
CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC KỲ HẠN NỢ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT

Đỗ Thị Vân Trang

Học viện Ngân hàng

Email: trangdtv@hvn.edu.vn

Phan Thùy Dương

Đại học Công nghệ giao thông vận tải

Email: duongpt@utt.edu.vn

Đinh Hồng Linh

Trường Đại học Kinh tế và Quản trị Kinh doanh - Đại học Thái Nguyên

Email: dhlinh23@gmail.com

Ngày nhận: 22/10/2020

Ngày nhận bản sửa: 27/11/2020

Ngày duyệt đăng: 05/01/2021

Tóm tắt:

Bài viết phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009 - 2019. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ Báo cáo tài chính của 133 doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn 2009 - 2019. Để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp, nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy GLS. Kết quả phân tích cho thấy, các yếu tố kinh tế nội tại của doanh nghiệp như cấu trúc vốn, cơ cấu tài sản, khả năng thanh khoản, quy mô doanh nghiệp là các yếu tố vi mô tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp. Đồng thời, các yếu tố bên ngoài bao gồm tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát, tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành này. Trên cơ sở kết quả thực nghiệm, nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị nhằm giúp các nhà quản trị doanh nghiệp công nghiệp có thể xây dựng được cấu trúc kỳ hạn nợ hợp lý. Đồng thời, nghiên cứu đề xuất một số hàm ý về chính sách đối với Chính phủ trong việc điều hành các chính sách kinh tế vĩ mô nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của doanh nghiệp.

Từ khóa: Cấu trúc kỳ hạn nợ, ngành công nghiệp, doanh nghiệp niêm yết.

Mã JEL: G30, G32, G11.

Determinants of the debt maturity structure of industry listed firms

Abstract:

This study examines the determinants that impact on the debt maturity structure of enterprises in industrial listed firms on the Vietnam Stock Exchange from 2009 to 2019. The data has obtained from the financial statements of 133 industrial listed firms during the period 2009 - 2019. The GLS regression method is used to analyze the factors affecting the debt maturity structure of industrial firms. The results show that capital structure, asset structure, liquidity, and firm size have positively influenced on the debt maturity structure. Furthermore, macroeconomic factors such as economic growth, inflation rate, and credit growth have significantly impacted on debt maturity structure. Finally, this research proposes some suggestions for financial managers in order to identify the optimal debt maturity structure in industrial companies and recommendations for policy-makers while implementing macroeconomic policies.

Keywords: Debt maturity structure, industry, listed firms.

JEL Codes: G30, G32, G11.

1. Giới thiệu

Cấu trúc kỳ hạn nợ là quan hệ giữa kỳ hạn nợ ngắn hạn và kỳ hạn nợ dài hạn, trong đó, kỳ hạn nợ dài hạn là các khoản nợ được xác định thời hạn dài hơn nợ trên một năm, còn kỳ hạn nợ ngắn hạn là các khoản nợ xác định thời hạn ngắn hạn trong vòng 12 tháng (Barclay & Smith, 1995). Do đó, cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp có ảnh hưởng nhất định đến sự phát triển bền vững cũng như hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Modigliani & Miller, 1958; Myers & Majluf, 1984). Vì thế, việc doanh nghiệp theo đuổi cấu trúc kỳ hạn nợ không phù hợp với đặc thù của lĩnh vực kinh doanh và đặc điểm của từng doanh nghiệp có thể dẫn đến những bất lợi trong dài hạn cho doanh nghiệp. Theo lý thuyết sự phù hợp, sự mất cân đối cấu trúc kỳ hạn nợ sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (Morris, 1976; Stohs & Mauer, 1996).

Nền kinh tế Việt Nam đang từng bước chuyển đổi và đang 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 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trở nên phức tạp hơn. Mặt khác, ngành công nghiệp là ngành then chốt trong nền kinh tế và có đặc thù riêng. Thực tiễn này đặt ra câu hỏi về ảnh hưởng của các yếu tố vi mô, vĩ mô đối với cấu trúc kỳ hạn nợ của ngành công nghiệp trong bối cảnh Việt Nam.

