

Mã số: 476

Ngày nhận: 10/1/2018

Ngày gửi phản biện lần 1: /2017

Ngày gửi phản biện lần 2:

Ngày hoàn thành biên tập: 26/2/2018

Ngày duyệt đăng: 27/2/2018

## CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN KỲ HẠN NỢ CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngô Văn Toàn<sup>1</sup>

### Tóm tắt

Các công ty có quan điểm khác nhau về cấu trúc kỳ hạn nợ và những ảnh hưởng đối với hoạt động của doanh nghiệp, các công ty phải đối mặt với tình trạng khó xử trong việc lựa chọn giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Đặc biệt, các nghiên cứu hiện nay chủ yếu nghiên cứu về cấu trúc vốn, các nghiên cứu về kỳ hạn nợ chưa nhiều. Kỳ hạn nợ là một trong những nội dung có tầm trong của cấu trúc nợ. Thông qua mẫu điều tra là 328 công ty Việt Nam trong giai đoạn 2009-2016, để điều tra các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ. Các đánh giá cho thấy tầm quan trọng của các chi phí đại diện, phát tín hiệu và lý thuyết thuế đối với kỳ hạn nợ được lựa chọn. Thêm vào đó, kỳ hạn nợ bị tác động của tăng trưởng GDP.

**Từ khóa:** kỳ hạn nợ, cấu trúc vốn, Việt Nam

### Abstract

Firms have different views about the term structure of corporate debt maturity and effects on firms' performance, they face the dilemma of choosing between short-term debt or long-term debt. In particular, the current study is mainly research on capital structure, studies on debt maturity are not much. The term debt maturity is one of the most contentious aspects of debt structure. A sample of 328 Vietnamese companies during 2009-2016 was surveyed to investigate factors affecting the structure of the debt maturity term. Our evaluations demonstrate the importance of agency costs, signaling and taxes theory for the debt term of choice. In addition, the debt maturity structure term is affected by GDP growth.

**Keywords:** debt maturity, capital structure, Vietnam

---

<sup>1</sup> Trường Đại học Tài chính – Marketing, Email: ngovantoan2425@gmail.com

## 1. Giới thiệu

So với các nền kinh tế đã phát triển thì điều kiện kinh tế tại Việt Nam, là nền kinh tế chuyển đổi, còn chưa phát triển. Thị trường tài chính chưa phát triển đầy đủ, còn nhiều hạn chế, từ đó vấn đề cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết tại Việt Nam trở nên phức tạp hơn. Đặc biệt là sau những ảnh hưởng từ điều kiện kinh tế, các đặc điểm của cấu trúc kỳ hạn nợ trong các công ty niêm yết của Việt Nam là gì? Những yếu tố nào ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ? Các lý thuyết về kỳ hạn có thể giải thích các vấn đề kỳ hạn nợ ở Việt Nam?

Chính vì thị trường nợ ở Việt Nam còn quá mới mẻ nên các nghiên cứu về sự lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ còn nhiều hạn chế. Do đó nghiên cứu sự ảnh hưởng của các yếu tố đến kỳ hạn nợ tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nghiên cứu này tập trung vào các yếu tố ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ tại các công ty niêm yết ở Việt Nam, về mặt lý thuyết phân tích tác động của một yếu tố kinh tế vĩ mô và các yếu tố bên trong của công ty đối với kỳ hạn nợ. Hơn nữa, sử dụng bộ dữ liệu của 328 công ty trong giai đoạn 2009-2016, nghiên cứu này xem xét các yếu tố tác động đến kỳ hạn nợ tại Việt Nam.

## 2. Cơ sở lý thuyết và khảo lược các công trình nghiên cứu thực nghiệm liên quan

### 2.1. *Cơ sở lý thuyết và khung phân tích*

Lý thuyết cấu trúc kỳ hạn nợ chủ yếu tập trung vào lý thuyết đánh đổi (Miller, 1977; Myers, 2001) và lý thuyết trật tự phân hạng hay lý thuyết tăng vốn tuần tự (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Lý thuyết đánh đổi cho rằng, thay vì huy động thêm vốn cổ phần, tài trợ bằng nợ có thể làm tăng giá trị thị trường của doanh nghiệp do lợi ích của lá chắn thuế. Tuy nhiên, mức nợ gia tăng sẽ làm tăng chi phí tài chính (Philosophov & Philosophov 2005; Bany-Ariffin, Nor & McGowan, 2010), và tăng các mâu thuẫn đại diện của các công ty (Jensen & Meckling, 1976; Frankfurter & Philippatos, 1992). Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các nhà quản trị tài chính có thông tin mà các nhà đầu tư không có. Do đó, các doanh nghiệp có xu hướng thích tài trợ từ bên trong hơn, không bị bất đối xứng thông tin, thay vì tài trợ từ bên ngoài. Nếu vẫn cần tài trợ bên ngoài, các công ty sẽ phát hành trái phiếu lần đầu. Họ nhấn mạnh rằng cấu trúc vốn mục tiêu cụ thể là không tồn tại. Trong 30 năm qua, các nghiên cứu về giá trị (validity) của hai lý thuyết này đã không nhất trí cho đến thời điểm hiện nay (Hovakimian, Hovakimian & Tehranian, 2004; Huang & Song, 2006; Kayo & Kimura, 2011; Gaud, Hoesli, & Bender, 2007; Frank & Goyal, 2004; Leary, 2009).

