và "Lợi nhuận" (PROF) với hệ số là 69,8%. Kết quả phân tích tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình cho thấy khả

năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình là không cao.

4.3. Phân tích kết quả hồi quy

4.3.1. Tác động của các nhân tố nội tại đến cấu trúc kì hạn nợ

Bảng 4

Kết quả hồi quy các nhân tố nội tại theo các phương pháp

Biến	Dự đoán mối tương quan	FEM	REM	GMM hệ thống
LEV	+	–0,0418**	–0,0460***	–0,0480*
		(0,0100)	(0,0030)	(0,0880)
SIZE	+	0,0216**	0,0396***	0,0625***
		(0,0290)	(0,0000)	(0,0000)
GROW	+/–	–0,0007	–0,0007	–0,0004
		(0,4560)	(0,4500)	(0,1420)
VOL	+	0,0003*	0,0003**	0,0003***
		(0,0750)	(0,0400)	(0,0010)
LIQ	+	0,0258***	0,0282***	0,0385***
		(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
PROF	–	–0,0457	–0,0590	–0,0807
		(0,3180)	(0,1890)	(0,2420)
TAN	+	0,4228***	0,4775***	0,5551***
		(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
AM	+	0,0000	0,0001	0,0003
		(0,9830)	(0,5590)	(0,1260)
TAX	–	0,0032	0,0024	0,0086*
		(0,6860)	(0,7580)	(0,0540)
Số quan sát		2,143	2,143	2,143
R^2		0,0713	0,0701	

Biến	Dự đoán mối tương quan	FEM	REM	GMM hệ thống
Prob>F		0,0000	0,0000	0,0000
Hausman test Prob>chi^2		0,0300		
LM test Prob>chi^2		0,0000		
Wald test Prob>chi^2		0,0000		
Wooldridge test Prob>chi^2		0,0000		

Ghi chú: Hồi quy phương trình $MR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROW_{i,t} + \beta_4 VOL_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 PROF_{i,t} + \beta_7 TAN_{i,t} + \beta_8 AM_{i,t} + \beta_9 TAX_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ (2) theo FEM, REM, GMM hệ thống.

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê: 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nhóm tác giả xử lí số liệu từ phần mềm Stata

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy tác động của các nhân tố nội tại đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty theo phương pháp FEM, REM và GMM hệ thống. Kiểm định Hausman cho kết quả p-value nhỏ hơn 0,05, điều này cho thấy ước lượng mô hình (2) theo FEM là phù hợp hơn REM. Và kiểm định LM cho kết quả REM phù hợp hơn Pooled OLS. Như vậy, giữa phương pháp FEM và REM thì FEM là phương pháp phù hợp nhất để ước lượng mô hình (2). Tuy nhiên, kiểm định Wald và Wooldridge cho thấy tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan trong FEM, điều này khiến cho kết quả của các hệ số hồi quy sẽ không hiệu quả. Từ đó, nhóm tác giả tiếp tục sử dụng phương pháp GMM hệ thống để ước lượng mô hình (2) và theo lập luận trong phần phương pháp nghiên cứu thì đây cũng là phương pháp phù hợp nhất để ước lượng (2), phương pháp này sẽ giúp loại bỏ các vấn đề như phương sai thay đổi, tự tương quan hay nội sinh nên kết quả ước lượng sẽ hiệu quả và vững.

Xét về tương quan thì tác động của các nhân tố nội tại đến cấu trúc nợ của công ty tại VN phù hợp với những dự đoán dựa trên cơ sở lí thuyết khoa học. Phù hợp với kết quả nghiên cứu của Barclay và Smith (1995), Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự

(2009), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014), các công ty tại VN sẽ vay nợ với kì hạn dài hơn khi quy mô tăng lên, biến động thu nhập cao hơn, tính thanh khoản tốt hơn, có nhiều tài sản hữu hình hơn. Kết quả nghiên cứu đã phần nào phản ảnh thực trạng về tình hình vay nợ của các công ty tại VN hiện nay. Trong khi tài sản hữu hình là nhân tố nội tại có tác động mạnh nhất đến kì hạn nợ tại mức ý nghĩa thống kê 1% thì kì hạn tài sản lại không có ý nghĩa. Điều này chứng tỏ các công ty tại VN ít quan tâm đến sự phù hợp giữa kì hạn của nợ và kì hạn của tài sản để đưa ra quyết định vay nợ mà quyết định này chủ yếu dựa vào khả năng thế chấp của tài sản. Phương pháp hồi quy GMM hệ thống tìm thấy bằng chứng chứng tỏ tỉ lệ nợ và thuế có tác động yếu đến kì hạn nợ, tương đồng với kết quả nghiên cứu của Costa và cộng sự (2014).

