

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO
TẠO

NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM

TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP.HỒ CHÍ MINH



LƯƠNG THỊ XUÂN THƯ

**CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN
CẤU TRÚC KỲ HẠN NỢ
CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính ngân hàng

Mã ngành: 8 34 02 01

LUẬN VĂN THẠC SỸ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: PGS. TS. NGUYỄN ĐỨC TRUNG

TP. HỒ Chí Minh - Năm 2023

LỜI CAM ĐOAN

Trong quá trình thực hiện luận văn “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết tại Việt Nam”, tôi đã vận dụng kiến thức đã học và với sự hướng dẫn khoa học của PGS.TS. Nguyễn Đức Trung để thực hiện nghiên cứu này. Tôi cam đoan luận văn là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của riêng tôi. Các số liệu, kết quả nghiên cứu trong luận văn là trung thực và có nguồn gốc cụ thể, rõ ràng. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong luận văn chưa từng được công bố dưới bất kỳ hình thức nào.

TP. HCM, tháng năm 2023

Học viên thực hiện

LƯƠNG THỊ XUÂN THƯ

LỜI CẢM ƠN

Sau một thời gian tiến hành triển khai nghiên cứu, tôi cũng đã hoàn thành nội dung luận văn thạc sĩ. Luận văn được hoàn thành không chỉ là công sức của bản thân tác giả mà còn có sự giúp đỡ, hỗ trợ tích cực của nhiều cá nhân và tập thể. Tôi xin chân thành cảm ơn Ban Giám hiệu, Khoa sau đại học, trường Đại học Ngân hàng TP Hồ Chí Minh đã tạo mọi điều kiện cho tôi trong quá trình học tập và hoàn thành luận văn này. Xin gửi lời tri ân tới quý thầy, quý cô đã tận tình giảng dạy lớp cao học CH23C3, chuyên ngành tài chính ngân hàng, trường Đại học Ngân hàng TP Hồ Chí Minh niên khóa 2021 – 2023. Tôi xin bày tỏ lòng biết ơn sâu sắc đến giảng viên, PGS.TS Nguyễn Đức Trung đã tận tình giúp đỡ, chỉ bảo tôi trong suốt quá trình thực hiện luận văn. Xin gửi lời cảm ơn tới tất cả bạn bè, đồng nghiệp và gia đình những người luôn ủng hộ, động viên và tạo mọi điều kiện tốt nhất để tôi hoàn thành luận văn này.

Tác giả luận văn

LƯƠNG THỊ XUÂN THƯ

TÓM TẮT

Tiêu đề: Các nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết tại Việt Nam

Nội dung:

Nghiên cứu này phân tích ảnh hưởng của các nhân tố tác động đến quyết định lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam, sử dụng số liệu của 30 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán trong giai đoạn 2005-2021. Kết quả bài nghiên cứu cho thấy, cấu trúc kỳ hạn nợ chịu tác động của các nhân tố nội tại gồm Biến động thu nhập, Tài sản hữu hình và Quy mô của công ty có tương quan dương với cấu trúc kỳ hạn nợ, nhưng có mối tương quan âm với Khả năng chi trả nợ (DSCR), Đòn bẩy tài chính và Tính thanh khoản. Tại Việt Nam nói chung, Tài sản hữu hình là nhân tố nội tại có tác động mạnh nhất đến nợ vay dài hạn, ngành quản trị Khách sạn – Du Lịch nói riêng là Biến động thu nhập.

Nghị quyết 08-NQ/TW ngày 16/01/2017 nêu rõ: “Phát triển du lịch trở thành ngành kinh tế mũi nhọn là định hướng chiến lược quan trọng để phát triển đất nước, tạo động lực thúc đẩy sự phát triển của các ngành, lĩnh vực khác”, cùng với việc quan tâm đến lĩnh vực này cũng như kế thừa và tiếp nối những khoảng trống của các nhà khoa học đi trước, bài nghiên cứu lựa chọn thêm nhân tố khả năng chi trả nợ (DSCR) của doanh nghiệp vì đây cũng là một loại “tiêu chí” đảm bảo được cho khoản vay và giúp doanh nghiệp phát huy tối đa khả năng tạo dòng tiền ròng một cách hiệu quả. Từ đó, cung cấp một số hàm ý chính sách và khuyến nghị cho nhà quản trị tài chính.

Các kết quả này ủng hộ nội dung của lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết bất cân xứng thông tin trong việc giải thích quyết định lựa chọn kỳ hạn nợ. Không có mối liên hệ giữa Kỳ hạn tài sản, Tốc độ tăng trưởng và Thuế với kỳ hạn nợ của các công ty. Các công ty có tình hình tài chính lành mạnh như tốc độ biến động trong thu nhập thấp, khả năng thanh khoản cao có khả năng tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn, đồng nghĩa với việc họ có thể kéo dài kỳ hạn nợ trong cấu trúc nợ vay.

Từ khóa: kỳ hạn nợ, tỷ lệ vay nợ vay dài hạn, tài sản hữu hình, khả năng tiếp cận nguồn tài chính.



ABSTRACT

Topic: The factors affecting corporate debt maturity structure in Vietnam

Content:

This study analyses the impacts of factors affecting the decision to determine the debt maturity structure of 30 hospitality-tourism firms listed on the Vietnamese stock market from 2005 to 2021. Research indicates that income volatility, tangible assets, DSCR, company size, financial leverage, and liquidity influence the debt maturity structure of the firms. However, other factors like asset maturity, growth rate, and income tax are not statistically significant. Generally speaking, in Vietnam, tangible assets are the internal factor that has the most impact on long-term debt, while in hospitality-tourism firms, in particular, it is income volatility (demonstrated to be statistically significant at 5%).

Resolution 08-NQ/TW dated 16 January 2017 states: ‘Development of the tourism industry into a key economic sector is an important strategic orientation for the country's development and creates a driving force for the development of other industries and sectors.’ Being interested in this field, inheriting and following the gaps of previous scientists, the study added the DSCR factor to the research model to demonstrate wealthy firms that need to maximize their capacity of producing good management net cash flow effectively, because this DSCR factor is also a criterion to secure for the banking's loans.

These results agree with the platform theories and previous research studies for determining the factors affecting corporate debt maturity structure, like agency cost theory, information asymmetry theory (including signaling & matching theory) and tax-based theory. There is no relationship between Asset Maturity, Growth Rate, and Taxes with the firms' debt maturity. Companies with healthy financial positions can signal future cash flow expectations by ensuring contracts and preorders to improve the banks' risk perception of firms. Businesses with stable income volatility and good liquidity have more chances to access loan sources, which means borrowers receive more favorable terms in their debt maturity structure.

Keywords: debt maturity, long-term debt ratio, tangible assets, access loan resources

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT

BDS	bất động sản
BCTC	báo cáo tài chính
CKH	có kỳ hạn
CP	chi phí
CQCN	cơ quan chức năng
CTKHN	cấu trúc kỳ hạn nợ
DN	doanh nghiệp
HĐKD	hoạt động kinh doanh
HNTT	hệ số khả năng thanh toán tức thời
HTQ	hệ số khả năng thanh toán tổng quát
KHN	kỳ hạn nợ
KUNN	khế ước nhận nợ
MMTB	máy móc thiết bị
NDH	nợ dài hạn
NHTM	ngân hàng thương mại
NNH	nợ ngắn hạn
QSD	quyền sử dụng
QSH	quyền sở hữu
RR	rủi ro
TCTD	tổ chức tín dụng
TS	tài sản
TSCĐ	tài sản cố định
TSĐB	tài sản đảm bảo
TSTC	tài sản thế chấp

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH

Từ viết tắt	Cụm từ tiếng Anh	Cụm từ tiếng Việt
AM	Asset maturity	Kỳ hạn tài sản
DSCR	Debt-Service Coverage Ratio	Chỉ số khả năng trả nợ
GROW	Growth rate	Cơ hội tăng trưởng
LEV	Financial leverage	Đòn bẩy tài chính
LIQ	Liquidity	Khả năng thanh khoản
MR	Debt maturity structure	Cấu trúc kỳ hạn nợ
PROF	Profit	Lợi nhuận
SIZE	Company size	Quy mô công ty
TAN	Tangible assets	Tài sản hữu hình
TAX	Tax	Thuế
VOL	Income volatility	Biến động thu nhập
UNWTO	The World Tourism Organization	Tổ chức du lịch thế giới

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN	ii
TÓM TẮT	iii
ABSTRACT	iv
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT	v
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH	vi
MỤC LỤC	vii
DANH MỤC CÁC BẢNG	ix
CHƯƠNG 1	1
1.1. Lý do chọn đề tài	1
1.2. Mục tiêu của nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu	3
1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	4
1.4. Phương pháp nghiên cứu	4
1.5. Những đóng góp của đề tài	5
1.6. Nội dung nghiên cứu	6
CHƯƠNG 2	7
2.1. Khung lý thuyết	7
2.1.1 Lý thuyết CP đại diện	7
2.1.2 Lý thuyết bất cân xứng thông tin	8
2.1.3 Ảnh hưởng của thuế lên CTKHN	10
2.2. Các giả thuyết nghiên cứu, thực nghiệm và biến đại diện	16
CHƯƠNG 3	21
3.1. Chọn mẫu và dữ liệu nghiên cứu	21
3.2. Mô hình nghiên cứu	22
3.3. Mô tả biến	23
3.3.1. Biến phụ thuộc:	23
3.3.2. Biến giải thích:	25
3.4. Trình tự nghiên cứu	32
3.5. Phương pháp kiểm định mô hình	32
3.5.1. Thực hiện thống kê mô tả trên toàn bộ mẫu	32
3.5.2. Phương pháp ước lượng mô	32
3.6. Giả thuyết nghiên cứu	33
❖ <i>Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết tín hiệu</i>	33
❖ <i>Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết sự phù hợp</i>	34
❖ <i>Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết chi phí đại diện</i>	35
❖ <i>Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết dựa trên thuế</i>	36
❖ <i>Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết bất cân xứng thông tin</i>	36

CHƯƠNG 4	38
4.1. Kết quả thống kê mô tả	38
4.1.1 : Phân tích kết quả thống kê mô tả các biến:	39
4.1.2 Phân tích mối tương quan giữa các biến và kiểm định đa cộng tuyến	42
4.2. Kết quả mô hình hồi quy tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN	44
4.3. Phân tích kết quả hồi quy	46
4.4. Tổng hợp và thảo luận kết quả nghiên cứu	51
CHƯƠNG 5	56
5.1. Kết luận chung	56
5.2. Gợi ý chính sách	57
5.2.1. Đối với các nhà quản trị tài chính	57
5.2.2. Đối với cơ quan nhà nước và Tổ chức tín dụng	60
5.3. Hạn chế của luận văn và hướng nghiên cứu tiếp theo	64
5.3.1. Hạn chế của luận văn	64
5.3.2. Hướng nghiên cứu tiếp theo	65
TÀI LIỆU THAM KHẢO	i
PHỤ LỤC	iii

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1: Tóm tắt lý thuyết liên quan đến CTKHN của công ty	12
Bảng 2.2: Tổng hợp kết quả nghiên cứu thực nghiệm về tác động của các nhân tố nội tại	19
Bảng 3.2: Tóm tắt các biến trong mô hình nghiên cứu	30
Bảng 4.1: Kết quả thống kê mô tả các biến	38
Bảng 4.2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến	45
Bảng 4.3: Kết quả hồi quy các nhân tố nội tại theo phương pháp Pooled OLS với ba đại diện cho CTKHN và khả năng thanh toán của các công ty ngành quản trị Khách sạn - Du lịch	47
Bảng 4.3.1: Kết quả hồi quy chuẩn mạnh tác động của các nhân tố nội tại	50
Bảng 4.4: Tổng hợp và thảo luận kết quả nghiên cứu	52

CHƯƠNG 1

GIỚI THIỆU

1.1. Lý do chọn đề tài

Trước khi xảy ra đại dịch COVID-19, ngành du lịch đã có bước tăng trưởng vượt bậc, trung bình 22,7%/năm trong giai đoạn 2015-2019. Năm 2019, toàn Ngành đón

trên 18 triệu lượt khách du lịch quốc tế, 85 triệu lượt khách du lịch nội địa; đóng góp trên 9,2% vào GDP và từng bước khẳng định là ngành kinh tế mũi nhọn (tỷ lệ đóng góp vào GDP năm 2015 là 6,3%). Nhưng trong 2 năm 2020, 2021, đại dịch COVID-19 tác động nặng nề tới toàn bộ đời sống, kinh tế - xã hội toàn cầu. Theo số liệu của Tổ chức Du lịch thế giới (UNWTO), ngành du lịch thế giới thiệt hại khoảng 2,4 nghìn tỷ USD trong năm 2021. Tại Việt Nam, hoạt động du lịch quốc tế phải tạm dừng hoàn toàn từ tháng 4/2020 đến tháng 11/2021, hoạt động du lịch nội địa trải qua 4 lần gián đoạn tương ứng với 4 lần bùng phát dịch. Năm 2022, áp lực lạm phát tăng cao và những diễn biến không thuận lợi của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, thị trường bất động sản, ... đã tác động mạnh đến hoạt động tiền tệ, ngân hàng. Việc mở rộng tín dụng của NHNN đi đôi với việc kiểm soát rủi ro kỳ hạn để đảm bảo thanh khoản, an toàn hoạt động, đảm bảo khả năng chi trả cho doanh nghiệp; đồng thời, trường hợp cần thiết hỗ trợ với kỳ hạn dài hơn để các TCTD yên tâm hơn khi cấp tín dụng. Theo đó, các TCTD sẽ phải lựa chọn khách hàng tốt để cho vay, đó là những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính vững mạnh. Do quan tâm đến lĩnh vực này cũng như kế thừa và tiếp nối những khoảng trống của các nhà khoa học đi trước, bài nghiên cứu lựa chọn thêm nhân tố khả năng chi trả nợ (DSCR) của doanh nghiệp vào mô hình nghiên cứu, vì đây cũng là một loại “tiêu chí” đảm bảo được cho khoản vay và giúp doanh nghiệp phát huy tối đa khả năng tạo dòng tiền ròng một cách hiệu quả. Từ đó, tìm ra được một số hàm ý chính sách và khuyến nghị cho nhà quản trị tài chính.

Cấu trúc kỳ hạn nợ là một mảng của cấu trúc vốn, do đó lựa chọn nguồn tài trợ từ nợ là một trong những cách công ty huy động nguồn vốn phục vụ cho việc sản xuất hay thực hiện các mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận nâng cao hiệu quả hoạt động của DN lên một tầm mới. Cơ cấu một nguồn vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó giá trị DN là lớn nhất, hay nói một cách khác là chi phí tài chính là nhỏ nhất và do vậy cũng làm tối

đa hóa doanh thu của DN. Nếu cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động của DN, thì cơ cấu vốn cũng sẽ tác động đến sức khỏe tài chính cũng như khả năng phá sản của DN.

Tài chính doanh nghiệp có vai trò quan trọng trong việc đảm bảo cung cấp đầy đủ, kịp thời nguồn vốn với phương pháp, hình thức huy động thích hợp để sản xuất kinh

doanh được liên tục với chi phí sử dụng vốn thấp nhất. Tài chính công ty bao gồm tất cả các quyết định liên quan đến vấn đề tài chính của Doanh nghiệp và nó được nghiên cứu để tìm kiếm những chính sách phát triển nhằm tối đa hóa giá trị của công ty. Các quyết định này bao gồm quyết định đầu tư, quyết định phân phối và quyết định tài trợ. Khi xây dựng kế hoạch tài trợ, nhà quản lý không chỉ quan tâm đến việc phân bổ nguồn tài trợ từ nợ vay, vốn cổ phần mà cũng phải chắc chắn rằng từng thành phần chi tiết trong các nguồn tài trợ này phù hợp với chiến lược chung của công ty. Cấu trúc nợ vay có 50% là NDH sẽ không giống với cấu trúc nợ có 100% là NDH. Và trên hết, KHN có liên quan mật thiết đến giá trị công ty, khả năng thanh khoản thông qua sự khác nhau giữa chi phí sử dụng vốn của NNH – NDH, cung cấp dấu hiệu về chất lượng của các khoản thu nhập của công ty, tăng tính linh hoạt trong tài trợ và giảm chi phí huy động vốn và rủi ro hoàn trả (Cai và cộng sự, 2008).

Hiệu quả hoạt động tài chính như tối đa hóa lợi nhuận, tối đa hóa hiệu suất khai thác tài sản, và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả của DN. Ở thị trường kinh tế Việt Nam hiện nay, các công ty niêm yết thực tế chỉ vay ngắn hạn từ ngân hàng là chủ yếu nhằm bổ sung cho nhu cầu về tài sản lưu động, còn nguồn vốn vay dài hạn để đầu tư vào tài sản cố định là rất ít. Các DN Việt Nam, cũng như các nước đang phát triển khác sử dụng cơ cấu nợ có nhiều NNH, hay còn gọi là cấu trúc nợ ngắn hạn (được tìm thấy trong Nguyễn Thanh Nhã, 2018).

Câu hỏi nghiên cứu được nhiều nhà nghiên cứu đặt ra trước đây là nguyên nhân dẫn đến tình trạng DN sử dụng nhiều cấu trúc nợ ngắn hạn. Trong đó, việc sử dụng NNH được cho là do các DN Việt Nam có rủi ro thanh khoản cao (chất lượng tín dụng thấp) khiến chủ nợ không muốn cho vay dài hạn (Nguyễn Thanh Nhã, 2018). Có thể thấy, CTKHN ngắn hạn và dài hạn, ảnh hưởng của các yếu tố sẽ khác nhau dưới tác động khác nhau của chi phí đại diện và rủi ro thanh khoản. Cụ thể, khi tỷ trọng NNH trên tổng nợ cao, DN gặp rủi ro thanh khoản nhiều hơn, trong khi NDH chiếm tỷ trọng cao hơn thì tác động của CP người đại diện có thể gay gắt hơn. Với rủi ro thanh khoản cao, các DN có nhiều cơ hội đầu tư có thể phải chọn NDH để tài trợ.

Do xuất phát điểm về trình độ phát triển, hệ thống thể chế khác hẳn với các nước phát triển, thị trường tài chính trong các nền kinh tế mới nổi có rất nhiều điểm khác

biệt với thị trường tài chính tại các nền kinh tế đã phát triển mà qua đó có thể khiến các công ty có các quyết định cấu trúc kỳ hạn nợ vay khác đi. Với bài nghiên cứu **“Các nhân tố tác động đến Cấu trúc kỳ hạn nợ của các Công ty niêm yết trên sàn chứng khoán tại Việt Nam”** tác giả mong muốn xem xét về các nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn của nợ vay, đặc biệt là các nhân tố nội tại của Ngành quản trị Khách sạn – Du Lịch tại Việt Nam, một lĩnh vực đang được tác giả quan tâm và ứng dụng thực tiễn trong công việc, nhằm phục vụ việc thiết lập cấu trúc kỳ hạn nợ tối ưu, từ đó đạt được mục tiêu tăng trưởng như ý muốn nhưng vẫn kiểm soát được rủi ro trong các công ty quản trị ngành Khách sạn – Du Lịch tại Việt Nam.

1.2. Mục tiêu của nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu: Bài nghiên cứu được thực hiện với mục tiêu xác định các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty quản trị ngành Khách sạn – Du Lịch tại Việt Nam. Cụ thể luận văn nghiên cứu khả năng tài chính và khả năng thanh khoản - đại diện cho đặc điểm của công ty, có tương quan nghịch biến hay đồng biến với đến quyết định về kỳ hạn nợ. Từ đó, xác định những nhân tố nội tại mà các DN có thể chú ý khi đưa ra quyết định liên quan đến cấu trúc kỳ hạn nợ.

Câu hỏi nghiên cứu:

- (1) Các nhân tố **nội tại** có tác động như thế nào đến CTKHN của các công ty quản trị Khách sạn – Du lịch niêm yết trên sàn chứng khoán tại Việt Nam?
- (2) Mức độ tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN, từ đó các công ty quản trị Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam cần quan tâm đến nhân tố **nội tại** nào để thiết lập CTKHN tối ưu?

1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu chính của luận văn là cấu trúc kỳ hạn nợ và các nhân tố nội tại tác động đến CTKHN của các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du Lịch niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam, cụ thể là khả năng tài chính và khả năng

thanh khoản của DN.