Theo các nghiên cứu hiện có, lý thuyết về cấu trúc kỳ hạn nợ được chia thành ba loại: chi phí đại diện (Jensen, 1986), lý thuyết về sự ủng hộ giới hạn (deadline supporting theory) (Hart & Moore, 1994), và lý thuyết bất cân xứng thông tin (Flannery, 1986; Kale & Noe, 1990; Diamond, 1991). Lý thuyết chi phí đại diện cho rằng các khoản nợ đang hiện hữu (liabilities operations) của doanh nghiệp hiện đại

gây ra sự mâu thuẫn giữa các chủ nợ (creditors) và những cổ đông (shareholders), sự xung đột này dẫn đến chi phí đại diện của nợ đã xuất hiện. Các quan điểm chính của lý thuyết chi phí đại diện là: Thứ nhất, khoản nợ ngắn hạn giúp các công ty tránh được các vấn đề đầu tư quá nhiều và giải quyết các vấn đề đầu tư không đầy đủ; Thứ hai, kỳ hạn nợ tăng lên cùng với sự gia tăng quy mô công ty. Các quan điểm chính của lý thuyết về sự ủng hộ giới hạn là: kỳ hạn nợ phải được tương ứng với kỳ hạn tài sản công ty và kỳ hạn nợ có mối quan hệ ngược với tỷ lệ khấu hao tài sản. Quan điểm chính của lý thuyết bất cân xứng thông tin tin rằng, rủi ro của người vay có tương quan thuận với kỳ hạn nợ và các công ty thường thích phát hành các khoản nợ ngắn hạn.

Thực tế, trên thế giới đặc biệt là các nước phát triển vấn đề lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ tối ưu và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ là một đề tài khá phổ biến điển hình như nghiên cứu của Barclay & Smith (1995) nghiên cứu về ảnh hưởng của chi phí đại diện, bất cân xứng thông tin, thuế đến cấu trúc kỳ hạn nợ hay nghiên cứu của Stephan, Talavera & Tsapin (2011) đã kiểm định tác động của các nhân tố tới sự lựa chọn kỳ hạn nợ ở các thị trường tài chính mới nổi, tiêu biểu ở Ukraine. Bên cạnh đó Cai, Fairchild & Guney (2008) cũng có bài nghiên cứu về cấu trúc kỳ hạn nợ tại thị trường Trung Quốc.

Schiantarelli & Sembenelli (1997) kết luận rằng lợi nhuận công ty được đo bởi lợi nhuận dòng tiền trên vốn thì được đặc trưng bởi cấu trúc kỳ hạn nợ dài. Tuy nhiên, sự dự đoán những liên quan tích cực giữa chất lượng công ty và số lượng nợ ngắn hạn được tạo ra (Kale & Noe, 1990). Stephan, Talavera & Tsapin (2011) nêu ra rằng ở một số quốc gia, các công ty có một số hạn chế để lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ. Bởi do hạn chế lợi nhuận thấp và khả năng tiếp cận thị trường, các công ty ở các nước đang phát triển sử dụng ít kỳ hạn nợ dài so với các đối tác của họ ở các nước phát triển (Caprio & Demirgü-Kunt, 1998). Nghiên cứu trường hợp của một nền kinh tế đang phát triển, vì nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng cấu trúc kỳ hạn nợ không tốt trong khu vực kinh tế tư nhân có thể gây ra những hậu quả cho sự ổn định tài chính vĩ mô trong nền kinh tế đang phát triển (Schmukler & Vesperoni, 2006).

## ***2.2. Các nghiên cứu trước thực nghiệm liên quan***

Kỳ hạn nợ là một trong những khía cạnh quan trọng trong tối đa hóa giá trị công ty, các lý thuyết về cấu trúc nợ kỳ hạn được hình thành trong khoảng năm 1980 đến 1990 chẳng hạn như: Brick & Ravid, 1985; Flannery, 1986; Kale & Noe 1990. Các lý thuyết giải thích cấu trúc kỳ hạn nợ liên quan đến phát tín hiệu (Flannery, 1986; Kale & Noe, 1990) các công ty được xếp hạng tín dụng cao sẽ chọn nợ ngắn hạn bởi vì họ có thể tận dụng lợi thế từ những nguồn tin tức trong tương lai (Diamond, 1991). Phát hành nợ ngắn hạn là tín hiệu tích cực cho biết rủi ro tín dụng thấp, công ty được đảm bảo trong bảng xếp hạng tín nhiệm.

Lý thuyết liên quan đến vấn đề đại diện nhấn mạnh vai trò của nợ trong việc giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông và người quản lý doanh nghiệp (Bolton & Scharfstein, 1996; Jensen, 1986). Myers (1977) lập luận rằng cơ hội đầu tư trong tương lai của công ty là tương tự như tùy chọn mức tăng trưởng. Theo đó, giá trị của một công ty phụ thuộc vào việc các nhà quản lý của công ty tối ưu thực hiện các tùy chọn này. Nếu công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần, các nhà quản lý (đại diện cho các cổ đông) tối ưu thực hiện tất cả các tùy chọn để gia tăng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Tuy nhiên với nợ trong cơ cấu vốn của công ty, các nhà quản lý có thể không theo đuổi các dự án mạo hiểm bởi vì nếu công ty vay nợ để tài trợ cho những khoản đầu tư này, thì việc phải trả lãi định kỳ cũng như trả vốn theo định kỳ sẽ ngăn, hoặc giảm việc đầu tư mạo hiểm này. Theo lý thuyết này một phần giải pháp giữa cuộc xung đột cổ đông và người nắm giữ trái phiếu là công ty nên giảm kỳ hạn nợ. Song cũng cần phát triển những nguồn lực từ bên trong đối với những công ty có tình hình tài chính phát triển nhanh (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1998).

