

# CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC KỲ HẠN NỢ: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT VIỆT NAM

Đoàn Thị Cẩm Thu<sup>1</sup>

## TÓM TẮT

Bài viết nghiên cứu các yếu tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ (CTKHN) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng bao gồm 542 công ty phi tài chính Việt Nam, giai đoạn 2014-2018. Ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) là phương pháp chủ yếu được sử dụng để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN của doanh nghiệp. Nghiên cứu tìm thấy phát hiện mới về mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô công ty ở dạng hồi quy phi tuyến với CTKHN của doanh nghiệp. Trong số các yếu tố tác động thì kỳ hạn của tài sản có tương quan cùng chiều với CTKHN và có hệ số hồi quy cao nhất, do đó yếu tố này có vai trò rất quan trọng khi xây dựng CTKHN của doanh nghiệp. Nhìn chung, các phát hiện của bài viết rất hữu ích cho nhà quản trị doanh nghiệp để đưa ra quyết định tài chính đúng đắn, nhằm xác định CTKHN mục tiêu cho doanh nghiệp.

**Title:** *Factors impacting debt maturity structure: Evidence from Vietnam listed companies*

**Từ khóa:** Cấu trúc kỳ hạn nợ, kỳ hạn của tài sản, quy mô công ty.

**Keywords:** Debt maturity structures, maturity of the asset, company size.

### Lịch sử bài báo

Ngày nhận bài: 15/6/2022;

Ngày nhận kết quả bình duyệt: 27/6/2022;

Ngày chấp nhận đăng bài: 12/7/2022.

**Tác giả:** <sup>1</sup>Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

**Email:** thudtc@buh.edu.vn

## ABSTRACT

The article studies the factors impacting the corporate debt maturity structure of listed companies on the Vietnam stock market. The study used panel data including 542 non-financial companies in Vietnam, period 2014-2018. Generalized least squares (GLS) estimation is the primary method, used to analyze the factors affecting the debt maturity structure of enterprises. The study discovered new empirical evidence on the positive impact of firm size in the form of nonlinear regression on the corporate debt maturity structure. The research results show that among the affecting factors, the maturity of the asset has a positive impact on the debt maturity structure and has the highest regression coefficient, which shows that this factor plays an important role when building the corporate debt maturity structure of the enterprise. In general, the findings of the article are useful for corporate administrators to make the right financial decisions to determine the target debt maturity structure for the business.

## 1. Giới thiệu

CTKHN là một loại cấu trúc tài chính nợ phản ánh nợ dài hạn và nợ ngắn hạn (Qiuyan & cs, 2012). Nợ dài hạn là khoản nợ có thời gian đáo hạn trên 1 năm, nợ ngắn hạn có thời gian đáo hạn là 12 tháng (Barclay & Smith, 1995; Scherr & Hulburt, 2001).

Kalsie & Nagpal (2018), CTKHN của doanh nghiệp được xem là khía cạnh tài chính quan trọng mà các nhà quản lý doanh nghiệp phải đưa ra lựa chọn cùng lúc với quyết định về cách thức tài trợ cho các hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

Việc lựa chọn CTKHN tối ưu cho doanh nghiệp là một vấn đề rất quan trọng, nó giúp công ty tránh được sự sai lệch bằng cách lựa chọn phù hợp giữa tài sản và nợ phải trả, xử lý các vấn đề liên quan đến doanh nghiệp, tránh các ảnh hưởng xấu của chi phí vốn, tiêu chí về chất lượng thu nhập và giá trị của công ty. So với vấn đề cấu trúc vốn thì CTKHN của công ty ít nhận được quan tâm hơn từ các nhà nghiên cứu trên thế giới, đặc biệt là nhóm các nước mới nổi. Giai đoạn 1980-2000 các nghiên cứu đầu tiên về CTKHN được thực hiện ở các nước phát triển, điển hình là nghiên cứu của Brick & Ravid (1985), Stohs & Mauer (1996), Scherr & Hulburt (2001), Teruel & Solano (2007),.... Sau đó, nghiên cứu được mở rộng sang thị trường mới nổi như: Wang & cs (2010), Stephan & cs (2011), Lemma & Negash (2012), Costa & cs (2014), Kalsie & Nagpal (2018), Datta & cs (2019), Zhang & Xu (2021),... số lượng các nghiên cứu về quyết định chọn lựa CTKHN của công ty ngày càng tăng lên, từ đó góp phần nâng cao sự hiểu biết về các vấn đề phức tạp trong quyết định lựa chọn CTKHN.

