

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA TP. HCM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - LUẬT**

NGUYỄN THANH LIÊM

**CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC KỲ HẠN
NỢ: PHƯƠNG PHÁP TIẾP CẬN HỒI QUY PHÂN VỊ VÀ
PHÂN RÃ OAXACA – BLINDER**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số chuyên ngành: 62.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Tp. Hồ Chí Minh, năm 2019

Công trình được hoàn thành tại: Trường Đại học Kinh tế - Luật – ĐHQG
– TP. HCM

Người hướng dẫn khoa học 1: GS. TS. Nguyễn Thị Cành
Người hướng dẫn khoa học 2: TS. Dương Như Hùng

Phản biện độc lập 1: PGS. TS. Lê Phan Thị Diệu Thảo
Phản biện độc lập 2: TS. Phạm Thị Thanh Xuân

Luận án sẽ được bảo vệ trước hội đồng chấm luận án họp tại Trường Đại
học Kinh tế - Luật vào lúc giờ ngày tháng năm 2019

CHƯƠNG 1

MỞ ĐẦU

1.1. Tính cấp thiết của đề tài

CTKHN có ảnh hưởng quan trọng đến hiệu quả DN. Theo lý thuyết CTKHN là công cụ để phát tín hiệu về chất lượng tín dụng, xử lý chi phí người đại diện, tận dụng các lợi ích từ tầm chắn thuế.... Đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm phân tích động cơ sử dụng CTKHN của DN dựa trên các lý thuyết trên, nhưng các kết quả vẫn còn chưa thống nhất. Mặt khác, đa số các nghiên cứu thực hiện ở các quốc gia phát triển, chủ yếu là Mỹ, trong khi DN tại các nước đang phát triển vẫn chưa được quan tâm nghiên cứu.

Hầu hết các nghiên cứu về CTKHN giả định các nhân tố có tác động không thay đổi, dù DN đang có CTKHN dài hạn hay ngắn hạn. Tuy nhiên giả định này khá chặt chẽ, và Zhao (2014) đã cho thấy tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN sẽ khác nhau khi ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn do mức độ rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện sẽ khác nhau. Ví dụ, DN có thể muốn giảm vay nợ dài hạn khi đã có nhiều nợ dài hạn vì không muốn làm tăng chi phí người đại diện, nhưng lại ưu tiên vay nợ dài hạn để hạn chế rủi ro thanh khoản nếu đang có nhiều nợ ngắn hạn. Vì thế các biến có tác động làm tăng nợ dài hạn có thể có tác động mạnh hơn khi có CTKHN ngắn hạn. Đây có thể là một nguyên nhân dẫn đến các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước không thống nhất với nhau.

Ngoài ra, nếu luận án cho thấy tiếp tục vay nợ dài hạn khi đã có nhiều nợ dài hạn có tác động tiêu cực đến hiệu quả DN, thì sẽ càng củng cố kết quả DN muốn vay ít nợ dài hạn khi có nhiều nợ dài hạn để tránh chi phí người đại diện. Đến nay có rất ít nghiên cứu đánh giá tác động của CTKHN lên hiệu quả/giá trị DN, đặc biệt là tác động phi tuyến. Các nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển thường đưa ra các kiến nghị làm sao nâng cao mức

nợ dài hạn mà không cân nhắc hiệu quả DN luôn tăng khi nợ dài hạn gia tăng.

Việc nghiên cứu CTKHN ở các quốc gia đang phát triển có nhiều ý nghĩa quan trọng bởi sự khác biệt về mức bất cân xứng thông tin, chi phí người đại diện và rủi ro thanh khoản so với các quốc gia phát triển. Cũng ở môi trường này HCTC sẽ có vai trò ảnh hưởng khá lớn đến CTKHN, gây khó khăn cho các DN trong việc xây dựng CTKHN một cách phù hợp. Cùng với sự khác biệt tiềm tàng về cách lựa chọn CTKHN của các DN với các mức HCTC, việc kết hợp nghiên cứu tác động của CTKHN và HCTC đối với hiệu quả DN giúp xác định các loại DN khác nhau nên có các hành vi liên quan đến CTKHN ra sao để có thể tăng giá trị.

Tóm lại, tác giả nhận thấy sự cần thiết trong việc tìm hiểu liệu DN có CTKHN ngắn hạn hay dài hạn và mức độ HCTC khác nhau có CTKHN khác nhau ở các quốc gia đang phát triển. Tác giả cũng nhận thấy tầm quan trọng của việc xem xét tác động của CTKHN đến hiệu quả DN, như một phương pháp củng cố kết quả tìm thấy từ nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN, lấp đầy khoảng trống nghiên cứu cũng như cung cấp cơ sở vững chắc hơn trong việc đưa ra hàm ý chính sách. Để phục vụ nghiên cứu một số công cụ định lượng khác cần được sử dụng thay vì các phương pháp thông thường như OLS, hay mô hình ảnh hưởng cố định và ngẫu nhiên.

1.2 Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chính của luận án là kiểm định tác động của các nhân tố đến CTKHN các DNNY ở khu vực ASEAN ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, có xét đến mức HCTC DN gặp phải. Mục tiêu phụ là đánh giá tác động phi tuyến của CTKHN đến hiệu quả DN, để củng cố thêm các bằng chứng cho thấy các biến có tác động khác nhau ở các CTKHN ngắn và dài hạn. Từ các kết quả thực nghiệm trên, tác giả sẽ đánh giá yếu tố nào có ảnh hưởng quan trọng đến CTKHN của các DN và đưa ra các hàm ý cần thiết để nâng cao giá

trị DN, tận dụng các lợi ích của CTKHN phù hợp và hạn chế các cách lựa chọn CTKHN không phù hợp.

1.3 Câu hỏi nghiên cứu:

Luận án trả lời các câu hỏi: (1) Tác động của các nhân tố đối với CTKHN giữ nguyên hay thay đổi khi ở các CTKHN dài hạn và ngắn hạn? (2) HCTC có làm thay đổi tác động của các nhân tố đến CTKHN ở các CTKHN dài hạn và ngắn hạn? (3) Chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN có ít và có nhiều HCTC là do các yếu tố nào gây ra? (4) Tác động của CTKHN đến hiệu quả DN như thế nào? (5) Các hàm ý liên quan đến quản trị DN và chính sách liên quan đến CTKHN là gì?

1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

1.4.1. Đối tượng nghiên cứu: Nghiên cứu này tập trung phân tích CTKHN và hiệu quả của DN niêm yết ở một số quốc gia đang phát triển ASEAN.

1.4.2. Phạm vi nghiên cứu: Nội dung tập trung vào các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN và tác động của CTKHN đến hiệu quả của DN niêm yết ASEAN. Mẫu nghiên cứu gồm các DN niêm yết phi tài chính ở các quốc gia đang phát triển thuộc khu vực ASEAN, cụ thể là Indonesia, Philippines, Malaysia, Thái Lan và Việt Nam. Thời gian nghiên cứu từ 2007 – 2016.

1.5. Phương pháp nghiên cứu

Thứ nhất, để tìm hiểu tác động trung bình của các yếu tố đến CTKHN, tác giả sử dụng hồi quy OLS và hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) vì mô hình có các yếu tố cố định qua thời gian. Thứ hai, để ước lượng tác động của các yếu tố đến CTKHN ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, tác giả sử dụng hồi quy phân vị. Phương pháp hồi quy phân vị giúp ước lượng các hệ số của các biến giải thích thay đổi như thế nào khi ở các phân vị khác nhau của biến CTKHN (Koenker và Bassett, 1978; Koenker, 2005).