Schiantarelli & Sembenelli (1997) đã nêu lên mô hình của Myers (1977) về một số lợi thế quan trọng của nợ ngắn hạn đến các cơ hội đầu tư, nhấn mạnh lý thuyết chi phí đại diện. Trong mô hình về bất cân xứng thông tin về loại hình vay Diamond (1991) cho rằng các công ty được xếp hạng tín dụng cao sẽ chọn nợ ngắn hạn bởi vì họ có thể tận dụng lợi thế từ những nguồn tin tức trong tương lai.

Ngoài ra trong bài báo cáo (Barclay & Smith, 1995; Orman & Köksal, 2017) về cấu trúc kỳ hạn nợ thông qua các loại hình công ty ngoài đưa lý thuyết về chi phí đại diện còn nghiên cứu thêm về các lý thuyết thuế. Một trong những ưu điểm lớn nhất của việc dùng nợ thay cho vốn chủ sở hữu đó là lãi suất mà doanh nghiệp phải trả trên nợ được miễn thuế.

Trong khi đó thì cổ tức hay các hình thức chi trả khác cho chủ sở hữu đều bị đánh thuế. Nếu thay vốn chủ sở hữu bằng nợ thì sẽ giảm được thuế doanh nghiệp phải trả, và vì thế tăng giá trị của doanh nghiệp lên. Brick & Ravid (1985) cho biết các công ty sử dụng nhiều nợ dài hạn khi cấu trúc kỳ hạn của lãi suất có hệ số gốc dương. Lý thuyết này cho thấy rằng cấu trúc kỳ hạn nợ tối ưu là sự đánh đổi giữ lợi ích từ thuế cho các khoản nợ của công ty và những bất lợi của chi phí đại diện.

**Bảng 1. Tổng hợp biến và cách tính biến trong mô hình**

<b>Biến</b>	<b>Cách đo lường</b>	<b>Kỳ vọng</b>	<b>Các nghiên cứu thực nghiệm</b>
Debt Maturity	Tỷ số nợ dài hạn trên tổng nợ của công ty		
Firm Size	Logarit của tổng tài sản	+	Stephan, Talavera & Tsapin (2011); Costa, Laureano & Laureano (2014)
Growth	Tỷ số của tốc độ tăng doanh thu trên tốc độ tăng tài sản	-	Myers (1977); Stohs & Mauer (1996); Körner (2007)
Asset Maturity	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên chi phí khấu hao	+	Cai, Fairchild & Guney (2008); Supatkitmongkol (2004); Khurana & Wang (2015)
Tax	Tỷ số của tổng thuế phải	+	Flannery (1986); Stephan, Talavera & Tsapin

	chịu trên tổng thu nhập chịu thuế		(2011); Hajija & Akhlagi (2012)
Turnover	Tỷ số của doanh thu trên tổng tài sản	-	Stephan, Talavera & Tsapin (2011)
Vol*Leverage	(Logarit của độ lệch chuẩn thay đổi thu nhập giữ lại trên nợ ngắn hạn) x (Tỷ số của tổng nợ trên tổng tài sản)	-	Diamond (1991); Ariff & Rahman (2011); Renato Soares Terra (2011); Costa, Laureano & Laureano (2014); Deesomsak, Paudyal & Pescetto (2009); Stephan, Talavera & Tsapin (2011)
Curr*Leverage	(Tỷ số của tài sản ngắn hạn của công ty trên nợ ngắn hạn) x (Tỷ số của tổng nợ trên tổng tài sản)	+	Cook, Fu & Tang (2014); Köksal, Orman & Oduncu (2013); Chipeta & Mbululu (2013); Stephan, Talavera & Tsapin (2011)
GDP Growth	Dữ liệu thu thập tại Workbank	+/-	Cai, Fairchild & Guney (2008)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được thu thập dưới dạng bảng, bao gồm 328 công ty cổ phần Việt Nam được niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán: Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) và Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội (HNX) ở Việt Nam trong khoảng thời gian 2009 – 2016. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán của các công ty lấy từ website: [www.vietstock.vn](http://www.vietstock.vn) để thiết lập dữ liệu bảng.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

##### 3.2.1 Các mô hình tĩnh

Trong mô hình hồi quy dữ liệu bảng, ba phương trình ước lượng phổ biến nhất là: (1) Mô hình ước lượng bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS); (2) Mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effect Model – FEM) và Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effect Model – REM).

Xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ được xây dựng trong nghiên cứu này, mô hình OLS được minh họa như sau:

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 GRW_{i,t} + \beta_3 AM_{i,t} + \beta_4 TAX_{i,t} + \beta_5 TUR_{i,t} + \beta_6 VOL \times LEV_{i,t} + \beta_7 CUR \times LEV_{i,t} + \beta_8 GrGDP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó chỉ số  $i$  đại diện cho từng doanh nghiệp, chỉ số  $t$  đại diện cho năm quan sát.