Tại Việt Nam, trong bối cảnh nền kinh tế đang đi cùng xu hướng hội nhập quốc tế thì việc tối ưu hóa hiệu quả phân bổ nguồn lực cũng như điều chỉnh và tối ưu hóa cơ cấu đòn bẩy là điều rất cần thiết và quan trọng cho các doanh nghiệp. Do đó, quyết định lựa chọn CTKHN trở thành vấn đề đặc biệt cấp bách và là chủ đề nghiên cứu đáng quan tâm. Tại Việt Nam, nghiên cứu thực nghiệm về việc lựa chọn CTKHN của công ty tương đối hạn chế, một số nghiên cứu điển hình trong thời gian gần đây: Phạm Thị Vân Trinh (2017), Nguyễn Thanh Nhã

(2018), Do (2021), Do & Phan (2022),... Vì vậy, bài viết này sẽ tiếp tục nghiên cứu các yếu tố tác động đến CTKHN của các công ty niêm yết Việt Nam giai đoạn 2014-2018, nhằm bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam.

## 2. Cơ sở lý thuyết, tổng quan nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

**Nguyên tắc phù hợp (Matching Principle).** Theo Stohs & Mauer's (1996) (được trích dẫn bởi Kalsie & Nagpal, 2018) cho rằng các công ty lớn có ít rủi ro hơn và nắm giữ tài sản có kỳ hạn dài hạn thường sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn. Nếu công ty có tài sản hữu hình nhiều hơn, họ sẽ dùng tài sản này làm tài sản thế chấp cho khoản nợ vay, giúp các chủ nợ giảm nguy cơ phải gánh chịu chi phí đại diện về khoản nợ. Do đó, công ty có tài sản hữu hình cao dự kiến sẽ sử dụng nhiều nợ dài hạn và ngược lại. Bên cạnh đó, Morris (1976) và Myers (1977) đề xuất rằng các công ty nên đảm bảo sự phù hợp giữa kỳ hạn nợ với kỳ hạn của tài sản, nhằm: (1) tránh trường hợp không có tiền mặt khi đến thời điểm thanh toán các khoản nợ phải trả, nếu kỳ hạn thanh toán của nợ ngắn hơn tài sản; (2) tránh trường hợp phải thanh toán cho nghĩa vụ nợ khi tài sản của công ty không còn tạo ra dòng tiền (khi thời gian đáo hạn nợ dài hơn của tài sản). Các nghiên cứu của Barclay & cs (2003), González (2017) đã xác nhận nguyên tắc này (Costa & cs, 2014).

**Lý thuyết đại diện (Agency Theory).** Việc công ty sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài luôn đi kèm giữa lợi ích và chi phí, khi đó công ty dễ chịu tổn thương trên thị

trường kinh doanh của họ (Bolton & Scharfstein, 1990). Do đó, chúng ta rất dễ nhận thấy vai trò của nợ trong việc giảm chi phí đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý. Myers (1977) đưa ra hai trường hợp về vấn đề đại diện của vốn chủ sở hữu làm chi phí đại diện tăng lên: đầu tư dưới mức (Underinvestment) và đầu tư quá mức (Overinvestment), trong đó nợ ngắn hạn có thể làm giảm đi vấn đề “thiếu đầu tư”. Công ty không nên theo đuổi các dự án có rủi ro tương đối lớn, vì khi đó chủ nợ sẽ nhận được nhiều lợi ích hơn từ khoản đầu tư này. Vấn đề đầu tư dưới mức trở nên nghiêm trọng hơn nếu một công ty có nhiều cơ hội phát triển. Khi một công ty phát triển nhanh, nhu cầu tài chính vượt quá nội lực của họ, trong khi đó công ty lớn có xu hướng tăng trưởng với tốc độ có thể được tài trợ bằng nguồn lực bên trong công ty mà không cần tiếp cận với tín dụng dài hạn (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1998). Công ty có tốc độ tăng trưởng nhanh thì khả năng tiếp cận tín dụng của họ càng bị hạn chế.

**Lý thuyết tín hiệu và rủi ro thanh khoản (Signalling Theory and Liquidity Risk).** Theo Flannery (1986) cho rằng việc công ty lựa chọn về thời gian đáo hạn nợ có thể báo hiệu thông tin nội bộ về chất lượng của công ty. Với chi phí giao dịch tích cực, các công ty có chất lượng cao đôi khi báo hiệu một cách hiệu quả về chất lượng thực sự của họ với thị trường. Do đó, lý thuyết tín hiệu cũng được bắt nguồn từ sự bất cân xứng thông tin và nó cho thấy rằng việc lựa chọn kỳ hạn nợ của công ty như một cách để báo hiệu chất lượng của công ty với thị trường, tín hiệu này làm giảm chi phí vốn của công ty. Lý thuyết này cho rằng việc

phát hành nợ ngắn hạn là một tín hiệu tích cực của công ty có chất lượng cao. Cũng theo Flannery (1986), những người đi vay có rủi ro cao thường không đủ khả năng chi trả cho các khoản nợ ngắn hạn và thích sử dụng nợ dài hạn, trong khi đó người đi vay có rủi ro thấp sẽ thích nợ ngắn hạn.