Bài nghiên cứu này phân tích ảnh hưởng của các yếu tố đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009-2019. Kết quả nghiên cứu sẽ góp phần tăng thêm bằng chứng thực nghiệm về cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp, và sẽ hữu ích đối với nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà hoạch định chính sách trong công tác quản trị tài chính của doanh nghiệp nói chung và xây dựng cấu trúc kỳ hạn nợ nói riêng.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Có nhiều học thuyết trước đây đã bàn về vấn đề cấu trúc kỳ hạn nợ, cũng như việc lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ tối ưu cho doanh nghiệp, trong đó có thể đề cập đến các lý thuyết sau:

Lý thuyết chi phí đại diện: Theo lý thuyết chi phí đại diện, các doanh nghiệp lựa chọn kỳ hạn nợ nhằm giảm thiểu chi phí đại diện. Vấn đề đại diện của vốn chủ sở hữu xảy ra hai trường hợp làm cho chi phí đại diện ngày càng tăng do “đầu tư dưới mức” hoặc “đầu tư quá mức”. Barnea & cộng sự (1980) cho rằng, doanh nghiệp lựa chọn sử dụng kỳ hạn nợ ngắn hạn hay kỳ hạn nợ dài hạn cho các dự án đầu tư, nếu sử dụng kỳ hạn nợ hợp lý sẽ giảm thiểu xung đột và mâu thuẫn giữa cổ đông và trái chủ. Terra (2011) cho rằng, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ thường gia tăng sử dụng nợ ngắn hạn cho các khoản đầu tư vì vậy các doanh nghiệp này phải gánh chịu chi phí đại diện cao hơn do đầu tư dưới mức, do đó làm gia tăng mâu thuẫn giữa người quản lý và cổ đông.

Lý thuyết tín hiệu: Cấu trúc kỳ hạn nợ được xem là công cụ để giải quyết mâu thuẫn đại diện, các doanh nghiệp phải đưa ra tín hiệu về tình hình tài chính hiện tại nhằm đảm bảo khả năng trả nợ. Những tín hiệu từ thông tin bất cân xứng hàm ý các doanh nghiệp lựa chọn kỳ hạn nợ như là việc phát tín hiệu cho thị trường và người quản lý luôn có thông tin tốt hơn so với các nhà đầu tư bên ngoài về tình hình sức khỏe tài chính của doanh nghiệp (Diamond, 1991; Flannery, 1986; Stohs & Mauer, 1996).

Lý thuyết về thuế: Thuế có mối quan hệ trong việc lựa chọn giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, các doanh nghiệp cấu trúc kỳ hạn nợ tối ưu là sự đánh đổi giữa lợi ích từ lá chắn thuế cho các khoản nợ của doanh nghiệp và những bất lợi từ chi phí đại diện. Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất giảm thì các doanh nghiệp sẽ quyết định lựa chọn nợ dài hạn (Brick & Ravid, 1985; Brick & Ravid, 1991; Stephan & cộng sự, 2011).

Dựa trên những lý thuyết về cấu trúc kỳ hạn nợ như đã đề cập ở trên, nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở nước ngoài trong thời gian vừa qua cũng đã đề cập đến vấn đề này. Trong đó, nhóm tác giả xem xét cấu trúc kỳ hạn nợ dưới tác động của hai nhóm yếu tố: nhóm các yếu tố vi mô và nhóm các yếu tố vĩ mô.

(i) Thứ nhất, cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp chịu tác động của các yếu tố vi mô

Các nghiên cứu về cấu trúc kỳ hạn nợ cho thấy những yếu tố thể hiện đặc điểm riêng biệt của từng doanh nghiệp như tỷ lệ nợ, lợi nhuận, tính thanh khoản, tài sản hữu hình, kỳ hạn tài sản, quy mô doanh nghiệp và thuế cũng tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức độ tác động cũng như chiều

hướng tác động là không giống nhau giữa những quốc gia khác nhau, điều này phụ thuộc vào bối cảnh kinh tế của từng quốc gia được nghiên cứu.

Các giả thuyết nghiên cứu về các yếu tố vi mô ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

Cấu trúc vốn: Cấu trúc vốn cho biết tỷ trọng nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này phản ánh tình trạng sử dụng nợ của doanh nghiệp, bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Antoniou & cộng sự (2006), Barclay & Smith (1995), Correia & cộng sự (2014), Deesomsak & cộng sự (2009), Lemma & Negash (2012) đều tìm thấy mối tương quan thuận giữa cấu trúc vốn và kỳ hạn nợ, ủng hộ cho lý thuyết tín hiệu. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Costa & cộng sự (2014), Kirch & Terra (2012), Cai & cộng sự (2008), Teruel & Solano (2007) không tìm thấy bằng chứng chứng tỏ mối tương quan giữa cấu trúc vốn và kỳ hạn nợ.

Giả thuyết H₁: Cấu trúc vốn có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Cơ cấu tài sản: Cơ cấu tài sản được xác định bởi tỷ lệ giữa tài sản cố định thuần và tổng tài sản của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này phản ánh mức độ đầu tư vào tài sản cố định của doanh nghiệp. Theo lý thuyết sự phù hợp, nhằm giảm thiểu rủi ro và chi phí kiệt quệ tài chính, kỳ hạn của những khoản vay nợ cần phải phù hợp với kỳ hạn của tài sản trong doanh nghiệp. Bằng nghiên cứu thực nghiệm, Kirch & Terra (2012) phát hiện mối tương quan dương giữa cơ cấu tài sản và cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có nhiều tài sản hữu hình có thể thế chấp tốt hơn, chi phí phá sản thấp hơn do đó có thể vay nợ với kỳ hạn dài hơn. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của Matues & Terra (2013) và Costa & cộng sự (2014) lại không tìm thấy bằng chứng nào chứng minh cho mối tương quan này.