4.3.2. Tác động của các nhân tố nội tại và nhân tố bên ngoài đến cấu trúc kì hạn nợ

Bảng 5

Kết quả hồi quy các nhân tố nội tại và nhân tố bên ngoài theo các phương pháp

Biến	Dự đoán mối tương quan	FEM	REM	GMM hệ thống
LEV	+	–0,0427***	–0,0480***	–0,0495
		(0,0090)	(0,0020)	(0,2240)
SIZE	+	0,0442***	0,0547***	0,0641***
		(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
GROW	+/–	–0,0009	–0,0010	–0,0014**
		(0,3340)	(0,3120)	(0,0150)
VOL	+	0,0002*	0,0003*	0,0006***
		(0,0820)	(0,0510)	(0,0040)
LIQ	+	0,0252***	0,0274***	0,0393***
		(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
PROF	–	–0,0525	–0,0695	–0,1260
		(0,2510)	(0,1220)	(0,1320)
TAN	+	0,4438***	0,4899***	0,5869***

Biến	Dự đoán mối tương quan	FEM	REM	GMM hệ thống
		(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
AM	+	0,0000	0,0001	0,0010**
		(0,9700)	(0,5900)	(0,0140)
TAX	–	0,0037	0,0032	0,0078
		(0,6410)	(0,6850)	(0,4890)
INT	+	0,0052**	0,0055***	0,0036
		(0,0170)	(0,0090)	(0,2190)
GDP	+	0,0346***	0,0362***	0,0296***
		(0,0000)	(0,0000)	(0,0020)
TERM	+	0,0140***	0,0150***	0,0118**
		(0,0000)	(0,0000)	(0,0170)
SMV	+	0,0003*	0,0004*	0,0002
		(0,0710)	(0,0580)	(0,3130)
Số quan sát		2,143	2,143	2,143
R^2		0,0839	0,0835	
Prob>F		0,0000	0,0000	0,0000
Hausman test				
Prob>chi^2		0,0000		
LM test				
Prob>chi^2		0,0000		
Wald test				
Prob>chi^2		0,0000		
Wooldridge test				
Prob>chi^2		0,0000		

Ghi chú: Hồi quy phương trình $MR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 LEV_{i,t} + \gamma_2 SIZE_{i,t} + \gamma_3 GROW_{i,t} + \gamma_4 VOL_{i,t} + \gamma_5 LIQ_{i,t} + \gamma_6 PROF_{i,t} + \gamma_7 TAN_{i,t} + \gamma_8 AM_{i,t} + \gamma_9 TAX_{i,t} + \gamma_{10} INT_{i,t} + \gamma_{11} TERM + \gamma_{12} SMV_{i,t} + \gamma_{13} GDP_{i,t} + \epsilon_{i,t}$ (4) theo FEM, REM, GMM hệ thống.

*, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê: 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Nhóm tác giả xử lí số liệu từ phần mềm Stata

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy tác động của các nhân tố nội tại và nhân tố bên ngoài đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty theo phương pháp FEM, REM và GMM hệ thống. Kiểm định Hausman cho kết quả p-value nhỏ hơn 0,05, điều này cho thấy ước lượng phương trình (4) theo FEM là phù hợp hơn REM. Và kiểm định LM cho kết quả REM phù hợp hơn Pooled OLS. Như vậy, giữa phương pháp FEM và REM thì FEM là phương pháp phù hợp nhất để ước lượng mô hình (4). Tuy nhiên, kiểm định Wald và Wooldridge cho thấy có tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan trong FEM, điều này khiến cho kết quả của các hệ số hồi quy sẽ không hiệu quả. Từ đó, nhóm tác giả tiếp tục sử dụng phương pháp GMM hệ thống để ước lượng mô hình (4) và theo lập luận trong phần phương pháp nghiên cứu thì đây cũng là phương pháp phù hợp nhất để ước lượng (4), phương pháp này sẽ giúp loại bỏ các vấn đề như phương sai thay đổi, tự tương quan hay nội sinh nên kết quả ước lượng sẽ hiệu quả và vững.