**Lý thuyết về thuế (Theory of Taxation).** Kane & cs (1985) dự đoán mối quan hệ ngược chiều giữa kỳ hạn nợ và lợi ích thuế từ nợ vay, và mối quan hệ cùng chiều giữa kỳ hạn nợ với chi phí thả nổi. Brick & Ravid (1985) cho rằng khi đường cong lợi suất có độ dốc dương thì lãi suất phát hành nợ dài hạn sẽ cao hơn lãi suất phát hành nợ ngắn hạn nhưng chỉ trong những năm đầu và thấp hơn ở những năm sau đó, từ đó giúp công ty tiết kiệm thuế từ lãi vay. Các công ty nên vay nợ dài hạn khi độ dốc của đường cong lợi suất dương và vay nợ ngắn hạn khi độ dốc âm để tăng giá trị thị trường của công ty.

## 2.2. Tổng quan nghiên cứu

Ozkan (2000), xem xét các nhân tố tác động đến CTKHN của các công ty phi tài chính tại Anh. Nghiên cứu tìm thấy bằng chứng quy mô công ty, kỳ hạn của tài sản có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN; cơ hội tăng trưởng có tác động ngược chiều với CTKHN của công ty; không tìm thấy tác động nào của lợi nhuận và thuế đến CTKHN.

Antoniou & cs (2002), nghiên cứu các yếu tố quyết định đến CTKHN của các công ty tại Pháp, Đức và Anh. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tỷ lệ nợ có mối tương quan đồng biến với CTKHN, tính thanh khoản có tương quan nghịch biến đến CTKHN ở cả 3 quốc gia. Biến động thu nhập có tác động

cùng chiều với kỳ hạn nợ của công ty tại Pháp nhưng ảnh hưởng không đáng kể đối với công ty ở Đức và Anh. Quy mô công ty có tương quan dương với kỳ hạn nợ của công ty ở Anh nhưng không có tác động đối với công ty tại Pháp và Đức. Kỳ hạn của tài sản có tác động cùng chiều với CTKHN của công ty ở Anh nhưng lại không có tác động ở Pháp và Đức. Bên cạnh đó, mối quan hệ giữa thuế thu nhập doanh nghiệp và kỳ hạn nợ là không rõ ràng và không giống nhau giữa các quốc gia, phụ thuộc vào đặc điểm riêng của mỗi nước.

Terra (2011), xem xét các yếu tố quyết định đến kỳ hạn nợ của công ty ở Mỹ La Tinh. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy kỳ hạn của tài sản, quy mô công ty, tài sản hữu hình, tính thanh khoản có tương quan dương với CTKHN của công ty; cơ hội tăng trưởng và thuế thu nhập doanh nghiệp có tương quan âm với kỳ hạn nợ. Khả năng sinh lời có ảnh hưởng không rõ ràng đến CTKHN của doanh nghiệp.

Kalsie & Nagpal (2018), nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến CTKHN của các công ty niêm yết Ấn Độ. Kết quả nghiên cứu cho thấy: quy mô công ty có tác động ngược chiều đến kỳ hạn nợ; tính thanh khoản, kỳ hạn của tài sản có tác động cùng chiều với kỳ hạn nợ. Ngoài ra, sự ảnh hưởng của thuế và cơ hội tăng trưởng đến CTKHN là không đáng kể.

Do & Phan (2022), nghiên cứu về CTKHN và các quyết định đầu tư của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy: lợi nhuận có tác động cùng chiều đến CTKHN; tính thanh khoản có tác động ngược chiều với CTKHN. Nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng nào về mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ, quy mô công ty với CTKHN.

Nhìn chung, các nghiên cứu được thực hiện tại Mỹ, khu vực Đông Âu và Châu Á Thái Bình Dương cho kết quả nghiên cứu khá tương đồng với nhau: quy mô công ty, tỷ lệ nợ, tính thanh khoản, tài sản hữu hình và kỳ hạn của tài sản có mối tương quan cùng chiều với CTKHN, trong khi đó các yếu tố còn lại như lợi nhuận, biến động thu nhập, cơ hội tăng trưởng và thuế có sự ảnh hưởng không rõ ràng đến CTKHN của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chiều hướng tác động cũng như mức độ ảnh hưởng là không giống nhau giữa các quốc gia, tùy thuộc vào bối cảnh nền kinh tế và tình hình chính trị xã hội của mỗi nước. Đối với thị trường mới nổi như Việt Nam, nghiên cứu thực nghiệm về CTKHN của công ty còn hạn chế, các nghiên cứu thường tập trung xem xét vào một ngành nghề nhất định Phạm Thị Vân Trinh (2017), Do (2021), hầu hết các nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy tuyến tính, chưa áp dụng hồi quy phi tuyến đối với các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu, đồng thời các vấn đề về cỡ mẫu và giai đoạn nghiên cứu vẫn còn hạn chế. Đây chính là lý do để tác giả quyết định nghiên cứu các yếu tố tác động đến CTKHN của công ty niêm yết Việt Nam, trong trường hợp quy mô công ty được tác giả xem xét cả dạng hồi quy tuyến tính và phi tuyến bậc hai (Datta & cs, 2019).