Giả thuyết H₂: Cơ cấu tài sản có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Khả năng thanh toán: Khả năng thanh toán được xác định bởi tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có tính thanh khoản cao sẽ dễ dàng huy động vốn dài hạn, kết quả nghiên cứu của Teruel & Solano (2007), Cai & cộng sự (2008), Deesomsak & cộng sự (2009), Matues & Terra (2013) và Costa & cộng sự (2014) phát hiện mối tương quan thuận chiều giữa khả năng thanh toán và cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Giả thuyết H₃: Khả năng thanh toán có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Quy mô doanh nghiệp: Quy mô của doanh nghiệp được xác định bởi logarithm của tổng tài sản. Lý thuyết chi phí đại diện cho rằng trong các doanh nghiệp nhỏ sẽ gặp nhiều hạn chế khi tiếp cận thị trường vốn vay dài hạn. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Barclay & Smith (1995), Ozkan (2000), Antoniou & cộng sự (2006), Cai & cộng sự (2008), Deesomsak & cộng sự (2009), Wang & cộng sự (2010), Fan & cộng sự (2012), Kirch & Terra (2012), Costa & cộng sự (2014) đều tìm thấy bằng chứng mối tương quan thuận chiều giữa quy mô doanh nghiệp và cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Giả thuyết H₄: Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Thời gian sử dụng của tài sản: Thời gian sử dụng của tài sản được xác định bởi tổng tỷ trọng của tài sản lưu động và tỷ trọng của tài sản cố định. Sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và thời gian sử dụng của tài sản không chỉ giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro thiếu hụt tiền mặt thanh toán (Morris, 1976; Stohs & Mauer, 1996) mà còn có thể giúp doanh nghiệp giảm thiểu các vấn đề đầu tư dưới mức (Myers, 1977). Kết quả nghiên cứu thực nghiệm tại các quốc gia đều tìm thấy bằng chứng chứng tỏ thời hạn sử dụng của tài sản có mối quan hệ đồng biến với cấu trúc kỳ hạn của nợ (Demirguc-Kunt & Maksimovic, 1999; Ozkan, 2000; Cai & cộng sự, 2008; Wang & cộng sự, 2010; Lemma & Negash, 2012; Correia & cộng sự, 2014).

Giả thuyết H₅: Thời hạn sử dụng của tài sản có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Khả năng sinh lời: Khả năng sinh lời của doanh nghiệp được xác định bằng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Theo lý thuyết dựa trên thuế, doanh nghiệp có lợi nhuận nhiều sẽ sử dụng nhiều nợ

dài hạn. Ngược lại, những lập luận dựa vào lý thuyết tín hiệu cho rằng doanh nghiệp hoạt động tốt, có lợi nhuận sẽ sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Kết quả từ những nghiên cứu thực nghiệm cũng có nhiều sự khác biệt ở các quốc gia và các ngành khác nhau. Cùng nghiên cứu kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp tại các quốc gia phát triển nhưng Fan & cộng sự (2012) tìm thấy mối tương quan dương giữa kỳ hạn nợ và lợi nhuận trong khi nghiên cứu của Ozkan (2000) lại tìm thấy bằng chứng cho thấy mối quan hệ nghịch biến. Còn tại các quốc gia có nền kinh tế mới nổi, lợi nhuận không có tác động đến việc sử dụng nợ ngắn hạn hoặc dài hạn của các doanh nghiệp (Cai & cộng sự, 2008; Deesomsak & cộng sự, 2009; Kirch & Terra, 2012; Matues & Terra, 2013).

Giả thuyết H₆: Khả năng sinh lời có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Thuế thu nhập doanh nghiệp: Thuế thu nhập doanh nghiệp được xác định bởi thuế thu nhập doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế. Lý thuyết dựa trên 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 kỳ hạn nợ có quan hệ đồng biến với chi phí phát hành và quan hệ nghịch biến với lợi ích lá chắn thuế. Kết quả nghiên cứu của Ozkan (2000), Fan & cộng sự (2012), Matues & Terra (2013) và Costa & cộng sự (2014) cho thấy lợi ích từ thuế càng nhiều thì doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nợ dài hạn, nhưng nghiên cứu của Cai & cộng sự (2008), Kirch & Terra (2012) thu được kết quả ngược lại.