Phạm vi nghiên cứu thực hiện nghiên cứu các nhân tố nội tại tác động đến CTKHN với mẫu gồm 30 công ty quản trị Khách sạn – Du lịch phi tài chính niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2005 - 2021. Để đánh giá tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN của các công ty này, tác giả sử dụng dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 30 công ty trên. Ngoài ra, dữ liệu cũng được bổ sung từ kho dữ liệu của Cophieu68.

1.4. Phương pháp nghiên cứu

Luận văn sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng gồm mẫu 30 công ty quản trị Khách sạn – Du lịch phi tài chính niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Thời gian nghiên cứu từ năm 2005 đến năm 2021.

Dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được tổng hợp từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán và từ kho dữ liệu của Cophieu68 của 30 công ty quản trị Khách sạn – Du lịch này.

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

- Mô hình hồi quy Pooled OLS là một mô hình có hệ số không đổi, hay có hệ số chặn và độ dốc không đổi. Đối với mô hình này, nhà nghiên cứu có thể gộp tất cả dữ liệu và chạy một mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường.
- Với giả định tác động của những yếu tố không thể quan sát được (phần sai số không giải thích được), mô hình tác động cố định (FEM) ấn định mỗi quan sát có một hệ số cắt riêng và cố định các tác động của từng Công ty riêng lẻ.
- Mặt khác, trong mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), các tác động riêng lẻ được phân phối ngẫu nhiên với các hệ số chặn để nắm bắt các tác động riêng lẻ, mô

hình hồi quy được chỉ định với một hệ số chặn đại diện cho tổng giá trị sai số không đổi

Và để lựa chọn được mô hình nghiên cứu phù hợp giữa FEM và REM, luận văn sẽ sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn ra mô hình phù hợp.

1.5. Những đóng góp của đề tài

Khả năng chi trả nợ (DSCR) có đóng góp quan trọng cho các nghiên cứu CTKHN:

Thứ nhất, đây là nghiên cứu đầu tiên sử dụng khả năng chi trả nợ (DSCR) trong phân tích các nhân tố ảnh hưởng CTKHN tại các quản trị Khách sạn – Du lịch niêm yết trên sàn chứng khoán tại Việt Nam.

Thứ hai, nghiên cứu củng cố và bổ sung cho các nghiên cứu trước khi không giả định các DN sử dụng CTKHN ngắn hạn, thay vào đó, nghiên cứu xem xét CTKHN ngắn và dài hạn. Nghiên cứu này cũng không giả định yếu tố tác động là như nhau tại mọi CTKHN vì sự thiếu phù hợp trong lý thuyết.

Thứ ba, việc chọn mẫu là các DN niêm yết tại Việt Nam có thể đánh giá tác động của các nhân tố đối với CTKHN sẽ có nhiều ý nghĩa hơn so với nghiên cứu các nhân tố này tại các quốc gia phát triển. Tác giả đã tìm thấy bằng chứng có tác động có ý nghĩa thống kê của các nhân tố nội tại của công ty lên kỳ hạn nợ bao gồm: độ biến động thu nhập, tài sản hữu hình, đòn bẩy tài chính, khả năng thanh khoản, quy mô công ty và tỷ số khả năng trả nợ (DSCR). Theo đó, với các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch Việt Nam căn cứ vào tình hình nội tại của mình để quyết định cấu trúc kỳ hạn nợ phù hợp nhằm phân bổ nguồn tài trợ từ nợ đạt hiệu quả cao nhất.

Thứ tư, mẫu nghiên cứu lần đầu tiên được thực hiện trong Ngành quản trị Du lịch - Khách sạn vốn được xem là ngành sử dụng tỷ lệ đòn bẩy nhiều. Việc chọn mẫu là các Doanh nghiệp quản trị Du lịch - Khách sạn niêm yết tại Việt Nam để đánh giá tác động của các nhân tố đòn bẩy trong nội tại doanh nghiệp đối với CTKHN sẽ có nhiều quan sát quan trọng về CTKHN hơn do tính chất của Ngành. Ngoài ra, tác giả cũng cung cấp các hàm ý quan trọng nhằm cải thiện tình hình hiện tại của các doanh nghiệp quản trị Du lịch - Khách sạn niêm yết tại Việt Nam.

1.6. Nội dung nghiên cứu

Bài nghiên cứu được trình bày gồm 5 chương, cụ thể:

Chương 1: Giới thiệu.

Chương 2: Khung lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu

Chương 5: Kết luận

CHƯƠNG 2

LÝ THUYẾT & NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

CTKHN là một trong những vấn đề liên quan đến quyết định tài trợ của công ty, được các nhà khoa học trên thế giới tập trung nghiên cứu trong thời gian gần đây. Trong bối cảnh thị trường tài chính cũng như trung gian tài chính tại Việt Nam đang ngày càng phát triển, chất lượng thể chế ngày một tốt hơn, thể hiện đặc điểm riêng biệt của từng công ty đến quyết định về KHN. Do bối cảnh kinh tế của các quốc gia là khác nhau nên kết quả nghiên cứu cũng có sự khác nhau. Đây là quyết định quan trọng của công ty nhằm hạn chế rủi ro trong thanh khoản, giải quyết mâu thuẫn trong vấn đề đại diện, tăng tính linh hoạt trong hoạt động tài trợ và đặc biệt là giảm chi phí huy động vốn cũng như rủi ro hoàn trả. Trong chương này, bên cạnh việc tìm hiểu về khung lý thuyết có liên quan đến CTKHN của công ty, luận văn sẽ tiến hành tổng kết các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này, qua đó xác định được vấn đề cần nghiên cứu. Và đây cũng chính là cơ sở để tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu, biến, dữ liệu và phương pháp nghiên cứu cho việc nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty quản trị ngành Du lịch – Khách sạn tại Việt Nam trong các chương tiếp theo.

2.1. Khung lý thuyết

2.1.1 Lý thuyết CP đại diện (The Agency cost theory)

Một yếu tố quan trọng quyết định đến sự lựa chọn cấu trúc tài chính của các công ty là sự tồn tại của chi phí người đại diện. Các khoản nợ đang hiện hữu (liabilities operations) của DN hiện đại gây ra sự mâu thuẫn giữa các chủ nợ (creditors) và những cổ đông (shareholders), sự xung đột này dẫn đến chi phí đại diện của nợ đã xuất hiện.

Các quan điểm chính của lý thuyết chi phí đại diện là: Thứ nhất, khoản nợ ngắn hạn giúp các công ty tránh được các vấn đề đầu tư quá nhiều và giải quyết các vấn đề đầu tư không đầy đủ; Thứ hai, kỳ hạn nợ tăng lên cùng với sự gia tăng quy mô công ty. Các quan điểm chính của lý thuyết về sự ủng hộ giới hạn là: kỳ hạn nợ phải được tương ứng với kỳ hạn tài sản công ty và kỳ hạn nợ có mối quan hệ ngược với tỷ lệ khấu hao tài sản.

Myers (1977) lập luận rằng cơ hội đầu tư trong tương lai của Công ty là tương tự

như tùy chọn mức tăng trưởng. Theo đó, giá trị của một công ty phụ thuộc vào việc các nhà quản lý của công ty tối ưu thực hiện các tùy chọn này. Nếu công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần, các nhà quản lý (đại diện cho các cổ đông) tối ưu thực hiện tất cả các tùy chọn để gia tăng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Tuy nhiên với nợ trong cơ cấu vốn của công ty, các nhà quản lý có thể không theo đuổi các dự án mạo hiểm bởi vì nếu công ty vay nợ để tài trợ cho những khoản đầu tư này, thì việc phải trả lãi định kỳ cũng như trả vốn theo định kỳ sẽ ngăn hoặc giảm việc đầu tư mạo hiểm này. Theo lý thuyết này một phần giải pháp giữa cuộc xung đột cổ đông và người nắm giữ trái phiếu là công ty nên giảm kỳ hạn nợ. Song cũng cần phát triển những nguồn lực từ bên trong đối với những công ty có tình hình tài chính phát triển nhanh.

NNH có thể giảm thiểu một số động cơ rủi ro bất lợi của việc tài trợ bằng nợ vì NNH ít nhạy cảm hơn với sự thay đổi rủi ro của các TS cơ bản của công ty. Cấu trúc tối ưu của một công ty cũng phụ thuộc vào thời gian đáo hạn nợ và thấp hơn khi công ty được tài trợ bằng NNH. Các công ty trong khi phát hành NNH không khai thác được lợi ích thuế hoàn toàn như các Công ty có NDH, có nhiều khả năng họ sẽ có ít động lực hơn để tăng rủi ro DN sau khi phát hành. Dự đoán theo kinh nghiệm là các công ty có nhiều sự lựa chọn tăng trưởng hơn khi sử dụng tỷ lệ NNH cao hơn trong cơ cấu vốn của họ.

2.1.2 Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Asymmetric Information Theory)

Thông tin bất cân xứng là tình trạng xảy ra khi một bên có thông tin đầy đủ hơn và tốt hơn so với bên còn lại. Thông tin bất cân xứng tồn tại ở mọi lĩnh vực trong cuộc sống: thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, thị trường bảo hiểm, thị trường hàng hóa, thị trường lao động, đầu tư, thể thao,... Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Asymmetric Information Theory) được khởi xướng lần đầu tiên bởi Akerlof vào năm 1970 trong bài nghiên cứu “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, sau đó cùng với sự bổ sung của nhiều tác giả như Spense (1973) với “Job Market Signaling”, Joseph Stiglitz (1975), Akerlof và các cộng sự (2001),... Lý thuyết này đã khẳng định tầm quan trọng của mình khi trở thành trọng tâm nghiên cứu của kinh tế học hiện đại. Đặc biệt trong các nền kinh tế mà thị trường tài chính còn chưa phát triển như trong các nền kinh tế mới nổi, chưa phát triển, nơi mà tính minh bạch của thông tin, khả năng tiếp cận thông tin và cơ sở hạ tầng thông tin yếu kém còn rất phổ biến. Thông tin bất cân xứng sẽ gây ra các hậu quả như:

lựa chọn ngược/bất lợi (Adverse Selection) xảy ra trong thị trường mà người bán hoặc người mua biết rõ hơn bên còn lại về tính chất của sản phẩm; rủi ro đạo đức (Moral Hazard): tình trạng cá nhân/tổ chức dựa trên việc người khác không thể quan sát được hành vi của mình có xu hướng gian dối, không trung thực; chi phí đại diện nêu ở trên.

Quan điểm chính của lý thuyết bất cân xứng thông tin rằng, rủi ro của người vay có tương quan thuận với kỳ hạn nợ và các công ty thường thích phát hành các khoản NNH. Lý thuyết bất cân xứng thông tin cho rằng, giải pháp có thể hạn chế bất cân xứng thông tin bao gồm: phát tín hiệu (Signaling) và sự phù hợp (matching).

- **Lý thuyết tín hiệu:** CTKHN là công cụ cung cấp tín hiệu về chất lượng của Công ty ra môi trường bên ngoài. Flannery (1986) cho rằng các Công ty sử dụng CTKHN để báo hiệu thông tin nội bộ về tình hình tài chính công ty, Ông cho thấy việc phát hành nợ ngắn hạn được thị trường đánh giá như là một tín hiệu tốt từ công ty do các nhà đầu tư tin rằng rút ngắn kỳ hạn thanh toán nợ có nghĩa là các công ty đầu tư có hiệu quả và có khả năng thanh toán tốt. Công ty nắm giữ những thông tin tiêu cực sẽ ưu tiên vay nợ với kỳ hạn dài hơn để tránh các chi phí thương lượng và rủi ro thanh khoản. Lý thuyết tín hiệu đã được rất nhiều nhà khoa học trên thế giới vận dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm về CTKHN của các công ty tại các quốc gia có nền kinh tế đang phát triển, nền kinh tế mới nổi như nghiên cứu của Costa và cộng sự (2014), Lemma và Negash (2012), Mateurs và Terra (2013), Cai và cộng sự (2008). Trong những nghiên cứu này, lý thuyết tín hiệu được đại diện bởi tỷ lệ nợ, lợi nhuận, biến động thu nhập và tính thanh khoản. Do bối cảnh kinh tế của các quốc gia là khác nhau nên kết quả nghiên cứu cũng có sự khác nhau.
- **Lý thuyết sự phù hợp:** trong nghiên cứu “Các nhân tố quyết định vay mượn của công ty” Myers (1977) cho rằng sự phù hợp giữa kỳ hạn của tài sản và kỳ hạn của các khoản nợ giúp công ty kiểm soát xung đột giữa các cổ đông và chủ nợ, góp phần giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức. Đa dạng hóa tài sản có thể làm tăng khoản nợ mà công ty có thể vay. Tài sản có thể được xem như sự đảm bảo cho việc thanh toán nợ. Kỳ hạn của tài sản cần phải phù hợp với kỳ hạn của nợ. Nghĩa là, mức độ nợ nên giảm tương ứng với việc sụt giảm trong giá trị của tài sản. Bằng lập luận khác nhưng Stohs và Mauer (1996) cũng đưa ra những kết luận tương tự về sự phù hợp với kỳ hạn nợ. Khi công ty có kỳ hạn của tài sản dài hơn kỳ hạn của nợ, dòng tiền từ những tài sản của công ty sẽ không đủ để đáp ứng các khoản nghĩa vụ

nợ. Tóm lại, lý thuyết sự phù hợp cho rằng các công ty cần đạt được sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và kỳ hạn của tài sản nhằm giúp công ty giảm rủi ro thanh khoản khi đến hạn thanh toán nợ gốc. Nói cách khác, khi hạn của nợ đến trước kỳ hạn của tài sản, dòng tiền thu được từ tài sản có thể không đủ để hoàn trả toàn bộ tiền nợ gốc. Ngược lại, nếu kỳ hạn của nợ dài hơn kỳ hạn của tài sản thì có một khoản nợ chưa thể thanh toán dù các dòng tiền thu được từ tài sản đã kết thúc. Do đó vấn đề về thanh khoản luôn tồn tại trong cả hai trường hợp. Lý thuyết sự phù hợp đã được rất nhiều nhà khoa học trên thế giới vận dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty tại các quốc gia có nền kinh tế đang phát triển, nền kinh tế mới nổi như nghiên cứu của Costa và cộng sự (2014), Terra (2011) ... hay các nước thuộc khu vực Châu Á như nghiên cứu của Cai và cộng sự (2008). Trong những nghiên cứu này, lý thuyết sự phù hợp được đại diện bởi tài sản hữu hình và kỳ hạn tài sản. Do bối cảnh kinh tế của các quốc gia là khác nhau nên kết quả nghiên cứu cũng có sự khác nhau.

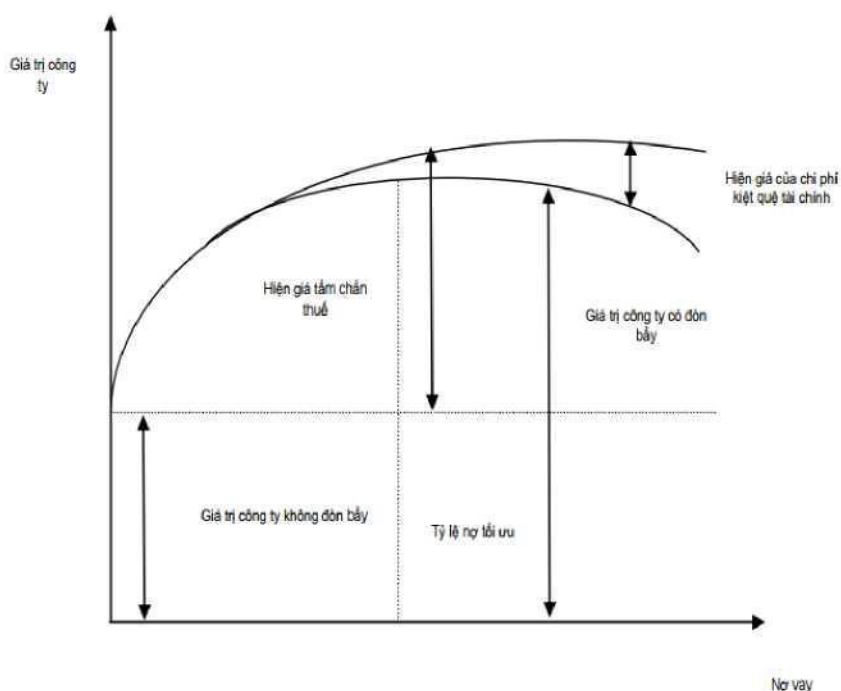
2.1.3 Ảnh hưởng của thuế lên CTKHN

Một trong những ưu điểm lớn nhất của việc dùng nợ thay cho vốn chủ sở hữu đó là lãi suất mà DN phải trả trên nợ được miễn thuế. Trong khi đó thì cổ tức hay các hình thức chi trả khác cho chủ sở hữu đều bị đánh thuế. Nếu thay vốn chủ sở hữu bằng nợ thì sẽ giảm được thuế DN phải trả, và vì thế tăng giá trị của DN lên. Công ty sử dụng nhiều NDH khi cấu trúc kỳ hạn của lãi suất có hệ số gốc dương. Lý thuyết này cho thấy rằng CTKHN tối ưu là sự đánh đổi giữ lợi ích từ thuế cho các khoản nợ của Công ty và những bất lợi của chi phí đại diện.

Thị trường không hoàn hảo do có thuế sẽ khiến công ty vay nợ nhiều hơn là huy động vốn từ cổ đông do thuế có tác động làm giảm chi phí lãi vay. Brick và Ravid (1985) khi nghiên cứu về “Sự phù hợp của CTKHN” đã phát triển một mô hình lý thuyết thể hiện mối tương quan giữa thuế và CTKHN. Trong nghiên cứu này, đầu tiên Brick và Ravid (1985) xây dựng định đề không liên quan, thể hiện mối quan hệ giữa CTKHN và giá trị của công ty. Brick và Ravid (1985) nghiên cứu về cấu trúc kỳ hạn nợ dựa trên một vài giả định là cố định tỷ lệ nợ nghĩa là các khoản thanh toán ròng cho trái chủ là như nhau với những CTKHN khác nhau; dòng tiền là ngẫu nhiên; thị trường vốn hoàn hảo (có thể có thuế); việc tăng giá của trái phiếu được tích lũy giữa kỳ hiện tại so với kỳ trước được khấu trừ thuế. Với các giả định trên, định đề không liên quan của

Brick và Ravid (1985) được phát biểu là “Những thay đổi trong cấu trúc kỳ hạn nợ sẽ không ảnh hưởng đến giá trị hiện tại của công ty”.

Bởi vì công ty có thể không trả được nợ đã hứa, giá trị kỳ vọng của các khoản nợ thuế của công ty phụ thuộc vào cơ cấu kỳ hạn của nợ bất cứ khi nào cơ cấu kỳ hạn của lãi suất không bằng phẳng. Họ giả định rằng xác suất vỡ nợ tăng lên theo thời gian và giá trị của lá chắn thuế lãi suất của công ty sẽ giảm khi vỡ nợ. (Điều này xảy ra chẳng hạn, nếu trong quá trình tái tổ chức, công ty phải đối mặt với những ràng buộc về việc sử dụng các biện pháp hỗ trợ giảm thuế).



Nguồn: Myer (1984)

Nếu đường cong lợi tức dốc lên, giả thuyết kỳ vọng ngụ ý rằng trong những năm đầu CP lãi vay do phát hành NDH lớn hơn CP lãi vay dự kiến từ việc luân chuyển NNH. Nhưng CP lãi vay sẽ ít hơn trong những năm sau đó. Trong trường hợp này, việc phát hành NDH làm giảm nghĩa vụ thuế dự kiến của công ty và do đó làm tăng giá trị thị trường hiện tại của công ty. Ngược lại, nếu CTKHN dốc xuống, việc phát hành NNH làm tăng giá trị doanh nghiệp. Do đó, giả thuyết thuế ngụ ý rằng các Công ty sử dụng nhiều NDH hơn khi cấu trúc kỳ hạn có độ dốc dương.

Công ty có thể phá sản dưới áp lực phải trả các khoản vay đến hạn, tiền thuế kỳ vọng của công ty phụ thuộc vào kỳ hạn nợ, khả năng phá sản tăng theo thời gian. Nếu

đường cong lãi suất hướng lên, trong những năm đầu chi phí lãi vay từ việc phát hành NDH lớn hơn chi phí lãi vay từ việc phát hành NNH nhưng chi phí này sẽ ít hơn những năm sau đó. Công ty thích vay NDH khi đường cong lãi suất có độ dốc hướng lên vì hiện giá của chẵn thuế là cao nhất.