### **2.3. Phương pháp nghiên cứu**

#### **2.3.1. Dữ liệu nghiên cứu**

Dữ liệu nghiên cứu dưới dạng bảng được thu thập từ báo cáo tài chính năm hợp nhất đã được kiểm toán của 542 công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam (sàn HNX và HOSE), giai đoạn 2014-2018, được cung cấp bởi FiinGroup JSC.

### 2.3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để gia tăng độ tin cậy cho kết quả nghiên cứu, tác giả thực hiện sàng lọc, phân tích và xử lý số liệu để loại bỏ các quan sát quá lớn, quá nhỏ hoặc quá khác biệt so với cỡ mẫu. Sau đó, nghiên cứu tiến hành phân tích hồi quy theo ba phương pháp ước lượng Pooled OLS, FEM, REM. Trước tiên, tác giả thực hiện phân tích thống kê mô tả, phân tích tương quan để kiểm tra mối tương quan tuyến tính giữa biến phụ thuộc và biến độc lập; sớm nhận diện hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy. Sau khi thực hiện các kiểm định cần thiết để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp cho mô hình hồi quy, nghiên cứu tiến hành kiểm định phương sai sai số thay đổi. Trong trường hợp mô hình hồi quy tồn tại phương sai thay đổi, nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp ước lượng GLS để khắc phục khuyết tật và đảm bảo kết quả ước lượng mô hình là không chệch và hiệu quả.

### 2.3.3. Giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm về CTKHN đã được đề cập ở trên, tác giả xây dựng giả thuyết nghiên cứu như sau:

*H<sub>1</sub>: Quy mô công ty có mối quan hệ cùng chiều hoặc ngược chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>2</sub>: Tỷ lệ nợ có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>3</sub>: Lợi nhuận có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>4</sub>: Biến động thu nhập có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>5</sub>: Tính thanh khoản có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>6</sub>: Tài sản hữu hình có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>7</sub>: Kỳ hạn của tài sản có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>8</sub>: Cơ hội tăng trưởng có mối quan hệ ngược chiều với CTKHN của công ty*

*H<sub>9</sub>: Thuế thu nhập doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với CTKHN của công ty*

### 2.3.4. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu đề xuất được dựa trên các mô hình nghiên cứu của Barclay & Smith (1995), Ozkan (2000), Deesomsak & cs (2009), Terra (2011), Kirch & Terra (2012), Costa & cs (2014), Kalsie & Nagpal (2018), Datta & cs (2019), Do (2021), Do & Phan (2022).

$$DMS_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 SIZE^2_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \beta_5 VOL_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 AM_{it} + \beta_9 GROW_{it} + \beta_{10} TAX_{it} + \varepsilon_{it} (*)$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc  $DMS_{it}$ : CTKHN của công ty  $i$  tại năm  $t$

Biến độc lập gồm: Quy mô công ty ở dạng hồi quy tuyến tính (SIZE) và phi tuyến ( $SIZE^2$ ), tỷ lệ nợ (LEV), lợi nhuận (PROF), biến động thu nhập (VOL), tính thanh khoản (LIQ), tài sản hữu hình (TANG), kỳ hạn của tài sản (AM), cơ hội tăng trưởng (GROW), thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX).

$\varepsilon_{it}$ : Sai số ngẫu nhiên

**Bảng 1.** Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Cách đo lường	Lý thuyết	Nghiên cứu trước
DMS	Nợ dài hạn/ (Nợ dài hạn + Nợ ngắn hạn)		Barclay & Smith (1995), Terra (2011), Kalsie & Nagpal (2018), Do & Phan (2022)
SIZE	Log(Tổng tài sản)	Lý thuyết tín hiệu, lý thuyết đại diện	Ozkan (2000), Antoniou & cs (2002), Terra (2011), Kalsie & Nagpal (2018)
LEV	Tổng nợ/ Tổng tài sản	Lý thuyết tín hiệu và rủi ro thanh khoản	Barclay & Smith (1995), Do & Phan (2022)
PROF	EBIT/ Tổng tài sản	Lý thuyết tín hiệu	Do & Phan (2022)
VOL	$(EBIT_t - EBIT_{t-1}) / EBIT_{t-1}$	Lý thuyết tín hiệu	Antoniou & cs (2002), Nguyễn Thanh Nhã (2018)
LIQ	Tài sản ngắn hạn/ Nợ phải trả ngắn hạn	Lý thuyết tín hiệu và rủi ro thanh khoản	Terra (2011), Kalsie & Nagpal (2018)
TANG	Tài sản cố định hữu hình/ Tổng tài sản	Nguyên tắc phù hợp	Terra (2011), Nguyễn Thanh Nhã (2018)
AM	Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	Nguyên tắc phù hợp	Ozkan (2000), Antoniou & cs (2002), Terra (2011), Kalsie & Nagpal (2018)
GROW	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu/ Tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản	Lý thuyết đại diện	Ozkan (2000), Terra (2011)
TAX	Thuế thu nhập doanh nghiệp/ Lợi nhuận trước thuế	Lý thuyết về thuế	Terra (2011), Phạm Thị Vân Trinh (2017)