Giả thuyết H₇: Thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

(ii) Thứ hai, cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp chịu tác động của các yếu tố vĩ mô

Tốc độ tăng trưởng kinh tế: Tăng trưởng kinh tế là chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh tế tổng thể của một quốc gia, được xác định bởi giá trị hàng hóa và dịch vụ được sản xuất hằng năm của một quốc gia bằng việc sử dụng nguồn lực của quốc gia đó. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm Wang & cộng sự (2010) đã tìm thấy bằng chứng tốc độ tăng trưởng kinh tế có tương quan đồng biến với cấu trúc kỳ hạn nợ. Tuy nhiên, nghiên cứu của Lemma & Negash (2012) tại các quốc gia Nam Phi lại tìm thấy kết quả ngược lại, tăng trưởng kinh tế có tương quan nghịch biến với kỳ hạn nợ.

Giả thuyết H₈: Tốc độ tăng trưởng kinh tế có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Lạm phát: Lạm phát được xác định thông qua chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Sự gia tăng trong tỷ lệ lạm phát sẽ làm gia tăng những rủi ro mà doanh nghiệp phải đối mặt, như rủi ro về thanh khoản, rủi ro phá sản. Các doanh nghiệp sẽ hạn chế vay nợ dài hạn khi tỷ lệ lạm phát tăng. Kết quả nghiên cứu của Demircuc-Kunt & Maksimovic (1999), Wang & cộng sự (2010) cho thấy tỷ lệ lạm phát tăng khiến doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn, nghiên cứu của Deesomsak & cộng sự (2009) thu được kết quả không rõ ràng đối với những mẫu nghiên cứu khác nhau còn Fan & cộng sự (2012) không tìm thấy bằng chứng cho mối tương quan giữa tỷ lệ lạm phát và kỳ hạn nợ.

Giả thuyết H₉: Lạm phát có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

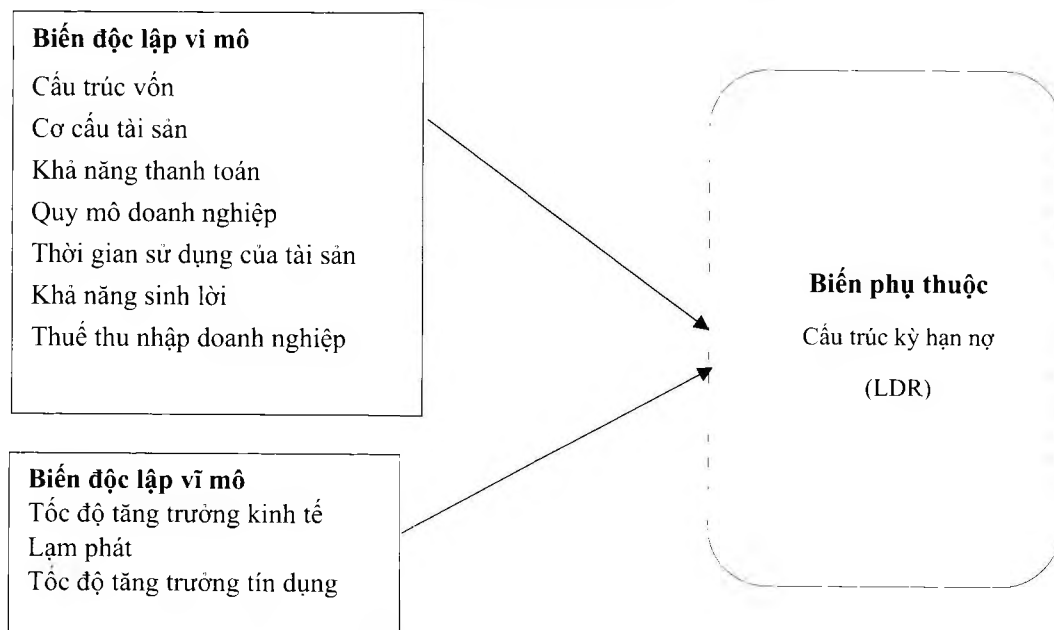
Tốc độ tăng trưởng tín dụng: Tốc độ tăng trưởng tín dụng cho thấy tốc độ tăng quy mô tín dụng qua các năm, tốc độ tăng trưởng tín dụng cao thì càng khuyến khích doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Đây là biến nhóm tác giả đưa thêm vào mô hình với kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tín dụng có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ.

Giả thuyết H₁₀: Tốc độ tăng trưởng tín dụng có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu đều được thu thập từ Báo cáo tài chính của 133 doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn 2009 - 2019 từ cơ sở dữ liệu FinPro. Mẫu nghiên cứu gồm toàn bộ các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết thỏa mãn điều kiện có đầy đủ báo cáo tài chính trong giai đoạn 2009-2019, vì vậy mẫu nghiên cứu có tính

Hình 1: Mô hình nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

đại diện cao.