Lý thuyết đánh đổi linh hoạt (Dynamic Trade –off Theory) cho rằng cấu trúc vốn và CTKHN tối ưu được xác định bởi sự đánh đổi linh hoạt giữa lợi ích về thuế của nợ và chi phí phá sản khi công ty phản ứng giữa các cú sốc bất lợi ngay lập tức bằng cách tái cân bằng cấu trúc vốn duy trì một tỷ lệ nợ cao/CTKHN dài để tận dụng các lợi ích từ thuế và lãi suất.

Bảng 2.1 dưới đây sẽ tóm tắt những lập luận chính và biến đại diện cho những lý thuyết liên quan đến CTKHN của công ty, đồng thời giới thiệu một số nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã vận dụng những lý thuyết này trong nghiên cứu về CTKHN của công ty.

Bảng 2.1: Tóm tắt lý thuyết liên quan đến CTKHN của công ty

Lý thuyết	Tác giả	Nội dung	Biến đại diện	Ứng dụng
Lý thuyết chi phí đại diện (The Agency cost of theory)	Barnea et Myers (1980); (1977)	Mâu thuẫn giữa nhà quản lý và cổ đông, mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ có thể được giải quyết bằng cách hoặc sử dụng NNH hoặc phù hợp kỳ hạn, đây mô là cách thường được xem là al, hiệu quả nhất. Do đó, trong điều kiện xung đột thường xuyên xảy ra, lý thuyết này dự đoán NNH sẽ thường được sử dụng. Vấn đề đại diện liên quan đến việc sử dụng nợ, gồm đầu tư dưới mức, đầu tư thái quá và thay thế tài sản. Những vấn đề này sẽ làm	Quy sự (2008), Terra (2011),	Cai và cộng sự (2012), Terra trưởng (2013), Costa và cộng sự (2014),
				Lemma và Negash công cơ Matues và Terra trưởng (2013), Costa và cộng sự (2014)
Lý thuyết	Tác giả	Nội dung	Biến đại diện	Ứng dụng

tăng xác suất của khánh kiệt tài chính.			
<i>Trong thị trường tài chính,</i>			
người đi vay là người nắm rõ thông tin về mình nên sẽ được lợi nhiều hơn trong giao dịch, ngược lại người cho vay cũng không dễ dãi nếu không biết rõ về khách hàng của mình. Để giao dịch thành công, người đi vay phải phát tín hiệu rằng mình			
Lý thuyết bất cân xứng thông tin (Asymmetric Information Theory)	Akerlof (1970); Akerlof và các cộng sự (2001)	là người có khả năng trả được	Flannery,
		nợ tốt: các tín hiệu như uy tín	M. J.
		của công ty, quy mô và danh	Tính (1986),
		tiếng công ty, năng lực tài	thanh Matues và
		chính, tài sản bảo đảm,...	khoản, Terra
		Tương tự như vậy, để hạn chế	khả (2013),
		lựa chọn ngược, người cho vay	năng chi X An, Y
		thường áp dụng hạn mức tín	trả nợ Deng, SA
		dụng khác nhau đối với mỗi đối	Gabriel
		tượng vay, dự án và thời hạn	(2011)
vay; trên thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư thường sàng lọc và thường lựa chọn đầu tư vào các công ty có thông tin minh bạch, uy tín, hoạt động hiệu quả. Để giảm thiểu rủi ro đạo đức, các nhà đầu tư xây dựng cơ chế giám sát có thể dưới dạng trực tiếp hoặc gián			

Lý thuyết	Tác giả	Nội dung	Bin đại diện	Ứng dụng
		tiếp. Cơ chế giám sát trực tiếp là việc nhà đầu tư tự bỏ ra nguồn lực để đạt được kiểm soát thông tin của đối tác. Cơ chế giám sát gián tiếp thông qua thông tin thu thập từ các nhà tổ chức thị trường như Ủy ban chứng khoán nhà nước, Sở giao dịch chứng khoán từ các nguồn thông tin bắt buộc cung cấp.		
		Thông qua việc phát hành nợ của công ty, các nhà đầu có thể kết luận về chất lượng của công ty. Công ty có chất lượng cao sẽ vay ngắn hạn để được hưởng lợi từ việc cung cấp những thông tin tích cực. Công ty có chất lượng thấp thích vay dài hạn để tránh rủi ro thanh khoản bởi vì nếu thông tin của công ty bị lộ sẽ ảnh hưởng đến việc tái tài trợ nếu vay ngắn hạn. Tuy nhiên, công ty có chất lượng thấp sẽ bị sàng lọc ra khỏi thị trường cho vay dài hạn nên buộc phải vay ngắn hạn.		Cai và cộng sự (2008),
Lý thuyết tín hiệu	Flannery (1986); Diamond (1991)	thấp thích vay dài hạn để tránh rủi ro thanh khoản bởi vì nếu thông tin của công ty bị lộ sẽ ảnh hưởng đến việc tái tài trợ nếu vay ngắn hạn. Tuy nhiên, công ty có chất lượng thấp sẽ bị sàng lọc ra khỏi thị trường cho vay dài hạn nên buộc phải vay ngắn hạn.	Tỷ lệ nợ, lợi nhuận, biến động thu nhập, tính tn	Lemma và Negash (2012), Matues và Terra (2013), Costa và cộng sự (2014)
		Lập luận tương tự đối với xếp hạng tín dụng. Công ty với xếp hạng tín dụng cao sẽ vay ngắn hạn để được hưởng lợi từ thông		

Lý thuyết	Tác giả	Nội dung	Biến đại điện	Ứng dụng
		tin cá nhân, trong khi đó công ty xếp hạng tín dụng thấp buộc phải vay ngắn hạn. Công ty với xếp hạng tín dụng trung bình vay dài hạn nhằm tránh rút hạn trong xếp hạng tín dụng và các vấn đề về thanh khoản trong việc tái tài trợ nếu là nợ ngắn hạn.		
Lý thuyết sự phù hợp (The Matching theory)	Morris (1976)	Công ty có thể tự phòng tránh rủi ro lãi suất bằng cách phù hợp về thời gian giữa nợ và tài sản hình thành từ nợ. Tốt nhất là tài sản và nợ phải có cùng kỳ hạn. Nếu sử dụng nhiều nợ ngắn hạn, công ty sẽ gặp rủi ro trong việc tái tài trợ các khoản vay hữu hình, ngắn hạn. Đây thực sự là rủi ro kỳ hạn tài cho công ty. Vì vậy, để tránh tình trạng thanh khoản không hiệu quả, công ty có thu nhập không ổn định thích vay nợ dài hạn.	Tài sản hữu hình, sản	Cai và cộng sự (2008), Terra (2011), Costa và cộng sự (2014)
Lý thuyết dựa trên thuế (The Taxbased theory)	Brick and Ravid (1985); Brick and Ravid	Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn có sự khác nhau về lợi ích thuế, do có sự khấu trừ chi phí lãi vay. Phụ thuộc vào cấu trúc kỳ hạn của lãi suất, công ty tìm cách tối đa hóa giá trị hiện tại ròng (NPV) thông qua cấu trúc kỳ	Thuế, cấu trúc kỳ hạn của lãi suất	Cai và cộng sự (2008), Terra (2011), Lemma và Negash

Lý thuyết	Tác giả	Nội dung	Biến đại diện	Ứng dụng
	(1991)	hạn nợ tối ưu của nợ, dẫn đến một sự gia tăng về lợi ích thuế. Tùy thuộc vào lãi suất, cho dù là được mô hình hóa ngẫu nhiên hay không thì cấu trúc kỳ hạn và phí kỳ hạn đều được xác định là nhân tố dự đoán của kỳ hạn nợ.		(2012), Matues và Terra (2013), Costa và cộng sự (2014)
<i>(Nguồn tổng hợp)</i>				

2.2. Các giả thuyết nghiên cứu, thực nghiệm và biến đại diện

Nhiều tác giả trên thế giới và Việt Nam đã nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN của các công ty và thông qua đánh giá tính đúng đắn của các lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết bất cân xứng thông tin và thuế trong thực tiễn. Tác giả đã tham khảo bài viết và nghiên cứu của các nhà khoa học đi trước như sau:

> **Leverage and the Maturity Structure of Debt in Emerging Markets**

Mateurs và Terra (2013) tại một thị trường mới nổi rộng lớn gồm nhiều quốc gia, sự lựa chọn giữa nợ và vốn CSH với quyết định giữa NNH và NDH. Các kết quả thực nghiệm cho thấy tác động chéo giữa đòn bẩy LEV và CTKHN hoạt động hoàn toàn ngược lại giữa các mẫu Mỹ Latin và Đông Âu. Tính thanh khoản và quy mô của công ty có tương quan nghịch biến với NDH

> **Debt Maturity Choices of firm: Evidence from African Countries**

Lemma và Negash (2012) về sự lựa chọn KHN của các DN tại các quốc gia thuộc châu Phi cho thấy: các nhân tố biến động thu nhập và kỳ hạn tài sản có tác động dương đến KHN. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận, cơ hội tăng trưởng, quy mô và thuế của công ty không có tác động đến KHN

> **Debt Maturity Choices Determinants of corporate debt maturity in South America**

Kirch và Terra (2012) về sự Lựa chọn & các yếu tố có ảnh hưởng bậc nhất đến quyết định CTKHN của các công ty tại Nam Mỹ cho thấy rằng thuế có tác động âm đến CTKHN. Kết quả ủng hộ giả thuyết rằng chất lượng của các tổ chức

quốc gia là một yếu tố quan trọng quyết định đến hoạt động tài trợ của DN nói chung và thời gian đáo hạn nợ nói riêng

> **Corporate Debt Maturity An International Comparison of Firm Debt**

Maturity Choices

Correia và cộng sự (2014) tại các quốc gia Châu Âu về KHN, một so sánh quốc tế về các lựa chọn CTKHN của các công ty tìm thấy bằng chứng các nhân tố thuế không có tác động đến CTKHN. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng đạt được kết quả tương tự như Lemma và Negash khi kết luận rằng quy mô của hệ thống NH càng phát triển thì các công ty này càng sử dụng nhiều NNH.

> **Các nghiên cứu của các nhà khoa học Việt Nam**

Nguyễn Thanh Nhã (2018) về “*Các nhân tố tác động đến CTKHN của công ty tại Việt Nam*” cho thấy, CTKHN của công ty tại Việt Nam là cấu trúc động. Nhân tố nội tại gồm thu nhập và thuế có tương quan âm với CTKHN. Trong khi tỷ lệ nợ, biến động thu nhập, tính thanh khoản, tài sản hữu hình, kỳ hạn tài sản và quy mô có tương quan dương, cơ hội tăng trưởng của công ty không có tác động với CTKHN.

Trịnh Thị Hoạt (2015) về “*Các nhân tố ảnh hưởng đến CTKHN của các công ty niêm yết - bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam*”. Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô công ty, kỳ hạn của tài sản, khả năng thanh khoản, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ cùng chiều với CTKHN. Ngược lại CTKHN có mối tương quan âm với độ biến động lợi nhuận và thuế ở các công ty cổ phần Việt Nam. >

Nghiên cứu về tác động của nhân tố Tỷ lệ khả năng chi trả nợ - DSCR

X An, Y Deng, SA Gabriel (2011) trong “*Thông tin bất đối xứng, lựa chọn đối nghịch và định giá của CMBS*” (*Asymmetric information, adverse selection, and the pricing of CMBS*). Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong tài liệu về bất động sản, bằng chứng đáng kể cho thấy rằng tỷ lệ cho vay trên TSDB (LTV) và DSCR của các khoản vay thế chấp thương mại là những yếu tố dự đoán quan trọng về rủi ro vỡ nợ (xem, ví dụ, Episcopos, Pericli, và Hu, 1998; Archer, Elmer, Harrison và Ling, 2002; Goldberg and Capone, 2002; Ciochetti, Deng, Gao và Yao, 2002; Seslenand Wheaton, 2010; Yildirim, 2008; An, Deng và Sanders, 2009). Nghiên cứu dự đoán rằng việc tăng LTV sẽ ảnh hưởng tích cực đến chênh lệch cho vay CMBS, trong khi việc tăng DSCR sẽ có tác động ngược lại (kết quả hồi quy chỉ ra

rằng các kết quả nghiên cứu phần lớn phù hợp với việc thay thế DSCR cho LTV trong phân tích hồi quy)

Jason Fernando (2022) trong “**Coverage Ratio (DSCR): How To Use and Calculate It**” về DSCR trong tài chính DN, là thước đo dòng tiền có sẵn để thanh toán các nghĩa vụ nợ hiện tại. DSCR là một chỉ số được sử dụng rộng rãi để đánh giá sức khỏe tài chính của một công ty, đặc biệt là những công ty có tỷ lệ vay nợ cao và nợ nhiều. Tỷ số này so sánh tổng các nghĩa vụ nợ của một công ty với thu nhập hoạt động của công ty đó. DSCR là một thước đo thường được sử dụng khi đàm phán các hợp đồng cho vay giữa các công ty và Ngân hàng. Ví dụ: một DN đăng ký hạn mức tín dụng có thể có nghĩa vụ đảm bảo rằng DSCR của họ không giảm xuống dưới 1,25. Nếu đúng như vậy, người đi vay có thể được coi là đã không trả được nợ. Ngoài việc giúp các ngân hàng QLRR của họ, DSCR cũng có thể giúp các nhà phân tích và nhà đầu tư khi phân tích sức mạnh tài chính của một DN

Đây được cho là trường hợp dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 và hiện nay Việt Nam cũng đang rơi vào tình trạng tài chính tương tự: Những người đi vay dưới chuẩn được cấp vốn khi có TSTC mà dễ dàng vượt qua các bước thẩm định chặt chẽ. Khi những người đi vay này bắt đầu vỡ nợ hàng loạt, các TCTD đã cấp vốn cho họ sụp đổ.

Bảng 2.2: Tổng hợp kết quả nghiên cứu thực nghiệm về tác động của các nhân tố nội tại

Cơ sở lý thuyết	Biến	Các nghiên cứu thực nghiệm	
		Tác giả	Tương quan
Lý thuyết tín hiệu	Tỷ lệ nợ (LEV)	Nguyễn Thanh Nhã (2018) Correia và cộng sự (2014) Trịnh Thị Hoạt (2015)	+
		Mateurs và Terra (2013)	+ / -
		Cai và cộng sự (2018) Kirch, G., & Terra (2012)	0
		Fan và cộng sự (2012)	+
	Lợi nhuận (PROF)	Correia và cộng sự (2014) Nguyễn Thanh Nhã (2018)	-
		Lemma và Negash (2012) Kirch, G., & Terra (2012)	0
	Biến động thu nhập (VOL)	Lemma và Negash (2012) Nguyễn Thanh Nhã (2018)	+
		Flannery (1986) Stephan và cộng sự (2011) Trịnh Thị Hoạt (2015)	-
		Cai và cộng sự (2008)	0
	Tính thanh khoản (LIQ)	Cai và cộng sự (2008) Trịnh Thị Hoạt (2015) Nguyễn Thanh Nhã (2018)	+
Mateurs, C., & Terra (2013)		-	
Lý thuyết sự phù hợp	Tài sản hữu hình (TAN)	Mateurs, C., & Terra (2013)	0
		Kirch, G., & Terra (2012) Nguyễn Thanh Nhã (2018)	+
	Kỳ hạn tài sản (AM)	Nguyễn Thanh Nhã (2018) Correia và cộng sự (2014) Lemma và Negash (2012) Trịnh Thị Hoạt (2015)	+
		Kirch, G., & Terra, P. R. S. (2012)	0

Cơ sở lý thuyết	Biến	Các nghiên cứu thực nghiệm	
		Tác giả	Tương quan
Lý thuyết chi phí đại diện	Quy mô công ty (SIZE)	Correia và cộng sự (2014) Nguyễn Thanh Nhã (2018) Trịnh Thị Hoạt (2015)	+
		Mateurs, C., & Terra (2013)	-
	Cơ hội tăng trưởng (GROW)	Lemma và Negash (2012) Mateurs, C., & Terra (2013)	0
		Correia và cộng sự (2014) Lemma và Negash (2012) Kirch, G., & Terra (2012) Mateurs, C., & Terra (2013) Nguyễn Thanh Nhã (2018)	0
Lý thuyết Thuế dựa trên thuế		Fan và cộng sự (2012) Mateurs, C., & Terra (2013)	+
		Kirch, G., & Terra (2012) Cai và cộng sự (2008) Nguyễn Thanh Nhã (2018) Trịnh Thị Hoạt (2015)	
		Correia và cộng sự (2014) Lemma và Negash (2012)	0
Lý thuyết bất cân xứng thông tin	Khả năng chi trả nợ (DSCR)	X An, Y Deng, SA Gabriel (2011) Jason Fernando (2022)	

(Nguồn tổng hợp)

Chương 2 đã trình bày được những vấn đề liên quan đến cơ sở lý thuyết về CTKHN của công ty. Theo đó, luận văn đã tiến hành tổng hợp kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm về CTKHN của công ty trên thế giới và tại Việt Nam. Qua đó tạo nên cơ sở vững chắc giúp tác giả xây dựng nên mô hình nghiên cứu, hệ thống các biến cũng như các phương pháp nghiên cứu phù hợp cho việc phân tích tác động của các nhân tố nội tại đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty quản trị ngành Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam, cũng như tìm kiếm bằng chứng cho thấy các công ty tại Việt Nam có điều chỉnh cấu trúc kỳ hạn nợ.

CHƯƠNG 3

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Chọn mẫu và dữ liệu nghiên cứu

Trước khi xảy ra đại dịch COVID -19, ngành du lịch đã có bước tăng trưởng vượt bậc (tỷ lệ đóng góp vào GDP năm 2015 là 6,3%), tuy nhiên, khách du lịch sụt giảm sau mỗi đợt bùng phát dịch, ngành du lịch trải qua nhiều thời gian bị gán như "đóng băng". Theo số liệu của Tổ chức Du lịch thế giới (UNWTO), ngành du lịch thế giới thiệt hại khoảng 2,4 nghìn tỷ USD trong năm 2021. Ở trong nước, áp lực lạm phát tăng cao và những diễn biến không thuận lợi của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, thị trường bất động sản, ... đã tác động mạnh đến hoạt động tiền tệ, ngân hàng. Việc mở rộng tín dụng của NHNN đi đôi với việc kiểm soát rủi ro kỳ hạn để đảm bảo thanh khoản, an toàn hoạt động, đảm bảo khả năng chi trả cho doanh nghiệp; đồng thời, trường hợp cần thiết hỗ trợ với kỳ hạn dài hơn để các TCTD yên tâm hơn khi cấp tín dụng. Theo đó, các TCTD sẽ phải lựa chọn khách hàng tốt để cho vay, đó là những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính vững mạnh.