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

### 3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

#### 3.1. Kết quả nghiên cứu

##### 3.1.1. Thống kê mô tả

**Bảng 2.** Kết quả thống kê mô tả

Biến	Giá trị trung bình	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
DMS	0.1720	0.9465	0.0000	0.2225	2710
SIZE	5.7685	7.8600	4.1599	0.6604	2710
LEV	0.4880	0.9693	0.0066	0.2254	2710
PROF	0.0957	0.9184	-0.9243	0.0943	2710
VOL	0.2923	301.6935	-93.0369	7.7962	2710
LIQ	2.3575	64.2247	0.0516	3.3550	2710
TANG	0.2130	0.9400	0.0000	0.2008	2710
AM	0.3868	0.9715	0.0001	0.2295	2710
GROW	1.1840	275.3807	0.0099	5.3759	2710
TAX	0.1945	13.5321	-2.3375	0.3637	2710

*Nguồn: Tác giả trích xuất từ phần mềm Eview*

DMS trung bình là 0.1720, dao động trong khoảng 0.0000-0.9465 với độ lệch chuẩn 0.2225, có nghĩa là 542 công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam được nghiên cứu trong giai đoạn 2014-2018 có tỷ lệ nợ vay dài hạn trung bình trên tổng nợ vay là 17.2% với độ lệch chuẩn là 22.25%. Kết quả này cho thấy, đa số các công ty niêm yết ở Việt Nam sử dụng

nợ vay ngắn hạn là chủ yếu, tỷ lệ sử dụng nợ vay dài hạn là rất thấp. Tuy nhiên, xu hướng này phù hợp với các thị trường mới nổi như Malaysia, Thái Lan, Trung Quốc (Deesomsak & cs, 2009; Zhang & Xu, 2021).

##### 3.1.2. Phân tích tương quan

3.1.3. **Bảng 3.** Kết quả phân tích ma trận hệ số tương quan

	DMS	SIZE	LEV	PROF	VOL	LIQ	TANG	AM	GROW	TAX
DMS	1									
SIZE	0.3460	1								
LEV	0.1466	0.3442	1							
PROF	-0.0838	0.0232	-0.2869	1						
VOL	0.0347	0.0259	-0.0333	-0.0022	1					
LIQ	-0.0828	-0.1948	-0.5199	0.0910	-0.0148	1				
TANG	0.4746	0.0974	-0.0468	0.0987	0.0193	-0.1183	1			
AM	0.6516	0.2003	-0.1490	0.0009	0.0378	-0.1071	0.7086	1		
GROW	0.0121	-0.0431	-0.0114	0.0195	0.0197	-0.0046	-0.0204	0.0076	1	
TAX	-0.0256	0.0353	0.0675	-0.0007	-0.0039	-0.0437	0.0006	-0.0204	-0.0114	1
<b>VIF*</b>		<b>1.2869</b>	<b>1.9036</b>	<b>1.1717</b>	<b>1.0051</b>	<b>1.4555</b>	<b>2.1283</b>	<b>2.3782</b>	<b>1.0055</b>	<b>1.0057</b>

*VIF\*: Variance Inflation Factor (Nguồn: Tác giả trích xuất từ phần mềm Eview)*

Kết quả phân tích tương quan ở bảng 3 cho thấy, quy mô công ty, tỷ lệ nợ, biến động thu nhập, tài sản hữu hình, kỳ hạn của tài sản, cơ hội tăng trưởng có mối tương quan dương với CTKHN; lợi nhuận, tính thanh khoản, thuế thu nhập doanh nghiệp có mối tương quan âm với CTKHN của công ty. Trong số các biến độc lập thì kỳ hạn của tài sản có mối tương quan dương và mạnh nhất với CTKHN, có hệ số tương quan là 0.6516.

Xét về mối tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình, nhìn chung mức độ tương quan giữa các biến độc lập là tương

đối thấp, riêng hệ số tương quan giữa hai biến kỳ hạn của tài sản và tài sản hữu là khá cao ( $r_{AM, TANG} = 0.7086$ ). Tuy nhiên, tất cả các biến độc lập đều hệ số phóng đại phương sai (VIF) nhỏ hơn 10, do đó mô hình không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến. Hơn nữa, hệ số VIF trung bình là 1.4823, điều này cho thấy khả năng mô hình xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng kể (Gujarati, 2011).