Để đánh giá vai trò của HCTC đối với CTKHN, tác giả sử dụng 2 phương pháp: hồi quy phân vị cho 2 nhóm DN có ít và nhiều HCTC, và sử

dụng phân rã chênh lệch về CTKHN trung bình giữa 2 nhóm DN có ít và nhiều HCTC. Phương pháp phân rã chênh lệch được sử dụng để ước lượng cụ thể phần đóng góp của các biến giải thích đối với chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN. Cuối cùng, Để ước lượng tác động của CTKHN đến hiệu quả DN, tác giả sử dụng phương pháp Moment tổng quát hệ thống.

1.6. Những điểm mới và đóng góp của luận án

Thứ nhất, luận án là nghiên cứu đầu tiên về CTKHN không sử dụng giả định các yếu tố có tác động giữ nguyên ở các phân vị khác nhau của CTKHN DN tại các quốc gia đang phát triển. Kết quả cho thấy DN có các quan ngại khác nhau về rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện khi có các CTKHN khác nhau, nên tác động của các biến thay đổi. Thứ hai, so với các DN có ít HCTC, các DN có nhiều HCTC gặp rất nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nợ dài hạn khi có CTKHN ngắn hạn, đồng thời chịu chi phí người đại diện cao hơn khi có CKTHN dài hạn. Đóng góp mới tiếp theo của tác giả nằm ở việc định lượng cụ thể phần đóng góp của các yếu tố (được tính theo %), từ đó giúp thấy rõ yếu tố nào quan trọng để giúp DN có nhiều HCTC có thể sử dụng được nhiều nợ dài hạn hơn. Đây cũng là nghiên cứu đầu tiên vận dụng phương pháp phân rã Oaxaca – Blinder trong lĩnh vực CTKHN nói riêng và cấu trúc vốn nói chung. Cuối cùng, luận án lấp đầy khoảng trống nghiên cứu về tác động phi tuyến của CTKHN đến hiệu quả DN.

1.7. Ý nghĩa của luận án

Luận án đã xem xét tác động của các yếu tố với CTKHN, không những ở mức trung bình mà còn ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, do đó cung cấp cái nhìn toàn diện hơn về các yếu tố tác động đến CTKHN. Luận án chỉ ra tầm quan trọng của việc cân nhắc CTKHN hiện tại khi quyết định tiếp tục vay thêm nợ ngắn hạn hay dài hạn để tránh rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện. Điều này sẽ giúp hiệu quả của DN tốt hơn, và tận dụng được lợi ích của CTKHN phù hợp. Tiếp theo, việc luận án chỉ rõ các yếu tố nào

đóng vai trò quan trọng để kéo giảm chênh lệch về CTKHN giữa 2 nhóm DN ít và nhiều HCTC có giá trị thực tiễn cao. Luận án còn chỉ ra CTKHN có tác động phi tuyến lên hiệu quả DN, mang ý nghĩa phản biện xã hội về các chính sách làm sao tăng nợ dài hạn cho các DN mà không quan tâm đến hiệu quả đi kèm.

1.8. Kết cấu của luận án

Luận án được kết cấu gồm 6 chương như sau: Chương 1 - Giới thiệu; Chương 2 - Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước; Chương 3 - Mô hình, giả thuyết và phương pháp nghiên cứu; Chương 4 - Tổng quan tình hình về CTKHN và các yếu tố tác động của các DN niêm yết ASEAN; Chương 5 - Kết quả nghiên cứu định lượng; Chương 6 - Kết luận và hàm ý.

CHƯƠNG 2

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

2.1. Các khái niệm

CTKHN theo hướng tiếp cận bảng cân đối kế toán, là tỷ lệ của nợ dài hạn trên tổng nợ. HCTC được đo bằng quy mô DN.

2.2. Cơ sở lý thuyết

2.2.1 Các lý thuyết giải thích CTKHN

- + Lý thuyết chi phí người đại diện
- + Lý thuyết khóp kỳ hạn
- + Lý thuyết về thuế
- + Lý thuyết phát tín hiệu
- + Lý thuyết về rủi ro thanh khoản
- + Lý thuyết định thời điểm phát hành nợ
- + Cơ sở lý thuyết về tác động của các nhân tố đến CTKHN ở CTKHN ngắn và dài hạn

2.2.2 Lý thuyết về tác động của CTKHN đến hiệu quả DN

2.3. Tổng quan các nghiên cứu trước

So với các nghiên cứu về cấu trúc vốn, CTKHN ít được quan tâm hơn, và đa phần được thực hiện tại các quốc gia phát triển. Mặc dù vậy, các công trình nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm đã xác định khá nhiều yếu tố có ảnh hưởng đến việc lựa chọn nợ dài hạn hay ngắn hạn của DN. Đầu tiên, có thể kể đến các nghiên cứu quan tâm đến các yếu tố vi mô như quy mô, kỳ hạn tài sản, cơ hội tăng trưởng, tỷ lệ nợ, thuế, thanh khoản... (Cai và cộng sự, 2008; Stephan và cộng sự, 2011; Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã, 2017; Ngô Văn Toàn và Phạm Thị Thu Hồng, 2015; Barclay và Smith, 1995). Trong đó, đa số các nghiên cứu cho thấy quy mô DN càng lớn, kỳ hạn tài sản càng dài, thanh khoản và tỷ lệ nợ càng cao thường gắn với nợ dài hạn nhiều hơn. Các biến khác như cơ hội tăng trưởng, thuế thu nhập DN thường có nhiều kết quả không thống nhất.

Các nghiên cứu khác mở rộng đánh giá các nhân tố khác thuộc về khái niệm quản trị DN như cấu trúc sở hữu DN (mức độ tập trung của tỷ lệ sở hữu, sở hữu của giám đốc, sở hữu nhà nước và các định chế nước ngoài...) như Cai và cộng sự (2008), Arslan và Karan (2006), Hajiha và Akhlaghi (2011) và Ruan và cộng sự (2014). Các nghiên cứu cho thấy quản trị DN là cơ chế giúp kiểm soát chi phí người đại diện, nên có ảnh hưởng đến CTKHN.

Yếu tố HCTC gần đây được quan tâm nghiên cứu và được xem là yếu tố có ảnh hưởng quan trọng đến CTKHN. Ở các thị trường đang phát triển, yếu tố này có vai trò quan trọng hơn và các DN càng bị HCTC thì càng khó vay nợ dài hạn. Stephan và cộng sự (2011) và Trần Thị Thùy Linh và Nguyễn Thanh Nhã (2017) cho thấy các DN có ít và có nhiều HCTC có các chiến lược khác nhau về CTKHN.

Ngoài các yếu tố vi mô, một số nghiên cứu đánh giá các yếu tố vĩ mô như tốc độ tăng trưởng GDP, lạm phát, hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán, chênh lệch lãi suất vay ngắn hạn và dài hạn... (Deesomsak và cộng sự, 2009; Lemma và Negash, 2012). Lemma và Negash (2012) đánh

giá các yếu tố vĩ mô ở châu Phi và cho thấy các quy chế bảo vệ quyền lợi của cổ đông, quyền lợi của chủ nợ và quy mô của thị trường chứng khoán có ảnh hưởng tích cực đến CTKHN, trong khi tăng trưởng quy mô của ngành ngân hàng có ảnh hưởng tiêu cực đến CTKHN.