Mẫu nghiên cứu được thu thập dưới dạng bảng, thực hiện nghiên cứu các nhân tố nội tại tác động đến CTKHN với mẫu gồm 30 công ty quản trị Khách sạn – Du lịch phi tài chính niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2005 – 2021, khoảng thời gian dài (17 năm) để đủ cơ sở dữ liệu đo lường cũng như thấy được bức tranh diễn biến của Ngành này tại Việt Nam trải qua các giai đoạn kinh tế phồn thịnh và ảnh hưởng giảm suy như thế nào... Để đánh giá tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN của các Công ty này, tác giả sử dụng dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 30 công ty trên. Ngoài ra, dữ liệu cũng được bổ sung từ kho dữ liệu của Cophieu68, thỏa mãn các điều kiện sau:

- (1) Công ty nghiên cứu là công ty phi tài chính.
- (2) Báo cáo tài chính dùng để thu thập dữ liệu nghiên cứu phải được kiểm toán.
- (3) Công ty phải có dữ liệu các biến đầy đủ trong suốt khoảng thời gian nghiên cứu.
- (4) Công ty có kết quả kinh doanh tích cực, tức là lợi nhuận sau thuế phải dương trong khoảng thời gian nghiên cứu. (Theo Stephan (2011) các giá trị dị biệt có

thể gây ra sai lệch kết quả ước lượng)

3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được tác giả xây dựng dựa trên nghiên cứu của Mateurs và Terra (2013). Kỹ thuật cơ bản để ước lượng mô hình nợ đến hạn là ước lượng OLS tổng hợp. Những nhân tố nội tại được nghiên cứu gồm tỷ lệ nợ, lợi nhuận, biến động thu nhập, tính thanh khoản, tài sản hữu hình, kỳ hạn tài sản, cơ hội tăng trưởng, quy mô công ty và thuế. Do quan tâm đến lĩnh vực Tài chính – Đầu tư trong ngành Khách sạn – Du lịch cũng như kế thừa và tiếp nối những khoảng trống của các nhà khoa học đi trước, bài nghiên cứu lựa chọn thêm nhân tố khả năng chi trả nợ (DSCR) của doanh nghiệp vào mô hình nghiên cứu vì đây cũng là một loại “tiêu chí” đảm bảo được cho khoản vay và giúp doanh nghiệp phát huy tối đa khả năng tạo dòng tiền ròng một cách hiệu quả. Mô hình tổng quát được viết lại như sau:

$$MR_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 LEV_{i,t} + \theta_2 PROF_{i,t} + \theta_3 VOL_{i,t} + \theta_4 LIQ_{i,t} + \theta_5 TAN_{i,t} + \theta_6 AM_{i,t} + \theta_7 SIZE_{i,t} + \theta_8 GROW_{i,t} + \theta_9 TAX_{i,t} + \theta_{10} DSCR_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$MR_{i,t}$	Cấu trúc kỳ hạn nợ của	Công ty i tại năm t
$LEV_{i,t}$	Tỷ lệ nợ	Công ty i tại năm t
$PROF_{i,t}$	Lợi nhuận	Công ty i tại năm t
$VOL_{i,t}$	Biến động thu nhập	Công ty i tại năm t
$LIQ_{i,t}$	Tính thanh khoản	Công ty i tại năm t
$TAN_{i,t}$	Tài sản hữu hình	Công ty i tại năm t
$AM_{i,t}$	Kỳ hạn tài sản	Công ty i tại năm t
$SIZE_{i,t}$	Quy mô	Công ty i tại năm t
$GROW_{i,t}$	Cơ hội tăng trưởng	Công ty i tại năm t
$TAX_{i,t}$	Thuế suất	Công ty i tại năm t

$DSCR_{i,t}$ Tỷ số khả năng chi trả nợ Công ty i tại năm t

$\varepsilon_{i,t}$ Sai số.

3.3. Mô tả biến

Dựa trên bài nghiên cứu gốc của Stephan và cộng sự (2011) và chuẩn mực kế toán Việt Nam. Các biến trong mô hình được xác định và tính toán như sau:

3.3.1. Biến phụ thuộc:

1) Cấu trúc kỳ hạn nợ (ký hiệu MR)

Đề đại diện cho CTKHN của công ty, hầu hết các tác giả sử dụng Tỷ trọng của nợ dài hạn trong tổng nợ để đại diện: Stephan và cộng sự (2011), Costa và cộng sự (2014). Biến đo lường cấu trúc kỳ hạn nợ MR được tính toán theo tiêu chuẩn kế toán ở Việt Nam. Trong đó, nợ dài hạn bao gồm: phải trả dài hạn người bán, phải trả dài hạn nội bộ, phải trả dài hạn khác, vay và nợ dài hạn.

Công thức tính:

$$MR = \frac{\text{Vay nợ dài hạn}}{\text{Vay nợ dài hạn} + \text{Vay nợ ngắn hạn}}$$

2) Hệ số khả năng thanh toán tổng quát – HTQ

Đây là biến phản ánh khả năng thanh toán chung của DN trong kỳ báo cáo. HTQ cho biết DN có khả năng thanh toán được bao nhiêu lần nợ phải trả bằng tổng tài sản. "Tổng số tài sản" được phản ánh ở chỉ tiêu "Tổng cộng tài sản" (Mã số 270) và "Nợ phải trả" phản ánh ở chỉ tiêu "Nợ phải trả" (Mã số 300) trên Bảng cân đối kế toán. Chỉ số này phản ánh tổng quát nhất năng lực thanh toán của DN trong ngắn và dài hạn

Công thức tính:

$$HTQ = \frac{\text{Tổng TS}}{\text{Nợ phải trả}}$$

Hệ số khả năng thanh toán tổng quát (HTQ) thể hiện:

– HTQ > 2: Phản ánh khả năng thanh toán của doanh nghiệp rất tốt, tuy nhiên hiệu quả sử dụng vốn có thể không cao và đòn bẩy tài chính thấp. Doanh nghiệp sẽ khó có bước tăng trưởng vượt bậc.

– $1 \leq \text{HTQ} < 2$: Phản ánh về cơ bản, với lượng tổng TS hiện có, doanh nghiệp hoàn toàn đáp ứng được các khoản nợ tới hạn.

– $0 \leq \text{HTQ} < 1$: Thể hiện khả năng thanh toán của doanh nghiệp thấp, khi chỉ số càng tiến dần về 0, doanh nghiệp sẽ mất dần khả năng thanh toán, việc phá sản có thể xảy ra nếu doanh nghiệp không có giải pháp thực sự phù hợp.

3) **Hệ số khả năng thanh toán tức thời – HNTT**

Đây là biến cho thấy khả năng đáp ứng các khoản nợ ngắn hạn của DN là cao hay thấp. HNTT cho biết DN có khả năng thanh toán được bao nhiêu lần nợ ngắn hạn bằng tài sản ngắn hạn. Nợ ngắn hạn là những khoản nợ mà DN phải thanh toán trong vòng một năm hay một chu kỳ kinh doanh. Tài sản ngắn hạn được phản ánh ở chỉ tiêu "Tài sản ngắn hạn" Mục A (Mã số 100) và "nợ ngắn hạn" được phản ánh ở chỉ tiêu I "Nợ ngắn hạn" (Mã số 310) trên Bảng cân đối kế toán.

Công thức tính:

$$\text{Tiền} + \text{các khoản tương đương tiền HNTT} = \text{NNH}$$

Tiền và các khoản tương đương tiền ở đây bao gồm tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, tiền đang chuyển, các khoản đầu tư chứng khoán ngắn hạn và các khoản đầu tư ngắn hạn khác có thể dễ dàng chuyển đổi thành tiền trong thời hạn 3 tháng mà không gặp rủi ro lớn.

Hệ số này đặc biệt hữu ích khi đánh giá tính thanh khoản của một doanh nghiệp trong giai đoạn nền kinh tế đang gặp khủng hoảng (khi mà hàng tồn kho không tiêu thụ được, các khoản phải thu khó thu hồi). Tuy nhiên, trong nền kinh tế ổn định, dùng tỷ số khả năng thanh toán tức thời đánh giá tính thanh khoản của một doanh nghiệp có thể xảy ra sai sót. Bởi lẽ, một doanh nghiệp có một lượng lớn nguồn tài chính không được sử dụng đồng nghĩa do doanh nghiệp đó sử dụng không hiệu quả nguồn vốn.

Hệ số khả năng thanh toán hiện thời thể hiện:

HNTT thấp, đặc biệt < 1 : Thể hiện khả năng trả nợ của doanh nghiệp yếu, là dấu hiệu báo trước những khó khăn tiềm ẩn về tài chính mà doanh nghiệp có thể gặp phải trong việc trả các khoản nợ ngắn hạn. Khi HNTT càng dần về 0, doanh nghiệp càng mất khả năng chi trả, gia tăng nguy cơ phá sản.

HNTT cao (> 1): Cho thấy doanh nghiệp có khả năng cao trong việc sẵn sàng thanh toán các khoản nợ đến hạn. Tỷ số càng cao càng đảm bảo khả năng chi trả của doanh

ng nghiệp, tính thanh khoản ở mức cao. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, tỷ số quá cao chưa chắc phản ánh khả năng thanh khoản của doanh nghiệp là tốt. Bởi có thể nguồn tài chính không được sử dụng hợp lý, hay hàng tồn kho quá lớn dẫn đến việc khi có biến động trên thị trường, lượng hàng tồn kho không thể bán ra để chuyển hoá thành tiền.

3.3.2. Biến giải thích:

1) Tỷ lệ nợ - LEV

Stephan và cộng sự (2011), Lemma và Negash (2011) cho thấy có sự gia tăng rủi ro thanh khoản với đòn bẩy, do đó các DN có đòn bẩy cao có thể được dự kiến sẽ sử dụng NDH hơn để giảm bớt rủi ro kiệt quệ tài chính liên quan đến việc sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn. Đòn bẩy được tính bằng tỷ lệ tổng nợ và tổng tài sản của công ty.

Công thức tính:

$$LEV = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

2) Lợi nhuận – PROF

Lý thuyết dựa trên thuế cho rằng lợi nhuận của công ty liên quan trực tiếp đến kỳ hạn nợ. Công ty hoạt động có lợi nhuận thì thu nhập chịu thuế sẽ cao hơn, do đó nhận được lợi ích thuế nhiều hơn từ các khoản nợ dài hạn. Bởi vì NDH có thể giúp Công ty chọn lựa thời điểm thuế phù hợp để mua lại hoặc tái phát hành thêm nợ. Mặt khác, lý thuyết tín hiệu cho rằng việc vay NNH giúp thị trường nhận diện được chất lượng của DN. Chỉ DN có lợi nhuận cao mới vay NNH vì nó được tin tưởng vào khả năng tái tài trợ trong tương lai (Flannery, 1986). Như vậy, theo lý thuyết dựa trên thuế, Công ty có lợi nhuận nhiều sẽ sử dụng nhiều nợ NDH. Ngược lại, những lập luận dựa vào lý thuyết tín hiệu cho rằng công ty hoạt động tốt, có lợi nhuận sẽ sử dụng nhiều NNH.

Kết quả từ những nghiên cứu thực nghiệm cũng không thống nhất với nhau. Cùng nghiên cứu kỳ hạn nợ của các Công ty tại các quốc gia phát triển nhưng Fan và cộng sự (2012) tìm thấy mối tương quan dương giữa kỳ hạn nợ và lợi nhuận. Lợi nhuận, được xác định bởi tỷ lệ giữa EBIT và tổng tài sản của Công ty

Công thức tính:

$$\frac{EBIT}{PROF} = \frac{\text{Tổng tài sản}}$$

3) Biến động thu nhập – VOL

Độ biến động lợi nhuận cũng là một nhân tố đại diện cho tình hình tài chính của các công ty. Flannery (1986) cho rằng các công ty có độ biến động lợi nhuận thấp càng có khả năng để phát hành nợ dài hạn. Độ biến động trong bài nghiên cứu này được đo lường bằng logarit tự nhiên của (độ lệch chuẩn của sai phân bậc nhất của lợi nhuận giữ lại chia cho tổng tài sản).

Công thức tính:

$$VOL = Ln \frac{\text{Độ lệch chuẩn (Lợi nhuận giữ lại } t - \text{Lợi nhuận giữ lại } t-1)}{\text{Tổng tài sản}}$$

4) Tính thanh khoản – LIQ

Một nhân tố khác cũng đại diện cho tình hình tài chính của DN là khả năng thanh khoản. Stephan và cộng sự (2011), Costa và cộng sự (2014) cho thấy rằng những DN có rủi ro thanh khoản càng thấp, thì càng có xu hướng sử dụng NNH trong CTKHN và ngược lại. Khả năng thanh khoản được đại diện bằng tỷ số thanh toán hiện hành và được tính bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn.

Công thức tính:

$$LIQ = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ phải trả ngắn hạn}}$$

5) Tài sản hữu hình – TAN

Theo lý thuyết sự phù hợp, nhằm giảm thiểu rủi ro và chi phí kiệt quệ tài chính, kỳ hạn của những khoản vay nợ cần phải phù hợp với kỳ hạn của tài sản trong DN. Tài sản sử dụng lâu dài nên được tài trợ bằng những khoản vay nợ dài hạn. Bằng nghiên cứu thực nghiệm, Krich và Terra (2012) phát hiện mối tương quan dương giữa TSCĐ và kỳ hạn nợ. Những DN có nhiều tài sản hữu hình có thể thế chấp tốt hơn, chi phí phá sản thấp hơn do đó có thể vay nợ với kỳ hạn dài hơn. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của Mateurs và Terra (2013) và Costa và cộng sự (2014) lại không tìm thấy bằng chứng

nao chứng minh cho mỗi tương quan này. Tài sản hữu hình được xác định bởi tỷ lệ giữa tài sản cố định ròng và tổng tài sản.

Công thức tính:

$$TAN = \frac{\text{Tài sản cố định ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$$

6) Kỳ hạn tài sản – AM

Myers (1977) cho rằng một công ty có thể kiểm soát đầu tư dưới mức bằng cách rút ngắn kỳ hạn nợ. Dựa trên lý thuyết chi phí đại diện và nghiên cứu thực nghiệm của mình nhấn mạnh vai trò kỳ hạn tài sản đến quyết định CTKHN của công ty, kỳ hạn TS càng dài các DN càng sử dụng nhiều NDH. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cũng chỉ ra kỳ hạn tài sản có tương quan dương với kỳ hạn nợ của các DN như: Stohs & Mauer (1996) , Stephan và cộng sự (2011), Lemma và Negash (2011). Biến kỳ hạn tài sản được tính toán bằng tài sản cố định hữu hình ròng chia cho chi phí khấu hao.

Công thức tính:

$$AM = \frac{\text{Tài sản ròng} + \text{Nhà máy} + \text{MMTB}}{\text{Chi phí khấu hao}}$$

7) Quy mô – SIZE

Quy mô Công ty là một nhân tố đại diện cho việc xác định chi phí đại diện của các công ty, theo đó các công ty có quy mô nhỏ được coi là sẽ phát sinh chi phí đại diện nhiều hơn các công ty có quy mô lớn, và vấn đề chi phí đại diện lại ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn kỳ hạn nợ. Do đó quy mô công ty là một nhân tố quan trọng khi xem xét các nhân tố tác động lên kỳ hạn nợ. Biến quy mô công ty được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của tổng tài sản.

$$\text{Công thức tính: } SIZE = \ln(\text{tổng tài sản theo sổ sách})$$

8) Cơ hội tăng trưởng – GROW

Dựa trên lý thuyết chi phí đại diện, nghiên cứu của Myer (1977), công ty có càng nhiều cơ hội đầu tư, thì càng sử dụng nhiều NNH hơn trong cấu trúc nợ của mình để giảm vấn đề đầu tư dưới mức. Và cơ hội đầu tư có mối liên hệ mật thiết với tốc độ tăng trưởng, theo đó, các công ty càng có tốc độ tăng trưởng cao thì càng có nhiều cơ

hội đầu tư trong tương lai và ngược lại (Stephan và cộng sự (2011), Costa và cộng sự (2014)). Tốc độ tăng trưởng được tính toán bằng cách lấy tốc độ tăng trưởng doanh thu (doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ) chia cho tốc độ tăng trưởng tổng tài sản.

Công thức tính:

$$GROW = \frac{Nợ phải trả + Giá trị trường vốn}{Tổng tài sản}$$

9) Thuế - TAX

Lợi nhuận sau thuế cho biết quy mô lợi nhuận dành cho các chủ sở hữu của DN qua mỗi thời kỳ nhất định. Chỉ tiêu này cung cấp cơ sở cho việc đánh giá các chính sách kế toán của DN, trình độ quản trị chi phí hoạt động, năng lực sinh lời hoạt động của DN và nguồn gốc tăng trưởng bền vững về tài chính của DN. Do vậy, thuế sẽ là nhân tố quan trọng tác động đến quyết định lựa chọn kỳ hạn nợ của các DN. Stohs & Mauer (1996) chỉ ra rằng kỳ hạn nợ có tương quan với thuế suất. Tuy nhiên kỳ vọng dấu không giống nhau. Biến thuế suất phải nộp được tính bằng thuế phải nộp chia cho tổng thu nhập chịu thuế.

Công thức tính:

$$TAX = \frac{Thuế TNDN}{Thu nhập trước thuế}$$

10) Tỷ số khả năng trả nợ - DSCR

Hệ số trả nợ vay, Hệ số năng lực trả nợ, đôi khi viết tắt là DSCR (Debt service coverage ratio) là một tỷ số tài chính đánh giá khả năng thanh toán nợ nói chung của doanh nghiệp. Tỷ số này cho biết để chuẩn bị cho mỗi đồng trả nợ gốc và lãi, doanh nghiệp có bao nhiêu đồng có thể sử dụng được.

Công thức tính:

$$DSCR = \frac{EBIT - \text{Chi phí hoạt động}}{\text{Tổng nợ phải trả}}$$

Trong đó:

Thu nhập hoạt động ròng (EBIT) = Doanh thu - chi phí hoạt động.

Tổng nợ phải trả = Nợ gốc + Lãi vay * (1 - Thuế TNDN)

Ý nghĩa:

DSCR < 1: phản ánh doanh nghiệp không thể thanh toán các nghĩa vụ nợ hiện tại nếu chỉ dựa vào năng lực tài chính có sẵn. Đòi hỏi doanh nghiệp cần dựa vào các nguồn lực đi vay bên ngoài để đảm bảo khả năng chi trả nợ.

DSCR > 1: cho thấy doanh nghiệp có đủ tiềm lực để thanh toán các khoản nợ mà không cần nhiều đến nguồn vốn vay.

Nhìn chung: Chỉ số để đo lường mức độ cân đối về tài chính của doanh nghiệp. Từ đó biết doanh nghiệp có đang nợ nần nhiều hay không. Điều này giúp các nhà đầu tư, ngân hàng,... ra quyết định đầu tư, cho vay phù hợp với tình hình thực tế của doanh nghiệp.

Bảng 3.2: Tóm tắt các biến trong mô hình hình nghiên cứu

Tên biến	Cách xác định	Cơ sở (Lý thuyết)	Nghiên cứu thực nghiệm dẫn chứng	Nguồn dữ liệu
Cấu trúc kỳ hạn nợ MR	<i>Vay nợ dài hạn</i> <i>Vay nợ dài hạn + Vay nợ ngắn hạn</i>		Kirch và Terra (2012), Lemma và Negash (2012), Correia và cộng sự (2014)	BCTC đã được kiểm toán
HTQ	<i>Tổng TS</i> <i>Nợ phải trả</i>			BCTC đã được kiểm toán
HNTT	<i>Tiền + các khoản tương đương tiền NNH</i>			BCTC đã được kiểm toán
Tỷ lệ nợ LEV	<i>Tổng nợ</i> <i>Tổng tài sản</i>	Lý thuyết tín hiệu	Cai và cộng sự (2008), Correia và cộng sự (2014), Costa và cộng sự (2014), Kirch và Terra (2012), Lemma và Negash (2012)	BCTC đã được kiểm toán
Lợi nhuận PROF	<i>EBIT</i> <i>Tổng tài sản</i>	Lý thuyết tín hiệu	Kirch và Terra (2012), Mateurs và Terra (2013), Cai và cộng sự (2008), Correia và cộng sự (2014)	BCTC đã được kiểm toán
Biến động thu nhập VOL	<i>Độ lệch chuẩn (Lợi nhuận giữ lại t – Lợi nhuận giữ lại $t-1$) Ln</i> <i>Tổng tài sản</i>	Lý thuyết tín hiệu	Lemma và Negash (2012)	BCTC đã được kiểm toán
Tính thanh khoản LIQ	<i>Tài sản ngắn hạn</i> <i>Nợ phải trả ngắn hạn</i>	Lý thuyết tín hiệu	Costa và cộng sự (2014), Mateurs và Terra (2013)	BCTC đã được kiểm toán

Tên biến	Cách xác định	Cơ sở (Lý thuyết)	Nghiên cứu thực nghiệm dẫn chứng	Nguồn dữ liệu
Tài sản hữu hình TAN	<i>Tài sản cố định ròng Tổng tài sản</i>	Lý thuyết sự phù hợp	Costa và cộng sự (2014), Kirch và Terra (2012), Mateurs và Terra (2013)	BCTC đã được kiểm toán
Kỳ hạn tài sản AM	<i>Tài sản ròng + Nhà máy + MMTB Chi phí khấu hao</i>	Lý thuyết sự phù hợp	Cai và cộng sự 2008), Correia và cộng sự (2014), Lemma và Negash (2012)	BCTC đã được kiểm toán
Quy mô SIZE	<i>Ln (tổng tài sản theo sổ sách)</i>	Lý thuyết chi phí đại diện	Cai và cộng sự (2008), Correia và cộng sự (2014), Costa và cộng sự (2014), Fan và cộng sự (2012), Kirch và Terra (2012)	BCTC đã được kiểm toán
Cơ hội tăng trưởng GROW	<i>Nợ phải trả + Giá thị trường vốn Tổng tài sản</i>	Lý thuyết chi phí đại diện	Cai và cộng sự (2008), Kirch và Terra (2012), Lemma và Negash (2012)	BCTC đã được kiểm toán
Thuế TAX	<i>Thuế TNDN Thu nhập trước thuế</i>	Lý thuyết dựa trên thuế	Kirch và Terra (2012), Mateurs và Terra (2013), Cai và cộng sự (2008), Costa và cộng sự (2014), Fan và cộng sự (2012)	BCTC đã được kiểm toán
Tỷ số khả năng trả nợ DSCR	<i>EBIT – Chi phí hoạt động Tổng nợ phải trả</i>	Lý thuyết bất cân xứng thông tin	X An, Y Deng, SA Gabriel (2011) Jason Fernando (2022)	BCTC đã được kiểm toán

3.4. Trình tự nghiên cứu

Nhằm kiểm định những giả thuyết nghiên cứu có liên quan đến câu hỏi nghiên cứu (1) và (2), thông qua đó đánh giá tác động của các nhân tố nội tại CTKHN của công ty, luận văn sẽ:

Bước 1: Nghiên cứu tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN của 30 công ty trong giai đoạn từ năm 2005 - 2021 bằng việc hồi quy phương trình (1) theo các phương pháp Pooled OLS, FEM, REM; Đồng thời tiến hành thực hiện các kiểm định cần thiết để chọn lựa mô hình phù hợp nhất, gồm kiểm định Hausman

Bước 2: Hồi quy phương trình theo phương pháp OLS cho biến HTQ và HNNT để so sánh (chuẩn mệnh), có thể thấy tác giả bổ sung hai biến HTQ và HNNT đại diện cho yếu tố trả nợ của DN vào xem có giải thích thêm cho sự thay đổi biến MR hay không.

