Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế

Trang chủ: http://tapchi.ftu.edu.vn

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC KỲ HẠN NỢ: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM MỚI TỪ CÁC CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Lê Thị Lanh
Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, TP Hồ Chí Minh, Việt Nam

Lê Thị Anh Đào
Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, TP Hồ Chí Minh, Việt Nam

Ngô Văn Toàn[1]
Trường Đại học Tài chính - Marketing, TP Hồ Chí Minh, Việt Nam

Ngày nhận: 07/08/2021; **Ngày hoàn thành biên tập:** 25/10/2021; **Ngày duyệt đăng:** 29/10/2021

Tóm tắt: Bài viết nghiên cứu các yếu tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp trong giai đoạn 2007-2018, với mẫu là các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Nghiên cứu dựa trên lý thuyết đại diện, phát tín hiệu, rủi ro thanh khoản và nguyên tắc phù hợp, và không có bằng chứng về tác động của thuế. Phương pháp phân tích hồi quy bình phương nhỏ nhất gộp (POLS), hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM), hồi quy IV-GMM và hồi quy bình phương nhỏ nhất biến giả (LSDV) được thực hiện để phân tích dữ liệu. Bằng chứng thực nghiệm mới về các chỉ báo có ý nghĩa quan trọng trong phát triển tài chính bao gồm các biến đại diện cho sự phát triển của khu vực ngân hàng cũng như thị trường chứng khoán của nền kinh tế. Kết quả nghiên cứu cho thấy quyền của chủ nợ và hệ thống thông tin là những giả thuyết được xác nhận ảnh hưởng cùng chiều đến kỳ hạn nợ công ty.

Từ khóa: Kỳ hạn nợ, Đặc điểm công ty, Phát triển tài chính, Chỉ báo có ý nghĩa quan trọng

FACTORS AFFECTING DEBIT TERM STRUCTURE: NEW EVIDENCE FROM VIETNAM LISTED NON-FINANCIAL COMPANIES

Abstract: This paper studies factors affecting the corporate debt maturity structure in the period 2007-2018 and research sample is non-financial listed companies on the Ho Chi Minh City Stock Exchanges (HOSE) and Hanoi Stock Exchange (HNX). Regression analysis methods such as pooled ordinary least squares

[1] Tác giả liên hệ, Email: ngotoan@ufm.edu.vn

(POLS), fixed effect (FEM) and random effect (REM), instrumental variables - generalized method of moments (IV-GMM) and Least square dummy variable (LSDV) are conducted to analyze the data. Research results are supported by agency theory, signalling, liquidity risk and matching principle, and there is no evidence of tax effects. Recent research has shown that the principal variables in financial development represent both development in the banking sector and the stock market of an economy. It shows that the creditor rights and information system are the confirmed hypotheses that positively affect the corporate debt maturity structure.

Keywords: Debt Maturity, Firm Characteristics, Financial Development, Principal Indicator

1. Giới thiệu

Modigliani & Miller (1958) đã trình bày những vấn đề cơ bản về cấu trúc vốn công ty. Nghiên cứu này là một phần rất quan trọng của tài chính doanh nghiệp hiện đại. Lý thuyết Modigliani & Miller (M&M) nhận định rằng trong trường hợp không có thuế, chi phí phá sản, chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng và thị trường hiệu quả, giá trị của công ty không bị ảnh hưởng bởi cách thức tài trợ của công ty đó. Trong các nghiên cứu sau đó (Miller, 1977; Miller & Modigliani, 1961; Modigliani & Miller, 1963), các tác giả đã giải thích chi tiết về các điều kiện mà theo đó công ty hầu như không quan tâm đến cấu trúc vốn hiệu quả của nguồn tài trợ. Rất nhiều thảo luận tiếp theo cho rằng ngay cả trong điều kiện mà các khoản trả lãi được khấu trừ hoàn toàn khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp, thì giá trị của công ty ở trạng thái cân bằng vẫn sẽ độc lập với cấu trúc vốn (Miller, 1977). Nói cách khác, các quyết định về kỳ hạn nợ không ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam, nơi thị trường vốn hoạt động chưa hiệu quả, việc lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ phù hợp có thể ảnh hưởng đến giá trị của công ty, tránh khỏi sự không khớp kỳ hạn bằng cách sắp xếp cấu trúc tài sản phù hợp với nợ phải trả có thể giảm thiểu tác động xấu của chi phí sử dụng vốn, ngoài ra có thể giải quyết vấn đề mâu thuẫn đại diện và có thể phát tín hiệu tin cậy về chất lượng lợi nhuận của công ty (Cai & cộng sự, 2008). Cấu trúc vốn và chính sách cổ tức là những chủ đề được nghiên cứu nhiều trong tài chính doanh nghiệp hiện đại. Tuy nhiên, cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty vẫn được quan tâm cho đến nay, đặc biệt là trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Vì vậy, bài viết này là sự tiếp nối các nghiên cứu hiện có (Ngô & Phạm, 2015; Trần & Nguyễn, 2017; Ngô, 2018; Liêm & cộng sự, 2018) về cấu trúc kỳ hạn nợ doanh nghiệp ở Việt Nam, mà trọng tâm là tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm mới về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty.

Những yếu tố thuộc về đặc điểm doanh nghiệp (firm characteristics) đã được nghiên cứu nhằm giải thích cấu trúc kỳ hạn nợ, bên cạnh đó những yếu tố vĩ mô cũng được xem xét đến như sự phát triển của thị trường chứng khoán và phát triển của khu vực ngân hàng (Liêm & cộng sự, 2018; Chung & Phan, 2020). Như

vậy, các yếu tố thuộc về đặc điểm doanh nghiệp đã được tiến hành nghiên cứu thực nghiệm. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào sử dụng các chỉ báo (principal indicators) được đánh giá là quan trọng của phát triển tài chính. Do đó, trong bài viết này sẽ sử dụng các chỉ báo có ý nghĩa quan trọng về phát triển tài chính. Các chỉ báo này bao gồm các biến đại diện cho phát triển của khu vực ngân hàng (banking sector development indicators) cũng như thị trường chứng khoán (the stock market indicators) của một nền kinh tế.

Cơ sở dữ liệu về cấu trúc tài chính của Ngân hàng Thế giới hiếm khi được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây về kỳ hạn nợ. Do đó, bài viết này đóng góp bằng chứng thực nghiệm mới về sự ảnh hưởng của các chỉ báo có ý nghĩa của phát triển tài chính, đại diện cho sự phát triển của khu vực ngân hàng cũng như thị trường chứng khoán của nền kinh tế. Đây cũng là điểm mới của nghiên cứu vì các yếu tố này chưa được phân tích trong các nghiên cứu trước đó về kỳ hạn nợ. Kết quả thực nghiệm cho thấy các chỉ báo của phát triển tài chính có ý nghĩa quan trọng trong nghiên cứu này, được đại diện bởi các biến của phát triển khu vực ngân hàng cũng như thị trường chứng khoán của nền kinh tế có ảnh hưởng mang ý nghĩa thống kê đến kỳ hạn nợ của doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Phần tiếp theo phân tích tổng quan và phát triển giả thuyết nghiên cứu. Phần thứ ba trình bày về phương pháp nghiên cứu. Phần thứ tư là kết quả thực nghiệm và thảo luận kết quả nghiên cứu. Phần thứ năm trình bày kết luận và cuối cùng là hạn chế của nghiên cứu này và hướng nghiên cứu tiếp theo.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết nghiên cứu