Về mặt mô hình, đa số các nghiên cứu sử dụng mô hình tĩnh, trong đó không chú trọng đến tương quan giữa CTKHN trong quá khứ và hiện tại. Tuy nhiên, Antoniou và cộng sự (2006), Mateus và Terra (2013) và Deesomsak và cộng sự (2009) sử dụng mô hình động nhằm phân tích liệu các DN có CTKHN mục tiêu hay không. Nếu có, biến CTKHN trong quá khứ ($t-1$) sẽ có tương quan có ý nghĩa thống kê với biến phụ thuộc. Hệ số đứng trước biến CTKHN trong quá khứ có liên quan đến tốc độ điều chỉnh về CTKHN mục tiêu. DN có tốc độ điều chỉnh nhanh khi chi phí phát sinh do chênh lệch với CTKHN mục tiêu là cao, và ngược lại.

Tóm lại có thể thấy các nghiên cứu về CTKHN mặc dù không nhiều nhưng đã giúp xác định các yếu tố có tác động đến sự lựa chọn CTKHN. Tuy nhiên, phần lớn các công trình đều giả định các yếu tố có tác động không thay đổi bất kể DN có ít hay nhiều nợ dài hạn trong tổng nợ. Chỉ có nghiên cứu của Zhao (2014) không sử dụng giả định này, và đã đưa ra các bằng chứng thực nghiệm cho thấy giả định về tác động không thay đổi là không phù hợp. Các DN có các mối quan ngại khác nhau về rủi ro thanh khoản và chi phí người đại diện tại các CTKHN ngắn hạn và dài hạn. Zhao (2014) đã mở ra hướng nghiên cứu mới cho thấy sự cần thiết của việc cân nhắc về CTKHN ngắn hạn hay dài hạn khi xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN.

Mặt khác, các nghiên cứu dù chỉ ra không chỉ có rủi ro thanh khoản mà còn chi phí người đại diện có ảnh hưởng đến CTKHN, nhưng chủ yếu vẫn đề xuất nên tăng tỷ trọng nợ dài hạn cho DN. Các tổ chức quốc tế như IMF và World Bank thường xuyên có các nghiên cứu chính sách, đưa ra các đề

xuất để các DN có thể tiếp cận với nguồn vốn dài hạn dễ dàng hơn. Sử dụng nợ dài hạn có thể tăng sự chủ động trong lựa chọn và thực hiện các cơ hội đầu tư dài hạn và giảm rủi ro thanh khoản cho DN, nhưng chưa có nghiên cứu thực nghiệm xem xét nếu sử dụng quá nhiều nợ dài hạn thì giá trị DN sẽ bị ảnh hưởng như thế nào. Nếu chi phí người đại diện có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của DN, thì việc sử dụng quá nhiều nợ dài hạn có khả năng tác động tiêu cực và cần phải xem lại. Do đó, những nghiên cứu trong đó xem xét tác động tuyến tính và phi tuyến tính của CTKHN đối với hiệu quả hoạt động hay giá trị DN là cần thiết, nhằm đưa ra các hàm ý về quản trị DN và tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách. Những khoảng trống nghiên cứu về giả định hệ số biến thay đổi theo phân vị của CTKHN và tác động của CTKHN đến hiệu quả DN nêu trên sẽ được giải quyết trong luận án này.

2.4. Khoảng trống nghiên cứu

(1) Khoảng trống về việc phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN tại các CTKHN dài hạn và ngắn hạn ở các quốc gia đang phát triển (ASEAN); (2) Khoảng trống về tương tác của HCTC đối với CTKHN, phân tích theo hai hướng: Một, chưa có nghiên cứu xác định mối quan hệ giữa các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN ở các CTKHN dài hạn và ngắn hạn khác nhau như thế nào giữa hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC; Hai, chưa có nghiên cứu định lượng cụ thể đóng góp của các biến giải thích đối chênh lệch về CTKHN của hai nhóm DN này; (3) Khoảng trống về phân tích tác động phi tuyến tính của CTKHN đối với hiệu quả của DN.

CHƯƠNG 3

GIẢ THUYẾT, MÔ HÌNH, PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Giả thuyết

3.1.1. Nhóm giả thuyết về tác động trung bình của các biến đến CTKHN

3.1.2. Nhóm giả thuyết về tác động của các biến đến CTKHN ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn

Khi có CTKHN ngắn hạn, rủi ro thanh khoản và rủi ro phá sản của DN trở nên cao hơn. Trong khi đó nếu CTKHN dài hạn thì DN quan tâm đến chi phí người đại diện hơn. Khi CTKHN chuyển từ ngắn sang dài thì rủi ro thanh khoản giảm nhưng chi phí người đại diện lại gia tăng. Các nhân tố có tác động trung bình làm tăng nợ dài hạn (hệ số tương quan dương) như quy mô, kỳ hạn tài sản... có vai trò mạnh hơn, làm tăng nợ dài hạn nhiều hơn khi DN đang có tỷ lệ nợ ngắn hạn cao (để làm giảm rủi ro thanh khoản cao), và tác động yếu hơn khi DN đang có tỷ lệ nợ dài hạn cao. Các giả thuyết được tóm tắt trong bảng 1.

Bảng 1: Tổng hợp về tác động của các yếu tố đến CTKHN

Biến	Kỳ vọng	Lý thuyết	Khi CTKHN ngắn => dài
Quy mô (Size)	+	Chi phí NĐD	Giảm
Cơ hội tăng trưởng (Growth)	-	Chi phí NĐD	Tăng
Kỳ hạn tài sản (Assetmat)	+	Khớp kỳ hạn	Giảm
Vòng quay tài sản (Turnover)	-	Phát tín hiệu	Tăng
Thuế (Tax)	-	Thuế (Kane và cộng sự (1985))	Tăng
Tỷ lệ nợ (Leverage)	+	Rủi ro thanh khoản	Giảm
Cấu trúc kỳ hạn lãi suất	-	Định thời điểm	Tăng
Thanh khoản (Liquidity)	+	Rủi ro thanh khoản	Giảm

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

3.1.3 Nhóm giả thuyết về vai trò của HCTC đến CTKHN

Các DN có ít HCTC có hành vi phù hợp hơn với của giả thuyết 2.1 và 2.2. Cụ thể, tác giả kỳ vọng rằng so với các DN có nhiều HCTC, nhóm DN có ít HCTC có các biến giải thích có hệ số phù hợp với các xu hướng sau đây: tác động của các nhân tố được kỳ vọng có tương quan cùng chiều với CTKHN sẽ giảm dần khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn (giả

thuyết 2.1); tác động của các nhân tố được kỳ vọng có tương quan ngược chiều với CTKHN sẽ tăng dần khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn (giả thuyết 2.2).

3.1.4. Giả thuyết về tác động của CTKHN đến hiệu quả DN: Dưới một ngưỡng CTKHN nhất định, tăng nợ dài hạn làm tăng hiệu quả DN; trong khi vượt qua ngưỡng này, tăng nợ dài hạn làm giảm hiệu quả DN.