3.5. Phương pháp kiểm định mô hình

Để đáp ứng các mục tiêu nghiên cứu của mình cũng như kiểm định các giả thiết nghiên cứu, đề tài thực hiện các phương pháp kiểm định theo trình tự như sau: thống kê mô tả dữ liệu, kiểm định sự khác biệt trung bình các nhóm mẫu, ước lượng mô hình và kiểm định các giả thiết nghiên cứu với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 12.0.

3.5.1. Thực hiện thống kê mô tả trên toàn bộ mẫu

Nhằm mô tả lại các đặc tính của dữ liệu nghiên cứu và đưa ra các nhận định ban đầu về dữ liệu nghiên cứu, tác giả thực hiện thống kê mô tả các biến dựa theo các tiêu chí cụ thể bao gồm: giá trị trung bình, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất, trung vị, độ lệch chuẩn.

3.5.2. Phương pháp ước lượng mô

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập dưới dạng bảng. Do đặc điểm của dữ liệu nghiên cứu là một mẫu kiểm duyệt, tức là biến phụ thuộc kỳ hạn nợ luôn có giá trị trong khoảng từ 0 =>1 và một số công ty trong mẫu không sử dụng bất kỳ khoản nợ dài hạn nào trong suốt giai đoạn nghiên cứu (giá trị quan sát của kỳ hạn nợ = 0).

Các giả định cơ bản của mô hình này là: 1) Các biên giải thích (S_i , i) trong mỗi khoảng thời gian không tương quan với sai số riêng trong mỗi khoảng thời gian; và 2)

Các biến giải thích không tương quan với tác động không được quan sát trong khoảng thời gian nghiên cứu. Ước lượng hồi quy cung cấp tính nhất quán miễn là giả định cơ bản được thỏa mãn

3.6. Giả thuyết nghiên cứu

Nhằm giải quyết vấn đề nghiên cứu đã đặt ra, dựa trên khung lý thuyết, các nghiên cứu thực nghiệm đã nêu ở Chương 2, bài nghiên cứu đặt ra các giả thuyết nghiên cứu như sau:

❖ *Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết tín hiệu*

- ^ Trong thị trường tài chính, người đi vay là người nắm rõ thông tin về mình nên sẽ được lợi nhiều hơn trong giao dịch, ngược lại người cho vay cũng không dễ dãi nếu không biết rõ về khách hàng của mình. Để giao dịch thành công, người đi vay phải phát tín hiệu rằng mình là người có khả năng trả được nợ tốt: các tín hiệu như uy tín của công ty, quy mô và danh tiếng công ty, năng lực tài chính, TSDB,... Tương tự như vậy, để hạn chế lựa chọn ngược, người cho vay thường áp dụng hạn mức tín dụng khác nhau đối với mỗi đối tượng vay, dự án và thời hạn vay; trên thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư thường sàng lọc và thường lựa chọn đầu tư vào các Công ty có thông tin minh bạch, uy tín, hoạt động hiệu quả. Để giảm thiểu rủi ro đạo đức, các nhà đầu tư xây dựng cơ chế giám sát có thể dưới dạng trực tiếp hoặc gián tiếp. Cơ chế giám sát trực tiếp là việc nhà đầu tư tự bỏ ra nguồn lực để đạt được kiểm soát thông tin của đối tác. Cơ chế giám sát gián tiếp thông qua thông tin thu thập từ các nhà tổ chức thị trường như Ủy ban chứng khoán nhà nước, Sở giao dịch chứng khoán từ các nguồn thông tin bắt buộc cung cấp. Từ đó:

H1: Tỷ lệ nợ có mối tương quan nghịch biến với CTKHN

- ^ Mateurs và Tera (2013) cho thấy việc phát hành NNH được thị trường đánh giá như là một tín hiệu tốt từ công ty do các nhà đầu tư tin rằng rút ngắn kỳ hạn thanh toán nợ có nghĩa là các công ty đầu tư có hiệu quả và có khả năng thanh toán tốt. Do vậy các công ty có tình hình tài chính tốt thích sử dụng NNH vì mục đích phát tín hiệu ra thị trường bên ngoài về tình hình tài chính của mình. Trong khi đó các Công ty có tình hình tài chính không tốt lựa chọn sử dụng NDH vì họ không đủ khả năng để thanh toán cho các khoản nợ có kỳ hạn ngắn.

Nghiên cứu thực nghiệm của Correia và cộng sự (2014) tìm thấy bằng chứng cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận và CTKHN. Từ đó:

H2: Lợi nhuận có mối tương quan nghịch biến với CTKHN

- ^ Lý thuyết tín hiệu cho rằng Công ty có biến động thu nhập càng cao càng nên sử dụng nhiều NDH nhằm hạn chế rủi ro thanh khoản do được đánh giá là có tình hình tài chính không tốt và ngược lại. Và Kết quả thu được từ nghiên cứu thực nghiệm của Lemma và Negash (2012), Nhã, N.T (2018) chứng tỏ biến động thu nhập và CTKHN có mối tương quan dương. Từ đó:

H3: Biến động thu nhập có mối tương quan đồng biến với CTKHN

- ^ Công ty có tính thanh khoản càng cao càng dễ dàng tiếp cận và huy động được nhiều vốn dài hạn. Và Kết quả thu được từ nghiên cứu thực nghiệm của Mateurs, C., & Terra (2013) chứng tỏ biến động thu nhập và CTKHN có mối tương quan âm. Từ đó:

H4: Tính thanh khoản có mối tương quan nghịch biến với CTKHN

❖ ***Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết sự phù hợp***

- ^ Theo lý thuyết sự phù hợp cho rằng nhằm giảm thiểu rủi ro và chi phí kiệt quệ tài chính, kỳ hạn của những khoản vay nợ cần phải phù hợp với kỳ hạn của tài sản trong công ty. Tài sản sử dụng lâu dài nên được tài trợ bằng những khoản vay nợ dài hạn. Ngoài ra, do tồn tại hiện tượng bất cân xứng về thông tin nên người cho vay thường yêu cầu Công ty phải có tài sản đảm bảo cho các khoản vay. Khoản vay có kỳ hạn càng dài thì yêu cầu về tài sản cố định đóng vai trò đảm bảo cho khoản vay càng lớn. Như vậy, những công ty có nhiều tài sản hữu hình có thể thế chấp tốt hơn, chi phí phá sản thấp hơn do đó có thể vay nợ với kỳ hạn dài hơn. Bằng nghiên cứu thực nghiệm, Krich và Terra (2012) và Nhã, N.T (2018) phát hiện mối tương quan dương giữa tài sản cố định và cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty. Từ đó:

H5: Tài sản hữu hình có mối tương quan đồng biến với CTKHN

- ^ Sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và kỳ hạn của tài sản có vai trò rất quan trọng, không chỉ giúp Công ty giảm thiểu rủi ro thiếu hụt tiền mặt thanh toán (Stohs và Mauer, 1996) mà còn có thể giúp công ty giảm thiểu các vấn đề đầu tư dưới mức (Myers, 1977). Có thể nói sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và kỳ hạn của tài

sản là rất quan trọng và nó được chấp nhận rộng rãi vì nó giúp công ty kiểm soát rủi ro và chi phí khánh kiệt tài chính (Lemma và Negash, 2012). Nghiên cứu thực nghiệm của Lemma và Negash (2012) và Correia và cộng sự (2014) đều tìm thấy mối quan hệ đồng biến giữa kỳ hạn tài sản với cấu trúc kỳ hạn nợ. Kirch, G., & Terra (2012) thì tìm thấy không có mối tương quan với CTKHN. Từ đó:

H6: Kỳ hạn tài sản không có mối tương quan với CTKHN

❖ ***Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết chi phí đại diện***

- ^ Theo Stohs & Mauer (1996), các Công ty có quy mô nhỏ sẽ có khả năng phát sinh chi phí đại diện nhiều hơn các Công ty lớn. Do vậy, các công ty có quy mô nhỏ sẽ có xu hướng sử dụng NNH nhiều hơn để giảm chi phí đại diện phát sinh. Nguyên nhân, nợ ngắn hạn có thời hạn đáo hạn ngắn, góp phần tăng khả năng giám sát của chủ nợ đối với công ty. Ngược lại, công ty lớn thường có bộ máy tổ chức hoạt động hiệu quả hơn, cơ chế giám sát tốt hơn nên có nhiều cơ hội giảm thiểu chi phí đại diện, giúp công ty dễ dàng tiếp cận thị trường vốn vay dài hạn. Từ đó, quy mô công ty có mối tương quan dương CTKHN:

H7: Quy mô Công ty có mối tương quan đồng biến với CTKHN.

- ^ Cũng dựa vào lý thuyết chi phí đại diện, tại những Công ty có tỷ lệ nợ cao, xung đột về lợi ích giữa các chủ nợ và các cổ đông (người quản lý) sẽ càng gay gắt. Nhà quản lý sẽ hành động vì lợi ích của mình, từ chối đầu tư vào những dự án có NPV dương để thực hiện đầu tư vào những dự án có rủi ro hơn, tạo ra giá trị thấp trong tương lai nhưng đem lại nhiều tiền mặt ở hiện tại hay còn gọi là đầu tư dưới mức. Trong khi đó, các chủ nợ muốn đầu tư vào những dự án ít rủi ro, tạo ra giá trị cao trong tương lai. Điều này sẽ được kiểm soát bằng cách vay nợ ngắn hạn và kỳ hạn thanh toán sẽ được thực hiện trước khi đầu tư (Myers, 1977). Bằng nghiên cứu thực nghiệm, Correia và cộng sự (2014), Lemma và Negash (2012), Kirch, G., & Terra (2012), Mateurs, C., & Terra (2013), Nguyễn Thanh Nhã (2018) đã tìm thấy bằng chứng không có mối tương quan với CTKHN, công ty với nhiều cơ hội tăng trưởng sẽ có xu hướng sử dụng nhiều NNH. Từ đó:

H8: Cơ hội tăng trưởng không có mối tương quan với CTKHN.

❖ ***Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết dựa trên thuế***

- ^ CTKHN tối ưu liên quan đến lý thuyết đánh đổi giữa lợi thế thuế của nợ, chi phí phá sản và chi phí phát hành nợ. Kỳ hạn nợ tối ưu tăng khi chi phí phát hành nợ tăng, lợi thế về thuế của nợ giảm, và biến động giá trị công ty giảm. Khối lượng lợi ích lá chắn thuế từ việc công ty vay NDH không phụ thuộc vào giá trị nợ mà nó phụ thuộc vào những yếu tố được giảm trừ thuế như khấu hao hoặc các khoản tín dụng thuế. Giá trị của các yếu tố này tăng lên thì thu nhập chịu thuế sẽ giảm, do đó lợi ích từ thuế giảm. Bên cạnh các kết quả nghiên cứu thuế có mối tương quan dương với KHN, Correia và cộng sự (2014), Lemma và Negash (2012) tìm thấy không có mối tương quan thuế và kỳ hạn nợ. Khi lợi ích nhận được từ thuế tăng và giá trị của công ty cũng tăng lên thì công ty có xu hướng sử dụng NDH, tuy nhiên, nghiên cứu thực nghiệm thu được kết quả không rõ ràng. Nợ của dự án phải ở mức sao cho ngân lưu tự do của dự án đủ để thực hiện các nghĩa vụ trả lãi và nợ gốc. Từ đó, ta có thể suy ra rằng nợ được xác định trên cơ sở ước tính ngân lưu tự do của dự án. Tuy nhiên, để tính ngân lưu tự do của dự án, ta lại phải biết cơ cấu vốn vì lãi vay được khấu trừ thuế. Với khả năng vay nợ tối đa được xác định, ta lập mô hình chi tiết để xác định ngân lưu tự do của dự án. Sau đó, khả năng trả nợ từng năm của dự án được đánh giá dựa trên hệ số an toàn trả nợ. Nếu hệ số an toàn trả nợ hàng năm quá thấp, thì mức nợ vay (và các điều khoản khác như kỳ hạn, lãi suất) phải được điều chỉnh. Từ đó:

H9: Thuế không có mối tương quan với CTKHN

❖ ***Giả thuyết nghiên cứu dựa vào lý thuyết bất cân xứng thông tin***

- ^ DSCR là một chỉ số quan trọng thuộc nhóm các chỉ số đòn bẩy tài chính (financial leverage ratio) đối với các ngân hàng hoặc các tổ chức tín dụng khi thẩm định báo cáo tài chính của một doanh nghiệp cần vay vốn. Để ra được quyết định cho vay phù hợp, bên cho vay cần căn cứ vào tình hình nền kinh tế vĩ mô, chỉ số khả năng trả nợ của doanh nghiệp và nguồn lực bên ngoài khác.
- ^ Hệ số an toàn trả nợ (DSCR) hàng năm được định nghĩa bằng tiền mặt sẵn có để trả nợ chia cho ngân lưu trả nợ của năm đó. Jason Fernando (2022), chỉ số khả năng trả nợ (DSCR) trong tài chính DN, là thước đo dòng tiền (cash flow) có sẵn để thanh toán các nghĩa vụ nợ hiện tại. DSCR là một chỉ số được sử dụng rộng rãi để đánh giá sức khỏe tài chính của một DN, đặc biệt là những DN có tỷ

lệ vay nợ cao và nợ nhiều. Tỷ số này so sánh tổng các nghĩa vụ nợ của một DN với thu nhập hoạt động của DN đó thường được bao gồm trong các hợp đồng cho vay. DSCR là một thước đo thường được sử dụng khi đàm phán các hợp đồng cho vay giữa các DN và NH. Ví dụ: một DN đăng ký hạn mức tín dụng có thể có nghĩa vụ đảm bảo rằng DSCR của họ không giảm xuống dưới 1.25. Nếu đúng như vậy, người đi vay có thể được coi là đã không trả được nợ. Ngoài việc giúp các ngân hàng quản lý rủi ro của họ, DSCR cũng có thể giúp các nhà phân tích và nhà đầu tư khi phân tích sức mạnh tài chính của một DN.

- ^ Đây được cho là trường hợp dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Những người đi vay dưới chuẩn được cấp vốn khi có TSTC mà dễ dàng vượt qua các bước thẩm định chặt chẽ. Khi những người đi vay này bắt đầu vỡ nợ hàng loạt, các TCTD đã cấp vốn cho họ sụp đổ. Trong HĐKD, DN có lợi nhuận đôi khi cũng có thể thất bại nếu như không đủ dòng tiền dương duy trì cho các khoản cần phải thanh toán. Điều này cũng có thể xảy ra nếu lợi nhuận của một DN đó bị ràng buộc do các mặt hàng bị tồn đọng, hàng tồn quá mức hoặc phải chi nhiều cho những khoản đầu tư TSCĐ.

H10: Khả năng chi trả nợ có mối tương quan nghịch biến với CTKHN

Trong chương 3, luận văn đã trình bày những vấn đề liên quan đến phương pháp nghiên cứu các nhân tố tác động đến CTKHN của các công ty quản trị ngành Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam. Từ cơ sở lý thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm, luận văn đã xây dựng giả thuyết nghiên cứu, hệ thống các biến, mô hình nghiên cứu cũng như các phương pháp nghiên cứu phù hợp. Để làm rõ mục tiêu nghiên cứu, luận văn vận dụng mô hình tĩnh và tiến hành hồi quy theo phương pháp Pooled OLS. Sau đó, để hạn chế sai lệch trong kết quả hồi quy do mô hình nghiên cứu có khả năng bị bỏ sót các nhân tố quan trọng nhưng không quan sát được, mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) được thực hiện. Và để lựa chọn mô hình phù hợp nhất, luận văn cũng đã thực hiện kiểm định Hausman.

CHƯƠNG 4

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Kết quả thống kê mô tả

Chương 4 trình bày kết quả nghiên cứu nhằm làm rõ mục tiêu nghiên cứu về tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN của công ty quản trị ngành khách sạn – du lịch tại Việt Nam, qua đó xác định được nhân tố nào có tác động mạnh nhất đến quyết định về kỳ hạn nợ.

Bảng 4.1: Kết quả thống kê mô tả các biến

Tên biến	Số quan sát	GTTB	Sai số chuẩn	GTNN	GTLN
No	374	16.34759	8.50813	1	30
YEAR	373	2014	4.15997	2005	2021
MR	373	0.18796	0.22028	-0.01107	0.8242
LEV	373	0.68043	0.48416	0.00858	1.9785
PROF	373	0.21104	2.56428	-0.82252	49.54099
VOL	371	-30171.67	49893.62	-218050	2832.88
LIQ	373	4.55452	14.36397	0.05791	136.4637
TAN	373	-0.25368	0.2819	-2.10256	0
AM	355	11.60803	188.3516	-2256.507	2328.355
SIZE	373	5.36354	0.5798	3.15229	7.17975
GROW	373	0.99666	0.01962	0.7754	1.00032
TAX	360	0.20543	0.17722	0	1.56375
DSCR	373	3.00046	8.88287	-7.08156	134.0859
HTQ	373	9.85777	23.60068	1.01087	233.0895
Tên biến	Số quan sát	GTTB	Sai số chuẩn	GTNN	GTLN

HNTT	373	5.20131	14.73427	0.09564	136.2036
-------------	-----	---------	----------	---------	----------

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm Stata)

4.1.1 : Phân tích kết quả thống kê mô tả các biến:

Kết quả thống kê trong bảng 4.1 cho thấy, giá trị trung bình của MR là ~ 19% nghĩa là 30 công ty cổ phần niêm yết được nghiên cứu trong giai đoạn 2005 - 2021 có tỷ lệ vay NDH trung bình trên tổng nợ vay là ~ 19%. Kết quả cho thấy các quan sát trong mẫu ủng hộ cho kết luận của các nghiên cứu đã nêu về việc các DN Việt Nam, cũng như các nước đang phát triển khác có xu hướng sử dụng cơ cấu NNH, đặc biệt là đồng vốn của các công ty quản trị Khách sạn – Du Lịch xoay được nhiều vòng hơn.