Trong nghiên cứu này, mô hình nghiên cứu được xây dựng trên cơ sở kế thừa những kết quả nghiên cứu từ mô hình gốc của Ozkan (2000); Antoniou & cộng sự (2006), Cai & cộng sự (2008), Deesomsak & cộng sự (2009), Terra (2011), Fan & cộng sự (2012), Kirch & Terra (2012).

Mô hình nghiên cứu:

$$LDR_{it} = \beta_0 + \beta_x X_{it} + \beta_z Z_{it} + e_{it}$$

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu biến	Cách tính	Dự kiến chiều hướng biến động
Cấu trúc kỳ hạn nợ	LDR	Nợ dài hạn/Tổng nợ	+
Cấu trúc vốn	TDR	Tổng nợ/Tổng tài sản	+
Cơ cấu tài sản	TANG	Tài sản cố định thuần/Tổng tài sản	+
Khả năng thanh toán	LIQ	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	+
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln(tổng tài sản theo sổ sách)	+
Thời hạn sử dụng của tài sản	AMR	[(Tài sản lưu động/(Tài sản lưu động + Tài sản cố định)) x Tài sản lưu động/Giá vốn hàng bán] + [(Tài sản cố định/(Tài sản lưu động + Tài sản cố định)) + Tài sản cố định/Khấu hao]	+
Khả năng sinh lời	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân	+
Thuế thu nhập doanh nghiệp	TAX	Thuế thu nhập doanh nghiệp/Lợi nhuận trước thuế	+
Tốc độ tăng trưởng kinh tế	GDP	Dữ liệu từ Tổng cục thống kê	+
Lạm phát	INF	Dữ liệu từ Tổng cục thống kê	+
Tốc độ tăng trưởng tín dụng	CRE	Dữ liệu từ Tổng cục thống kê	+

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

Biến phụ thuộc là biến cấu trúc kỳ hạn nợ (LDR).

Biến độc lập là các biến vi mô (X_{it}) bao gồm: cấu trúc vốn (TDR), cơ cấu tài sản (TANG), khả năng thanh toán (LIQ), quy mô doanh nghiệp (SIZE), thời gian sử dụng của tài sản (AMR), khả năng sinh lời (ROE), thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX).

Biến độc lập là các biến vĩ mô (Z_{it}) bao gồm: tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP), lạm phát (INF), tốc độ tăng trưởng tín dụng (CRE).

Mô hình hồi quy (Hình 1) được nhóm tác giả sử dụng để phân tích các yếu tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp niêm yết. Trong đó, các biến của mô hình được trình bày qua Bảng 1.

Để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả sử dụng tiến hành phân tích thống kê mô tả, phân tích ma trận tương quan và ước lượng mô hình hồi quy. Trong phương pháp ước lượng mô hình hồi quy sử dụng dữ liệu bảng có thể được thực hiện thông qua ba phương pháp, cụ thể là bình phương nhỏ nhất, mô hình hiệu ứng cố định và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên. Để lựa chọn mô hình phù hợp, nhóm tác giả thực hiện các kiểm định về đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan. Để khắc phục các khuyết tật phương sai thay đổi và tự tương quan, nhóm tác giả tiến hành phân tích mô hình hồi quy với phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS).

4. Kết quả và thảo luận

Thống kê mô tả bao gồm giá trị trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn cũng như giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến có trong mô hình.

Kết quả phân tích thống kê mô tả được trình bày ở Bảng 2 cho thấy có sự khác biệt về cấu trúc kỳ hạn nợ và các yếu tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết có mức trung bình là 0,1541, doanh nghiệp có cấu trúc kỳ hạn nợ nhỏ nhất là 0 và lớn nhất là 0,9693. Điều này cho thấy sự chênh lệch lớn về cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết, mức độ sử dụng nợ vay dài hạn của doanh nghiệp tại Việt Nam là khá thấp. Nhưng tỷ lệ này phù hợp với các nước có nền kinh tế 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 tại Việt Nam chưa phát triển như hiện nay, các doanh nghiệp không có nhiều nguồn tài trợ để lựa chọn mà chủ yếu sử dụng các khoản vay nợ ngắn hạn từ ngân hàng là nguồn tài trợ chính.

Đối với các biến độc lập vi mô, cấu trúc vốn có mức trung bình là 0,6051, giá trị nhỏ nhất là 0,01126 và

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LDR	1463	0,1541	0,2107	0	0,9693
TDR	1463	0,6051	0,2036	0,1126	0,9642
TANG	1463	0,1758	0,1861	0	0,8740
LIQ	1463	1,7386	3,7464	0,1541	105,7035
SIZE	1463	27,0167	1,4222	21,3696	31,0869
AMR	1456	3,5598	31,5435	0,1171	1073,067
ROE	1463	0,1171	0,1845	-2,6530	1,4907
TAX	1460	0,2079	0,3441	-4,5728	10,4013
GDP	1463	6,2209	0,6347	5,25	7,08
INF	1463	6,1545	4,7266	0,63	18,58
CRE	1463	17,4164	8,0171	8,85	37,7

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả.