Xét về tương quan thì tác động của các nhân tố nội tại đến cấu trúc nợ của công ty tại VN phù hợp với những dự đoán dựa trên cơ sở lí thuyết khoa học. Phù hợp với kết quả nghiên cứu của Barclay và Smith (1995), Cai và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2009), Wang và cộng sự (2010), Lemma và Negash (2012), Costa và cộng sự (2014*),* các công ty tại VN sẽ vay nợ với kì hạn dài hơn khi quy mô tăng lên, biến động thu nhập cao hơn, tính thanh khoản tốt hơn, có nhiều tài sản hữu hình hơn và sự phù hợp giữa kì hạn của tài sản và kì hạn của nợ tăng lên. Theo lí thuyết chi phí đại diện, cơ hội tăng trưởng có thể tác động âm/dương đến kì hạn nợ, ở đây với kết quả thu được cho mối tương quan này là âm, ủng hộ cho lập luận của lí thuyết chi phí đại diện dựa trên vấn đề đầu tư dưới mức. Điều này cho thấy giữa vấn đề đầu tư thái quá và đầu tư dưới mức, các công ty tại VN thường rơi vào vấn đề đầu tư dưới mức. Đồng thời, kết quả nghiên cứu cũng phần nào phản ảnh thực trạng về tình hình vay nợ của các công ty tại VN hiện nay. Cả tài sản hữu hình và kì hạn tài sản đều có tác động đến kì hạn nợ nhưng tài sản hữu hình có ý nghĩa thống kê cao hơn (mức ý nghĩa 1% so với 5%) và mức độ tác động của tài sản hữu hình đến kì hạn nợ cũng mạnh hơn (58,69% so với 0,1%). Điều này chứng tỏ các công ty tại VN ít quan tâm đến sự phù hợp giữa kì hạn của nợ và kì hạn của tài sản để đưa ra quyết định vay nợ mà quyết định này chủ yếu dựa vào khả năng thế chấp

của tài sản. Phương pháp GMM hệ thống không tìm thấy bằng chứng làm rõ thuế có tác động đến kì hạn nợ, tương đồng với kết quả nghiên cứu của Lemma và Negash (2012).

Đối với các nhân tố bên ngoài, kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của Cai và cộng sự (2008), Wang và cộng sự (2010) khi tìm thấy bằng chứng chứng tỏ tăng trưởng kinh tế và cấu trúc kì hạn của lãi suất đều có tác động dương đến kì hạn nợ tại mức ý nghĩa thống kê 1% và 5%, trong đó tăng trưởng kinh tế có mức độ tác động đến kì hạn nợ mạnh hơn (2,96% so với 1,18%). Điều này hàm ý rằng các công ty tại VN quan tâm đến mức độ tăng trưởng của nền kinh tế, khả năng mở rộng kinh doanh hơn là những thay đổi trong lãi suất khi đưa ra quyết định về kì hạn vay nợ.

5. Kết luận

5.1. Kết luận

Nghiên cứu này đã nhận diện được các nhân tố tác động đến cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại VN trong giai đoạn 2007–2015. Cụ thể, nghiên cứu cung cấp bằng chứng ủng hộ cho lí thuyết chi phí đại diện, lí thuyết tín hiệu và lí thuyết sự phù hợp về cấu trúc kì hạn nợ. Khác với các nước khác, trong số các nhân tố nội tại, tài sản hữu hình là nhân tố tác động mạnh nhất đến quyết định vay nợ dài hạn của công ty tại VN. Điều này chứng tỏ vay nợ của công ty tại VN chủ yếu thông qua ngân hàng và tài sản đảm bảo có ý nghĩa rất quan trọng trong việc đưa ra quyết định cho vay. Đối với các nhân tố bên ngoài, các công ty tại VN ít quan tâm đến biến động thị trường cũng như lãi suất khi đưa ra quyết định vay nợ dài hạn mà chủ yếu dựa vào những thay đổi giữa tỉ suất sinh lời của trái phiếu chính phủ và tín phiếu, đặc biệt là mức độ phát triển của nền kinh tế. Công ty vay nợ dài hạn tăng lên khi nền kinh tế tăng trưởng tốt, công ty có nhiều cơ hội đầu tư phát triển.