LEV, giá trị trung bình của Tỷ lệ nợ tại mẫu là 0,68 cho thấy khoảng 68% TS của công ty được tài trợ bởi các khoản vay tài chính. Như đã chỉ ra về đặc điểm ngành ở trên, phần lớn các khoản tài trợ tài chính đều là các khoản vay ngắn hạn chiếm đáng kể, tương đương ~ 81%

PROF, Lợi nhuận trung bình của các công ty thuộc ngành này thấp nhất cho giá trị âm đến -82% chứng tỏ giai đoạn nghiên cứu từ năm 2005 – 2021, các DN Việt Nam vẫn còn chịu nhiều ảnh hưởng của 2 sự kiện “toàn cầu” như khủng hoảng kinh tế 2007 – 2009 và đại dịch Covid từ cuối 2019 đến nay chưa có dấu hiệu phục hồi, Doanh thu & Lợi nhuận của các công ty do đó cũng giảm sút so với năm trước đó hoặc là tăng chậm, nhiều DN ngành quản trị Khách sạn – Du lịch bị phá sản. Tỷ suất Lợi nhuận lớn nhất có giá trị ~ 50% cho thấy ngành này cho hiệu quả hoạt động kinh doanh khá hấp dẫn, vì vậy, với mẫu nghiên cứu này Tác giả cho rằng mức sinh lợi bình quân ~ 21% như trên là có cơ sở.

VOL, biến động thu nhập trung bình âm: -30171.67, cho thấy hoạt động của các Công ty quản trị Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2005-2021 có chịu tác động lớn của cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2007 và đại dịch Covid-19 từ đó kết quả hoạt động của các công ty thuộc Ngành này là bất ổn. Thu nhập từ hoạt động kinh doanh không thể bù đắp cho các khoản nợ mà DN có.

LIQ, mức thanh khoản trung bình của các mẫu đạt ~ 4.6 cho thấy thanh khoản của các công ty khá tốt.

TAN, giá trị trung bình của Tài sản hữu hình là ~ -25%, cho thấy các công ty không đủ tài sản để thế chấp cho khoản vay dài hạn. Để được cấp tín dụng, khách hàng phải

thỏa mãn được các tiêu chuẩn do các TCTD quy định, trong đó có tiêu chuẩn về TSDB. TSDB là nguồn phòng vệ giúp các TCTD giảm bớt tổn thất khi khách hàng không trả được nợ cho các TCTD. Khi xét duyệt hồ sơ vay, ngân hàng cũng sẽ xem xét những nguồn tài sản hiện hữu để xác định xem DN có đủ khả năng trả nợ cho khoản vay được yêu cầu hay không. Các nguồn TSTC thông dụng bao gồm BĐS hay MMTB. Ngoài ra, các hàng hóa đang lưu kho hay hóa đơn thương mại chưa thanh toán cũng có thể dùng làm TSTC. Những khoản cho vay trung, dài hạn thường gắn liền với các khoản đầu tư dài hạn như tài sản cố định, BĐS, dự án..., thực tế cũng cho thấy rằng các DN Việt Nam chứ không riêng đặc thù ngành quản trị Khách sạn – Du lịch đều vướng thực trạng không có/không đủ TSHH hoặc các loại TSDB chưa đủ điều kiện để thế chấp theo yêu cầu của các TCTD như giá trị pháp lý, TSCĐ còn hạch toán xây dựng dở dang, TSBĐ không có/chưa đủ điều kiện là làm thủ tục/ giấy tờ chứng minh QSH (không đảm bảo điều kiện chung về QSH đối với tài sản theo Luật định¹).

Ở góc độ quản lý, thông tư 39/2016/TT-NHNN cũng không quy định TSDB là một trong các điều kiện cho vay của các TCTD. Điều này có nghĩa là việc áp dụng biện pháp bảo đảm tiền vay hoặc không áp dụng biện pháp bảo đảm tiền vay do TCTD và khách hàng thỏa thuận. Nghĩa là việc có hay không biện pháp bảo đảm tiền vay (TSDB) không phải là quy định bắt buộc của NHNN mà tùy theo chính sách và khẩu vị rủi ro của từng NHTM. Bên cạnh đó, gần đây vào những tháng cuối năm tình hình nợ xấu có chiều hướng gia tăng khiến một số ngân hàng phải ồ ạt phát mãi tài sản để xử lý nợ xấu, tuy nhiên việc bán đấu giá BĐS là TSTC có nhiều thủ tục pháp lý liên quan đến việc giải chấp, định giá tài sản. Nhiều tài sản cần sự đồng thuận của chủ tài sản. Giá khởi điểm phải được sự đồng ý của của ngân hàng lẫn khách hàng nên mất nhiều thời gian cho thủ tục đấu giá. Thêm nữa, nhiều TSDB của các khoản nợ đôi khi có lịch sử phức tạp liên quan đến nhiều tổ chức, cá nhân nên để sang tên sở hữu mất nhiều thời gian, thậm chí không thực hiện được. Chưa kể, không ít TSBĐ được định giá cao hơn giá trị thực tế khi phê duyệt khoản vay... do vậy, không nên cân nhắc việc quá phụ thuộc vào TSHH khi cấp các khoản vay.

AM, Kỳ hạn tài sản cho giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất là 11.06, - 2256.50 và 2328.25 tương xứng với kỳ hạn nợ dài hơn. AM có độ phân tán cao, tuy nhiên theo bảng 4.3 cho kết quả hồi quy nhân tố AM hoàn toàn không có ý nghĩa thống

¹ Khoản 1 Điều 106 Bộ luật dân sự 2015: Quyền sở hữu, quyền khác đối với tài sản là bất động sản được đăng ký theo quy định của Bộ luật dân sự và pháp luật về đăng ký tài sản

kê. Hay nói cách khác, các yếu tố này không tác động đến KHN của các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch.

SIZE, quy mô DN cho giá trị trung bình là 5.36, trong khi giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất tương ứng 3.15 và 7.17.

GROW, Cơ hội tăng trưởng có giá trị trung bình đạt ~ 99.66%, cho thấy ngành quản trị Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam có nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai cũng như khả năng tăng trưởng khá cao.

TAX, Thuế là biến được đo lường bằng tỷ lệ giữa thuế thu nhập DN và thu nhập chịu thuế. Thuế suất trung bình trên thu nhập chịu thuế của các công ty khoảng ~ 21% bao gồm các trường hợp thuế thu nhập được hoãn lại, hoàn thuế và truy thu thuế. Giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất lần lượt là 0 và 1.56.

DSCR, Tỷ lệ trang trải mức trả nợ trung bình là 3 lần, lớn hơn 1 tức là thước đo dòng tiền có sẵn để thanh toán các nghĩa vụ nợ hiện tại của các DN quản trị Khách sạn – Du lịch là khá tốt. Các công ty có thể trang trải hoặc tự tin thanh toán các nghĩa vụ nợ dựa vào các nguồn lực luân chuyển dòng tiền bên trong của mình. Theo số liệu thống kê, trong giai đoạn 2005 – 2021, còn một số công ty ngành Khách sạn – Du lịch có hệ số DSCR bị âm như sau:

YEAR/Co	BSC	DAH	DSN	DXL	EIN	HES	HGT	NVT	OCH	SGH	TCT	VEF	VGt	VNG
2005											X			
2006														
2007														
2008									X					
2009									X					
2010														
2011								X	X					
2012	X					X		X	X					
2013	X								X	X				
2014	X			X					X				X	
2015	X							X	X					X
2016								X	X			X	X	
2017	X							X				X	X	
2018	X				X							X	X	
2019												X		
2020	X	X			X	X	X					X	X	
2021	X		X		X		X	X	X			X	X	X

Đáng lưu ý, kết quả thống kê biến DSCR cho GTNN âm -7 lần và GTLN lên đến ~ 134 lần, con số cảnh báo thực trạng quản lý và luân chuyển thu nhập ròng (EBIT) từ HĐKD chưa hiệu quả, tuy nhiên, đây lại là số liệu của một Công ty (NVT, DA BĐS

nghi dưỡng) tại thời điểm nhất định (2017), nó không mang tính đại diện cho cả ngành. Để cấp tín dụng cho khách hàng, các TCTD phải căn cứ chủ yếu vào uy tín tín dụng và khả năng trả nợ của KH. Nhìn chung, những người cho vay thường không thích người đi vay có dòng tiền âm, nhưng một số người vẫn cho phép nếu người đi vay có nguồn lực mạnh bên ngoài thu nhập. DSCR tối thiểu mà người cho vay yêu cầu có thể phụ thuộc vào điều kiện kinh tế vĩ mô. Nếu nền kinh tế đang phát triển, tín dụng khả thi thì người cho vay có chấp nhận DSCR thấp hơn mức quy định.

Ma trận số tương quan của các biến phụ thuộc sử dụng trong mô hình (MR – Cấu trúc kỳ hạn nợ. HTQ – Hệ số khả năng thanh toán tổng quát. HNTT - Hệ số khả năng chi trả nợ tức thời) được trình bày trong phần Phụ lục ở cuối luận văn. Tất cả các cặp biến đều không ghi nhận có sự tương quan xảy ra với các hệ số tương quan đều nhỏ hơn 0.5, do đó, các biến được thu thập phù hợp để phân tích các mô hình trong của luận văn này.

Kết quả phân tích tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình cho thấy khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình là không cao (các giá trị đều nhỏ hơn 5)

4.1.2 Phân tích mối tương quan giữa các biến và kiểm định đa cộng tuyến

Để đánh giá tương quan về sự phù hợp khi sử dụng các biến trong mô hình, tác giả thực hiện các kiểm định các giả định về hiện tượng tự tương quan, kiểm định đa cộng tuyến và phương sai thay đổi

- Kiểm định sự biến thiên của mô hình

Giá trị R^2 hoặc R^2 điều chỉnh (R square)/Adjusted R square) cho biết mức độ biến thiên của biến phụ thuộc được giải thích bởi các biến độc lập. Hay nói cách khác, giá trị R^2 chính là phần trăm biến thiên của biến phụ thuộc (MR - CTKHN) có thể giải thích bằng sự thay đổi trong nhóm biến độc lập (LEV, PROF, VOL, LIQ, TAN, AM, SIZE, TAX, DSCR)

- Kiểm định sự tương quan

Các hệ số trong mô hình hồi quy và mức ý nghĩa P_{value} là những thông số quan trọng nhất để đưa ra kết luận về mối quan hệ giữa các biến trong mô hình hồi quy. Dấu của hệ số tương quan thể hiện chiều (tích cực/ tiêu cực) tác động của các biến độc lập với biến phụ thuộc trong trường hợp $P_{\text{value}} < 0.05$ (5%)

- Kiểm định các giả thuyết mô hình hồi quy

Hệ số phóng đại phương sai VIF được sử dụng để kiểm chứng xem có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong mô hình với các biến độc lập hay không. Giá trị của hệ số $VIF > 10$ thì tức là có đa cộng tuyến và ngược lại. Giá trị VIF càng nhỏ thì hiện tượng đa cộng tuyến càng nhỏ có thể xảy ra

- *Kiểm định sự phù hợp của mô hình FEM và REM*

Tác giả sử dụng kiểm định Hausman để kiểm định sự phù hợp của mô hình tác động cố định (FEM) hay mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) cho mô hình chuẩn mạnh. Giá trị $P_{value} < 0.05$ cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn, ngược lại mô hình REM phù hợp hơn so với FEM

- *Kiểm định bằng cách thay biến và so sánh để chuẩn mệnh*

Trường hợp mô hình FEM và REM không cho nhiều kết quả có thể chạy thêm GMM hoặc FGLS, tuy nhiên, đây là luận văn thạc sỹ nên tác giả sử dụng biện pháp thay Thay biến để chuẩn mệnh. Hồi quy phương trình theo phương pháp OLS cho biến HTQ và HNNT để so sánh, có thể thấy tác giả bổ sung hai biến HTQ và HNNT đại diện cho yếu tố trả nợ của DN vào xem có giải thích thêm cho sự thay đổi biến MR hay không. Tiếp tục chạy FEM và REM cho 2 biến thay thế này, nếu các biến này cho kết quả tương đồng với nhau có nghĩa kiểm định này đại diện và cũng cố được cho mô hình MR tổng quát ban đầu. Kết quả trình bày trong mục 4.2 là kết quả đã qua xử lý thay biến vào và cho kết quả phần trăm giải thích cao