2.1 Tổng quan nghiên cứu

Các nghiên cứu về kỳ hạn nợ chủ yếu tập trung vào các thị trường phát triển như Hoa Kỳ và Anh (Barclay & Smith, 1995; Guedes & Opler, 1996; Johnson, 1997; Mitchell, 1993; Ooi, 1999; Ozkan, 2000, 2002; Scherr & Hulburt, 2001; Stohs & Mauer, 1996; Antoniou & cộng sự, 2006). Trong đó, các nghiên cứu về kỳ hạn nợ tại các quốc gia đang phát triển vẫn tiếp tục được thực hiện nhưng những bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp vẫn còn mâu thuẫn và những ảnh hưởng đến từ môi trường vĩ mô khác nhau cũng chưa được tính một cách đầy đủ. Về hướng nghiên cứu liên quan đến các yếu tố ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ công ty có thể trình bày qua các hướng nghiên cứu chủ yếu như sau:

Hướng nghiên cứu là các yếu tố thuộc đặc điểm doanh nghiệp ảnh hưởng lên kỳ hạn nợ

Köksal & Orman (2015) nghiên cứu các lý thuyết cơ bản về cấu trúc kỳ hạn nợ có liên quan trong việc tìm hiểu các lựa chọn về kỳ hạn nợ bằng cách sử dụng một mẫu gồm 11.687 công ty phi tài chính (cả công ty thương mại đại chúng lớn và công ty tư nhân nhỏ) ở Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2004-2013 và sử dụng mô hình hiệu

ứng cố định dữ liệu bảng cho kết quả tương tự. Các phát hiện hầu hết phù hợp với lý thuyết rủi ro thanh khoản và một phần với lý thuyết đại diện, đặc biệt là ở các công ty giao dịch đại chúng quy mô vừa và lớn. Lý thuyết tín hiệu được tìm thấy chỉ phù hợp khi sử dụng mẫu các công ty giao dịch đại chúng lớn, trong khi ít bằng chứng phát hiện chỉ ra mức độ liên quan của thuế và mối quan hệ người cho vay đối với các quyết định kỳ hạn.

Cấu trúc kỳ hạn nợ thể hiện mối tương quan giữa nợ dài hạn so với tổng nợ và được xác định bởi tỷ lệ vay nợ dài hạn trên tổng vay nợ. Nó chịu sự tác động đan xen của các lý thuyết như Lý thuyết chi phí đại diện (Barnea & cộng sự, 1980; Myers, 1977), Lý thuyết tín hiệu và rủi ro thanh khoản (Diamond, 1991; Flannery, 1986), Lý thuyết sự phù hợp (Morris, 1976) và Lý thuyết thuế (Brick & Ravid, 1985, 1991). Những lập luận dựa trên khung lý thuyết trên đều cho thấy cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty là kết quả của việc công ty cố gắng đánh đổi giữa chi phí và lợi ích từ việc nắm giữ những kỳ hạn nợ khác nhau.

Hướng nghiên cứu là các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng lên kỳ hạn nợ

Terra (2011) đã thực nghiệm các lý thuyết cơ bản về kỳ hạn nợ của doanh nghiệp trong bối cảnh đa quốc gia để kiểm định sự khác biệt của từng quốc gia cụ thể bằng cách sử dụng một mẫu gồm 1.693 công ty phi tài chính từ bảy nền kinh tế lớn nhất Mỹ Latinh và Hoa Kỳ trong 16 năm từ năm 1987 đến 2002. Nghiên cứu sử dụng mô hình dữ liệu bảng động và phát hiện ra một thành phần động đáng kể trong việc đánh giá cấu trúc kỳ hạn của một công ty và các công ty phải chịu chi phí điều chỉnh vừa phải để đạt được mức kỳ hạn tối ưu. Hơn nữa, các yếu tố quyết định cấu trúc kỳ hạn và tác động của chúng tương tự nhau giữa các nước Mỹ Latinh và Hoa Kỳ, mặc dù có những khác biệt đáng chú ý trong môi trường kinh tế và kinh doanh của các nước này. Nghiên cứu cũng tìm thấy cơ sở thực nghiệm cụ thể cho mỗi giả thuyết, lý thuyết được kiểm tra, mặc dù không có mệnh đề lý thuyết nào là đủ để làm sáng tỏ lựa chọn kỳ hạn nợ. Bằng cách xem xét một mẫu các quốc gia Nam Mỹ, Kirch & Terra (2012) đã chỉ ra rằng chất lượng thể chế của một quốc gia có ảnh hưởng rất lớn đến cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Zheng & cộng sự (2012) đã chứng thực rằng văn hóa quốc gia là một yếu tố quyết định đáng kể đến sự khác biệt giữa các quốc gia trong kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Fan & cộng sự (2012) đã ghi nhận rằng các công ty từ các quốc gia có hệ thống luật pháp thiếu sự minh bạch và nhiều tham nhũng có xu hướng có kỳ hạn nợ ngắn hơn và các công ty từ các quốc gia có quy định rõ ràng về phá sản có kỳ hạn nợ dài hơn.

Tóm lại, ngoài các yếu tố ảnh hưởng đến kỳ hạn được kiểm định thông qua các giả thuyết đã đề cập ở trên, hướng nghiên cứu này chủ yếu đề cập đến các vấn đề như chất lượng định chế hay thể chế, hệ thống pháp luật quốc gia cũng như vấn đề liên quan đến luật pháp bảo vệ nhà đầu tư hay chủ nợ. Ngoài ra, các vấn đề quản

trị công ty như sở hữu của người quản lý và quyền của cổ đông hay các ưu đãi đối với các CEO.

Ngoài ra, trong nghiên cứu về kỳ hạn nợ chưa chú ý đến các yếu tố về chỉ báo có ý nghĩa quan trọng về phát triển tài chính là các biến đại diện cho sự phát triển của khu vực ngân hàng cũng như thị trường chứng khoán của nền kinh tế. Tuy nhiên, những nghiên cứu đề cập đến sự phát triển của thị trường tài chính như Chung & Phan (2020) thông qua các khu vực ngân hàng và thị trường chứng khoán, nghiên cứu này chỉ sử dụng một chỉ số đại diện cho khu vực ngân hàng hay thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Liêm & cộng sự (2018) cũng sử dụng chỉ số tương tự để đại diện cho khu vực ngân hàng và thị trường chứng khoán, để xem xét ảnh hưởng của chúng lên kỳ hạn nợ. Tuy nhiên, kết quả của những nghiên cứu này không rõ ràng về ảnh hưởng của hai khu vực ngân hàng và thị trường chứng khoán đối với cấu trúc kỳ hạn nợ.

2.2 Phát triển giả thuyết nghiên cứu

Thông qua khảo sát, các đại diện trong các nghiên cứu trước được sử dụng để phát triển giả thuyết về mối quan hệ của kỳ hạn nợ với các đặc điểm khác của công ty và trong nghiên cứu này còn đặc biệt xem xét đến các chỉ báo về phát triển tài chính là các biến số đại diện cho sự phát triển của khu vực ngân hàng cũng như thị trường chứng khoán của một nền kinh tế mà các nghiên cứu trước đây chưa đề cấp đến.