5.2. Gợi ý chính sách

5.2.1. Đối với các nhà quản trị tài chính

Kết quả nghiên cứu cho thấy gần 90% công ty được nghiên cứu có vay nợ ngắn hạn và nợ dài hạn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh nhưng đa phần là nợ ngắn hạn. Và các công ty tại VN có tốc độ điều chỉnh cấu trúc kì hạn nợ chậm, chi phí điều chỉnh cao hơn chi phí do sai lệch cấu trúc kì hạn nợ mục tiêu gây nên. Vậy, nếu để xảy ra sự sai lệch trong cấu trúc kì hạn nợ, dù công ty có tiến hành điều chỉnh hay không thì cũng gây nên thiệt hại nhất định cho công ty. Do đó, nhà quản trị tài chính công ty cần xem xét đặc

điểm của công ty để xây dựng và thực hiện chính sách kì hạn nợ hợp lí nhất, cụ thể nhà quản trị cần phải lưu ý những vấn đề sau:

Quy mô công ty và cơ hội tăng trưởng có tác động dương đến kì hạn nợ nên nhằm hạn chế các khoản chi phí phát sinh do vấn đề đại diện, công ty cần xem xét quy mô cũng như cơ hội tăng trưởng của công ty trong tương lai mà đưa ra quyết định kì hạn nợ hợp lí. Công ty có quy mô lớn, có nhiều cơ hội tăng trưởng sẽ thực hiện chính sách nợ với kì hạn dài chiếm tỉ trọng lớn trong tổng nợ.

Tỉ lệ nợ, tính thanh khoản, biến động thu nhập có tác động dương đến kì hạn nợ. Đây là những nhân tố thể hiện tình hình tài chính của công ty. Công ty có đặc điểm chứng tỏ tình hình tài chính tốt sẽ thực hiện chính sách nợ với kì hạn dài hơn, ngược lại công ty có tình hình tài chính không tốt nên sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Điều này giúp công ty dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn vay, lãi suất cho vay thường thấp hơn vay dài hạn nên công ty giảm bớt được chi phí vay nợ.

Công ty khi xây dựng cấu trúc kì hạn nợ cũng nên quan tâm đến giá trị tài sản cố định hiện tại. Giá trị tài sản cố định liên quan mật thiết đến giá trị thế chấp và giá trị của khoản vay. Nếu công ty có nhiều tài sản cố định sẽ có nhiều khả năng vay nợ dài hạn hơn và ngược lại. Công ty thỏa đặc điểm này cần thực hiện chính sách nợ với kì hạn dài.

5.2.2. Đối với cơ quan nhà nước, tổ chức tín dụng

Để tăng tỉ trọng nợ dài hạn, đáp ứng tốt nhu cầu của công ty cũng như tiến đến phù hợp theo nguyên tắc chung trên thế giới là những khoản đầu tư dài hạn phải được tài trợ bằng nợ có kì hạn dài, theo kết quả nghiên cứu, trong số những nhân tố tác động đến kì hạn nợ, tài sản hữu hình có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc tăng khả năng vay nợ dài hạn của công ty. Tài sản hữu hình có thể dùng để làm đảm bảo cho các khoản vay. Tài sản hữu hình theo nghiên cứu gồm có tài sản cố định hữu hình, tài sản cố định vô hình và tài sản thuê tài chính. Trong những tài sản này thì tài sản cố định hữu hình có vai trò rất quan trọng trong việc đảm bảo cho các khoản vay. Vấn đề đặt ra là các tổ chức tín dụng định giá những tài sản như thế nào nhằm vừa đảm bảo hạn chế rủi ro cho các tổ chức tín dụng vừa đảm bảo quyền lợi của công ty sở hữu tài sản đó.