4.2. Kết quả mô hình hồi quy tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN

Kết quả hồi quy với đại diện CTKHN bằng phương pháp Pool OLS thu thập được 6 biến nội tại có ý nghĩa thống kê. Kiểm định đa cộng tuyến 1.34 cho thấy kết quả khá tin cậy.

```
. reg mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	326
					=	11.62
+-				F(10, 315)		
Model	4.00356663	10	.400356663	Prob > F	=	0.0000
Residual	10.8562015	315	.034464132	R-squared	=	0.2694
+-				Adj R-squared		
Total	14.8597682	325	.045722364	Root MSE	=	.18565

mr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0979127	.0300953	-3.25	0.001	-.1571258	-.0386996
prof	-.1151501	.0953828	-1.21	0.228	-.3028181	.0725178
vol	5.07e-07	2.17e-07	2.34	0.020	8.14e-08	9.34e-07
liq	-.003224	.0007721	-4.18	0.000	-.0047431	-.0017048
tan	.1792188	.0410553	4.37	0.000	.0984417	.259996
am	-.0000543	.000053	-1.02	0.306	-.0001585	.0000499
size	.0739063	.0220312	3.35	0.001	.0305594	.1172531
grow	.5440975	.5118099	1.06	0.289	-.4629005	1.551096
tax	.0382039	.0605523	0.63	0.529	-.0809342	.157342
dscr	-.0188192	.0033181	-5.67	0.000	-.0253477	-.0122907
_cons	-.5607412	.5432725	-1.03	0.303	-1.629643	.5081602

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
lev	1.94	0.514204
dscr	1.62	0.617058
prof	1.51	0.660962
size	1.40	0.714015
tan	1.32	0.757412
liq	1.32	0.757700
vol	1.12	0.896734
grow	1.08	0.924770
tax	1.06	0.947651
am	1.02	0.977885

+

Mean VIF |
1.34



Bảng 4.2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	MR	LEV	PROF	VOL	LIQ	TAN	AM	SIZE	GROW	TAX	DSCR
mr	1.0000										
lev	0.1756	1.0000									
prof	-0.2624	-0.3957	1.0000								
vol	0.2055	-0.0430	-0.0344	1.0000							
liq	-0.1605	-0.3209	0.0913	-0.1288	1.0000						
tan	0.2322	0.3933	-0.1414	-0.0875	0.0555	1.0000					
am	-0.0103	0.0650	-0.0134	0.0178	0.0153	0.0349	1.0000				
size	0.2056	0.3537	-0.2501	-0.0647	0.1461	0.3510	0.0733	1.0000			
grow	-0.0437	-0.0126	0.0482	0.0247	0.0388	-0.1216	0.0099	-0.2029	1.0000		
tax	0.0778	0.1095	0.0593	0.0314	-0.0167	0.0900	-0.0481	0.0149	0.0132	1.0000	
dscr	-0.3780	-0.3872	0.5040	-0.2209	0.0570	-0.0805	-0.0942	-0.1278	0.0632	-0.1134	1.0000

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm Stata)

Bảng 4.2: Biến kỳ hạn nợ (MR) có mối tương quan cao nhất với tỷ số khả năng chi trả nợ (DSCR) với hệ số tương quan là 37,8% và có tương quan thấp khoảng 1% với biến kỳ hạn tài sản (AM). Tương quan về dấu của biến phụ thuộc và các biến độc lập phù hợp với lý thuyết, ngoại trừ những biến tỷ lệ nợ (LEV), lợi nhuận (PROF) và thuế (TAX). Xét về mối tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu, nhìn chung hệ số tương quan giữa các nhân tố nội tại khá nhỏ. Đối với các nhân tố nội tại, tương quan giữa tỷ số khả năng trả nợ (DSCR) và lợi nhuận (PROF) là cao nhất với hệ số là ~ 50.4%. Kết quả phân tích tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình cho thấy khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình là không cao.

4.3. Phân tích kết quả hồi quy

Tác giả đã giải thích trình tự ước lượng dữ liệu bảng trong luận văn này để làm rõ các mục tiêu nghiên cứu. Dữ liệu phân tích bao gồm 30 công ty quản trị Du lịch – Khách sạn Việt Nam trong vòng đời hoạt động từ năm 2005 – 2021. Các phương án được sử dụng gồm có mô hình hồi quy Pooled OLS chuẩn mạnh kết quả bằng mô hình FEM và REM, kết quả hồi quy được trình bày trong bảng 4.3

Bảng 4.3: Kết quả hồi quy các nhân tố nội tại theo phương pháp Pooled OLS với ba đại diện cho CTKHN và khả năng thanh toán của các công ty ngành quản trị Khách sạn - Du lịch

	MR	HTQ	HNTT
LEV	-0.0979127 -3.25***	-4.470611 -3.76***	-1.540596 -5.48***
PROF	-0.1151501 -1.21	-16.71156 -4.43***	1.759565 1.97**
VOL	5.07E-07 2.34**	0.0000231 2.70***	4.24E-06 2.09**
LIQ	-0.003224 -4.18***	1.467548 48.06***	0.999444 138.56***
TAN	0.1792188 4.37***	1.128073 0.69	0.688386 1.79*
AM	-0.0000543 -1.02	-0.0008617 -0.41	0.0006171 1.25
SIZE	0.0739063 3.35***	0.7842539 0.9	0.0567179 0.28
GROW	0.5440975 1.06	11.69387 0.58	4.636317 0.97
TAX	0.0382039 0.63	-1.14327 -0.48	0.2395975 0.42
DSCR	-0.0188192 -5.67***	1.088728 8.30***	0.0458609 1.48
CONST	-0.5607412 -1.03	-10.25916 -0.48	-3.181643 -0.63
Number of obs	326	326	326
P value	0	0	0
R²	0.2694	0.9142	0.9882

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm Stata)

(Ghi chú: *, **, *** lần lượt đại diện cho ý nghĩa thống kê tại mức 10%, 5%, 1%)

Bảng 4.3 trên cho thấy mối tương quan giữa các nhân tố nội tại với CTKHN đều phù hợp với dự đoán và phân tích từ các nghiên cứu trước, ngoại trừ nhân tố LEV, LIQ

và TAX. Trong đó có thể thấy tỷ lệ đòn bẩy (LEV) của công ty quản trị Khách sạn – Du lịch càng cao thì tỷ lệ cấu trúc NDH càng thấp (có ý nghĩa thống kê ở mức $\sim 1\%$). Phát hiện này cho thấy ngành quản trị Khách sạn – Du lịch cũng có xu hướng có các khoản vay ngắn hạn để tài trợ hoạt động hơn là cấu trúc nợ dài hạn. Song, kết quả không ghi nhận bằng chứng có mối tương quan giữa lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh với CTKHN.

Lợi nhuận (PROF) không có ý nghĩa thống kê và tương quan âm đối với CTKHN (MR) đối với phương pháp Pooled OLS. Bên cạnh đó, PROF có ý nghĩa thống kê tại mức 1% và 5% đối với phương pháp Pooled OLS khi thay biến phụ thuộc MR bằng 2 biến HTQ và HNTT. Chỉ số HTQ phản ánh tổng quát nhất năng lực thanh toán của DN trong ngắn và dài hạn, kết quả hồi quy nhân tố Lợi nhuận cao, đạt hơn 16.7 lần (**HTQ > 2**) và có mối tương quan âm cho thấy DN sử dụng ít chi phí tài chính và đòn bẩy tài chính thấp, phản ánh khả năng thanh toán của DN rất tốt. Điều này cũng đúng với kết quả hồi quy nhân tố Lợi nhuận đối với biến HNTT, đạt gần ~ 1.8 lần (**HNTT > 1**) và có mối tương quan dương cho thấy DN có khả năng cao trong việc sẵn sàng thanh toán các khoản NNH đến hạn. Trong HĐKD, DN có lợi nhuận đôi khi cũng có thể thất bại nếu như không đủ dòng tiền dương duy trì cho các khoản cần phải thanh toán. Điều này cũng có thể xảy ra nếu lợi nhuận của một DN đó bị ràng buộc do các mặt hàng bị tồn đọng, hàng tồn quá mức hoặc phải chi nhiều cho những khoản đầu tư TSCĐ. Lợi nhuận sau thuế chỉ là lợi nhuận danh nghĩa về sổ sách kế toán. Khấu hao là chi phí không bằng tiền nhằm mục đích chắn hay tiết kiệm thuế nên chúng không phải là nguồn trả nợ vay (chỉ có dòng tiền vào hoặc dòng tiền ròng mới đo lường được khả năng trả nợ đến hạn của người vay). Tuy nhiên, DN nên hạn chế dùng Doanh thu (NNH có thể dùng một phần doanh thu) để chi trả cho các khoản nợ, bởi vì bản chất của việc đi vay và người cho vay là chia sẻ Lợi nhuận từ hiệu quả HĐKD

Các biến VOL, TAN và SIZE đều có mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê mạnh với hệ số beta lần lượt là $5.07e-07$, 0.179 và 0.074 với CTKHN. Kết quả này cho thấy các công ty có TSHH càng lớn thì tỷ lệ khoản vay có kỳ hạn dài càng cao, phù hợp với đặc điểm ngành quản trị Khách sạn – Du lịch với vốn đầu tư ban đầu cao. Đồng thời, các công ty có tình hình tài chính lành mạnh như biến động trong thu nhập thấp (VOL thay đổi tích cực), quy mô công ty càng lớn thì tỷ lệ cấu trúc NDH càng cao, phù hợp với lý thuyết chi phí người đại diện.

Các biến LIQ và DSCR đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% lên CTKHN với dấu như kỳ vọng. Cụ thể, tính thanh khoản và khả năng chi trả nợ có tương quan âm với kỳ hạn nợ. Khả năng chi trả nợ cao hơn có xu hướng vay NNH hơn, hệ số tương quan giữa cặp biến MR - DSCR là 0.0188 và giữa MR - LIQ là 0.0322 cho thấy khi tỷ số khả năng trả nợ giảm thì kỳ hạn nợ của DN sẽ tăng. LIQ và DSCR < 1 phản ánh DN cần dựa vào các nguồn lực đi vay bên ngoài để đảm bảo khả năng chi trả nợ. Trong mô hình về bất cân xứng thông tin về loại hình vay cho rằng các công ty được xếp hạng tín dụng cao sẽ chọn nợ ngắn hạn bởi vì họ có thể tận dụng lợi thế từ những nguồn tin tức trong tương lai. Flannery (1986) lập luận rằng có một mối quan hệ giữa CTKHN và rủi ro thanh khoản, Người đi vay cung cấp các thông tin về nhu cầu vốn của Dự án, Người cho vay từ đó sẽ xếp hạng tín dụng DN, các DN có xếp hạng tín dụng cao thích NNH, và các DN có xếp hạng thấp hơn thích NDH. Cũng như Ngân hàng chỉ có thể phát hành NNH đối với các DN được xếp hạng tín dụng thấp. Các công ty quản trị Khách sạn – Du lịch có Tỷ số khả năng trả nợ thấp có xu hướng sở hữu các khoản vay có cấu trúc ngắn hạn hơn là dài hạn. Các quan sát này cho thấy, các yếu tố liên quan đến tiêu chí đánh giá khả năng thanh toán ghi nhận mối tương quan nghịch chiều với CTKHN. Khi xảy ra tương quan nghịch chiều tức có nghĩa khi gia tăng các biến này thì kỳ hạn nợ sẽ giảm và ngược lại.

Kết quả nghiên cứu cũng cho kết quả AM, GROW, TAX hoàn toàn không có ý nghĩa thống kê. Hay nói cách khác, các yếu tố này không tác động đến kỳ hạn nợ của các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch.

Nhìn chung, VOL là nhân tố tác động mạnh nhất đến CTKHN và cụ thể ở mức 5%. Tiếp đến là TAN với kết quả là ~18%, nhân tố TAN có ý nghĩa thống kê tại mức 10% khi thay biến phụ thuộc MR bằng HNTT để chuẩn mệnh mô hình gốc. Từ đó, cung cấp bằng chứng cho thấy các công ty cần có nhiều TSHH để đảm bảo cho những khoản vay dài hạn. Như vậy, các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch sẽ vay NDH nhiều hơn khi công ty có Biến động thu nhập (VOL) cao hơn và có nhiều TSHH hơn.

Bảng 4.3.1: Kết quả hồi quy chuẩn mạnh tác động của các nhân tố nội tại đến CTKHN

	MR	HTQ	HNTT
LEV	0.1394957 3.14	-4.470611 -3.76***	-1.54059 -5.48***
PROF	0.0310051 0.28	-16.71156 -4.43***	1.75956 1.97**
VOL	1.42E-03 1.25	0.00002 2.70***	4.24E-06 2.09**
LIQ	0.0002263 0.26	1.46754 48.06***	0.99944 138.56***
TAN	0.0185698 0.3	1.12807 0.69	0.68838 1.79*
AM	0.0000135 0.34	-0.00086 -0.41	0.00061 1.25
SIZE	0.0453194 1.65	0.78425 0.9	0.05671 0.28
GROW	0.1472866 0.38	11.6938 0.58	4.63631 0.97
TAX	0.0323415 0.7	-1.14327 -0.48	0.23959 0.42
DSCR	-0.0039517 -0.87	1.08872 8.30***	0.04586 1.48
CONST	42.80442 1.25	-10.25916 -0.48	-3.18164 -0.63
Number of obs	326	326	326
Group	30	30	30
P value	0.0008	0	0
R²	0.2694	0.9142	0.9882

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm Stata)

Để củng cố cho kết quả chính của nghiên cứu, tác giả tiến hành hồi quy chuẩn mạnh bằng mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình tác động cố định (FEM). Kết quả chuẩn mạnh cho thấy, tương tự như mô hình gốc, việc sử dụng đòn bẩy tài chính (LEV) và khả năng thanh toán (DSCR) của các công ty quản trị Du Lịch – Khách sạn

trong mẫu có tương quan nghịch chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ dài. Đồng thời, quy mô tài sản đồng biến với CTKHN dài và Lợi nhuận công ty (PROF) đồng biến với hệ số khả năng thanh toán tức thời (HNTT). Kết quả với khả năng thanh toán tổng quát (HTQ) và khả năng thanh toán tức thời (HNTT) tương đồng với mô hình hồi quy gốc, ngoài biến tài sản hữu hình (TAN) không có ý nghĩa thống kê với biến HTQ

Nếu so sánh với các nước có nền kinh tế đã phát triển thì mức độ sử dụng nợ vay dài hạn của các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam là khá thấp (~ 34%), nhưng tỷ lệ này phù hợp với các nước có nền kinh tế đang phát triển Thái Lan, Malaysia... Thực tiễn quan sát các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch Việt Nam cũng thấy rằng đặc trưng các công ty thuộc ngành này hiện đang phát triển kinh tế và có nhu cầu phần lớn trong đầu tư TSCĐ như xây dựng cơ sở hạ tầng và sắp tới là đầu tư phát triển công nghệ ... những hạn mục này thường có tổng mức đầu tư lớn cũng như cần nhiều thời gian hoàn vốn, bên cạnh đó còn nhiều yếu tố liên quan đến môi trường pháp lý, cơ chế và chính sách đặc thù ... Theo đó, kết quả của nghiên cứu cũng cho thấy các biến giải thích như Kỳ hạn tài sản, Quy mô công ty, Cơ hội tăng trưởng và Thuế đều không có ý nghĩa thống kê đối với Hệ số khả năng thanh toán.

Thay vì chạy qua 3 mô hình OLS, FEM và REM để so CTKHN với nhau như hướng Đề cương ban đầu. Việc chạy OLS (thay FEM, REM) để chuẩn mệnh 3 biến đại diện cho yếu tố trả nợ: MR, HTQ và HNTT, tác giả thấy Kết quả có ý nghĩa thống kê, khả năng giải thích cao và đáng tin cậy hơn sơ với các nghiên cứu trước R^2 lần lượt là ~ 30%, ~ 91% và ~ 99%.

Ngoài ra với giá trị $P_{\text{value}} = 0.0000 < 0.01$ trong cả ba biến, điều này ngụ ý rằng với phương pháp Pooled OLS cho cả 3 biến đại diện cho yếu tố trả nợ thì mô hình nghiên cứu đều thật sự phù hợp với mẫu nghiên cứu.

4.4. Tổng hợp và thảo luận kết quả nghiên cứu

lý thuyết	Biến	Tác giả	Tương quan	MR	HTQ	HNTT
Lý thuyết sự phù hợp	Tài sản hữu hình (TAN)	Mateurs, C., & Terra (2013)	0	+	1%	Không có ý nghĩa thống kê
		Kirch, G., & Terra (2012) Nguyễn Thanh Nhã (2018)	+			
	Kỳ hạn tài sản (AM)	Nguyễn Thanh Nhã (2018) Correia và cộng sự (2014) Lemma và Negash (2012) Trịnh Thị Hoạt (2015)	+	Không có ý nghĩa thống kê	Không có ý nghĩa thống kê	Không có ý nghĩa thống kê
		Kirch, G., & Terra (2012)	0			
	Quy mô công ty (SIZE)	Correia và cộng sự (2014) Nguyễn Thanh Nhã (2018) Trịnh Thị Hoạt (2015)	+	+	1%	Không có ý nghĩa thống kê
		Mateurs, C., & Terra (2013)	-			

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Các nghiên cứu thực nghiệm

Cơ sở

0

Lý thuyết chi phí đại diện	Mateurs, C., & Terra (2013)
Cơ hội tăng trưởng (GROW)	Correia và cộng sự (2014) Lemma và Negash (2012) Kirch, G., & Terra (2012) Mateurs, C., & Terra (2013)



Nguyễn Thanh Nhã (2018)

Lemma và Negash (2012)

0

Không có ý nghĩa
thống kê

Không có ý nghĩa
thống kê

Không có ý nghĩa
thống kê

Cơ sở lý thuyết	Biến	Các nghiên cứu thực nghiệm		KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU		
		Tác giả	Tương quan	MR	HTQ	HNTT
Lý thuyết dựa trên thuế	Thuế (TAX)	Fan và cộng sự (2012) Mateurs, C., & Terra (2013)	-	Không có ý nghĩa thống kê	Không có ý nghĩa thống kê	Không có ý nghĩa thống kê
		Kirch, G., & Terra (2012) Cai và cộng sự (2008) Nguyễn Thanh Nhã (2018) Trịnh Thị Hoạt (2015) Correia và cộng sự (2014) Lemma và Negash (2012)				
Lý thuyết bất cân xứng thông tin	chi trả nợ ^g (DSCR)	X An, Y Deng, SA Gabriel (2011) Jason Fernando (2022)	-	- 1%	+ 1%	Không có ý nghĩa thống kê

(Nguồn: Tác giả xử lý số liệu từ phần mềm Stata)

Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy CTKHN của công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam có chịu sự tác động của các nhân tố nội tại. Các nhân tố Lợi nhuận, Kỳ hạn tài sản và Tốc độ tăng trưởng hoàn toàn không có tác động đến CTKHN trong các mô hình nghiên cứu. Ngoài ra, tương quan giữa các nhân tố nội tại với CTKHN đều phù hợp với kỳ vọng dựa trên cơ sở lý thuyết cũng như kết quả nghiên cứu thực nghiệm. Cụ thể, Biến động thu nhập, tính Thanh khoản, TSHH, Quy mô công ty có tương quan dương với kỳ hạn nợ; Đòn bẩy tài chính và Khả năng chi trả nợ có tương quan âm với kỳ hạn nợ. Thuế phải nộp TAX không tác động lên kỳ hạn nợ.

Kết quả nghiên cứu này ủng hộ lập luận của lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết bất cân xứng thông tin và các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trước đó, như nghiên cứu của Flannery (1986), Stephan và cộng sự (2011), Lemma và Negash (2011), các Công ty có khả năng tiếp cận thị trường vốn dài hạn có cơ hội phát hành nhiều nợ dài hạn hơn. Theo đó, các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch Việt Nam đang có xu hướng lựa chọn cấu trúc kỳ hạn nợ: (1) Phù hợp với quy mô của mình, (2) phù hợp với cấu trúc kỳ hạn của tài sản: công ty càng có nhiều TSCĐ càng ưu tiên sử dụng NDH nhiều hơn, (3) Ưu tiên sử dụng nhiều NNH hơn khi công ty có hiệu suất sử dụng tài sản cao, tình hình tài chính lành mạnh hoặc độ biến động trong thu nhập lớn để giảm thiểu rủi ro, (4) Tương xứng với khả năng thanh khoản, theo đó, các công ty có khả năng thanh khoản dồi dào, càng có khả năng sử dụng nhiều NNH hơn

Khác với các nước khác, trong số các nhân tố nội tại, tài sản hữu hình là nhân tố tác động mạnh nhất đến quyết định vay NDH. Điều này chứng tỏ vay nợ của công ty tại Việt Nam nói chung và công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch nói riêng chủ yếu thông qua Ngân hàng và TSĐB không phải là tiêu chuẩn quan trọng hàng đầu để các TCTD cấp tín dụng cho khách hàng. Nói cụ thể hơn, để cấp tín dụng cho Khách hàng, các TCTD phải căn cứ chủ yếu vào uy tín tín dụng và khả năng trả nợ của khách hàng, chứ không phải căn cứ chủ yếu vào TSĐB. Quyết định điều chỉnh CTKHN của công ty chịu tác động của các nhân tố nội tại gồm: Biến động thu nhập, Tính thanh khoản, Tài sản hữu hình, Đòn bẩy tài chính, Quy mô Công ty và Tỷ số khả năng trả nợ.

Khả năng tiếp cận thị trường tài chính là một chỉ tiêu quan trọng ảnh hưởng đến việc quyết định CTKHN của các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du lịch tại Việt Nam cả về nhân tố cũng như mức độ tác động của nhân tố.

CHƯƠNG 5

KẾT LUẬN và KIẾN NGHỊ

Dựa vào kết quả nghiên cứu thực nghiệm trong chương 4, sau khi kết luận chung về những kết quả đạt được, luận văn đưa ra một số gợi ý chính sách cho công ty Ngành quản trị Khách sạn – Du lịch cũng như các nhà hoạch định chính sách nhằm nâng cao khả năng tiếp cận nguồn vốn theo kỳ hạn nợ mục tiêu:

5.1. Kết luận chung

Việc nghiên cứu về CTKHN, khả năng chi trả nợ (DSCR) có đóng góp quan trọng cho các nghiên cứu CTKHN tại Việt Nam.

Thứ nhất, đây là nghiên cứu đầu tiên tại Việt Nam, sử dụng khả năng chi trả nợ trong phân tích các nhân tố ảnh hưởng CTKHN tại các công ty quản trị ngành Du lịch – Khách sạn. Nghiên cứu được thực hiện trong bối cảnh một quốc gia đang phát triển, do đó, việc chọn mẫu là các DN niêm yết tại Việt Nam có thể đánh giá tác động của các nhân tố đối với CTKHN sẽ có nhiều ý nghĩa hơn so với nghiên cứu các nhân tố này tại các quốc gia phát triển.

Thứ hai, nghiên cứu củng cố và bổ sung cho các nghiên cứu trước khi không giả định các doanh nghiệp sử dụng CTKHN ngắn hạn, thay vào đó, nghiên cứu xem xét CTKHN ngắn và dài hạn. Nghiên cứu này cũng không giả định yếu tố tác động là như nhau tại mọi CTKHN vì sự thiếu phù hợp trong lý thuyết.

Thứ ba, đây cũng là nghiên cứu áp dụng thước đo hạn chế tài chính toàn diện nhằm phân tích liệu các DN có hạn chế về tài chính sẽ không có điều kiện áp dụng linh hoạt CTKHN hơn so với các doanh nghiệp không có hạn chế tài chính.

Cuối cùng, mẫu nghiên cứu lần đầu tiên được thực hiện trong Ngành quản trị Du lịch - Khách sạn, vốn được xem là ngành sử dụng tỷ lệ đòn bẩy nhiều. Việc chọn mẫu là các công ty ngành quản trị Du lịch - Khách sạn niêm yết tại Việt Nam để đánh giá tác động của các nhân tố đòn bẩy trong nội tại DN đối với CTKHN sẽ có nhiều quan sát quan trọng về CTKHN hơn do tính chất của Ngành. Ngoài ra, tác giả cũng cung cấp các hàm ý quan trọng nhằm cải thiện tình hình hiện tại của các công ty quản trị Du lịch - Khách sạn niêm yết tại Việt Nam.

5.2. Gợi ý chính sách