$DM_{i,t}$ : Kỳ hạn nợ (Tỷ số nợ dài hạn trên tổng nợ của công ty) của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$ .

$SIZE_{i,t}$ ,  $GRW_{i,t}$ ,  $AM_{i,t}$ ,  $TAX_{i,t}$ ,  $TUR_{i,t}$ ,  $GrGDP_{i,t}$ ,  $VOL \times LEV_{i,t}$ ,  $CUR \times LEV_{i,t}$ : Lần lượt đại diện cho quy mô, tốc độ tăng trưởng, kỳ hạn tài sản, thuế,... của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$ .

$\varepsilon_{i,t}$ : Sai số có phân phối chuẩn, biến thiên theo  $i$  và  $t$ .

Tuy nhiên mô hình OLS lại xem xét các doanh nghiệp là đồng nhất dẫn đến việc không phản ánh chính xác thực trạng riêng biệt của mỗi doanh nghiệp. Như vậy, mô hình OLS có thể dẫn đến ước lượng bị sai lệch khi không kiểm soát được các tác động riêng biệt này.

Mô hình tác động cố định FEM hoặc ảnh hưởng ngẫu nhiên REM có thể kiểm soát các tác động, cụ thể mô hình như sau:

$$DM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 GRW_{i,t} + \beta_3 AM_{i,t} + \beta_4 TAX_{i,t} + \beta_5 TUR_{i,t} + \beta_6 VOL \times LEV_{i,t} + \beta_7 CUR \times LEV_{i,t} + \beta_8 GrGDP_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó  $\omega_{i,t} = \nu_i + \varepsilon_{i,t}$ , với  $\nu_i$  đại diện cho các tác động riêng biệt không đổi theo thời gian và không quan sát được của mỗi thực thể doanh nghiệp  $i$ . Như vậy điểm khác biệt giữa OLS và hai mô hình FEM & REM là sự tồn tại của sai số  $\nu_i$ . Đồng thời, sự khác nhau giữa FEM và REM cũng nằm ở chỉ số  $\nu_i$  cả hai đều thừa nhận sự tồn tại hợp lý của  $\nu_i$  nhưng nếu các tác động riêng biệt này có tương quan với các biến độc lập thì phương pháp phù hợp nhất là FEM, ngược lại nếu  $\nu_i$  không có tương quan với biến độc lập  $\nu_i \perp (0, \sigma^2)$  thì mô hình REM là phù hợp hơn.

Tuy nhiên ba mô hình trên có thể gặp phải hạn chế do yếu tố ảnh hưởng của biến nội sinh tiềm ẩn có thể do hai yếu tố là biến tác động đồng thời và bỏ sót biến (Getzmann, Lang & Spremann 2010). Getzmann & cộng sự (2010) đưa ra 2 lý do chủ đạo gây nên nội sinh tiềm ẩn trong mô hình nhân tố ảnh hưởng kỳ hạn nợ là tác động đồng thời (Simultaneity) và bỏ sót biến (Omitted Variables). Tác động đồng thời cho thấy quan hệ nhân quả trong mô hình (1) có thể xảy ra theo hai chiều, tức kỳ hạn nợ có thể tác động ngược chiều lại đến các nhân tố thuộc doanh nghiệp, như vậy hồi quy các biến này có thể bị tương quan với sai số ngẫu nhiên dẫn đến hiện tượng nội sinh. Vấn đề bỏ sót biến thì rõ ràng trong cả hai mô hình (1) và (2) đều không xét đến nhóm nhân tố bên ngoài, nhóm nhân tố này được giả định nằm trong sai số ngẫu nhiên và không tương quan với biến giải thích. Tuy nhiên, giả định này không phù hợp trong thực tế vì các cú sốc ngẫu nhiên bên ngoài doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến biến phụ thuộc thì khả năng cũng ảnh hưởng đến biến giải thích (Antoniu, Guney & Paudyal, 2008; Getzmann & cộng sự, 2010).

### 3.2.2 Kiểm định và lựa chọn mô hình

Để kiểm định giả thuyết bài nghiên cứu đã sử dụng phương pháp thống kê mô tả, xây dựng ma trận hệ số tương quan, phân tích hồi quy theo các mô hình Pooled OLS, mô hình cố định FEM, mô hình tác động ngẫu nhiên REM và FGLS. Dựa vào các kết quả kiểm định như kiểm định Wooldridge, kiểm định White, kiểm định Wald, kiểm định Breusch và Pagan Lagrange các tác giả kết luận rằng các mô hình xây dựng từ các phương pháp Pooled OLS, FEM, REM gặp phải các hiện tượng tự tương quan bậc

một và hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do đó, các mô hình OLS, FEM, REM không còn phù hợp.