Cơ quan quản lí nhà nước thống nhất các quy định trong việc quản lí cũng như định giá tài sản cố định hữu hình, đặc biệt là đất đai. Bộ Tài chính và Bộ Tài nguyên môi trường cần có những hướng dẫn rõ ràng về các tỉ suất chiết khấu, tỉ lệ lợi nhuận cho nhà đầu tư… để làm cơ sở xác định đúng giá trị của tài sản theo quy định của Nhà nước

Công tác quản lí tài sản là đất đai cần tránh chồng chéo, tạo sự thống nhất trong quản

lí giúp công ty thuận tiện trong việc thực hiện các hồ sơ thẩm định giá tài sản để thế chấp vay vốn.

Ngân hàng cần xây dựng quy trình thẩm định giá trị tài sản thế chấp hợp lí, rõ ràng và xây dựng tính nghiêm minh trong thực hiện thẩm định giá tài sản.

Cơ quan nhà nước và các tổ chức tín dụng cần thường xuyên bồi dưỡng, cập nhập kiến thức cho thẩm định viên về giá nhằm hạn chế sai sót xảy ra trong quá trình định giá tài sản đảm bảo, hạn chế thiệt hại cho công ty.

5.3. Gợi ý nghiên cứu tiếp theo

Bài báo chỉ dừng lại ở nghiên cứu cấu trúc kì hạn nợ của công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE, nghiên cứu này sẽ tạo tiền đề cho các nghiên cứu tiếp theo về vấn đề này tại VN với mẫu nghiên cứu rộng hơn■

Tài liệu tham khảo

Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance, 50*(2), 609–631.

Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *The Journal of Finance, 35*(5), 1223–1234.

Brick, I. E., & Ravid, S. A. (1985). On the relevance of deft maturity structure. *The Journal of Financial, 40*(5), 1423–1437.

Brick, I. E., & Ravid, S. A. (1991). Interest rate uncertainty and the optimal debt maturity structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 26*(1), 63–81.

Cai, K., Fairchild, R., & Guney, Y. (2008). Debt maturity structure of Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal, 16*(3), 268–297.

Costa, S., Laureano, L. M. S., & Laureano, R. M. S. (2014). The debt maturity of portuguese smes: The aftermath of the 2008 financial crisis. *Procedia - Social and Behavioral Sciences, 150*(2014), 172–181.

Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2009). Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management, 19*(1), 26–42.

Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics, 106*(3), 709–737.

Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance, 41*, 19–37.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and

ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360.

Kane, A., Marcus, A. J., & McDonald, R. L. (1985). Debt policy and the rate of return premium to leverage. *Journal of Finance and Quantitative Analysis, 20*, 479–199.

Lemma, T., & Negash, M. (2012). Debt maturity choice of a firm: Evidence from African countries. *Journal of Business and Policy Research, 7*(2), 60–92.

Lưu Chí Cường, & Nguyễn Thu Hiền. (2016). Quá trình điều chỉnh động cấu trúc vốn trong các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí khoa học Trường Đại học Mở TP.HCM*, *2*(47), 28–41.

Morris, J. (1976). On corporate debt maturity strategies. *Journal of Finance, 31*(1), 29–37.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics, 5*, 146–176.

Myers, S. C., & Majluf, S. (1984). Corporate financing and investmant decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics, 13*(2), 187–221.

Nguyen, D., Diaz-Rainey, I., & Gregoriou, A. (2012). *Financial development and the determinants of capital structure in Vietnam*. Retrieved from: http://ssrn.com/abstract=2014834

Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng. (2015). Các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn từ mô hình tĩnh đến mô hình động: Nghiên cứu trong ngành bất động sản VN. *Tạp chí Phát triển Kinh tế, 26*(6), 58–74.

Terra, P. R. S. (2011). Determinants of corporate debt maturity in Latin America. *European Business Review, 23*(1), 45–70.

Tran Thi Thuy Linh. (2015). Investigating factors affecting capital structure of equitized state-owned enterprises in Ho Chi Minh. *Journal of Economic Development, 22*(4), 92–116.

Wang, Y., Sun, Y., & Lv, Q. (2010). Empirical study on the debt maturity structure based on macroeconomic variables. *International Journal of Business and Management, 5*(12), 135–140.