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	LDR	TDR	TANG	LIQ	SIZE	AMR	ROE	TAX	GDP	INF	CRE
LDR	1,0000										
TDR	0,3071	1,0000									
TANG	0,3790	-0,0288	1,0000								
LIQ	-0,0409	-0,4433	-0,0990	1,0000							
SIZE	0,4115	0,4242	0,1461	-0,1868	1,0000						
AMR	0,0343	-0,0454	-0,0570	0,4397	0,0076	1,0000					
ROE	-0,0194	-0,1416	-0,0098	0,0235	-0,0122	-0,0425	1,0000				
TAX	-0,0586	0,0490	-0,0115	-0,0232	0,0584	0,0220	0,0050	1,0000			
GDP	-0,235	-0,0751	0,0212	0,0746	0,1300	0,0530	-0,0737	0,0388	1,0000		
INF	0,0363	0,0390	-0,0277	-0,0429	-0,1017	-0,0327	0,0759	-0,0259	-0,3528	1,0000	
CRE	0,0415	0,0271	0,0105	-0,0259	-0,1058	-0,0270	0,25820	-0,0235	-0,1787	-0,0811	1,0000

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả.

giá trị lớn nhất là 0,9642, điều này cho thấy có những doanh nghiệp sử dụng nợ ở mức không đáng kể bên cạnh những doanh nghiệp tỷ lệ nợ vay ở mức rất cao. Mức độ đầu tư tài sản cố định tại các doanh nghiệp niêm yết ở mức khá thấp, cơ cấu tài sản ở mức trung bình là 0,1758. Khả năng thanh toán của các doanh nghiệp khá tốt, ở mức trung bình 1,7386 tuy nhiên có sự chênh lệch rất lớn giữa các doanh nghiệp. Các yếu tố quy mô doanh nghiệp, kỳ hạn tài sản, khả năng sinh lời và thuế thu nhập doanh nghiệp cũng có sự khác

Bảng 4: Kết quả hồi quy

Biến	VIF	Biến phụ thuộc FR			
		POLS	FEM	REM	FGLS
TDR	1,62	0.274***	0.242***	0.253***	0,111***
TANG	1,05	0.408***	0.277***	0.302***	0,261***
LIQ	1,62	0.0193***	0.0124***	0.0129***	0,0063***
SIZE	1,34	0.0446***	0.106***	0.0803***	0,0352***
AMR	1,29	-0.00004	-0.0002***	-0.0002**	-0,0001**
ROE	1,13	-0.0036	-0.0112	-0.0072	0,0064
TAX	1,01	-0.0465***	-0.0259***	-0.0274***	0,002
GDP	1,23	-0.008	-0.0172***	-0.0126**	0,006**
INF	1,20	0.0031***	0.0042***	0.0037***	0,001**
CRE	1,17	0.0018***	0.0029***	0.0024***	0,001***
Cons		-1.309***	-2.885***	2.221***	-1,03***
N		1453	1453	1453	1453
R-sq		0,345	0,298	0,330	
Significance		F (10, 1442) = 75,85	F(10,1310) = 55,72	Wald chi2(10) = 585,78	Wald chi2(10) = 423,02
Kiểm định White		Chi2 (65) = 544,52 Prob > Chi2 = 0,0000			
Kiểm định Wooldridge		F(1, 132) = 90,425 Prob > F = 0,0000			
Kiểm định Hausman			chi2(10) = 33,52 Prob>chi2 = 0,0002		
Kiểm định Wald			chi2 (133) = 69123,36 Prob>chi2 = 0,0000		

Chú thích: * $p < 0,1$ ** $p < 0,05$ *** $p < 0,01$

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả.

biệt lớn giữa các doanh nghiệp.

Đối với các biến độc lập vĩ mô, tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình trong cả giai đoạn là 6,22%, thấp nhất là 5,25% và cao nhất là 7,08%. Lạm phát của nền kinh tế trong giai đoạn này thấp nhất là 0,63%, cao nhất là 18,58% và tỷ lệ lạm phát trung bình trong cả giai đoạn nghiên cứu là 6,15%. Tốc độ tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn từ năm 2009-2019 thấp nhất là 8,85%, cao nhất là 37,7% và trung bình của cả giai đoạn là 17,42%

Bảng 3 cho biết hệ số tương quan giữa biến phụ thuộc với các biến độc lập và giữa các biến độc lập với nhau. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập không lớn hơn 0,8 do vậy giữa các biến không có hiện tượng đa cộng tuyến (Cohen, 1988). Cấu trúc vốn (TDR), cơ cấu tài sản (TANG), quy mô doanh nghiệp (SIZE), thời hạn sử dụng của tài sản (AMR), lạm phát (INF), tốc độ tăng trưởng tín dụng (CRE) là các biến có tương quan thuận chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ (LDR). Trong khi đó, khả năng thanh toán (LIQ), khả năng sinh lời (ROE), thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX), tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP) là các biến có tương quan ngược chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ (LDR). 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.