### 3.1.4. Kết quả phân tích hồi quy

**Bảng 4.** Kết quả phân tích hồi quy theo mô hình Pooled OLS, FEM, REM

Biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số hồi quy (Coef)	Giá trị P-value	Hệ số hồi quy (Coef)	Giá trị P-value	Hệ số hồi quy (Coef)	Giá trị P-value
SIZE	-0.2032***	0.0003	-0.4054***	0.0006	-0.3164***	0.0001
SIZE^2	0.0215***	0.0000	0.0424***	0.0000	0.0325***	0.0000
LEV	0.2813***	0.0000	0.3925***	0.0000	0.3304***	0.0000
PROF	-0.0570*	0.0921	-0.1086***	0.0001	-0.0961***	0.0002
VOL	0.0005	0.1653	0.0006***	0.0024	0.0006***	0.0020
LIQ	0.0109***	0.0000	0.0089***	0.0000	0.0096***	0.0000
TANG	0.0321	0.1331	0.1246***	0.0000	0.1195***	0.0000
AM	0.6380***	0.0000	0.4056***	0.0000	0.4820***	0.0000
GROW	0.0006	0.2790	0.0000	0.8966	0.0000	0.8837
TAX	-0.0173**	0.0328	-0.0004	0.9159	-0.0016	0.7206
Cons	0.2095	0.2053	0.6965**	0.0416	0.5146**	0.0309
Số quan sát	2710		2710		2710	
	R-squared = 0.5287 Adj R-squared = 0.5270		R-squared = 0.9055 Adj R-squared = 0.8813		R-squared = 0.3535 Adj R-squared = 0.3511	

Ghi chú: (\*\*\*), (\*\*), (\*) lần lượt có mức ý nghĩa là 1%, 5%, 10%. (Nguồn: Tác giả trích xuất từ phần mềm Eview)

Kết quả phân tích hồi quy ở bảng 4, cho thấy:

Trong mô hình Pooled OLS, ở mức ý nghĩa 1%, các biến SIZE^2, LEV, LIQ, AM có mối quan hệ cùng chiều với DMS, riêng SIZE có mối quan hệ ngược chiều với DMS. Hai biến PROF và TAX tác động ngược chiều đến DMS lần lượt có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa là 10% và 5%. Đồng thời,

VOL và GROW không có ý nghĩa thống kê ở cả 3 mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

Trong mô hình FEM và REM, ở mức ý nghĩa 1%, các biến SIZE^2, LEV, VOL, LIQ, TANG, AM mỗi quan hệ cùng chiều với DMS; riêng SIZE và PROF có mối quan hệ ngược chiều với DMS. Tác động của GROW và TAX đến DMS là không có ý nghĩa thống kê ở cả 3 mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

**Bảng 5.** Kết quả kiểm định mô hình

Lựa chọn mô hình	Kiểm định	Giá trị thống kê	P-value	Kết quả
Pooled OLS và REM	LM test	Chi2(1)= 2879.171	Prob>Chi2= 0.0000	Chọn REM
Pooled OLS và FEM	F test	F(541,2158)= 15.8947	Prob>F= 0.0000	Chọn FEM
FEM và REM	Hausman	Chi2(10)= 78.4032	Prob>Chi2= 0.0000	Chọn FEM

*Nguồn: Tác giả trích xuất từ phần mềm Eview*

Kết quả kiểm định 3 cặp mô hình ở bảng 5 cho thấy, mô hình FEM cho kết quả hồi quy là phù hợp nhất.

**Bảng 6.** Kiểm định Phương sai sai số thay đổi (Heteroskedasticity Test)

Kiểm định	Giá trị thống kê	P-Value	Kết quả
White test	Chi2(64)=1727.526	Prob>Chi2=0.0000	P-value<5%: Mô hình tồn tại phương sai sai số thay đổi

*Nguồn: Tác giả trích xuất từ phần mềm Eview*

Dựa vào kết quả kiểm định ở bảng 6, mô hình FEM không đồng nhất và xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do đó, để khắc phục khuyết tật của mô hình, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng GLS.

**Bảng 7:** Kết quả hồi quy theo phương pháp ước lượng GLS

Biến	GLS	
	Hệ số hồi quy (Coef)	Giá trị P-value
SIZE	-0.2603***	0.0000
SIZE^2	0.0266***	0.0000
LEV	0.2662***	0.0000
PROF	-0.0372***	0.0010

VOL	0.0002	0.2848
LIQ	0.0117***	0.0000
TANG	0.0618***	0.0000
AM	0.5781***	0.0000
GROW	0.0007	0.2809
TAX	-0.0054	0.3128
Cons	0.3791***	0.0000
Số quan sát	2710	
	R-squared = 0.8471; Adj R-squared = 0.8466	