Giả thuyết về chi phí đại diện

Tài trợ bên ngoài đi kèm với chi phí và lợi ích, với chi phí của các hình thức vốn khác trong cấu trúc vốn khác nhau rất nhiều trên cơ sở từng trường hợp và thường phụ thuộc vào khả năng lãnh đạo của người quản lý, với lợi nhuận của doanh nghiệp càng giảm thì sản phẩm của doanh nghiệp càng dễ bị thay thế hơn bởi đối thủ khác trong cùng ngành trên thị trường. Do đó, vai trò của nợ trong việc giảm chi phí đại diện giữa các cổ đông và nhà quản lý là rất quan trọng. Myers (1977) cho rằng nợ ngắn hạn giảm thiểu vấn đề thiếu hụt đầu tư. Các công ty không theo đuổi các dự án rủi ro cao vì các chủ nợ nhận được nhiều lợi ích hơn từ các khoản đầu tư này. Vấn đề thiếu hụt đầu tư trở nên nghiêm trọng nếu một công ty có nhiều cơ hội phát triển hơn. Khi các công ty phát triển quá mức, nhu cầu tài trợ của công ty vượt khả năng tự có, trong khi các công ty lớn có xu hướng tăng trưởng với tốc độ có thể được tài trợ mà không cần tiếp cận tín dụng dài hạn hoặc thị trường chứng khoán (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1998). Do đó, các giả thuyết có thể kiểm tra được theo lý thuyết đại diện (hoặc chi phí hợp đồng) là:

H1: Cơ hội tăng trưởng cao ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ.

H2: Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ.

Giả thuyết về phát tín hiệu và rủi ro thanh khoản

Flannery (1986) cho rằng bất cân xứng thông tin và lựa chọn kỳ hạn nợ rủi ro, thì việc lựa kỳ hạn đáo hạn nợ rủi ro của công ty có thể phát tín hiệu cho người trong cuộc thông tin về chất lượng công ty. Với chi phí giao dịch là dương, các công ty có chất lượng tốt thường phát tín hiệu cho thị trường. Do đó, giả thuyết về phát tín hiệu cũng được xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin và nó gợi ý rằng các công ty sử dụng lựa chọn kỳ hạn để phát tín hiệu chất lượng cao của công ty cho thị trường và kết quả là tín hiệu này làm giảm chi phí vốn của công ty (Flannery, 1986). Lý thuyết này đề xuất việc phát hành nợ ngắn hạn là một tín hiệu tích cực về chất lượng lợi nhuận của công ty.

Do đó, Flannery (1986) cho rằng nguyên nhân từ trạng thái cân bằng tách biệt (separating equilibrium) với chi phí giao dịch thuận lợi. Trong đó những người đi vay rủi ro hơn không thể chi trả chi phí nợ ngắn hạn và thích nợ dài hạn, trong khi những người vay rủi ro thấp thích nợ ngắn hạn. Kale & Noe (1990) cho rằng trạng thái cân bằng tách biệt tương tự có thể thực hiện được ngay cả trong khuôn khổ mà không có chi phí giao dịch. Do đó, các giả thuyết có thể kiểm định được đề xuất theo các lý thuyết về rủi ro thanh khoản và phát tín hiệu có thể được phát biểu như sau:

H3: Chất lượng công ty ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ.

H4: Khả năng thanh khoản có tác động tích cực đến cấu trúc kỳ hạn nợ.

H5: Đòn bẩy có ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ.

Giả thuyết về nguyên tắc phù hợp

Stohs & Mauer (1996) cho rằng các công ty lớn hơn, ít rủi ro hơn với kỳ hạn tài sản dài hạn sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn. Việc đo lường kỳ hạn của tài sản bằng cách tính tỷ trọng kỳ hạn của tài sản ngắn hạn và tỷ trọng kỳ hạn của tài sản cố định. Nếu là tài sản vật chất, thì những tài sản này có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp, làm giảm nguy cơ chủ nợ phải gánh chịu các chi phí đại diện đối với khoản nợ đó. Do đó, tài sản hữu hình cao được kỳ vọng sẽ gắn liền với nợ dài hạn cao. Do đó, giả thuyết có thể kiểm định theo lý thuyết nguyên tắc phù hợp được phát biểu là:

H6: Cấu trúc kỳ hạn tài sản có tác động cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ.

Giả thuyết dựa trên thuế

Theo Gordon & Lee (2006), thuế ròng thu được từ việc sử dụng nợ của công ty tỷ lệ thuận với lãi suất danh nghĩa để các công ty phản ứng trong thời điểm lãi suất cao. Trên cơ sở tương tự, có thể giả thuyết rằng các công ty nên chuyển hướng sang nợ dài hạn nhiều hơn khi lãi suất dài hạn tăng so với lãi suất ngắn hạn. Nợ dài hạn có chi phí cao, vì vậy công ty có thể tránh được nhiều thuế hơn trong khi có lợi nhuận cao hơn. Lý thuyết này cho thấy rằng cấu trúc kỳ hạn nợ tối ưu là sự cân bằng giữa

lợi thế về thuế đối với các khoản nợ doanh nghiệp và bất lợi về chi phí đại diện. Tuy nhiên, bằng cách xây dựng một mô hình định giá quyền chọn, Kane & cộng sự (1985) đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm chống lại giá trị phổ biến của các lợi thế đó. Các tác giả này cho rằng thước đo có ý nghĩa về lợi ích của nợ là tỷ suất sinh lợi tăng thêm, là sự so sánh của phần bù thị trường cho rủi ro phá sản. Nó chỉ ra rằng lợi thế lá chắn thuế có ảnh hưởng ngược chiều đến kỳ hạn nợ. Nói cách khác, nếu thuế suất hiệu dụng thấp, thì các công ty thích phát hành nợ dài hạn hơn. Hơn nữa, theo Graham (2000) các công ty lớn, thanh khoản, sinh lời với chi phí khánh kiệt (distress costs) được kỳ vọng ở mức thấp sử dụng nợ một cách thận trọng. Giả thuyết có thể kiểm định theo lý thuyết đánh đổi có thể là:

H7: Tác động của thuế có ảnh hưởng ngược chiều lên cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp.

Giả thuyết về phát triển tài chính

Phát triển hệ thống tài chính có thể được định nghĩa là sự phát triển về quy mô, hiệu quả và sự ổn định của thị trường tài chính cùng với việc tăng cường khả năng tiếp cận các thị trường tài chính có nhiều lợi thế cho nền kinh tế. Ngoài ra, các trung gian tài chính phát triển thúc đẩy đổi mới công nghệ thông qua phần thưởng cho các doanh nghiệp (King & Levine, 1993b). Hơn nữa, theo Levine (1997), các hệ thống tài chính hỗ trợ giao dịch, đa dạng hóa, phòng ngừa rủi ro và cải thiện rủi ro, ngoài việc tạo thuận lợi cho các giao dịch hàng hóa và dịch vụ. Ngoài ra, theo Levine (1997), tích lũy vốn và đổi mới công nghệ là yếu tố quan trọng giữa phát triển tài chính và tăng trưởng. Việc phân bổ tín dụng thông qua hệ thống tài chính hoạt động như một kênh giữa các lĩnh vực tài chính và thực tế, có thể được sử dụng để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động và đầu tư vào vốn cố định; cái trước được sử dụng để nâng cao sản lượng trong khi cái sau nâng cao năng suất trong lĩnh vực thực tế (Das & GuhaKhasnobis, 2008). Như vậy, việc xem xét phát triển tài chính có ảnh hưởng như thế nào là việc rất cần thiết.