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho thấy, hệ số phóng đại phương sai VIF đều < 10 , mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Kiểm định White và kiểm định Wooldridge chỉ ra rằng mô hình có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan (p -value $< 5\%$). Do vậy, mô hình Pool OLS là không phù hợp. Kiểm định Hausman cho giá trị p -value = 0,000 $< 0,05$ bác bỏ H_0 , do vậy sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp niêm yết. Sau khi đã lựa chọn mô hình FEM là mô hình phù hợp, nhóm tác giả thực hiện kiểm tra khuyết tật của mô hình bằng kiểm định Wald. Kết quả thu được $\text{prob} > \chi^2 = 0,0000 < 0,05$ cho thấy mô hình FEM có khuyết tật.

Bảng 4 cho thấy hồi quy mô hình theo phương pháp GLS thì yếu tố thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX), khả năng sinh lời (ROE) không có tác động đến quyết định về cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp ngành công nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có chịu sự tác động của các yếu tố vĩ mô cũng như yếu tố vi mô. Với mức ý nghĩa 1%, Cấu trúc vốn (TDR), cơ cấu tài sản (TANG), khả năng thanh toán (LIQ), quy mô doanh nghiệp (SIZE), quy mô tăng trưởng tín dụng (CRE) có tác động thuận chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp trong đó cơ cấu tài sản có mức độ tác động lớn nhất là 0,261 và quy mô tăng trưởng tín dụng có mức độ tác động nhỏ nhất là 0,001. Với mức ý nghĩa 5%, thời hạn sử dụng của tài sản (AMR) có tác động ngược chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ, tốc độ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát tác động cùng chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ, tuy nhiên cả ba yếu tố này mức độ tác động đều thấp.

Đối với các yếu tố vi mô, kết quả nghiên cứu thu được ở mô hình phù hợp với các giả thuyết, ngoại trừ yếu tố thuế thu nhập doanh nghiệp (giả thuyết nghiên cứu H_7) và khả năng sinh lời (giả thuyết H_6). Ngoài ra, tương quan giữa các nhân tố nội tại bao gồm cấu trúc vốn, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, quy mô doanh nghiệp, cấu trúc kỳ hạn tài sản với cấu trúc kỳ hạn nợ đều phù hợp với kỳ vọng dựa trên cơ sở lý thuyết cũng như kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới.

Đối với các yếu tố vĩ mô, cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp ngành công nghiệp có chịu sự tác động của tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát, tốc độ tăng trưởng tín dụng. Tương quan giữa các nhân tố trên với cấu trúc kỳ hạn nợ đều phù hợp với kỳ vọng dựa trên đặc điểm của thị trường cũng như kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu cho thấy bằng chứng thực nghiệm về mức độ tác động của các yếu tố vĩ mô và vi mô đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán. Theo đó cấu trúc vốn, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, quy mô doanh nghiệp là các yếu tố vi mô tác động đến cấu

trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp, trong đó cấu trúc vốn và cơ cấu tài sản là yếu tố có mức độ tác động lớn nhất. Đồng thời, các yếu tố bên ngoài bao gồm tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát, tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành công nghiệp.

Đối với doanh nghiệp, nhà quản trị tài chính trong các doanh nghiệp ngành công nghiệp cần xem xét chắc chắn những đặc điểm nội tại của doanh nghiệp để xây dựng và thực hiện chính sách kỳ hạn nợ hợp lý nhất cho doanh nghiệp, trong đó nhà quản trị cần phải lưu ý những vấn đề sau:

Doanh nghiệp ngành công nghiệp khi xây dựng cấu trúc kỳ hạn nợ cũng nên quan tâm đến mức độ phù hợp cấu trúc vốn và cơ cấu tài sản. Trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng còn chưa phát triển và thiếu tính ổn định, mức độ phù hợp giữa cấu trúc vốn và cơ cấu tài sản của các doanh nghiệp rất cần sự linh hoạt và chọn thời điểm, nhằm tận dụng tối đa các cơ hội tài trợ vốn với chi phí thấp. Hệ số nợ tối ưu là cơ sở để các doanh nghiệp ngành công nghiệp điều chỉnh trong dài hạn nhằm tận dụng tối đa lợi thế của đòn bẩy tài chính.