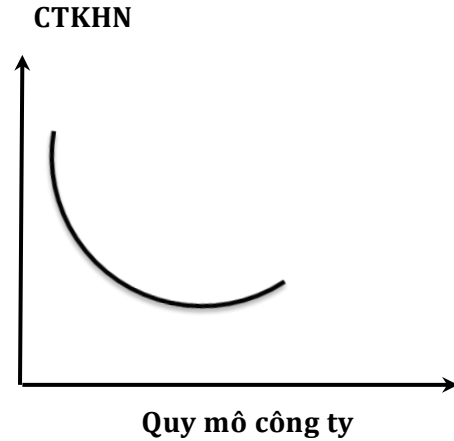
*Ghi chú: (\*\*\*) (\*\*), (\*) lần lượt có mức ý nghĩa là 1%, 5%, 10%. (Nguồn: Tác giả trích xuất từ phần mềm Eview).*

Kết quả hồi quy theo GLS ở bảng 7 cho thấy, với mức ý nghĩa 1%: AM và LEV có tương quan mạnh và cùng chiều với DMS. Các biến SIZE<sup>2</sup>, VOL, LIQ, TANG cũng có tác động cùng chiều đến DMS, riêng hai biến SIZE và PROF có mối quan hệ ngược chiều với DMS. Tác động của VOL, GROW và TAX đến CTKHN thì không có ý nghĩa thống kê ở cả 3 mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Đồng thời, hệ số R-squared của mô hình này là 0.8471, cho thấy các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu giải thích được 84.71% sự biến thiên của DMS, còn lại 15.29% được giải thích bởi các biến chưa được đưa vào mô hình và sai số ngẫu nhiên.

### 3.2. Thảo luận

Kết quả phân tích hồi quy ủng hộ cơ sở lý thuyết và kết quả nghiên cứu của Ozkan (2000), Antoniou & cs (2006), Terra (2011), González (2017), Kalsie & Nagpal (2018), Do & Phan (2021).

Quy mô công ty ở dạng hồi quy tuyến tính (SIZE) có tương quan ngược chiều với kỳ hạn nợ nhưng lại có tương quan cùng chiều ở dạng hồi quy phi tuyến (SIZE<sup>2</sup>). Công ty quy mô nhỏ với khả năng rủi ro vỡ nợ cao nên họ thường ưu tiên sử dụng nợ dài hạn. Song song đó, công ty có quy mô lớn nhận được sự tín nhiệm cao từ chủ nợ, đồng thời tài sản thế chấp để đảm bảo cho khoản vay vốn tại ngân hàng của các công ty này thường có giá trị cao, nên họ sẽ dễ dàng tiếp cận với nợ vay dài hạn hơn công ty nhỏ. Tác động phi tuyến của quy mô công ty đến CTKHN phù hợp với cách lập luận về mặt lý thuyết cũng như giải quyết sự mâu thuẫn trong kết quả của các nghiên cứu trước cho rằng, quy mô công ty vừa có tác động cùng chiều và ngược chiều đến CTKHN.



**Hình 1.** Quan hệ phi tuyến giữa quy mô công ty với CTKHN (Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Tỷ lệ nợ và tính thanh khoản có tác động cùng chiều đến CTKHN của công ty. Khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao, họ sẽ nỗ lực kiểm soát rủi ro phá sản và chi phí bằng cách kéo dài thời gian đáo hạn nợ. Đòn bẩy nợ cao sẽ làm tăng khả năng thanh khoản cho các khoản nợ, và công ty dễ dàng tiếp cận với nợ dài hạn hơn. Đồng thời, khi công ty ký kết thêm một số điều khoản cam kết không chuyển các tài sản thanh khoản thành tiền mặt ở một số thời điểm nhất định sẽ giúp chủ nợ an tâm hơn và có thể giải ngân nợ vay dài hạn nhiều hơn.

Mối tương quan ngược chiều giữa lợi nhuận và kỳ hạn nợ cho thấy các công ty có lợi nhuận cao sẽ ưu tiên lựa chọn nợ vay ngắn hạn, nhằm giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí lãi vay và làm tăng lợi nhuận cho công ty. Tuy nhiên, các công ty có tỷ lệ nợ vay dài hạn thấp sẽ không tận dụng được đòn bẩy tài chính để tối đa hóa lợi nhuận.

Tài sản hữu hình và kỳ hạn của tài sản có tác động cùng chiều đến CTKHN,

trong đó kỳ hạn của tài sản có hệ số hồi quy cao

nhất so với các biến độc lập còn lại. Điều này cho thấy mối quan hệ mật thiết giữa kỳ hạn của tài sản với kỳ hạn nợ của công ty. Doanh nghiệp nắm giữ tài sản hữu hình có giá trị cao với kỳ hạn của tài sản càng dài, sẽ có nhiều cơ hội sử dụng nợ vay dài hạn hơn so với các công ty còn lại.