Kỳ hạn nợ và khu vực ngân hàng

Nghiên cứu của Antoniou & cộng sự (2006) đã thiết lập mô hình tích hợp để kiểm tra cả các lý thuyết liên quan đến kỳ hạn nợ và điều kiện thị trường, nhưng kết quả cho thấy ảnh hưởng của các điều kiện thị trường chứng khoán. Trong khi Cai & cộng sự (2008) nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế vĩ mô đối với sự biến động lãi suất ngắn hạn và dài hạn, cấu trúc kỳ hạn lãi suất, biến động lợi nhuận của thị trường chứng khoán và phần bù vốn cổ phần thị trường, tuy nhiên các tác giả này không xem xét đến tác động của sự phát triển của khu vực ngân hàng.

Qua khảo sát lý thuyết về kỳ hạn nợ, Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999) chỉ ra rằng sự phát triển của hệ thống ngân hàng không liên quan đến việc lựa chọn kỳ hạn nợ cho các doanh nghiệp lớn và tác động tích cực đến quyết định kỳ hạn nợ cho

các doanh nghiệp nhỏ. Agarwal & Mohtadi (2004) nhấn mạnh rằng sự phát triển của khu vực ngân hàng có ảnh hưởng cùng chiều đến đòn bẩy. Tóm lại, ảnh hưởng của phát triển khu vực ngân hàng lên kỳ hạn nợ có thể kỳ vọng theo các giả thuyết, một là quyền của chủ nợ kỳ vọng ảnh hưởng cùng chiều và hai là hệ thống giám sát, kỳ vọng ảnh hưởng theo hướng ngược chiều (Deesomsak & cộng sự, 2009). Nhìn chung, các tác giả kỳ vọng sự phát triển của khu vực ngân hàng sẽ dẫn đến sự gia tăng nguồn vốn và từ đó cung cấp nhiều khoản vay dài hạn hơn cho các doanh nghiệp.

H8: Tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tư nhân có ảnh hưởng cùng chiều đến đến kỳ hạn nợ.

H9: Khả năng thanh khoản so với GDP có ảnh hưởng cùng chiều lên kỳ hạn nợ.

H10: Tín dụng nội địa cung cấp cho khu vực tài chính có ảnh hưởng cùng chiều lên kỳ hạn nợ.

Kỳ hạn nợ và thị trường chứng khoán

Do sự phát triển của thị trường chứng khoán, các doanh nghiệp có nhiều cơ hội để đa dạng hóa cấu trúc tài chính doanh nghiệp bằng cách phát hành nhiều vốn cổ phần hơn là nợ dài hạn. Tuy nhiên, việc truyền tải thông tin hữu ích cho các chủ nợ cần được chú trọng hơn. Grossman (1976) và Grossman & Stiglitz (1976) lưu ý rằng giá thị trường của cổ phiếu ít nhất cũng tiết lộ một phần thông tin mà các nhà đầu tư đang nắm giữ, điều này làm cho việc cho vay đối với công ty niêm yết ít rủi ro hơn. Do đó, sự hiện diện của thông tin thị trường chứng khoán về công ty sẽ tăng cường khả năng vay được nợ dài hạn của công ty đó. Hơn nữa, Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996) xác nhận rằng quy mô thị trường chứng khoán càng lớn thì hiệu ứng thông tin càng mạnh.

Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999) kiểm định kỳ hạn nợ của 30 công ty trong giai đoạn từ 1980-1991 liên quan đến thị trường tài chính. Nghiên cứu chỉ ra rằng kỳ hạn nợ không liên quan đến diễn biến thị trường chứng khoán đối với các công ty nhỏ, trong khi các công ty lớn phát hành nợ dài hạn hơn. Tuy nhiên, Kirch & Terra (2012) sử dụng bộ dữ liệu của 359 công ty ở 5 quốc gia Nam Mỹ để thấy rằng sự phát triển của thị trường tài chính không ảnh hưởng đến các lựa chọn kỳ hạn nợ. Ảnh hưởng của phát triển thị trường chứng khoán lên kỳ hạn nợ dựa trên hai giả thuyết, một là hệ thống thông tin kỳ vọng là ảnh hưởng theo hướng cùng chiều, hai là nguồn tài trợ khác kỳ vọng ảnh hưởng theo hướng ngược chiều (Deesomsak & cộng sự, 2009). Do đó, giả thuyết của nhóm tác giả là:

H11: Tổng giá trị cổ phiếu đã giao dịch có ảnh hưởng cùng chiều đến kỳ hạn nợ.

H12: Tỷ lệ vòng quay thị trường chứng khoán có ảnh hưởng cùng chiều đến kỳ hạn nợ.

H13: Giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán so với GDP có ảnh hưởng cùng chiều đến kỳ hạn nợ.

Bảng 1. Mô tả các biến

Biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Nghiên cứu trước	Kỳ vọng dấu
Đặc điểm doanh nghiệp (Firm characteristics)				
Kỳ hạn nợ	DebtMaturity	Tỷ lệ của nợ dài hạn so với tổng nợ (kỳ hạn nợ là nợ có thời gian lớn hơn 1 năm)	Fan & cộng sự (2012); Hajiha & Akhlaghi (2011); Terra (2011)	
Lý thuyết chi phí đại diện				
Tăng trưởng	Growth	Tăng trưởng doanh thu so với tăng trưởng tổng tài sản	Antoniou & cộng sự (2006); Barclay & cộng sự (2003); Guedes & Opler (1996); Myers (1977)	-
Quy mô công ty	Size	Logarit của tổng doanh thu công ty	Cho & cộng sự (2014)	+
Lý thuyết phát tín hiệu và rủi ro thanh khoản				
Chất lượng công ty	Profitability	Thu nhập trước lãi trước thuế so với doanh thu	Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1999); Fan & cộng sự (2012)	-
Thanh khoản	CurrentRatio	Tỷ lệ của tài sản ngắn hạn so với nợ phải trả ngắn hạn	Diamond (1991)	+
Đòn bẩy	Leverage	Tỷ lệ của giá trị sổ sách của nợ so với giá trị sổ sách của tổng tài sản.	Barclay & cộng sự (2003); Custodio & cộng sự (2013); Johnson (2003); Myers (1977); Stohs & Mauer (1996)	-
Lý thuyết về sự phù hợp				
Kỳ hạn tài sản	AssetMaturity	Tỷ lệ của tài sản cố định thuần so với khấu hao của tổng tài sản công ty (đo lường mức độ mà tài sản đang được sử dụng)	Antoniou & cộng sự (2006); Cai & cộng sự (2008); Custodio & cộng sự (2013); Morris (1976)	+
Giả thuyết dựa trên thuế				
Tác động dựa trên thuế	Taxes	Tỷ lệ của thuế so với lợi nhuận trước thuế năm hiện hành	Brick & Ravid (1985); Kane & cộng sự (1985); Zheng & cộng sự (2012)	-