3.2. Các mô hình nghiên cứu

$$\begin{aligned} debtmat_{it} = & \beta_0 + \beta_1 size_{it-1} + \beta_2 growth_{it-1} + \beta_3 assetmat_{it-1} + \beta_4 efftax_{it-1} + \beta_5 turnover_{it-1} \\ & + \beta_6 leverage_{it-1} + \beta_7 liquidity_{it-1} + \beta_8 term_{t-1} + industry_dum + year_dum + country_dum \\ & + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

Trong đó: Size là quy mô, logarithm tự nhiên của tổng tài sản; Growth là cơ hội tăng trưởng, đo bằng tỷ lệ của tăng trưởng của doanh thu trên tăng trưởng của tài sản; Assetmat là kỳ hạn tài sản, đo bằng tỷ lệ của tài sản cố định ròng trên chi phí khấu hao trong kỳ; Efftax là số thuế phải nộp trong kỳ trên lợi nhuận chịu thuế; Turnover là vòng quay tài sản, tỷ lệ tổng doanh thu trên tổng tài sản; Leverage (tổng nợ theo sổ sách trên tổng tài sản theo sổ sách); Liquidity (tài sản ngắn hạn trên nghĩa vụ ngắn hạn); Term là đường cong lãi suất, đo bằng chênh lệch lãi suất nợ vay dài hạn và lãi suất vay ngắn hạn.

$$\begin{aligned} perform_{it} = & \beta_0 + \beta_1 perform_{it-1} + \beta_2 debtmat_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 intang_{it} + \beta_5 cashflow_{it} + \\ & \beta_6 leverage_{it} + industry_dum + year_dum + country_dum + \varepsilon_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

Trong đó: perform có thể là ROA hay Tobin Q; Debtmat là CTKHN; Size là Quy mô; Cashflow là dòng tiền, tỷ số của lợi nhuận sau thuế và chi phí khấu hao trong kỳ trên tổng tài sản; Intang là tài sản vô hình trên tổng tài sản; Leverage là tỷ lệ giữa tổng nợ trên tổng tài sản tính theo giá sổ sách.

Phương pháp hồi quy phân vị

Khác với phương pháp OLS hay các phương pháp khác mà việc ước lượng các hệ số được thực hiện qua quy tắc tối thiểu hóa bình phương phần

đur, phương pháp hồi quy phân vị ước lượng các hệ số thông qua tối thiểu hóa các phần dư lấy theo giá trị tuyệt đối sử dụng ma trận trọng số. Mặc dù ta có thể sử dụng hồi quy OLS hay mô hình ảnh hưởng cố định/ngẫu nhiên để ước lượng các hệ số tại từng phân vị riêng biệt, điều này làm giảm mạnh số mẫu quan sát và vấn đề các giá trị bất thường vẫn không được xử lý. Trong khi đó, hồi quy phân vị mặc dù ước lượng hệ số của các biến giải thích tại từng phân vị của biến phụ thuộc, phương pháp này vẫn sử dụng toàn bộ quan sát và xử lý được các giá trị bất thường. Mục tiêu của luận án là xem các biến có tác động thay đổi khi ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn, nghĩa là xem hệ số của các biến có thay đổi khi ở các phân vị khác nhau của biến phụ thuộc. Điều này hoàn toàn có thể được kiểm định bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy phân vị vì những lý do kể trên.

Phân rã Oaxaca – Blinder

$$Y_A = X'_A \beta_A + \varepsilon_A \text{ trong đó giả định phần dư } E(\varepsilon_A) = 0$$

$$Y_B = X'_B \beta_B + \varepsilon_B \text{ trong đó giả định phần dư } E(\varepsilon_B) = 0$$

Trong đó X là vectơ gồm các biến giải thích, β chứa các hệ số trong đó có hệ số chặn và gọi R là chênh lệch giữa các giá trị dự đoán ở mức trung bình theo mô hình trên thì: $R = E(Y_A) - E(Y_B) = E(X_A)' \beta_A - E(X_B)' \beta_B$ (*)

(*) có thể tách chi tiết thành 3 thành phần như sau:

$$R = [E(X_A) - E(X_B)]' \beta_B + E(X_B)'(\beta_A - \beta_B) + [E(X_A) - E(X_B)]' (\beta_A - \beta_B) (**)$$

Vế phải của (**) gồm 3 thành phần, và đây cũng chính là lý do gọi là phương pháp phân rã 3 thành phần “three-fold decomposition”. Cơ chế xác định phần đóng góp của từng biến gồm nhiều bước, và được diễn giải chi tiết trong Jann (2008). Luận án sử dụng kết quả phân rã chi tiết cho từng biến để kết luận về mức độ quan trọng của từng biến trong việc giải thích chênh lệch về CTKHN trung bình giữa hai nhóm DN có ít và có nhiều HCTC.

Dữ liệu nghiên cứu: thu thập từ Thomson Reuters, mẫu gồm các DN phi tài chính và niêm yết trên sàn chứng khoán ở các quốc gia đang phát triển

Đông Nam Á. Các quốc gia được lựa chọn gồm: Malaysia, Indonesia, Thái Lan, Philippines và Việt Nam. Tác giả sử dụng lựa chọn chuẩn hóa để giảm các khác biệt về chuẩn mực kế toán giữa các nước.

CHƯƠNG 4

TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH CẤU TRÚC KỶ HẠN NỢ VÀ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG CỦA DNNY ASEAN

4.1. Tổng quan về ASEAN và các doanh nghiệp ASEAN

4.2. Thực trạng CTKHN DN các nước ASEAN

DN lớn thì tỷ trọng nợ dài hạn không thay đổi nhiều, thể hiện sự ổn định cao về mặt CTKHN của DN ở các quốc gia ASEAN. Các quốc gia không chênh nhiều về CTKHN, trừ Việt Nam có CTKHN khá thấp. CTKHN theo ngành cho thấy có thể chia làm 3 nhóm: nhóm có CTKHN cao, thấp và vừa. Trong thời gian nghiên cứu, nhóm có CTKHN thấp có CTKHN không thay đổi nhiều quanh giá trị trung bình.

Tương quan giữa các yếu tố giải thích với CTKHN phù hợp với các lý thuyết là chi phí người đại diện, lý thuyết rủi ro thanh khoản, thuế, khớp kỳ hạn, phát tín hiệu, nhưng không ủng hộ lý thuyết định thời điểm.

Thực trạng CTKHN DN phân theo HCTC các nước ASEAN cho thấy nhóm nhiều HCTC có CTKHN ít biến động hơn so với các DN ít HCTC. Nửa cuối giai đoạn nghiên cứu CTKHN của 2 nhóm đều tăng nhẹ. DN có nhiều HCTC có CTKHN thấp hơn trung bình cả mẫu và thấp hơn các DN ít HCTC. Khác biệt của 2 nhóm DN là biến tỷ lệ nợ có tương quan âm với CTKHN với nhóm DN nhiều HCTC, biến term có hệ số âm cho thấy DN nhiều HCTC quan tâm khai thác thị trường nhiều hơn so với DN ít HCTC. Thuế của nhóm ít HCTC không có ý nghĩa thống kê.

Các ưu điểm: Tỷ lệ nợ dài hạn trong cơ cấu nợ đang không thay đổi nhiều và không giảm như một số khu vực khác. Các DN ASEAN đã liên tục gia tăng quy mô tài sản để có thể tăng khả năng cạnh tranh trong giai đoạn

mới. Quy mô tài sản tăng cũng giúp DN có điều kiện vay được nợ dài hạn nhiều hơn. Kỳ hạn của tài sản đã gia tăng trong giai đoạn nghiên cứu, thể hiện các DN đã chú trọng xây dựng và nâng cấp tài sản cố định, hiện đại hóa công nghệ để tăng sức cạnh tranh của mình.

Các nhược điểm: Các số liệu cho thấy vòng quay tài sản các DN trong khu vực giảm, làm giảm nhu cầu sử dụng nợ ngắn hạn để thực hiện phát tín hiệu. Năng lực quản lý tài sản giảm là điều đáng lo ngại. Cấu trúc kỳ hạn lãi suất có tương quan âm và có ý nghĩa thống kê với CTKHN đối với mẫu toàn bộ DN và các DN nhỏ. Trong thực tế việc lựa chọn các cơ hội đầu tư nên căn cứ vào các điều kiện cơ bản như suất sinh lời dự kiến và rủi ro, chứ không nên chỉ vì kỳ hạn nợ ngắn hay dài mà phải chọn cơ hội đầu tư không tối ưu. Tiếp theo, nhóm có nhiều HCTC có khuynh hướng vay nợ ngắn hạn khi có tỷ lệ nợ tăng, điều này phù hợp với lý thuyết về chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức. Xu hướng biến động ngược chiều giữa 2 yếu tố này với nhóm nhiều HCTC càng thể hiện rõ vấn đề khó khăn về tài chính của nhóm DN này. Thuế ít có vai trò trong CTKHN của DN có ít HCTC, như vậy các DN này có vẻ không khai thác lợi ích về tẩm chắn thuế từ nợ vay. Các DN này nên cân nhắc yếu tố thuế để có thể khai thác thêm một lợi ích khác từ việc vay nợ.