Để chọn lựa giữa OLS và REM, kiểm định LM (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier) được sử dụng, và để chọn lựa giữa REM và FEM, kiểm định Hausman được sử dụng. Bên cạnh đó, phương pháp FGLS được sử dụng trong bài viết này bởi vì FGLS có thể kiểm soát được hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi. Phương pháp FGLS sẽ ước tính mô hình theo phương pháp OLS (ngay cả trong trường hợp có sự tồn tại của hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi). Các sai số được rút ra từ mô hình sẽ được dùng để tính ma trận phương sai – hiệp phương sai của sai số. Cuối cùng, sử dụng ma trận này để chuyển đổi các biến ban đầu và ước tính giá trị các tham số cần tìm trong mô hình.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Kết quả thống kê mô tả của các biến nghiên cứu được trình bày ở bảng 2 bao gồm các giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị tối thiểu cũng như giá trị tối đa của các biến số này. Có thể thấy được rằng trung bình nợ dài hạn/Tổng nợ của các công ty từ năm 2009-2016 là 19.848%, Trong mẫu nghiên cứu có những công ty không sử dụng nợ dài hạn trong cấu trúc nợ cụ thể do DM biến thiên mạnh từ 0 đến 0.977. Bên cạnh đó, có thể thấy rằng các công ty niêm yết tại Việt Nam sử dụng nhiều nợ ngắn hạn để tài trợ hơn là sử dụng nợ dài hạn trung bình khoảng 80.125% trong tổng nợ của công ty.

**Bảng 2. Thống kê mô tả**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Debtmaturity	2,624	0.19848	0.227503	0	0.976646
Curr.*Leverage	2,624	0.843971	0.59564	0.036982	14.00122
Vola.*Leverage	2,296	-1.88892	1.4378	-11.1425	0.134617
Tax	2,624	-0.10903	15.01435	-757.919	104.9818
Turnover	2,624	1.230671	1.176156	0.001044	12.73354
Growth	2,284	4.516673	173.507	-972.687	8089.358
Size	2,624	26.98642	1.53743	11.4359	32.61116
AssetMaturity	2,621	45.42702	569.964	0.001148	26379.21
Gdpgrowth	2,624	5.881875	0.495566	5.247	6.679

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Do thị trường tài chính tại Việt Nam còn chưa phát triển mạnh, nguồn tài trợ của các công ty bị giới hạn đa số các nguồn này phụ thuộc chủ yếu vào vay vốn ngân hàng. Mặc dù ngân hàng có rất nhiều loại hình vay từ ngắn hạn đến dài hạn. Tuy nhiên các khoản vay ngắn hạn luôn được ưu tiên hơn và các điều kiện để thực hiện việc vay vốn cũng nhẹ nhàng hơn so với việc chứng minh rằng công ty có đủ các yêu cầu để làm thủ tục vay trung và dài hạn.

Với một lợi thế là đất nước còn đang trong quá trình phát triển ở tương lai, các công ty Việt Nam trong những năm gần đây có tốc độ tăng trưởng khá cao. Cụ thể biến Growth có giá trị trung bình là 4.5166 cùng với giá trị trung bình của biến hiệu suất sử dụng tài sản Turnover là 1.23 hai biến này cho thấy rằng cơ hội tăng trưởng và khả năng tăng trưởng của

các doanh nghiệp này là tương đối lớn.

Quy mô trung bình của toàn mẫu là 26.986 có độ lệch chuẩn là 1.537 dao động trong khoảng giá trị từ 11.436 đến giá trị cao nhất là 32.611.

Biến kết hợp độ biến động với đòn bẩy  $Vola*Leverage$  của các công ty có giá trị trung bình (1.88892). Do giai đoạn nghiên cứu từ năm 2008-2015, trong đó năm 2008 Việt Nam chịu tác động của khủng hoảng kinh tế thế giới và những dư âm ảnh hưởng ở năm 2009 và chưa có dấu hiệu phục hồi ở những năm sau đó. Các doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn đã thu hẹp hoạt động sản xuất kinh doanh do cầu giảm mạnh, đáng nhắc đến là các doanh nghiệp hoạt động trong ngành kinh doanh bất động sản, tài chính- ngân hàng... Ngược lại, vào đầu những năm 2014 tình hình kinh tế có sự khởi sắc lại, thị trường hoạt động sôi động hơn nên tạo ra các cơ hội tăng trưởng doanh thu lợi nhuận hơn trước.

Biến kết hợp giữa khả năng thanh toán hiện hành và đòn bẩy  $Curr*Leverage$  của các công ty đạt trung bình 0.843971 và biến động mạnh với độ lệch chuẩn 0.59564, giá trị nhỏ nhất là 0.036982 và giá trị lớn nhất lên đến 14.00122. Dẫn đến sự chênh lệch lớn như trên có thể do đặc thù của ngành kinh doanh khác nhau dẫn sự chênh lệch trong mẫu quan sát.

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở bảng 3. Kết quả cho thấy hệ số tương quan giữa các biến giải thích là không cao, các chỉ tiêu đa phần đều dưới 0.5. Do đó hiện tượng đa cộng tuyến (Multicollinearity) ít có khả năng xảy ra khi thực hiện các mô hình hồi quy

**Bảng 3. Phân tích tương quan giữa các biến.**

	DM.	Curr.Lev	Vola.Lev	Tax	Tur	Grw	Size	AM	GdpGrw
DM	1								
Curr*Lev	0.4096	1							
Vol*Lev	-0.1092	-0.0846	1						
Tax	0.0238	0.0103	-0.0161	1					
Tur	-0.3488	-0.1202	0.0349	0.0074	1				
Grw	-0.0013	0.011	-0.0291	0.0004	-0.0278	1			
Size	0.3602	0.1406	-0.1681	0.0173	-0.2127	0.0234	1		
AM	-0.0097	-0.0217	0.0319	0.0012	-0.0232	-0.0001	-0.0129	1	
Gdpgrw	0.0322	0.0136	0.3272	-0.0032	0.0006	-0.0211	0.0404	-0.0119	1

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bên cạnh đó ta có thể thấy được rằng Debt Maturity có mối tương quan nghịch chiều với các biến  $Vol*Leverage$ , Turnover, Growth, AssetMat và có tương quan thuận chiều với các biến  $Curr*Leverage$ , Tax, Size và Gdpgrowth. Khi phân tích tương quan ta có thể đưa ra cái nhìn tổng quát giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc, tuy nhiên không có nghĩa rằng khi phân tích tương quan cũng đồng nghĩa với việc giả định kỳ vọng dấu.