Bảng 1. Mô tả các biến *(tiếp theo)*

Biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Nghiên cứu trước	Kỳ vọng dấu
Các chỉ báo có ý nghĩa quan trọng của phát triển tài chính (The principal indicators of financial Development)				
Các biến đại diện cho cả sự phát triển của khu vực ngân hàng	Private	Chỉ báo giá trị: tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (được thu thập từ WDI do Ngân hàng Thế giới công bố)	Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999); Fan & cộng sự (2012); Deesomsak & cộng sự (2004); Antoniou & cộng sự (2006); Guru & Yadav (2019)	+
	Liq	Chỉ báo giá trị: khả năng thanh khoản so với GDP (được thu thập từ WDI do Ngân hàng Thế giới công bố)	Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999); Fan & cộng sự (2012); Deesomsak & cộng sự (2004); Antoniou & cộng sự (2006); Guru & Yadav (2019)	+
	Domescre	Chỉ báo giá trị: tín dụng nội địa được cung cấp cho khu vực tài chính (được thu thập từ WDI do Ngân hàng Thế giới công bố)	Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999); Fan & cộng sự (2012); Deesomsak & cộng sự (2004); Antoniou & cộng sự (2006); Guru & Yadav (2019)	+
Các biến đại diện cho cả sự phát triển của thị trường chứng khoán	Sm_Trade	Chỉ báo giá trị: tổng giá trị chứng khoán đã giao dịch (được thu thập từ WDI do Ngân hàng Thế giới công bố)	Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999); Fan & cộng sự (2012); Deesomsak & cộng sự (2004); Antoniou & cộng sự (2006); Guru & Yadav (2019)	+
	Sm_Turnover	Chỉ báo giá trị: tỷ số vòng quay thị trường chứng khoán (được thu thập từ WDI do Ngân hàng Thế giới công bố)	Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999); Fan & cộng sự (2012); Deesomsak & cộng sự (2004); Antoniou & cộng sự (2006); Guru & Yadav (2019)	+
	Sm_Capliz	Chỉ báo giá trị: Vốn hóa so với GDP của thị trường chứng khoán (được thu thập từ WDI do Ngân hàng Thế giới công bố)	Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999); Fan & cộng sự (2012); Deesomsak & cộng sự (2004); Antoniou & cộng sự (2006); Guru & Yadav (2019)	+

Nguồn: Thống kê của nhóm tác giả

3. Phương pháp nghiên cứu

Số liệu được thu thập từ nguồn Thomson Reuters Datastream, đối tượng lấy dữ liệu là các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX. Các chỉ báo giá trị về phát triển tài chính được thu thập từ WDI do Ngân hàng Thế giới (World Bank) công bố. Mẫu dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu bảng của 722 công ty trong giai đoạn 2007-2018. Như mô tả trong Bảng 1, trong đó biến phụ thuộc là tỷ số của nợ dài hạn trên tổng nợ (DebtMaturity), các biến biến độc lập là các dự kiến tác động và sẽ được tiến hành kiểm định bằng mô hình kinh tế lượng.

Do đó, mô hình đề xuất xem xét tác động của các yếu tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ có thể viết như sau:

$$\begin{aligned} DebtMaturity_{it} = {} & \beta_0 + \beta_1 Growth_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Profitability_{it} \\ & + \beta_4 CurrentRatio_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 AssetMaturity_{it} \\ & + \beta_7 Taxes_{it} + \sum_{j=8}^{13} \beta_j FinancialDevelopment_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

trong đó i là công ty và t là thời gian.

Do những hạn chế của các công cụ ước lượng thường được sử dụng cho các mô hình bảng động có tính không đồng nhất, không được quan sát, nghiên cứu này sử dụng thêm các quy trình kinh tế lượng, bao gồm công cụ ước lượng biến giả bình phương nhỏ nhất (LSDV). Trong đó, các biến phát triển tài chính, các chỉ báo này không thay đổi qua các công ty mà chỉ thay đổi theo thời gian, đây là các chỉ số được sử dụng đại diện cho khu vực phát triển ngân hàng và phát triển thị trường chứng khoán, công cụ ước lượng GMM (generalized method of moments). Vì mỗi phương pháp này đều có những ưu điểm và nhược điểm, việc sử dụng nhiều công cụ ước lượng khác nhau có thể giúp đưa ra kết luận về vấn đề nghiên cứu dựa trên kết quả đáng tin cậy.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 2 thể hiện dữ liệu tính toán về thống kê mô tả cho các biến của mô hình. Đánh giá tổng quan về dữ liệu có thể cung cấp thông tin chi tiết về sự phân phối trong dữ liệu bảng và giúp xác định các kỹ thuật phân tích được sử dụng cho nghiên cứu.

Bảng 2. Thống kê mô tả cho các biến

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Debtmaturity	7.342	0,16963	0,219254	-0,01108	0,993706
Growth	6.626	0,246513	5,03291	-0,85893	406,3115
Size	7.351	27,06812	1,689895	20,97462	34,81112
Profitability	7.284	0,073698	0,109463	-5,24713	0,827633
Currentratio	7.146	2,864979	8,976074	0,031938	337,5161
Leverage	7.351	0,512148	0,232731	0,001981	1,748409
Assetmaturity	7.343	-0,2475	0,313793	-0,99658	1,481639
Taxes	7.117	-0,06191	0,072914	-0,95492	0,135305
Demetre	8.664	116,8009	18,21243	86,86342	141,8508
Private	8.664	106,6577	15,77786	82,87277	133,136
Liq	8.664	99,98002	35,61583	0	145,319
Sm_Capliz	8.664	13,95547	9,226597	0	31,13683
Sm_Turnover	8.664	57,57177	38,8555	0	148,378
Sm_Trade	8.664	23,092	10,31248	0	43,842

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 2 trình bày thống kê tóm tắt của các biến được sử dụng trong phân tích của nghiên cứu này. Như quan sát trong bảng này, biến phụ thuộc DebtMaturity thay đổi từ 0 đến 0,9873, với giá trị trung bình là 0,51. Trong số các biến độc lập thuộc về đặc điểm công ty và các biến vĩ mô được mô tả, gồm số quan sát và trung bình, độ lệch chuẩn, nhỏ nhất và lớn nhất. Bảng 2 cho thấy số liệu không có hiện tượng bất thường của số liệu.

4.2 Kết quả ước lượng mô hình

Trong phần này, nghiên cứu trình bày tác động của phát triển tài chính và các yếu tố thuộc về đặc điểm công ty lên cấu trúc kỳ hạn nợ với hồi quy POLS và hồi quy tác động cố định (FE) và ngẫu nhiên (RE). Ngoài ra, do mô hình có sử dụng các biến số chỉ báo vĩ mô, nên nghiên cứu sử dụng thêm các hồi quy như IV-GMM và LSDV. Các hệ số phản ánh mức độ ảnh hưởng trong Bảng 3. Kết quả này chỉ ra rằng phát triển tài chính có ảnh hướng một cách có ý nghĩa thống kê đến kỳ hạn nợ công ty. Ngoài ra, một số yếu tố thuộc về công ty cũng xác nhận giả thuyết nghiên cứu.