CHƯƠNG 5

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ĐỊNH LƯỢNG

5.1. Kết quả hồi quy kiểm định tác động trung bình (giả thuyết 1)

Kết quả nghiên cứu cho thấy có bằng chứng ủng hộ các giả thuyết về chi phí người đại diện (yếu tố quy mô có hệ số dương), rủi ro thanh khoản (yếu tố thanh khoản và tỷ lệ nợ có hệ số dương), phát tín hiệu (yếu tố vòng quay tài sản có hệ số âm), và yếu tố thuế (có hệ số âm) ở mức trung bình. Yếu tố cơ hội tăng trưởng và cấu trúc kỳ hạn lãi suất có hệ số âm nhưng không có ý nghĩa thống kê ở mức trung bình.

Bảng 2: Kết quả hồi quy REM của cả mẫu

F.debtmat	KV	Sai số thường			Sai số chuẩn vững		
		Hệ số	Sai số	P>z	Coef.	Sai số	P>z
size	+	0.035	0.004	0.000	0.035	0.004	0.000
assetmat	+	0.001	0.000	0.001	0.001	0.000	0.004
lev	+	0.153	0.024	0.000	0.153	0.030	0.000
efftax	-	-0.036	0.015	0.018	-0.036	0.015	0.020
grow	-	0.000	0.000	0.276	0.000	0.000	0.246
liquid	+	0.007	0.001	0.000	0.007	0.003	0.005
turnover	-	-0.065	0.006	0.000	-0.065	0.009	0.000
term	-	-0.006	0.004	0.107	-0.006	0.005	0.187
cons		-0.053	0.088	0.542	-0.053	0.089	0.550

5.2. Kết quả hồi quy phân vị (giả thuyết 2.1, 2.2 và 3)

5.2.1. Mẫu toàn bộ DN

Các biến quy mô, tỷ lệ nợ tương đối phù hợp với giả thuyết 2.1. Kỳ hạn tài sản, Thanh khoản không phù hợp với giả thuyết 2.1, vì hệ số của các biến này tăng và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị cao nhất. Cơ hội tăng trưởng, Vòng quay tài sản phù hợp với giả thuyết 2.2, cho thấy hệ số âm của các biến càng âm khi ở phân vị cao hơn. Tuy nhiên, yếu tố Thuế không phù hợp với giả thuyết 2.2, và Cấu trúc kỳ hạn lãi suất không có ý nghĩa thống kê ở mọi phân vị. Có thể thấy một số biến có hệ số phù hợp với các giả thuyết 2.1 và 2.2, nhưng một số biến khác thì không, nên kết quả không cung cấp bằng chứng mạnh về tầm quan trọng của việc xử lý rủi ro thanh khoản ở CTKHN ngắn hạn, và chi phí người đại diện ở CTKHN dài hạn. Kết quả này có thể do mẫu gồm cả hai nhóm DN có ít và nhiều HCTC, là hai nhóm DN có các điều kiện khác nhau trong tiếp cận nợ. Nhóm có nhiều HCTC có thể gặp khó khăn nên không có các hành vi phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.1 và 2.2.

Bảng 3: Hồi quy phân vị cho mẫu toàn bộ DN

	q10	q25	q50	q75	q90
size	0.004***	0.0283***	0.0513***	0.0345***	0.0287***
assetmat	0.000	0.0004	0.0007***	0.0005**	0.0006***
lev	0.047***	0.1916***	0.1778***	0.0868***	-0.0116
efftax	-0.010*	-0.0599***	-0.0939***	-0.0712***	-0.0687***
grow	0.000	-0.0002	-0.0008	-0.002**	-0.0022***
liquid	-0.001***	-0.001	0.0221***	0.028***	0.0204***
turnover	-0.010***	-0.0672***	-0.1194***	-0.1241***	-0.0879***
term	-0.000	0.0032	-0.0108	-0.0056	-0.0036

Chú thích: *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn vững (robust standard errors) sử dụng.

5.2.2. Hồi quy phân vị cho mẫu các DN ít hạn chế tài chính

Biến Quy mô có hệ số dương, và có xu hướng giảm dần khi CTKHN chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn, phù hợp với giả thuyết 2.1. Biến Kỳ hạn tài sản cũng phù hợp hơn so với trường hợp mẫu toàn bộ DN, chỉ có ý nghĩa thống kê ở phân vị 10, phù hợp với giả thuyết 2.1. Biến Tỷ lệ nợ có hệ số giảm dần ở phân vị cao, mất ý nghĩa ở phân vị 90, rất phù hợp với giả thuyết 2.1. Biến Cơ hội tăng trưởng dương và có ý nghĩa ở phân vị 10, và chuyển sang âm và có ý nghĩa ở phân vị 90, cho thấy hệ số giảm khi ở phân vị cao hơn, phù hợp với giả thuyết 2.2 cho các biến có hệ số âm.

Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất có hệ số dương và có ý nghĩa ở phân vị 10, phù hợp với giả thuyết 2.2. Thuế có hệ số âm và có ý nghĩa ở phân vị 90, phù hợp với giả thuyết 2.2. Tuy nhiên, biến Thanh khoản không phù hợp với giả thuyết 2.1 khi hệ số tăng và có ý nghĩa thống kê ở các phân vị cao hơn. Ngoài ra, biến Vòng quay tài sản cũng không phù hợp khi có các hệ số giảm ở các phân vị cao nhất. Mặc dù vậy, nhìn chung so với cả mẫu, hồi quy phân vị cho nhóm DN ít HCTC cho thấy các hệ số của các biến giải thích nhìn chung phù hợp hơn nhiều với các giả thuyết 2.1 và 2.2, cho thấy khi có điều

kiện tốt hơn về tiếp cận vốn, các DN sẽ quan tâm xử lý chi phí người đại diện ở CTKHN dài hạn và rủi ro thanh khoản ở CTKHN ngắn hạn.

Bảng 4: Hồi quy phân vị đối với mẫu các DN ít HCTC (mô hình 1)

	q10	q25	q50	q75	q90
size	0.0503***	0.0841***	0.0794***	0.0484***	0.0350***
assetmat	0.0002**	0.0002	0.0002	0.0000	0.0004
lev	0.2315***	0.3159***	0.2495***	0.1212***	-0.004
efftax	-0.008	0.0096	-0.0348	-0.0039	-0.0461**
grow	0.0008***	0.001	-0.0005	-0.0012	-0.0024*
liquid	-0.0035***	-0.0041	0.0208***	0.0209***	0.0203***
turnover	-0.061***	-0.1143***	-0.162***	-0.1447***	-0.0853***
term	0.0109***	0.0096	-0.0028	0.0014	0.0143

Chú thích: *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn vững (robust standard errors) sử dụng.