Khi xảy ra tương quan nghịch chiều tức có nghĩa khi gia tăng các biến này thì kỳ hạn nợ sẽ giảm và ngược lại, cụ thể: Hệ số tương quan giữa Debt maturity và biến kết hợp  $Vol*Leverage$  là (0.1092) cho thấy mối tương quan nghịch chiều có nghĩa khi gia tăng biến kết hợp thì kỳ hạn nợ sẽ giảm và ngược lại; Tương tự, hệ số tương quan giữa Turnover và Debt Maturity là (0.3488) cho thấy khi hiệu suất sử dụng tài sản giảm thì kỳ hạn nợ của doanh nghiệp sẽ tăng; Hệ số tương quan giữa kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ là (0.0097) cho thấy gia tăng kỳ hạn tài sản sẽ dẫn đến việc giảm kỳ hạn nợ; Cuối cùng hệ số tương quan giữa tốc



độ phát triển và kỳ hạn nợ là (0.0013) có nghĩa khi công ty lựa chọn tăng trưởng nhanh thì phải giảm kỳ hạn nợ.

Khi xảy ra tương quan thuận chiều thì kết quả có nghĩa khi gia tăng các biến có tương quan thuận thì kỳ hạn nợ sẽ tăng và ngược lại. Cụ thể: Hệ số tương quan giữa Debt maturity và biến kết hợp Curr\*Leverage là +0.4096 cho thấy hai biến này có tương quan cùng chiều nên khi gia tăng Curr\*Lev thì kỳ hạn nợ cũng gia tăng và ngược lại; Hệ số tương quan giữa thuế và kỳ hạn nợ có tương quan thuận chiều +0.0238 tức khi biến thuế gia tăng thì có xu hướng gia tăng kỳ hạn nợ; Tương tự, quy mô công ty tương quan với kỳ hạn nợ là +0.3602 tức khi quy mô gia tăng thì công ty sẽ gia tăng kỳ hạn nợ. Cuối cùng hệ số tương quan giữa tốc độ tăng trưởng GDP và kỳ hạn nợ có dấu dương +0.0322 do đó tốc độ tăng trưởng GDP tác động cùng chiều lên kỳ hạn nợ.

#### 4.2. Kết quả nghiên cứu

**Bảng 4. Kết quả chạy các mô hình hồi quy**

Mô hình	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
Curr.*Leverage	0.143***	0.133***	0.135***	0.201***
	[19.37]	[23.14]	[24.10]	[40.42]
Vola.*Levarage	-0.006**	-0.003	-0.003*	0.003***
	[-2.11]	[-1.41]	[-1.69]	[4.15]
Tax	0.000	0.000	0.000	-0.000
	[1.00]	[0.55]	[0.62]	[-0.66]
Turnover	-0.050***	-0.044***	-0.047***	-0.017***
	[-14.31]	[-7.93]	[-9.99]	[-27.36]
Growth	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000
	[-1.07]	[-0.85]	[-0.92]	[-1.59]
Size	0.0365***	0.0199***	0.0266***	0.0241***
	[13.85]	[4.44]	[7.30]	[34.84]
Assetmat.	-0.000	-0.000	-0.000	0.000
	[-0.20]	[-0.69]	[-0.69]	[0.52]
Gdpgrowth	0.013	0.012***	0.012***	-0.00131
	[1.64]	[2.75]	[2.70]	[-0.69]
Const.	-0.938***	-0.476***	-0.655***	-0.689***
	[-11.37]	[-3.88]	[-6.48]	[-33.39]
N	2280	2280	2280	2280
R-sq	0.324	0.255	0.254	
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000
Hausman			0.287	
LM			0.000	
Wald			0.000	
Wooldridge			0.000	
<i>t statistics in brackets</i>				
* $p < 0.1$ , ** $p < 0.05$ , *** $p < 0.01$				

Nguồn: Kết quả chạy mô hình

Kết quả nghiên cứu cho kết quả ngoại trừ kỳ hạn tài sản và thuế không tác động

đến kỳ hạn nợ của các công ty, các biến còn lại đều tác động có mức ý nghĩa thống kê lên kỳ hạn nợ cũng như kỳ vọng đầu ban đầu. Cụ thể như sau: các biến quy mô công ty, kết hợp khả năng thanh khoản và đòn bẩy, tốc độ tăng trưởng GDP có tương quan dương với kỳ hạn nợ trong khi tốc độ tăng trưởng, hiệu suất sử dụng tài sản, kết hợp độ biến động lợi nhuận và đòn bẩy đều cho tương quan âm với kỳ hạn nợ với từng mức ý nghĩa phù hợp.