Bảng 3. Kết quả phân tích hồi quy

Estimator	POLS	FE	RE	IV-GMM	LSDV
Variables	DebtMaturity	DebtMaturity	DebtMaturity	DebtMaturity	DebtMaturity
Growth	0,001*	-0,000	0,000	0,018*	-0,000
	[0,000]	[0,000]	[0,000]	[0,010]	[0,000]

Bảng 3. Kết quả phân tích hồi quy *(tiếp theo)*

Estimator	**POLS**	**FE**	**RE**	**IV-GMM**	**LSDV**
Variables	DebtMaturity	DebtMaturity	DebtMaturity	DebtMaturity	DebtMaturity
Size	0,038***	0,042***	0,040***	0,039***	0,043***
	[0,002]	[0,009]	[0,005]	[0,002]	[0,007]
Profitability	-0,112***	-0,060***	-0,060**	-0,102*	-0,064***
	[0,024]	[0,023]	[0,025]	[0,058]	[0,011]
Currentratio	0,003***	0,002***	0,002***	0,002***	0,002***
	[0.000]	[0,001]	[0,001]	[0,001]	[0,000]
Leverage	-0,356***	-0,119**	-0,193***	-0,362***	-0,120***
	[0,015]	[0,052]	[0,042]	[0,029]	[0,015]
Assetmaturity	0,484***	0,311***	0,362***	0,454***	0,309***
	[0,011]	[0,037]	[0,031]	[0,017]	[0,016]
Taxes	0,084**	0,083	0,089	0,113*	0,089**
	[0,038]	[0,080]	[0,075]	[0,066]	[0,039]
Domecre	0,002	0,001	0,002	0,007	0,001***
	[0,001]	[0,001]	[0,001]	[0,008]	[0,000]
Privatecre	-0,002	-0,002	-0,002	-0,006	-0,001***
	[0,001]	[0,001]	[0,001]	[0,008]	[0,000]
Liq	-0,001	-0,000	-0,000	-0,003	0,000**
	[0,001]	[0,000]	[0,000]	[0,003]	[0.000]
Sm_Capliz	-0,001	-0,002	-0,001	-0,007	-0,001*
	[0,002]	[0,001]	[0,001]	[0,007]	[0,000]
Sm_Turnover	0,001*	0,001***	0,001***	0,003	0,000***
	[0,000]	[0,000]	[0,000]	[0,002]	[0,000]
Sm_Trade	0,001	0,001	0,001	0,006	-0,001***
	[0,001]	[0,001]	[0,001]	[0,008]	[0,000]
Constant	-0,529***	-0,803***	-0,693***	-0,647***	-0,858***
	[0,060]	[0,238]	[0,133]	[0,091]	[0,171]
Observations	6.238	6.238	6.238	4.187	6.238
R-squared	0,344	0,140	0,138	0,327	0,757
Adj R-squared	0,343				0,726
Wald/F test (p-value)	0,000	0,000	0,000	na	na
Hansen J test (p-value)				0,117	
Endogeneity test (p-value)				0,608	

Sai số chuẩn trong []

*Chú thích: *, **, *** lần lượt là các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Để lựa chọn giữa hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) và tác động cố định (FE), dùng kiểm định F. Kiểm định F kiểm định có phải tác động cố định bằng không hay không. Với giá p-value<5%, bác bỏ giả thiết H0 (H0 là tác động cố định bằng không, kế đến là dùng kiểm định Hausman so sánh tiếp để chọn FE và RE).

Kiểm định Hausman trả lời cho câu hỏi lúc này là các ảnh hưởng cố định hay các ảnh hưởng ngẫu nhiên? Để kiểm định có ý nghĩa nghiên cứu tiến hành xác định giả thuyết H0 là mô hình tác động cố định (FE) và mô hình tác động ngẫu nhiên (RE) không khác nhau đáng kể. Sau đây là kết quả kiểm định.

Kiểm định Hausman	P-value
Chi^2 (11)	72,66
Prob > Chi^2	0,0000

Như vậy, kiểm định Hausman bác bỏ mạnh mô hình RE, vì giá trị xác suất p của thống kê Chi bình phương ước lượng rất thấp.

Thứ hai, kiểm định Hansen loại trừ các công cụ trên biến phụ thuộc độ trễ; nói cách khác, không bác bỏ tính hợp lệ của tất cả các công cụ khác (p = 0,117). Ngoài ra, kiểm định chung về tính hợp lệ của các công cụ không bị bác bỏ với p = 0,608.

Bảng 4. Tổng hợp kết quả nghiên cứu

Biến	Kỳ vọng dấu	IV-GMM	LSDV
Growth	-	+	Không ý nghĩa
Size	+	+	+
Profitability	-	-	-
Currentratio	+	+	+
Leverage	-	-	-
Assetmaturity	+	+	+
Taxes	-	+	+
Domecre	+	Không ý nghĩa	+
Privatecre	+	Không ý nghĩa	-
Liq	+	Không ý nghĩa	+
Sm_Capliz	+	Không ý nghĩa	+
Sm_Turnover	+	Không ý nghĩa	-
Sm_Trade	+	Không ý nghĩa	-

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Như vậy, Bảng 4 giúp có cách nhìn tổng quan về kết quả nghiên cứu. Từ đó, có thể xác nhận các kết quả nghiên cứu này như sau: Lý thuyết chi phí đại diện xác nhận với biến quy mô (*Size*) nhưng không được xác nhận với biến cơ hội tăng trưởng (*Growth*). Tuy kết quả cho thấy sự không rõ ràng hay kết quả không như kỳ

vọng ban đầu, nhưng trong các nghiên cứu về kỳ hạn nợ cũng tìm thấy bằng chứng về sự tác động cùng chiều của cơ hội tăng trưởng và kỳ hạn nợ (Stohs & Mauer, 1996; Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2007; Cai & cộng sự, 2008). Dựa trên các hệ quả của bất cân xứng thông tin do Flannery (1986) đề xuất, Diamond (1991) xem xét trường hợp chủ nợ không tiếp tục tái cho vay các khoản nợ ngắn hạn đến hạn phải thanh toán đối với các doanh nghiệp có rủi ro cao. Khi đó, các doanh nghiệp có rủi ro cao muốn giảm rủi ro không tái vay được nợ trong lúc khó khăn sẽ chọn vay nợ dài hạn. Tuy nhiên, có thể với những doanh nghiệp có rủi ro cao nhất, dù có muốn vay nợ dài hạn cũng không thể do rủi ro thay thế tài sản quá lớn cho chủ nợ, buộc các đối tượng này phải vay ngắn hạn. Nợ ngắn hạn dẫn đến giảm giá trị tài sản thế chấp và khả năng vay nợ của doanh nghiệp. Diamond (1991) cho rằng khi một doanh nghiệp có gánh nặng nợ cao sẽ dẫn đến muốn vay nợ dài hạn nhiều hơn để tránh rủi ro thanh khoản. Như vậy, các doanh nghiệp muốn vay nợ dài hạn nhiều hơn để tránh rủi ro thanh khoản.

Với kỳ vọng sự phát triển của lĩnh vực ngân hàng sẽ dẫn đến sự gia tăng nguồn vốn và từ đó cung cấp nhiều khoản vay dài hạn hơn cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, tín dụng cung cấp cho khu vực tư nhân (*Privatecre*) lại cho kết ngược chiều cùng kỳ hạn nợ, điều này cho thấy hệ thống giám sát (*Monitoring system*) của người cho vay không hiệu quả như mong muốn, do đó làm doanh nghiệp không còn muốn vay nhiều nợ dài hạn hơn từ hệ thống ngân hàng. Như vậy, trong ba biến đại diện cho phát triển của khu vực ngân hàng thì có một biến là tác động âm, còn lại hai biến tác động dương, nghĩa là bảo vệ quyền chủ nợ (*Creditor rights*) được đề cao trong sự ảnh hưởng của phát triển khu vực ngân hàng.

Trong khi đó, phát triển tài chính dựa trên khu vực thị trường chứng khoán cũng cho kết quả tác động hỗn hợp, trong đó tác động cùng chiều đến kỳ hạn nợ đó là vốn hóa thị trường (*Sm_Capliz*). Điều này cho thấy vấn đề về thông tin (*Information*) của thị trường sẽ thúc đẩy công ty tăng cường khả năng vay được nợ dài hạn. Tuy nhiên, các yếu tố như vòng quay thị trường chứng khoán (*Sm_Turnover*) và tổng giá trị giao dịch của thị trường (*Sm_Trade*) lại phản ứng ngược chiều với kỳ hạn nợ cho thấy các công ty luôn có sự chuẩn bị nguồn tài trợ khác (*Other sources of finance*).