5.2.3. Hồi quy phân vị cho mẫu các DN có nhiều HCTC

Quy mô các DN nhiều HCTC không có ý nghĩa ở bất kỳ phân vị nào. Kỳ hạn tài sản có hệ số dương, và có ý nghĩa thống kê ở 3 phân vị cao nhất, với phân vị 75 có hệ số cao nhất, nên không phù hợp với giả thuyết 2.1 như nhóm DN ít HCTC. Tỷ lệ nợ có hệ số dương và có ý nghĩa ở phân vị 25-50 với phân vị 50 có hệ số cao nhất, phân vị 90 chuyển sang hệ số âm. So với DN ít HCTC có thể vay được nợ dài hạn ở phân vị 10, và hệ số cao nhất là ở phân vị 25. Do đó, hệ số của biến Tỷ lệ nợ của các DN nhiều HCTC không phù hợp với giả thuyết 2.1 bằng nhóm DN ít HCTC. Với biến Thanh khoản thì cả 2 nhóm DN đều không phù hợp với giả thuyết 2.1.

Biến Cơ hội tăng trưởng có hệ số âm và có ý nghĩa ở phân vị 90. Nhóm ít HCTC thì hệ số biến này ngoài âm ở phân vị 90 còn dương ở phân vị 10, cho thấy có thể vay nợ dài hạn để bảo toàn cơ hội tăng trưởng khi có rủi ro thanh khoản cao nhất, nên phù hợp hơn với giả thuyết 2.2. Biến Thuế có hệ

số âm từ 25 đến 90, trong đó hệ số 90 giảm mức âm nên vẫn không phù hợp hoàn toàn với giả thuyết 2.2, trong khi đó nhóm ít HCTC có hệ số rất phù hợp với giả thuyết 2.2. Biến Vòng quay tài sản thì DN nhiều HCTC có hệ số phù hợp hơn khi hệ số âm chỉ giảm mức âm ở phân vị 90, trong khi với nhóm DN ít HCTC thì hệ số âm giảm mức âm từ phân vị 75. Biến Cấu trúc kỳ hạn lãi suất thì nhóm DN ít HCTC có hệ số phù hợp hơn khi có hệ số dương có ý nghĩa duy nhất ở phân vị 10.

Tóm lại, thống nhất với giả thuyết 3, kết quả cho thấy các DN có ít HCTC có các hành vi phù hợp hơn với kỳ vọng của giả thuyết 2.1 và 2.2. Điều này cho thấy các DN có điều kiện tốt sẽ ưu tiên xử lý chi phí người đại diện khi có CTKHN dài hạn và rủi ro thanh khoản khi có CTKHN ngắn hạn.

Bảng 5: Kết quả hồi quy phân vị của nhóm DN nhiều HCTC (MH 1)

	q10	q25	q50	q75	q90
size	0.0000	-0.0011	0.0066	0.0135	0.0042
assetmat	0.0000	0.0001	0.0011**	0.002***	0.0016***
lev	0.0032	0.0774***	0.1145***	-0.0136	-0.1012**
efftax	-0.0008	-0.0469***	-0.1368***	-0.1886***	-0.1461***
grow	0.0000	-0.0002	-0.0005	-0.0013	-0.0041***
liquid	-0.0002	0.0001	0.0145***	0.02***	0.0136***
turnover	-0.0005	-0.0168***	-0.056***	-0.0939***	-0.0851***
term	-0.0002	-0.0039	-0.0193*	-0.031*	-0.022*

Chú thích: *, **, *** thể hiện có ý nghĩa thống kê ở 10%, 5% và 1%. Sai số chuẩn vững (robust standard errors) sử dụng.

5.3. Kết quả phân tích Oaxaca – Blinder

CTKHN trung bình của nhóm có ít HCTC là 42,6% và của nhóm có nhiều HCTC chỉ là 31,5%, và chênh lệch CTKHN giữa hai nhóm do đó ở mức 11,1%. Bảng 6 cho thấy, chênh lệch giải thích được là 18,0%. Trong đó, chênh lệch về quy mô (Size) dẫn tới chênh lệch 16,4%, quy mô lớn hơn tạo điều kiện cho DN ít HCTC sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn 16,4% so với DN

nhều HCTC. Trung bình vòng quay tài sản của DN ít HCTC thấp hơn so với các DN có nhiều HCTC, dẫn đến tăng chênh lệch 1,5%. Chênh lệch về giá trị trung bình của các biến khác không có ý nghĩa đáng kể về kinh tế. Chênh lệch giải thích được chủ yếu là do **các DN ít HCTC có quy mô lớn hơn, và vòng quay tài sản tương đối thấp hơn nhóm DN có nhiều HCTC.**

Bảng 6: Chênh lệch giải thích được về CTKHN 2 nhóm DN

fdebtmat	Hệ số	Sai số	z	P>z
size	0.164	0.007	22.4	0.000
assetmat	0.002	0.001	2.20	0.026
lev	0.004	0.001	3.20	0.001
efftax	0.000	0.000	-1.40	0.171
grow	0.000	0.000	0.40	0.710
liquid	-0.004	0.001	-3.60	0.000
turnover	0.015	0.002	7.90	0.000
term	0.000	0.000	-0.90	0.348
Tổng	0.180	0.007	24.30	0.000

Nguồn: Kết quả trích xuất từ phân rã Oaxaca - Blinder

Đối với chênh lệch không giải thích được, kết quả cho thấy chênh lệch về hệ số biến Quy mô, Tỷ lệ nợ, Cấu trúc kỳ hạn lãi suất làm tăng đáng kể chênh lệch về CTKHN trung bình của 2 nhóm (Bảng 7). Các chênh lệch về hệ số này càng nhấn mạnh khó khăn trong việc tiếp cận vốn, cũng như mức chi phí người đại diện cao của các DN nhiều HCTC. Trong khi đó, chênh lệch hệ số yếu tố Vòng quay tài sản làm giảm chênh lệch này, cho thấy các DN ít HCTC quan tâm cũng như tự tin hơn trong việc phát tín hiệu bằng cách sử dụng nhiều nợ hơn. Kết quả là mức chênh lệch không giải thích được là -6,9%, nghĩa là chênh lệch của các hệ số của các biến (trong đó có biến ngoài mô hình) dẫn đến các DN ít HCTC sử dụng ít nợ dài hạn hơn 6,9%.

Bảng 7: Phân rã chênh lệch không giải thích được

fdebtmat	Mức đóng góp	Sai số	z	P>z
size	0.865	0.124	7.0	0.000
assetmat	-0.001	0.005	-0.3	0.783
lev	0.049	0.010	4.6	0.000
efftax	0.027	0.008	3.6	0.000
grow	0.000	0.001	0.1	0.932
liquid	-0.007	0.010	-0.7	0.507
turnover	-0.048	0.014	-3.4	0.001
term	0.030	0.009	3.4	0.001
Hàng số	-0.985	0.127	-7.8	0.000
Tổng	-0.069	0.010	-7.1	0.000

5.4. Tác động của CTKHN đến hiệu quả doanh nghiệp (giả thuyết 4)

Để đảm bảo kết quả vững, tác giả sử dụng cả hai thước đo cho biến phụ thuộc của mô hình (2): hiệu quả theo sổ sách là ROA và hiệu quả thị trường là Tobin Q (Jiraporn và Tong, 2010). Tác giả cũng chia mẫu ra hai nhóm DN ít và nhiều HCTC để kiểm tra tác động của CTKHN đến hiệu quả DN có khác nhau giữa hai nhóm này hay không. Tác giả kiểm định liệu hiệu quả có chịu ảnh hưởng tiêu cực do sử dụng thêm nợ dài hạn khi DN đã có nhiều nợ dài hạn bằng cách chia mẫu ra 2 nhóm: nhóm có CTKHN cao hơn trung vị được xem là nhóm có CTKHN cao và dưới trung vị là nhóm có CTKHN thấp.