Kết quả nghiên cứu trên đã ủng hộ các cơ sở lý thuyết như các nghiên cứu của các tác giả như Diamond (1991), Ozkan (2002), Johnson (2003), Stephan, Talavera & Tsapin (2011). Sự tương tác giữa biến động lợi nhuận giữ lại và đòn bẩy lên kỳ hạn nợ là một tương tác nghịch chiều, lợi nhuận giữ lại tăng, các chủ nợ sẽ đánh giá tích cực tiềm năng phát triển cũng như khả năng tín dụng của công ty đó dẫn đến sẽ đãi ngộ nhiều ưu đãi trong việc đưa công ty đó tiếp cận đến nguồn vốn đồng thời lãi suất vay nợ cũng có thể thấp hơn. Do đó hiện tại khi công ty cần nguồn tài trợ họ sẽ ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại, hạn chế việc đi vay và có thể chỉ sử dụng các khoản vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn.

Lựa chọn kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu chịu ảnh hưởng đồng biến bởi quy mô công ty. Công ty có quy mô lớn có được nhiều sự tín nhiệm từ các chủ nợ cho nên khả năng tiếp cận với nợ dài hạn nhiều hơn và được hưởng nhiều ưu đãi hơn cho nên các doanh nghiệp này sẽ có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn. Một mặt là để tránh áp lực đáo hạn nợ và hoạch định được nhiều chiến lược đầu tư lâu dài. Mặt khác, các doanh nghiệp này còn có thể được hưởng mức ưu đãi về lãi suất mà các chủ nợ dành cho họ.

Trong khi đó hiệu quả sử dụng tài sản tác động theo chiều đối nghịch với sự lựa chọn kỳ hạn nợ. Có thể điều này do ảnh hưởng bởi môi trường tài chính ở Việt Nam các doanh nghiệp có hiệu quả sử dụng tài sản tốt tạo nhiều doanh thu nên sẽ sử dụng nhiều khoản nợ ngắn hạn để tận dụng triệt để các cơ hội kinh doanh. Cơ cấu một nguồn vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó giá trị công ty là lớn nhất, hay nói một cách khác là chi phí tài chính là nhỏ nhất và do vậy cũng làm tối đa hóa doanh thu của doanh nghiệp. Nếu cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, thì cơ cấu vốn cũng sẽ tác động đến sức khỏe tài chính cũng như khả năng phá sản của doanh nghiệp.

Hiệu quả hoạt động tài chính như tối đa hóa lợi nhuận, tối đa hóa lợi nhuận trên tài sản, và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả của doanh nghiệp. Việc đo lường hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty mà mục tiêu này có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động của công ty và sự phát triển của thị trường chứng khoán và thị trường vốn.

Cấu trúc kỳ hạn nợ là một mảng của cấu trúc vốn, do đó lựa chọn nguồn tài trợ từ nợ là một trong những cách công ty huy động nguồn vốn phục vụ cho việc sản xuất hay thực hiện các mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty lên một tầm mới. Ở thị trường kinh tế Việt Nam hiện nay, các công ty niêm yết

Thực tế chỉ vay ngắn hạn từ ngân hàng là chủ yếu nhằm bổ sung cho nhu cầu về tài sản lưu động, còn nguồn vốn vay dài hạn để đầu tư vào tài sản cố định là rất ít. Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của các công ty niêm yết được thống kê mô tả trong bài nghiên cứu này trung bình đạt khoảng 19.85% chứng tỏ các công ty niêm yết sử dụng quá nhiều nguồn vay ngắn hạn cho hoạt động công ty.

Sau khi xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ ta có thể nhận thấy rằng khi một công ty muốn mở rộng quy mô sản xuất thường ban đầu sẽ sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn nhưng khi đạt mức quy mô cao như mức kỳ vọng thì các doanh nghiệp lại sử dụng nợ dài hạn để theo đuổi các mục tiêu ổn định và có nhiều dự án tương lai lâu dài để hiệu quả hoạt động công ty được nâng cao hơn do đó lựa chọn nợ dài hạn là một quyết định đáng xem xét. Tuy nhiên lựa chọn mục tiêu tăng trưởng lại đối nghịch với kỳ hạn nợ, có thể lập luận rằng khi các doanh nghiệp muốn đạt mức tăng trưởng cao hơn họ ngại sử dụng nợ vì tránh các nguy cơ trả lãi đến hạn làm gián đoạn đến các dự án có mức rủi ro cao, không phải lúc nào các dự án có mức tăng trưởng cao, rủi ro cao cũng đem đến hiệu quả tốt cho doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, các yếu tố về khả năng thanh khoản cao giúp doanh nghiệp vay được nợ dài hạn nhiều hơn với mức ưu đãi lãi suất mà các chủ nợ đặt ra sẽ giúp nguồn vốn doanh nghiệp dồi dào tài trợ cho các hoạt động nhằm tăng lợi nhuận cho công ty. Cuối cùng, độ biến động lợi nhuận giữ lại giúp công ty tránh việc sử dụng quá nhiều khoảng nợ giảm thiểu chi phí sử dụng nguồn vốn tuy tác động trái chiều với kỳ hạn nợ nhưng lại có thể tác động tích cực đến hiệu quả tối đa hóa lợi ích của công ty.