Ngoài ra, nghiên cứu này cũng cho kết quả tác động cùng chiều của thuế với kỳ hạn nợ, kết quả này không như kỳ vọng. Tuy nhiên, Brick & Ravid (1985) phân tích tác động của thuế đối với kỳ hạn nợ và cho rằng giá trị kỳ vọng của tấm chắn thuế còn tùy doanh nghiệp đang có kỳ hạn ngắn hay dài khi cấu trúc kỳ hạn lãi suất không phẳng. Cụ thể, nếu cấu trúc kỳ hạn lãi suất hướng dốc lên và thuế suất doanh nghiệp là dương, doanh nghiệp sẽ vay nợ dài hạn để gia tăng giá trị. Điều này là do giá trị hiện tại của tấm chắn thuế từ lãi vay đối với nợ dài hạn sẽ cao hơn giá trị tấm chắn thuế của nợ ngắn hạn. Vì thế, theo Brick & Ravid (1985) thì kỳ hạn nợ và thuế thu nhập doanh nghiệp có tương quan dương.

5. Kết luận

Để thực hiện nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng các phương pháp ước lượng như hồi quy dữ liệu bảng, trong đó mô hình bình phương tối thiểu các biến giả (LSDV) và mô hình IV-GMM. Kết quả ước lượng được xác nhận thông qua các kiểm định, từ đó cho thấy kết quả mang tính vững và có thể sử dụng để hàm ý chính sách cho nhà quản trị tài chính công ty.

Với các yếu tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Các yếu tố của mô hình gồm 2 nhóm yếu tố, một là các yếu tố thuộc về đặc điểm doanh nghiệp (firm characteristics), hai là các chỉ báo có ý nghĩa quan trọng (principal indicators) của phát triển tài chính (financial development) được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm các biến đại diện cho sự phát triển của khu vực ngân hàng cũng như thị trường chứng khoán của một nền kinh tế. Kết quả ước lượng mô hình cũng được xác nhận bởi các giả thuyết như chi phí đại diện, phát tín hiệu và rủi ro thanh khoản, nguyên tắc phù hợp và giải thuyết dựa trên thuế, được sử dụng thông qua các biến đại diện để xem xét ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ. Ảnh hưởng của phát triển khu vực ngân hàng lên kỳ hạn nợ bằng giả thuyết quyền của chủ nợ (ảnh hưởng cùng chiều) được xác nhận thông qua các yếu tố như Khả năng thanh khoản so với GDP (*Liq*) và Tín dụng nội địa được cung cấp cho khu vực tài chính (*Domescre*). Tuy nhiên, Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (*Private*) không đạt được kỳ vọng dấu như mô hình đề xuất là ảnh hưởng cùng chiều mà kết quả là ảnh hưởng ngược chiều. Ảnh hưởng của phát triển thị trường chứng khoán lên kỳ hạn nợ chỉ có Vốn hóa so với GDP của thị trường chứng khoán (*Sm_Capliz*) cho kết quả là ảnh hưởng cùng chiều. Kết quả này được hỗ trợ bởi giả thuyết hệ thống thông tin quản lý. Tuy nhiên, tổng giá trị chứng khoán đã giao dịch (*Sm_Trade*) và tỷ số vòng quay thị trường chứng khoán (*Sm_Turnover*) không đạt được kỳ vọng dấu như mô hình đề xuất là ảnh hưởng cùng chiều lên kỳ hạn nợ. Mà có thể được kỳ vọng bởi giả thuyết về nguồn tài trợ khác, tuy nhiên điều này không phải là kỳ vọng của mô hình ở nghiên cứu này. Như vậy, mục tiêu của nghiên cứu này đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của các yếu tố đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, một thị trường được coi là thị trường mới nổi, trong đó bằng chứng mới thực nghiệm là các chỉ báo có ý nghĩa quan trọng của phát triển tài chính. Kết quả nghiên cứu xác nhận bằng chứng thực nghiệm mới là các chỉ báo với giá trị quan trọng của phát triển tài chính có ảnh hưởng lên kỳ hạn nợ công ty.

Phát triển tài chính/khu vực tài chính là một tập hợp các tổ chức, công cụ, thị trường, cũng như khuôn khổ pháp lý và quy định cho phép thực hiện các giao dịch bằng cách mở rộng tín dụng. Về cơ bản, phát triển khu vực tài chính là khắc phục các "chi phí" phát sinh trong hệ thống tài chính. Quá trình giảm chi phí thu thập thông tin, thực thi hợp đồng và thực hiện giao dịch này đã dẫn đến sự xuất hiện của các hợp đồng tài chính, thị trường và trung gian. Các loại thông tin khác nhau và sự

kết hợp thông tin, bắt buộc tôn trọng và chi phí giao dịch khác nhau cùng với các hệ thống pháp luật, quy định và thuế khác nhau đã thúc đẩy các hợp đồng tài chính, thị trường và trung gian khác nhau giữa các quốc gia và trong suốt lịch sử. Như vậy, nghiên cứu này xác nhận ảnh hưởng của các chỉ báo có ý nghĩa quan trọng của phát triển tài chính bao gồm các biến đại diện phát triển của khu vực ngân hàng cũng như thị trường chứng khoán của nền kinh tế đã được hỗ trợ bởi giả thuyết quyền của chủ nợ (*creditor rights*) và hệ thống thông tin (*information*).

Phát triển khu vực tài chính có thể giúp các doanh nghiệp tăng trưởng bằng cách cung cấp khả năng tiếp cận tài chính, trong đó tiếp cận vay nợ từ ngân hàng xem như một nguồn tài trợ bên ngoài rất quan trọng đối với những doanh nghiệp thâm dụng lao động và tạo ra nhiều việc làm hơn so với các doanh nghiệp lớn. Từ đó cho thấy các doanh nghiệp này đóng vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế, đặc biệt là ở các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam.

6. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu hiện tại có những hạn chế nhất định. Thứ nhất, quy mô mẫu tương đối nhỏ so với quy mô doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thứ hai, định nghĩa về thời gian đáo hạn nợ được sử dụng trong nghiên cứu có xu hướng coi nợ dài hạn là đồng nhất, trong khi trên thực tế, các vấn đề về nợ có thể có các quy định khiến chúng hầu như không đồng nhất. Thứ ba, các chỉ số kinh tế vĩ mô khác, như chất lượng các quy định, nhà nước pháp quyền, sự phản hồi và trách nhiệm giải trình có thể được xem xét trong các nghiên cứu trong tương lai. Cuối cùng, sự khác biệt giữa các quốc gia trong cơ cấu kỳ hạn nợ có thể được nghiên cứu sâu với kinh nghiệm trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi.

Tài liệu tham khảo

Agarwal, S. & Mohtadi, H. (2004), "Financial markets and the financing choice of firms: evidence from developing countries", *Global Finance Journal*, Vol. 15 No. 1, pp. 57 - 70.

Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2006), "The determinants of debt maturity structure: evidence from France, Germany and the UK", *European Financial Management*, Vol. 12 No. 2, pp. 161 - 194.