Kết quả cho thấy sự thống nhất của cả 2 thước đo. Cụ thể, các DN dù có ít hay nhiều HCTC thì tác động của tăng nợ dài hạn làm tăng hiệu quả nếu đang có CTKHN thấp, vì giúp làm giảm rủi ro thanh khoản, tạo điều kiện cho DN hoạt động tốt hơn. Tuy nhiên, điểm khác nhau giữa hai nhóm là tác động của tăng nợ dài hạn đối với hiệu quả DN khi có CTKHN cao. Nhóm DN có ít HCTC thì tăng nợ dài hạn không còn có tác động tích cực nữa, trong khi với nhóm DN có nhiều HCTC thì thậm chí còn có tác động tiêu cực đến

hiệu quả. Các kiểm định tương tự về tự tương quan bậc 2 và kiểm định Hansen đều thỏa, cho thấy các ước lượng đáng tin cậy. Kết quả ước lượng này ủng hộ giả thuyết 4, hàm ý nợ dài hạn không phải có quan hệ tuyến tính đối với hiệu quả DN, mà là phi tuyến: có tác động tích cực hay tiêu cực tùy thuộc vào việc DN đang có ít hay nhiều nợ dài hạn. Các kết quả này giúp củng cố thêm các phát hiện khi kiểm định giả thuyết 2.1 và 2.2 khi cho thấy các DN có ngần ngại vay nợ dài hạn khi có CTKHN quá cao và tranh thủ vay thêm nợ dài hạn khi có CTKHN thấp. Kết quả TobinQ tương tự.

Bảng 8: Kết quả hồi quy System GMM với biến phụ thuộc ROA

roa	Hệ số	Hệ số	Hệ số	Hệ số
roa (t-1)	0.335***	0.244***	0.01	0.06***
debtmat	0.019***	-0.006	0.008***	-0.012*
lev	-0.092***	-0.127***	-0.013	0.054**
size	-0.031***	-0.024***	-0.072***	-0.067***
intang	0.16***	0.041*	0.094***	0.059***
cashflow	7.64E-10***	5.12E-11	5.12E-11***	0
KĐ AR (1)	0.065	0.000	0.449	0
KĐ AR (2)	0.365	0.871	0.579	0.41
Kiểm định Hansen	0.302	0.113	0.335	0.968
Số quan sát	1816	2252	2.234	1670
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

CHƯƠNG 6

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

6.1. Tóm lược kết quả chính

Mục tiêu của luận án gồm 2 phần chính: (1) thực hiện kiểm định tác động của các nhân tố đối với CTKHN DN niêm yết ở một số quốc gia đang phát triển ở ASEAN; (2) thực hiện kiểm định tác động của CTKHN đến hiệu quả các DN trên. Đầu tiên, luận án kiểm định tác động của các biến giải thích

đối với CTKHN ở mức trung bình (nhóm giả thuyết 1) và ở các CTKHN ngắn hạn và dài hạn (nhóm giả thuyết 2.1 và 2.2). Các kết quả kiểm định nhóm giả thuyết 1 cho thấy bằng chứng ủng hộ lý thuyết rủi ro thanh khoản (đại diện bởi biến Thanh khoản và Tỷ lệ nợ), khớp kỳ hạn, chi phí người đại diện (liên quan đến quy mô), thuế và phát tín hiệu có ảnh hưởng đến CTKHN của DN ở mức trung bình.

Kết quả hồi quy phân vị đối với mẫu gồm toàn bộ DN cho thấy xu hướng chung là các DN ngắn ngại vay nợ ngắn hạn khi có nhiều nợ ngắn hạn và giảm mức vay nợ dài hạn khi có nhiều nợ dài hạn. Tuy nhiên, kết quả chưa mạnh do một số biến không có ý nghĩa thống kê hoặc không phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết 2.1 và 2.2. Điều này có thể do mẫu toàn bộ DN gồm cả các DN có nhiều HCTC, vốn ít có khả năng tiếp cận vốn nên có thể bị động hơn. Thật vậy, kết quả hồi quy phân vị cho từng nhóm DN ít và nhiều HCTC cho thấy, nhờ khả năng tiếp cận vốn dễ dàng hơn, các DN ít HCTC chủ động hơn trong việc lựa chọn CTKHN, và có hành vi phù hợp hơn với các giả thuyết 2.1 và 2.2 so với các DN nhiều HCTC.

Các nghiên cứu trước đây không thể hiện được cụ thể yếu tố nào quan trọng hơn yếu tố nào trong việc chọn lựa CTKHN. Trong luận án này, yếu tố quan trọng hay không được xác định cụ thể bằng % đóng góp vào việc giải thích chênh lệch về CTKHN trung bình giữa hai nhóm DN có ít và nhiều HCTC. Chênh lệch tổng được chia nhỏ thành chênh lệch giải thích được và không giải thích được. Phân rã Oaxaca – Blinder cho thấy chênh lệch về giá trị trung bình của tỷ lệ nợ và quy mô (chênh lệch giải thích được) dẫn đến các DN có ít HCTC có CTKHN trung bình cao hơn. Chênh lệch không giải thích được chủ yếu là do các DN có các mức quan tâm khác nhau đối với các yếu tố khớp kỳ hạn tài sản và nợ, giảm rủi ro thanh khoản do việc tăng đòn bẩy tài chính gây ra, phát tín hiệu, định thời điểm và thuế. Nhờ định lượng

được một cách cụ thể yếu tố nào quan trọng, các nhà quản trị DN hay cơ quan quản lý có thể tìm hướng để sử dụng CTKHN phù hợp hơn.

Cuối cùng, luận án thực hiện kiểm định vai trò của CTKHN đối với giá trị DN, một là nhằm thể hiện hướng tiếp cận hệ thống trong đánh giá các nhân tố ảnh hưởng CTKHN, và hai là lấp đầy khoảng trống nghiên cứu về vai trò của CTKHN đối với hiệu quả DN. Luận án cung cấp bằng chứng cho thấy khi CTKHN ở dưới một ngưỡng nhất định (trung vị của mẫu), gia tăng CTKHN giúp nâng cao hiệu quả của DN, hàm ý rằng ở CTKHN ngắn hạn thì DN có rủi ro thanh khoản cao nên cần nợ dài hạn để xử lý rủi ro này. Qua một ngưỡng nhất định (trung vị của mẫu), gia tăng CTKHN không có lợi cho hiệu quả DN, hàm ý quá nhiều nợ dài hạn sẽ dẫn đến chi phí người đại diện tăng cao và có tác động tiêu cực đến giá trị DN.

6.2. Các hàm ý cho các đối tượng liên quan

6.2.1 Đối với nhà quản trị doanh nghiệp

6.2.1.1. Hàm ý từ phân tích tác động của CTKHN đến hiệu quả DN

Dưới một ngưỡng nhất định của CTKHN, nợ dài hạn tăng lên giúp rủi ro thanh khoản giảm bớt. Tuy nhiên, nếu CTKHN của DN đã dài và trên một ngưỡng nhất định, sử dụng thêm nợ dài hạn sẽ làm gia tăng mạnh chi phí người đại diện. Vì thế, các nhà quản trị DN cần cân trọng không nên tranh thủ gia tăng sử dụng nợ dài hạn, mà chỉ nên tăng khi DN đang có nhiều rủi ro thanh khoản do ở CTKHN ngắn hạn; hoặc DN có thể kết hợp tăng CTKHN để khớp kỳ hạn tài sản do phương pháp này có thể không làm tăng mạnh chi phí người đại diện (Myers, 1977).