### Kết luận

Dựa vào kết quả nghiên cứu, bài viết đưa ra một số gợi ý liên quan như sau: Các nhà quản lý doanh nghiệp cần phải xem xét thật kỹ quy mô công ty và xác định cơ hội tăng trưởng trong tương lai, để lựa chọn CTKHN phù hợp cho doanh nghiệp. Công ty có tỷ lệ nợ cao nên sử dụng nợ vay dài hạn để bù đắp cho rủi ro thanh khoản và hạn chế nguy cơ phá sản.

Khi công ty nắm giữ tài sản có tính thanh khoản càng cao được khuyến khích vay nợ dài hạn hơn ngắn hạn, để tận dụng cơ hội lá chắn thuế từ lãi vay, nhưng vẫn dễ dàng đáp ứng được các cam kết thanh toán cho với chủ nợ. Công ty nên ưu tiên sử dụng nợ vay ngắn hạn và tin tưởng vào cơ hội được tái tài trợ trong tương lai khi công ty có mức lợi nhuận cao. Các nhà quản trị công ty cần đặc biệt chú trọng đến giá trị tài sản hữu hình hiện có, đảm bảo sự cân đối giữa kỳ hạn tài sản và kỳ hạn nợ khi xây dựng CTKHN của công ty. Bên cạnh đó, quy trình thẩm định giá tài sản đảm bảo phải được các tổ chức tín dụng thực hiện một cách nghiêm túc, hiệu quả và tuân thủ các quy định có liên quan, nhằm đảm bảo quyền lợi cho doanh nghiệp vay nợ và đơn vị giải ngân.

## 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(2), 161-194.
- Barclay, M. J. & Smith. C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Barclay, M. J., Marx, L. M., & Smith Jr, C. W. (2003). The joint determination of leverage and maturity. *Journal of corporate finance*, 9(2), 149-167.
- Bolton, P., & Scharfstein, D. S. (1990). A theory of predation based on agency problems in financial contracting. *The American Economic Review*, 80(1), 93-106.
- Brick, I. E. & Ravid, S. A. (1985). On the relevance of debt maturity structure. *Journal of Finance*, 40(5), 1423-1437.
- Costa, S., Laureano, L. M. S. & Laureano, R. M. S. (2014). The Debt Maturity of Portuguese SMEs: The Aftermath of the 2008 Financial Crisis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 172-181.

- Datta, S., Doan, T., & Iskandar-Datta, M. (2019). Policy uncertainty and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Financial Stability*, 44, 100694.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2009). Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 312-324.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998, December). Law, finance, and firm growth. *The Journal of Finance*, 53(6), 2107–2137.
- Do, T. V. T. (2021). Determinants Of Corporate Debt Maturity: Evidence From The Consumer Goods Sector In Vietnam. *Innovations*, 18(3), 175-182.
- Do, T. V. T., & Phan, D. T. (2022). Debt maturity structure and investment decisions: Evidence of listed companies on Vietnam's stock market. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2024358.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- González, V. M. (2017). Firm and country determinants of debt maturity: New international evidence. *International Finance*, 20(3), 256-270.
- Gujarati, D. N. (2011). *Econometrics by example* (Vol. 1). New York: Palgrave Macmillan.
- Kalsie, A., & Nagpal, A. (2018). The determinants of corporate debt maturity for nse-listed corporates. *FIIB Business Review*, 7(1), 43-56.
- Kane, A., Marcus, A. J., & McDonald, R. L. (1985). Debt policy and the rate of return premium to leverage. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 479–499.
- 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.
- Korner, P. (2006). The determinants of corporate debt maturity structure: Evidence from Czech firms. *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(3), 142-158.
- Lemma, T.T. & Negash, M. (2012). Debt maturity choice of a firm: Evidence from African countries. *Journal of Business and Policy Research*, 7(2), 60-92.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.

- Morris, J. R. (1976). On corporate debt maturity strategies. *The Journal of Finance*, 31(1), 29–37.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 146-176.
- Nguyễn Thanh Nhã (2018). *Các nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty tại Việt Nam*. Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Ozkan, A. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212.
- Phạm Thị Vân Trinh (2018). Cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty kinh doanh bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 13(1), 38-50.
- Qiuyan, Z., Qian, Z., & Jingjing, G. (2012). On Debt Maturity Structure of Listed Companies in Financial Engineering. *Systems Engineering Procedia*, 4, 61-67.
- Scherr, F. C., & Hulburt, H. M. (2001). The debt maturity structure of small firms. *Financial management*, 30 (1), 85-111.
- Stephan, A., Talavera, O. & Tsapin, A. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 51 (2), 141-151.
- Stohs, M. H. & Mauer, D. C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of Business*, 69, 279-312.
- Terra, P. R. S. (2011). Determinants of corporate debt maturity in Latin America. *European Business Review*, 23 (1), 45-70.
- Teruel, P. J. G. & Solano, P. M. (2007). Short-term debt in Spanish SMEs. *International Small Business Journal*, 25 (6), 579-602.
- 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.
- Zhang, X., & Xu, L. (2021). Firm life cycle and debt maturity structure: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(1), 937-976.