Barclay, M.J. & Smith, C.W. (1995), "The maturity structure of corporate debt", *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 2, pp. 609 - 631.

Barclay, M.J., Marx, L.M. & Smith Jr, C.W. (2003), "The joint determination of leverage and maturity", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9 No. 2, pp. 149 - 167.

Barnea, A., Haugen, R.A. & Senbet, L.W. (1980), "A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework", *The Journal of Finance,* Vol. 35 No. 5, pp. 1223 - 1234.

Beiner, S., Schmid, M.M. & Wanzenried, G. (2011), "Product market competition, managerial incentives and firm valuation", *European Financial Management*, Vol. 17 No. 2, pp. 331 - 366.

Brick, I.E. & Ravid, S.A. (1985), "On the relevance of debt maturity structure", *The Journal of Finance*, Vol. 40 No. 5, pp. 1423 - 1437.

Brick, I.E. & Ravid, S.A. (1991), "Interest rate uncertainty and the optimal debt maturity structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 26 No. 1, pp. 63 - 81.

Cai, K., Fairchild, R. & Guney, Y. (2008), "Debt maturity structure of Chinese companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 16 No. 3, pp. 268 - 297.

Chung, T.A. & Phan, Q.T. (2020), "Debt maturity and the development of financial markets in Vietnamese listed firms", *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol. 10 No. 2, pp. 184 - 206.

Cho, S.S., El Ghoul, S., Guedhami, O. & Suh, J. (2014), "Creditor rights and capital structure: evidence from international data", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25, pp. 40 - 60.

Custódio, C., Ferreira, M.A. & Laureano, L. (2013), "Why are US firms using more short-term debt?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 108 No. 1, pp. 182 - 212.

Das, P.K. & Guha-Khasnobis, B. (2008), "Finance and growth: an empirical assessment of the Indian economy", In *Financial Development, Institutions, Growth and Poverty Reduction*, pp. 120 - 140.

Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004), "The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14 No. 4-5, pp. 387 - 405.

Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2009), "Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 19 No. 1, pp. 26 - 42.

Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1996), "Stock market development and financing choices of firms", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10 No. 2, pp. 341 - 369.

Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1998), "Law, finance, and firm growth", *The Journal of Finance*, Vol. 53 No. 6, pp. 2107 - 2137.

Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1999), "Institutions, financial markets, and firm debt maturity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 54 No. 3, pp. 295 - 336.

Diamond, D.W. (1991), "Debt maturity structure and liquidity risk", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106 No. 3, pp. 709 - 737.

Fan, J.P., Titman, S. & Twite, G. (2012), "An international comparison of capital structure and debt maturity choices", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47 No. 1, pp. 23 - 56.

Flannery, M.J. (1986), "Asymmetric information and risky debt maturity choice", *The Journal of Finance*, Vol. 41 No. 1, pp. 19 - 37.

García-Teruel, P.J. & Martínez-Solano, P. (2007), "Effects of working capital management on SME profitability", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3 No. 2, pp. 164 - 177.

Gordon, R. & Lee, Y. (2007), "Interest rates, taxes, and corporate financial policies", *National Tax Journal*, Vol. 60 No. 1, pp. 65 - 84.

Graham, J.R. (2000), "How big are the tax benefits of debt?", *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 5, pp. 1901 - 1941.

Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990), "Financial development, growth, and the distribution of income", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98 No. 5, Part 1, pp. 1076 - 1107.

Grossman, S. (1976), "On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information", *The Journal of Finance*, Vol. 31 No. 2, pp. 573 - 585.

Grossman, S.J. & Stiglitz, J.E. (1976)., "Information and competitive price systems", *The American Economic Review*, Vol. 66 No. 2, pp. 246 - 253.

Guedes, J. & Opler, T. (1996), "The determinants of the maturity of corporate debt issues", *The Journal of Finance*, Vol. 51 No. 5, pp. 1809 - 1833.

Guru, B.K. & Yadav, I.S. (2019), "Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS", *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 24 No. 47, pp. 113 - 126.

Hajiha, Z. & Akhlaghi, H.A. (2011), "Ownership structure and debt maturity structure: an empirical study on Iranian firms", *Middle-East Journal of Scientific Research*, Vol. 9 No. 6, pp. 814 - 825.

Johnson, S.A. (1997), "An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32 No. 1, pp. 47 - 69.

Johnson, S.A. (2003), "Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage", *The Review of Financial Studies*, Vol. 16 No. 1, pp. 209 - 236.

Kale, J.R. & Noe, T.H. (1990), "Risky debt maturity choice in a sequential game equilibrium", *Journal of Financial Research*, Vol. 13 No. 2, pp. 155 - 166.

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*, Vol. 20 No. 4, pp. 479 - 499.

King, R.G. & Levine, R. (1993b), "Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32 No. 3, pp. 513 - 542.

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*, Vol. 18 No. 4, pp. 980 - 993.

Köksal, B. & Orman, C. (2015), "Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy", *Small Business Economics*, Vol. 44 No. 2, pp. 255 - 282.

Levine, R. (1997), "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35 No. 2, pp. 688 - 726.

Liêm, N.T., Cành, N.T. & Thành, N.C. (2018), "Hạn chế tài chính và cấu trúc kỳ hạn nợ tại các doanh nghiệp Việt Nam", *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á,* Tập 29, Số 2, tr. 5 - 23.

Miller, M.H. (1977), "Debt and taxes", *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, pp. 261 - 275.

Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *The Journal of Business*, Vol. 34 No. 4, pp. 411 - 433.

Mitchell, K. (1993), "The debt maturity choice: an empirical investigation", *Journal of Financial Research*, Vol. 16 No. 4, pp. 309 - 320.

Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 261 - 297.

Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, Vol. 53 No. 3, pp. 433 - 443.

Morris, J.R. (1976), "On corporate debt maturity strategies", *The Journal of Finance*, Vol. 31 No. 1, pp. 29 - 37.

Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 No. 2, pp. 147 - 175.

Ngô, V.T. & Phạm, T.T.H. (2015), "Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng Châu Á*, Số 115, tr. 27 - 41.

Ngô, V.T. (2018), "Các yếu tố tác động đến kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 103, tr. 1 - 13.

Ozkan, A. (2000), "An empirical analysis of corporate debt maturity structure", *European Financial Management*, Vol. 6 No. 2, pp. 197 - 212.

Ozkan, A. (2002), ""The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms", *Applied Financial Economics*, Vol. 12 No. 1, pp. 19 - 24.

Ooi, J.T. (1999), "The debt maturity structure of UK property companies", *Journal of Property Research*, Vol. 16 No. 4, pp. 293 - 307.

Scherr, F.C. & Hulburt, H.M. (2001), "The debt maturity structure of small firms", *Financial Management*, Vol. 30 No. 1, pp. 85 - 111.

Stohs, M.H. & Mauer, D.C. (1996), "The determinants of corporate debt maturity structure", *The Journal of Business*, Vol. 69 No. 3, pp. 279 - 312.

Terra, P.R.S. (2011), "Determinants of corporate debt maturity in Latin America", *European Business Review*, Vol. 23 No. 1, pp. 45 - 70.

Trần, T.T.L. & Nguyễn, T.N. (2017), "Nghiên cứu cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại Việt Nam", *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, Tập 28, Số 2, tr. 20 - 43.

Zheng, X., El Ghoul, S., Guedhami, O. & Kwok, C.C. (2012), "National culture and corporate debt maturity", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 No. 2, pp. 468 - 488.