6.2.1.2. Hàm ý từ phân tích tác động của các nhân tố đến CTKHN

Với biến Quy mô, nhìn chung DN nhỏ ở ASEAN (có nhiều HCTC) khó vay được nợ dài hạn khi có rủi ro thanh khoản cao. Các DN này nên liên hệ với các Quỹ Bảo lãnh tín dụng để có thể nhận bảo lãnh vay nợ nếu không có

tài sản thế chấp. Để có thể thực hiện theo hướng này, rất cần chính sách khuyến khích phát triển các loại hình Quỹ bảo lãnh.

Với biến Tỷ lệ nợ, hàm ý đưa ra là các DN khi đã có nhiều nợ ngắn hạn (CTKHN ngắn hạn) thì càng cần nắm rõ tình hình luân chuyển dòng tiền, vấn đề vốn lưu động (như tăng hiệu quả thu hồi các khoản phải thu, đặc biệt là các khoản tín dụng thương mại cho các đối tác nước ngoài), nhằm làm giảm bớt áp lực thanh khoản và giảm tác động tiêu cực của nợ. Các DN nhiều HCTC quan tâm nhiều hơn đến xử lý chi phí người đại diện nên tăng vay nợ ngắn hạn. Nếu cơ chế quản trị của DN nhiều HCTC tốt hơn và không phải quan tâm đến chi phí người đại diện nhiều thì các DN nhiều HCTC có thể vay nhiều nợ dài hạn hơn, đặc biệt khi đòn bẩy tài chính gia tăng.

Với biến Thanh khoản (liquid), hàm ý rút ra là ở các phân vị CTKHN thấp các nhà quản trị DN ASEAN có thể ký kết thêm một số điều khoản cam kết không chuyển các tài sản thanh khoản thành tiền ở một số thời điểm nhất định để chủ nợ an tâm hơn và có thể cho vay nợ dài hạn. Mặt khác, các giám đốc DN cũng nên chia sẻ thông tin thường xuyên về tình hình tài sản thanh khoản của DN để chủ nợ cập nhật thông tin nhanh chóng hơn.

Với biến Kỳ hạn tài sản (assetmat), hàm ý là các DN nhiều HCTC cần chú trọng nếu có thể nên khớp kỳ hạn nợ và tài sản ở những phân vị thấp của CTKHN để tác dụng làm giảm rủi ro thanh khoản của nguyên tắc này được phát huy tốt hơn. Thuế (tax): hàm ý là các DN nhiều HCTC nên tiếp tục tăng mạnh vay nợ ngắn hạn khi thuế suất tăng, đặc biệt là khi có nhiều nợ dài hạn nhất để xử lý chi phí người đại diện hiệu quả hơn mà vẫn khai thác được lợi ích từ thuế.

Với biến Vòng quay tài sản (turnover), các DN nên vay nợ ngắn hạn nhiều nhất khi ở CTKHN dài nhất để vừa đạt hiệu quả trong phát tín hiệu, vừa có thể xử lý được chi phí người đại diện tốt hơn. Hàm ý kết quả phân rã là nếu DN có nhiều HCTC có thể dùng các biện pháp khác để gia tăng lượng

thông tin trao đổi với chủ nợ hoặc các đối tượng bên ngoài thì nhóm DN có nhiều HCTC (DN nhỏ) có thể vay được nhiều nợ dài hạn hơn.

Cấu trúc kỳ hạn lãi suất (term), hàm ý ở đây là khi DN nên tiếp tục thực hiện theo phương pháp này khi có nhiều nợ dài hạn, và hạn chế thực hiện khi có nhiều nợ ngắn hạn. Hàm ý từ phân rã cho thấy DN nhiều HCTC cần cân nhắc liệu việc giảm chi phí vốn có lợi ích nhiều hơn so với các thiệt hại phát sinh do đầu tư bị xáo trộn.

6.2.2. Đối với các cơ quan quản lý và hoạch định chính sách

Các nghiên cứu về bất cân xứng thông tin cho thấy nhu cầu cho vay dài hạn sẽ tăng khi thông tin được tăng cường trao đổi trong nền kinh tế. Luận án cho thấy các DN nhiều HCTC khó tiếp cận nguồn vốn dài hạn, đặc biệt khi có nhiều nợ ngắn hạn trong tổng nợ. Như vậy, kết quả này thống nhất với các nghiên cứu trước về việc các DN nhỏ gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận vốn dài hạn, do chịu tác động lớn từ bất cân xứng thông tin. Các cơ quan quản lý nên tạo điều kiện cho thị trường cổ phiếu và hệ thống ngân hàng phát triển, để cho các dòng thông tin vận hành hiệu quả hơn. Nên nghiên cứu các cơ chế bảo hộ quyền lợi của chủ nợ trong môi trường có bất cân xứng thông tin thì DN có điều kiện vay nợ dài hạn nhiều hơn. Tạo điều kiện cho chia sẻ thông tin tín dụng về DN giữa các ngân hàng, tổ chức tín dụng, hoặc thông tin tín dụng tư nhân, hỗ trợ cho sự phát triển của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm DN trong khu vực ASEAN.

6.3. Hạn chế và đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo

Các nghiên cứu tương lai có thể xét yếu tố khác như cơ cấu sở hữu, kiểm toán độc lập và nội bộ, đặc điểm của CEO v...v nhằm đánh giá liệu các yếu tố này cũng có tác động khác nhau khi DN đang có nhiều nợ dài hạn hay ngắn hạn. Ngoài ra, các nghiên cứu tới có thể sử dụng các thước đo khác để đánh giá liệu các HCTC trong và ngoài DN có tác động khác nhau đối với CTKHN.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ

TẠP CHÍ

- 1) Financial constraints, corporate debt maturity and firm performance: The case of firms in Southeast Asian countries. Afro – Asian Journal of Finance and Accounting, thuộc danh mục Scopus). Tác giả: Nguyễn Thanh Liêm, Nguyễn Thị Cành
- 2) Hạn chế tài chính và cấu trúc kỳ hạn nợ doanh nghiệp Việt Nam. Nghiên cứu và Kinh doanh Châu Á (2018). Tác giả: Nguyễn Thanh Liêm, Nguyễn Thị Cành, Nguyễn Công Thành
- 3) Internal financial constraints, external financial constraints and corporate debt maturity structure of Vietnamese firms. Pacific Business Review International (2018) (Tạp chí thuộc chỉ số ESCI). Tác giả: Nguyễn Thanh Liêm, Nguyễn Thị Ngọc Diệp, Nguyễn Thanh Lâm.
- 4) Cấu trúc kỳ hạn nợ các quốc gia đang phát triển ở Đông Nam Á: Tiếp cận hồi quy phân vị. Tạp chí Khoa học Quản lý & Kinh tế, Đại học Kinh tế Huế (2018). Tác giả: Nguyễn Thanh Liêm, Nguyễn Thị Cành
- 5) Determinants of capital structure of listed firms in Vietnam: A quantile regression approach. Journal of Economic Development (2016). Tác giả: Nguyễn Thị Cành, Nguyễn Thanh Liêm, Trần Hùng Sơn.

KỶ YẾU HỘI THẢO

- 1) Corporate debt maturity structure: quantile regression and Oaxaca-Blinder decomposition approaches. International conference for young researchers in economics and business. 30th October, 2017. Nguyen Thanh Liem, Nguyen Thi Canh, Nguyen Thi Ngoc Diep.

- 2) Determinants of capital structure of listed firms in Vietnam: A quantile regression approach. ICUEH. Nguyen Thi Canh, Tran Hung Son, Nguyen Thanh Liem, 2016
- 3) The impact of short-term debt on accruals based-earnings management: Evidence from Vietnam. *Econometrics and Statistical Methods – Applications in Economics and Finance*, 2019.