Doanh nghiệp ngành công nghiệp cần nâng cao khả năng thanh khoản bởi điều này giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn vay, lãi suất cho vay ngắn hạn thường thấp hơn vay dài hạn nên doanh nghiệp giảm bớt được chi phí vay nợ, dễ dàng đáp ứng được các tiêu chuẩn tín dụng của ngân hàng. Khi doanh nghiệp ngành công nghiệp có khả năng thanh khoản tốt sẽ có thể lựa chọn kỳ hạn nợ dài hạn.

Doanh nghiệp ngành công nghiệp cần xem xét quy mô của doanh nghiệp trong tương lai để đưa ra quyết định cấu trúc kỳ hạn nợ hợp lý. Đối với các doanh nghiệp ngành công nghiệp có quy mô nhỏ sẽ gặp nhiều hạn chế khi tiếp cận thị trường vốn vay dài hạn.

Đối với Chính phủ, Chính phủ tiếp tục duy trì chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, phát triển thị trường tài chính và các chính sách hỗ trợ cho các doanh nghiệp. Bởi vì các yếu tố vĩ mô cũng tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của ngành công nghiệp. Bên cạnh đó các tổ chức tín dụng có thể thiết kế các sản phẩm cho vay phù hợp với đặc thù các doanh nghiệp ngành công nghiệp.

Tài liệu tham khảo

- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2006), 'The determinants of debt maturity structure: evidence from France, Germany and the UK', *European Financial Management*, 12, 161-194.
- Barclay, M.J., & Smith, C.W. (1995), 'The Maturity Structure of Corporate Debt', *Journal of Finance*, 50 (2), 609-31.
- Barnea, A., Haugen, R.A. & Senbet, L.W. (1980), 'A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework', *Journal of Finance*, 35, 1223-1234.
- Brick, I.E. & Ravid, S.A. (1985), 'On the relevance of debt maturity structure', *Journal of Finance*, 40, 1423-1437.
- Brick, I.E. & Ravid, S.A. (1991), 'Interest rate uncertainty and the optimal debt maturity structure', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, 63-82.
- Cai, K., Fairchild, R. & Guney, Y. (2008), 'Debt maturity structure of Chinese companies', *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, 268-297.
- Cohen, J. (1988), 'Set correlation and contingency tables', *Applied psychological measurement*, 12(4), 425-434.
- Correia, S., Brito, P. & Brandão, E. (2014), 'Corporate Debt Maturity An International Comparison of Firm Debt Maturity Choices', *School of Economics and Management*, University of Porto, Portugal.
- 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.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescotto, G. (2009), 'Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis', *Journal of Multinational Financial management*, 19, 26-42.
- Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1999), 'Institutions, financial markets and firm debt maturity', *Journal of*

Financial Economics, 54, 295 – 336.

- Diamond, D.W. (1991), 'Debt maturity structure and liquidity risk', *The Quarterly Journal of Economics*, 33, 341 – 368.
- Fan, J., Titman, S. & Twite, G. (2012), 'An international comparison of capital structure and debt maturity choices', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23 – 56.
- Flannery, M.J. (1986), 'Asymmetric information and risky debt maturity choice', *Journal of Finance*, 41, 19-37.
- Kirch, G. & Terra, P. R. S. (2012), 'Determinants of corporate debt maturity in South America: Do institutional quality and financial development matter?', *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 980-993.
- 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.
- Matues, C. & Terra, P. (2013), 'Leverage and the Maturity Structure of Debt in Emerging Markets', *Journal of Mathematical Finance*, 3, 46-59.
- Modigliani, F. & Miller M.H. (1958), 'The cost of capital corporation finance, and the theory of investment', *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Morris, J. (1976), 'An empirical investigation of the corporate debt maturity structure', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10(4), 539-539
- Myers, S. C. (1977), 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.
- Myers, S.C. & Majluf, N. (1984), 'Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *The Journal of Finance Economics*, 13, 187-221.
- Ooi, J. T. L. (1999), 'The Debt Maturity Structure of UK Property Companies', *Journal of Property Research*, 16 (4), 293-307.
- Ozkan, A. (2000), 'An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure', *Journal of European Financial Management*, 6 (2), 197-212.
- Stephan, A., Talaverab, O. & Andriy, T. (2011), 'Corporate debt maturity choice in emerging financial markets', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(2), 141-153.
- Stohs, M. H. & Mauer, D. C. (1996), 'The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure', *Journal of Business*, 69 (3), 279-312.
- Terra, P. R. S. (2011), 'Determinants of corporate debt maturity in Latin America', *Journal of European Business Review*, 23 (1), 45-70.
- Teruel, P. J. & Solano, P. (2007), 'Effects of working capital management on SME profitability', *International Journal of managerial finance*, 3(2), 164-177.
- 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.