## **5. Kết luận**

### **5.1. Kết luận**

Bài báo này đã thực hiện nghiên cứu mối quan hệ các yếu tố bên trong và một yếu tố vĩ mô tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Được tiến hành dựa trên mẫu nghiên cứu gồm 328 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2009 cho đến năm 2016 tương ứng với 2625 quan sát. Bằng cách thu thập và phân tích dữ liệu dạng bảng để đưa ra cái nhìn tổng quát rõ hơn về cấu trúc kỳ hạn nợ tại các công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết quả hồi quy cho thấy các yếu tố tác động cùng chiều với kỳ hạn nợ bao gồm các biến quy mô (Size), biến kết hợp giữa khả năng thanh khoản và đòn bẩy ( $Curr*Lev$ ) cùng với biến vĩ mô tốc độ tăng trưởng GDP (GrGDP). Và ngược lại, các biến tăng trưởng (Grw), hiệu suất sử dụng tài sản (Tur) và biến kết hợp giữa độ biến động lợi nhuận giữ lại với đòn bẩy ( $Vol*Lev$ ) cho ảnh hưởng nghịch chiều lên kỳ hạn nợ. Bên cạnh đó, kết quả hồi quy không tìm thấy mối quan hệ giữa kỳ hạn tài sản (AM) và thuế (Tax) lên kỳ hạn nợ của các công ty cổ phần đang niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Như vậy, một lần nữa các yếu tố đã được các nghiên cứu trước đây xác nhận tại thị trường Việt Nam. Nhìn chung kỳ hạn nợ tại Việt Nam có tác động với yếu tố kinh tế vĩ mô lẫn vi mô. Các kết quả này ủng hộ nội dung lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết

bất cân xứng thông tin trong việc giải thích về quyết định lựa chọn kỳ hạn nợ của doanh nghiệp cũng như ủng hộ kết quả nghiên cứu của Stephan, Talavera & Tsapin (2011). Bài nghiên cứu cũng chưa tìm được mối liên hệ của thuế tác động lên kỳ hạn nợ tại thị trường kinh tế mới nổi Việt Nam đồng thời mối quan hệ giữa kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ cũng không tìm thấy trong mô hình xây dựng ở bài nghiên cứu này.

## 5.2. Gợi ý chính sách và kiến nghị giải pháp

Kết quả nghiên cứu cho thấy các 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 kỳ hạn nợ chậm, chi phí điều chỉnh cao hơn chi phí do sai lệch cấu trúc kỳ hạn nợ mục tiêu gây nên. Vậy, nếu để xảy ra sự sai lệch trong cấu trúc kỳ hạn nợ, dù công ty có tiến hành điều chỉnh hay không thì cũng gây nên thiệt hại nhất định cho công ty.

Quy mô công ty và cơ hội tăng trưởng có tác động đến kỳ 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 kỳ hạn nợ hợp lí. Công ty có quy mô lớn, có nhiều cơ hội tăng trưởng sẽ thực hiện chính sách nợ với kỳ hạn dài chiếm tỉ trọng lớn trong tổng nợ.

Tỉ lệ nợ, tính thanh khoản, biến động thu nhập có tác động đến kỳ hạn nợ. Đây là những nhân tố thể hiện tình hình tài chính của công ty. 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 kỳ 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.

## Tài liệu tham khảo

1. Ariff, M., & Rahman, A. (2011), *An Empirical Study of the Debt Maturity Structure of Malaysia Firms*, Doctoral dissertation, Universiti Utara Malaysia.
2. Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(1), 59-92.
3. Cai, K., Fairchild, R., & Guney, Y. (2008), “Debt maturity structure of Chinese companies”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 268-297.
4. Chipeta, C., & Mbululu, D. (2013), “Firm heterogeneity, macroeconomic conditions and capital structure adjustment speeds: Evidence from the JSE”, *Investment Analysts Journal*, 42(77), 69-80.
5. Cook, D. O., Fu, X., & Tang, T. (2014), “The effect of liquidity and solvency risk on the inclusion of bond covenants”, *Journal of Banking & Finance*, 48, 120-136.
6. Costa, S., Laureano, L. M., & Laureano, R. M. (2014), “The debt maturity of Portuguese SMEs: the aftermath of the 2008 financial crisis”, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 172-181.

7. 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.
8. Diamond, D. W. (1991), "Debt maturity structure and liquidity risk", *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737.
9. Flannery, M. J. (1986), "Asymmetric information and risky debt maturity choice", *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
10. Hajiha, Z., & Akhlaghi, H. A. (2013), "The determinants of debt maturity structure in Iranian firms", *African Journal of Business Management*, 7(20), 1973.
11. Khurana, I. K., & Wang, C. (2015), "Debt maturity structure and accounting conservatism", *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(1-2), 167-203.
12. Köksal, B., Orman, C., & Oduncu, A. (2013), "Determinants of capital structure: evidence from a major emerging market economy", *MPRA Paper*, 48415.
13. Körner, P. (2007), "The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from Czech firms", *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(3-4), 142-158.
14. Getzmann, A., Lang, S., & Spremann, K. (2010, March). Determinants of the target capital structure and adjustment speed—evidence from Asian capital markets. In *European Financial Management Symposium*.
15. Miller, M. H. (1977), "Debt and taxes", *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
16. Renato Soares Terra, P. (2011), "Determinants of corporate debt maturity in Latin America". *European Business Review*, 23(1), 45-70.
17. Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2011), "Corporate debt maturity choice in emerging financial markets", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(2), 141-151.
18. Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996), "The determinants of corporate debt maturity structure", *Journal of Business*, 279-312.
19. Supatkitmongkol, P. (2004), *An empirical study on the determinants of corporate debt maturity structure of Thai firms*, Doctoral dissertation, Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University.