Các chủ thể có lợi ích gắn với doanh nghiệp và các đối tượng có liên quan đều quan tâm đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp có nhu cầu sử dụng thông tin kinh tế, tài chính của doanh nghiệp. Mỗi đối tượng quan tâm theo góc độ và với mục tiêu khác nhau, các đối tượng sử dụng thông tin tài chính khác nhau sẽ đưa ra các quyết định với mục đích khác nhau. Từ những kết quả nghiên cứu trên, tác giả xin phép đưa ra các kiến nghị liên quan đến bài nghiên cứu như sau:

5.2.1. Đối với các nhà quản trị tài chính

Là người trực tiếp quản lý, điều hành doanh nghiệp, nhà quản lý hiểu rõ nhất tài chính doanh nghiệp. Bài nghiên cứu cũng cho thấy, khả năng tiếp cận nguồn tài chính là một tiêu chí quan trọng quyết định nhân tố cũng như mức độ tác động của nhân tố lên KHN. Lợi nhuận công ty được đo bởi lợi nhuận dòng tiền trên vốn thì được đặc trưng bởi CTKHN dài, các công ty được nghiên cứu có vay NNH và NDH để tài trợ cho HĐKD nhưng đa phần là NNH. Như vậy, các công ty có một số hạn chế để lựa chọn CTKHN và các công ty ngành quản trị Khách sạn – Du Lịch Việt Nam có tốc độ điều chỉnh CTKHN chậm, chi phí điều chỉnh cao hơn do sai lệch CTKHN mục tiêu gây nên. Nhìn chung, nhà quản trị tài chính cần nghiên cứu về sự vận động và cách thức gia tăng giá trị của dòng tiền. Cụ thể cần phải lưu ý những vấn đề sau:

- Những nhân tố như Khả năng chi trả nợ và Tính thanh khoản có tác động đến CTKHN nên nhằm hạn chế các khoản chi phí phát sinh do vấn đề đại diện, công ty cần xem xét tính thanh khoản cũng như khả năng chi trả nợ của công ty trong tương lai mà đưa ra quyết định KHN hợp lý. Công ty có thanh khoản và tỷ số khả năng trả nợ cao sẽ thực hiện chính sách nợ với kỳ hạn dài chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nợ. Việc sử dụng NNH giúp DN giảm bớt chi phí vay nợ do có thể dự đoán được sự biến động của lãi suất, dễ dàng tiếp cận hơn đồng thời là một tín hiệu tốt ra thị trường để thu hút các nhà đầu tư và dự án tiềm năng.
- Biến động thu nhập thể hiện đặc điểm về tình hình tài chính của công ty và có tương quan dương đến CTKHN, điều này giúp công ty dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn vay. Những khoản cho vay trung, dài hạn thường có kỳ hạn điều

chính lãi suất thường từ 6 tháng đến 1 năm. Trong khi đó, phần lớn nguồn vốn huy động của các ngân hàng là nguồn vốn ngắn hạn và lãi suất khá linh hoạt theo thị trường. Sự chênh lệch về kỳ hạn và lãi suất giữa nguồn vốn huy động và cho vay là vấn đề nan giải nhất mà các ngân hàng phải tính toán và cân đối trong cho vay, do đó, các công ty cũng phải tối đa hóa được các cơ hội sử dụng chi phí vay nợ.

- Quy mô và tài sản công ty liên quan mật thiết đến giá trị thế chấp và giá trị của khoản vay. Quan tâm đến giá trị TSCĐ hiện tại của công ty cũng như mức độ phù hợp giữa kỳ hạn của tài sản và kỳ hạn của nợ. Tài sản có thời gian sử dụng càng dài càng nên tài trợ bằng vốn vay dài hạn. Nếu công ty có nhiều TSCĐ sẽ có nhiều khả năng vay NDH hơn và ngược lại. Các DN chưa thiết lập được các giấy tờ chứng minh QSH đối với các loại tài sản để đảm bảo cho khoản vay nên sử dụng nhiều NDH để hạn chế áp lực trả nợ khi đến hạn, ngoài ra công ty cũng nên tìm cách hoàn thiện cơ sở pháp lý cho các tài sản như hạch toán xây dựng dở dang để đưa vào khai thác...
- Sự tương tác của Lợi nhuận giữ lại là một tương tác nghịch chiều, lợi nhuận giữ lại tăng, các chủ nợ sẽ đánh giá tích cực tiềm năng phát triển cũng như khả năng tín dụng của DN đó dẫn đến sẽ dãi ngộ nhiều ưu đãi trong việc đưa DN đó tiếp cận đến nguồn vốn, đồng thời lãi suất vay nợ cũng có thể phù hợp hơn. Do đó, để tối ưu hóa hiệu quả việc sử dụng chi phí tài chính công ty có thể chỉ sử dụng các khoản vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn và ưu tiên sử dụng Lợi nhuận giữ lại để gia tăng giá trị DN và nhằm đề phòng xác suất về rủi ro thanh khoản, từ đó giảm nguy cơ phá sản. Trong lúc chờ đợi những chính sách, điều hành từ các CQC, với tình hình thắt chặt room tín dụng hiện nay, các DN cân nhắc việc mua sắm MMTB mới để chờ tín hiệu thị trường, còn vốn thì sẽ huy động từ cổ đông thay vì vốn vay các TCTD với lãi suất cao.
- Liên quan đến tính chấp hành các quy định của Pháp Luật, cơ sở quản lý điều hành của từ phía các CQC. Công ty cần chuẩn bị đầy đủ nội dung phương án và chứng từ sử dụng vốn theo quy định tại khoản 6 Điều 2 Thông tư số 39/2016/TT-NHNN ngày 31/12/2016. Đặc biệt đối với các khoản vay có kỳ hạn ngắn (như vay bổ sung vốn lưu động hoặc hạn mức...) để SXKD. Chú ý tài liệu cung cấp cho TCTD về việc chứng minh mục đích sử dụng vốn, theo quy định

tại điểm b khoản 2 Điều 30 Nghị định số 65/2013/NĐ-CP ngày 27/06/2013 quy

định chi tiết một số điều của Luật Thuế thu nhập cá nhân, theo đó cá nhân cung cấp dịch vụ phải thực hiện kê khai nộp thuế TNCN theo quy định, các CQCN và TCTD có thể tra cứu thông tin tại trang web <http://tracuunnt.gdt.gov.vn>

- Từ tháng 04 – 07 / 2022, tức sau 3 tháng sau khi một số NH có động thái siết vốn, nhiều DN bước vào giai đoạn khát vốn, các dòng vốn đầu tư tài sản cũng có dấu hiệu co cụm, phòng thủ. DN quy mô vừa và nhỏ, chất lượng tài sản không cao sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn vốn để xoay vòng. Với nhóm DN lớn phần nào ít áp lực hơn do còn tài sản để đảm bảo vay NH cùng với đó là họ đủ điều kiện để phát hành trái phiếu cũng như có khả năng vay trái phiếu quốc tế. Nhà quản trị tài chính cần chủ động nâng cao năng lực và khả năng lập phương án dòng tiền (Cash Flow) khả thi, khi đó quyền tài sản phát sinh dùng làm TSTC như giá trị dòng tiền chiết khấu (thu nhập thuần) sẽ là công cụ để nhà quản trị tài chính tự tin và chủ động hơn trong việc lựa chọn CTKHN phù hợp với tình hình tài chính của công ty.
- Lượng vốn mà DN cần sử dụng để đáp ứng nhu cầu SXKD phụ thuộc vào quy mô hoạt động của DN. Một trong những chỉ tiêu biểu hiện quy mô hoạt động của DN là doanh thu thuần (doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ hoặc doanh thu thuần HĐKD). Nhu cầu về vốn đòi hỏi sự cân bằng với đầu tư và quy mô hoạt động. Vì thế, khi doanh thu thay đổi, nhu cầu về vốn cũng thay đổi theo, sự thay đổi đó không nhất thiết phải theo một tỷ lệ cố định bởi lẽ nó còn phụ thuộc vào hiệu quả sử dụng vốn. Do vậy, nhà quản lý tài chính cần "ước tính" về vấn đề định hướng cho việc lập kế hoạch SXKD cũng như hoạch định chiến lược. Nhu cầu ước tính đó chính là nhu cầu dự báo các chỉ tiêu tài chính và lập kế hoạch tài chính. Trong trường hợp lượng tiền giảm lớn hơn lượng tiền tăng trong kỳ, DN phải có kế hoạch để huy động thêm tiền từ các nguồn khác nhằm tránh gặp phải khó khăn trong thanh toán.

Nhìn chung, khi đi vay tại các TCTD cần nghiên cứu & chuẩn bị thật kỹ các hồ sơ để đảm bảo tuân thủ đúng quy định, quy trình và các tiêu chí yêu cầu của TCTD. Ngoài ra, các công ty cần có giải pháp huy động vốn bền vững thay vì chỉ phụ thuộc vào dòng vốn tín dụng của các NHTM như kênh cho thuê tài chính, các quỹ đầu tư mạo hiểm, thị trường chứng khoán, cổ phần, trái phiếu doanh nghiệp (tham khảo thêm Nghị định 65/2022. Theo Moody's thì phải từ Baa trở lên, với S&P và Fitch là từ BBB

trở lên). Trong bối cảnh ba kênh huy động vốn trên thị trường, gồm tín dụng ngân hàng, cổ phiếu và TPDN, đều gặp khó khăn thì nhiều DN đã xoay xở đi tìm vốn từ nước ngoài (các thông tin công bố cho thấy kết quả huy động lên đến hàng tỉ đô la từ khối ngoại). Các nhà đầu tư là những người giao vốn của mình cho doanh nghiệp quản lý sử dụng, được hưởng lợi và cũng chịu rủi ro. Đó là những cổ đông, các cá nhân, các đơn vị, DN khác. Các đối tượng này quan tâm trực tiếp đến những tính toán về giá trị của DN. Thu nhập của các nhà đầu tư là cổ tức được chia và thặng dư giá trị của vốn. Hai yếu tố này phần lớn chịu ảnh hưởng của lợi nhuận thu được của doanh nghiệp. Vì vậy, nhà quản trị tài chính cần quan tâm điều hành: sức sinh lời bình quân vốn kinh doanh, sức sinh lời vốn cổ phần, giá của cổ phiếu trên thị trường so với mệnh giá, so với giá trị ghi sổ như thế nào, dự án đầu tư dài hạn của DN dựa trên cơ sở nào. Tính trung thực, khách quan của các báo cáo tài chính đã công khai để làm rõ triển vọng phát triển của DN từ đó nhà đầu tư dựa vào những thông tin tài chính chuyên nghiệp này và đưa ra quyết định đầu tư của họ vào DN.

Các chủ thể có lợi ích gắn với DN đều quan tâm đến thực trạng hoạt động và an ninh tài chính của DN, bằng việc phân tích CTKHN và khả năng thanh toán của DN để có thể thấy chất lượng và hiệu quả của hoạt động tài chính. Hiện không nên nhìn vào các dự báo vĩ mô tươi sáng, các báo cáo chỉ là ánh xạ của những câu chuyện trong quá khứ, không phản ánh được hiện thực. Do vậy, DN cần phát huy tối đa khả năng tạo dòng tiền ròng thông qua cách tổ chức và triển khai hoạt động kinh doanh một cách hiệu quả (có điểm nhấn và sự khác biệt, đi nhanh nhưng đảm bảo quản lý được rủi ro, tránh thiệt hại và lãng phí nguồn lực không cần thiết...).

5.2.2. Đối với Cơ Quan Nhà Nước và Tổ Chức Tín Dụng

Đây là các cơ quan đại diện cho quyền lực và lợi ích của nhân dân thực hiện nhiệm vụ quản lý giám sát nền kinh tế, giám sát việc thực hiện nghĩa vụ của DN và Nhà nước, kiểm tra việc chấp hành Luật pháp của DN nhằm giúp các nhà quản lý của các cơ quan này thực hiện nhiệm vụ do Nhà nước giao một cách hiệu quả.

- TCTD cũng cần quan tâm hỗ trợ và hướng dẫn cho các khách hàng liên quan đến các thủ tục về hồ sơ pháp lý, thủ tục hành chính, phương án kinh doanh,...

đảm bảo hồ sơ vay vốn vừa giải quyết đúng quy định vừa quản trị được rủi ro

trong công tác cho vay.

- TCTD khi cho vay cần biết chắc được khả năng hoàn trả tiền vay, do đó, xác định khả năng hoàn trả nợ của DN là rất quan trọng. Những khoản cho vay dài hạn và những khoản cho vay ngắn hạn có những nét khác nhau. Đối với những khoản cho vay ngắn hạn thì đặc biệt quan tâm đến khả năng thanh toán ngay của DN, nói khác đi là khả năng ứng phó của DN khi nợ vay đến hạn trả. Đối với các khoản cho vay dài hạn, cần thẩm định tài chính các dự án đầu tư, quản lý được quá trình giải ngân sử dụng vốn cho từng dự án đầu tư để đảm bảo khả năng hoàn trả nợ thông qua thu nhập và khả năng sinh lời của DN cũng như kiểm soát dòng tiền của các dự án đầu tư của DN.

Tài sản hữu hình (TSĐB) là một trong các điều kiện mà người vay cần phải đáp ứng để được các TCTD cấp tín dụng có bảo đảm bằng tài sản. Vấn đề đặt ra là các TCTD định giá những tài sản như thế nào nhằm vừa đảm bảo hạn chế rủi ro cho các TCTD vừa đảm bảo quyền lợi của công ty sở hữu tài sản đó, vì vậy:

- Cơ quan quản lý Nhà nước thống nhất các quy định trong việc quản lý cũng như định giá TSHH, đặc biệt là đất đai. Bộ Tài chính và Bộ Tài nguyên & Môi trường cần có những hướng dẫn rõ ràng về các tỷ suất chiết khấu, tỷ lệ lợi nhuận cho nhà đầu tư... để làm cơ sở xác định đúng giá trị của tài sản theo quy định của Nhà nước. Công tác quản lý tài sản là đất đai cần tránh chồng chéo, tạo sự thống nhất trong quản lý giúp DN thuận tiện trong việc thực hiện các hồ sơ thẩm định giá tài sản để thế chấp vay vốn.
- NHNN chỉ đạo các TCTD tiếp tục rà soát, đơn giản hóa thủ tục vay vốn; đa dạng hóa các sản phẩm tín dụng để tăng khả năng tiếp cận vốn cho người dân và DN; nâng cao hiệu quả thẩm định và đánh giá mức độ tín nhiệm của khách hàng, quản lý dòng tiền để tăng cường khả năng cho vay không có TSĐB (lý do chủ yếu nhất cũng vì thiếu tài sản đảm bảo nên không vay được vốn ngân hàng). Tăng cường kết nối giữa TCTD - DN nhằm tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tiếp cận nguồn vốn tín dụng.
- Quy định pháp luật còn chưa thực sự rõ ràng nên dẫn đến việc trong thực tế áp dụng vẫn còn một số vấn đề vướng mắc liên quan đến biện pháp bảo đảm bằng tài sản. Khuôn khổ pháp lý về biện pháp bảo đảm còn khá sơ lược và vẫn tiềm ẩn

nhều rủi ro cho các TCTD. TSTC phải là sở hữu hợp pháp của bên vay, khi đưa ra thế chấp phải giao nộp hiện vật (nếu là tài sản có thể lưu giữ ở kho của TCTD) hoặc giấy tờ ... vì thế, cần xem xét, hướng dẫn và tạo điều kiện cho DN và NHTM thực hiện các khoản vay đảm bảo bằng quyền sở hữu – sử dụng – định đoạt tài sản (sau đây gọi là Quyền tài sản) chưa đáp ứng đủ các điều kiện, nguyên tắc, quy định nêu tại Điều 106; Quyền hưởng dụng theo quy định từ Điều 257 đến điều 266 của Bộ Luật Dân sự năm 2015. Ví dụ, TSTC là toàn bộ quyền và lợi ích được hưởng từ giá trị lợi thế QSD đất hàng năm và lợi tức được hưởng từ quyền khai thác công trình xây dựng và hoa lợi trên đất thì nội dung đăng ký giao dịch đảm bảo có thể là “các khoản lợi, lợi tức thu được từ việc kinh doanh, khai thác giá trị của dự án ...” để tránh tiềm ẩn rủi ro trong quá trình xử lý tài sản để xử lý nợ.

- TSĐB là nhân tố giúp các NHTM hạn chế được rủi ro khi cấp tín dụng tuy nhiên bối cảnh mới cho thấy, những khoản cấp tín dụng có TSĐB cũng tiềm ẩn rất nhiều rủi ro. Chất lượng thẩm định TSĐB của nhiều TCTD ở Việt Nam hiện nay vẫn chưa được chuyên môn hóa và tiềm ẩn nhiều rủi ro cho các TCTD, đặc biệt là rủi ro về thẩm định giá trị TSĐB. Để hạn chế rủi ro trong việc cấp tín dụng có TSĐB, các TCTD phải từng bước chuyên môn hóa hoạt động thẩm định TSĐB của mình, tùy thuộc vào quy mô hoạt động và khả năng chuyên môn hóa và khẩu vị rủi ro của từng TCTD, tuy nhiên cần lưu ý:
 - Thứ nhất, đảm bảo tuân thủ tuyệt đối các tỷ lệ an toàn vốn theo quy định của Thông tư số 22/2019/TT-NHNN; Kiểm soát dòng tiền của DN, phát vay kèm các điều kiện tín dụng để đảm bảo dòng tiền quay về chi nhánh; Áp dụng chế tài tín dụng: thu nợ trước hoặc đúng hạn.
 - Thứ hai, thường xuyên cập nhật các quy định điều chỉnh/bổ sung của pháp luật và các tình huống phát sinh thực tế; Hạn chế tài trợ đối với các dự án không ổn định, chứa đựng nhiều rủi ro, thông tin về pháp lý chưa rõ ràng; Sử dụng thông tin tra cứu CIC về BĐS trước khi nhận thế chấp.
 - Thứ ba, xây dựng và ban hành đầy đủ các quy định nội bộ về thẩm định giá TSĐB, dựa trên Hệ thống các tiêu chuẩn thẩm định giá của Việt Nam và có tham khảo thêm Tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế. Các biểu mẫu cần thiết cũng phải chuẩn bị đầy đủ. Ngoài ra, các TCTD cần tuyển dụng được đội ngũ chuyên viên thẩm định TSĐB tốt nghiệp chuyên ngành thẩm định giá hoặc tổ

chức đào tạo chuyên sâu về nghiệp vụ thẩm định TSĐB nói chung, thẩm định giá TSĐB nói riêng. Cần ưu tiên tuyển dụng nhân sự có chứng chỉ hành nghề thẩm định giá và có kinh nghiệm hành nghề thẩm định giá nhiều năm. Phải có bộ phận làm công việc thường xuyên thu thập và cập nhật dữ liệu thông tin phục vụ cho công tác thẩm định giá trị TSĐB đảm bảo phù hợp với giá trị thị trường tại thời điểm thẩm định giá. Đẩy mạnh ứng dụng công nghệ thông tin (học máy, AI...) trong việc tìm kiếm và thu thập dữ liệu để có được vùng giá các loại TS của từng khu vực ở từng thời điểm, làm cơ sở cho việc kiểm chứng mức giá cuối cùng theo các cách tiếp cận khác nhau của các thẩm định viên.

- Hoạt động cho vay của NHTM là kênh trực tiếp "bơm vốn" ra nền kinh tế, và phải chịu sự điều hành, quản lý của Ngân hàng Nhà nước (NHNN). Hiện nay, hoạt động cho vay của TCTD, chi nhánh Ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng đang được quy định trong Thông tư 39/2016/TT-NHNN (Thông tư 39). Mới đây, NHNN đã ban hành dự thảo sửa đổi Thông tư 39, theo đó những nhu cầu vốn không được cho vay được quy định trong điều 8 của Thông tư 39 có khá nhiều thay đổi, Khách hàng mua BĐS sẽ không còn được giải ngân hoàn vốn khi dự thảo sửa đổi Thông tư 39 được áp dụng. Từ đó, các TCTD nên xem xét bổ sung quy định về các trường hợp cụ thể cần thực hiện thu thập các chứng từ, hóa đơn đầu vào và đầu ra trước, trong và sau khi cho vay nhằm thẩm định đầy đủ khả năng tài chính đảm bảo DN thanh toán nợ vay, tăng khả năng kiểm soát khách hàng sử dụng vốn vay đúng mục đích.
- Thông tư 08/2020-NHNN, từ 2017 đến nay NHNN đưa ra lộ trình giảm giới hạn tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung hạn và dài hạn theo từng bước về 30%, từ 01/10/2022 giảm từ 37% -> 34%, từ 01/10/2023 trở đi là 30% để đảm bảo an toàn cho hệ thống Ngân hàng bởi trong những năm qua hệ thống Ngân hàng đã phải gánh phần lớn vốn cho vay TDH cho nền kinh tế vốn còn kém phát triển. Vì vậy, TCTD cần cân đối các khoản vay để đáp ứng các tiêu chuẩn an toàn vốn.

Phát triển thị trường tài chính sẽ tạo nên nhiều cơ hội cho công ty vay nhiều NDH. Đây là nguồn vốn cần thiết cho công ty trong phát triển HĐKD, góp phần giảm áp lực

vay ngắn hạn tại các trung gian tài chính, giảm thiểu được vấn đề nợ tiêu cực trong việc thẩm định TSĐB, giảm bớt nợ xấu trong lĩnh vực ngân hàng. Nhà nước cần tiếp tục làm lành mạnh hóa môi trường pháp lý, cải thiện điểm số của các tiêu chí sau: tiếng nói và trách nhiệm giải trình, hiệu quả của chính phủ, chất lượng các quy định, nhà nước pháp quyền và kiểm soát tham nhũng. Thay vì để hệ thống ngân hàng/TCTD “gồng gánh” như từ trước đến nay, nên xem xét việc xây dựng thị trường vốn dài hơi hơn cho Việt Nam, trong đó không chỉ có thị trường cổ phiếu mà còn là thị trường trái phiếu doanh nghiệp, phục vụ cho các khoản vay trung và dài hạn với chi phí hợp lý hơn. Cuối cùng là hướng đến mục tiêu nâng cao năng lực tài chính của các chủ thể tham gia quản trị, vì cái gốc nằm ở TỔ CHỨC & KIỂM SOÁT.

5.3. Hạn chế của luận văn và hướng nghiên cứu tiếp theo

5.3.1. Hạn chế của luận văn

Dù chứng minh được mối quan hệ giữa CTKHN và khả năng tài chính của các doanh nghiệp quản trị Du lịch - Khách sạn, tuy nhiên, nghiên cứu của tác giả còn một số hạn chế như sau:

Thứ nhất, không phải tất cả các khoản vay ngắn hạn hay dài hạn đều có tác động như nhau. Trong nghiên cứu này, tác giả kiểm tra sự thay đổi trong thời gian đáo hạn nợ trên tất cả các khoản vay chưa thanh toán của các công ty. Các kiểm định mạnh mẽ hơn về các giả thuyết tín hiệu có thể đến từ việc kiểm tra sự thay đổi của thời gian đáo hạn nợ khi đi vay.

Thứ hai, dữ liệu của tác giả sử dụng một định nghĩa rộng về CTKHN, gồm CTKHN dài hạn và ngắn hạn. Dữ liệu được phân tích nhiều hơn sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc điều tra và mức độ “phong phú” của chính sách nợ đến hạn thanh toán. Tuy nhiên, tác giả không biết có bao nhiêu trong tổng số biến động là kết quả của sự thay đổi giữa các công cụ CKH trung bình khác nhau và bao nhiêu là do sự thay đổi

trong thời gian đáo hạn của một bộ công cụ (chẳng hạn như KUNN 20 năm hay 12 năm). Việc kiểm tra chi tiết hơn về sự kết hợp của các công cụ nợ được phát hành bởi các loại hình DN khác nhau sẽ cung cấp kết cấu quan trọng để chúng ta hiểu về cách các DN đạt được CTKHN được quan sát của họ. Cuối cùng, tác giả chỉ đơn giản sử

dụng định nghĩa HỢP LÝ về số nợ đến hạn trong một năm nhất định để phân tích lựa chọn đáo hạn.

5.3.2. Hướng nghiên cứu tiếp theo

CTKHN là chủ đề nghiên cứu được quan tâm trong thập kỷ qua, song đối với ngành quản trị Khách sạn – Du lịch vốn sử dụng vốn đầu tư lớn tại Việt Nam vẫn chưa được chú ý. Nghiên cứu của Fan và cộng sự (2012) về CTKHN của công ty tại các quốc gia có nền kinh tế đã và đang phát triển chứng tỏ tác động của thuế lên kỳ hạn nợ là không mạnh mẽ và phổ biến bằng các nhân tố khác như hệ thống luật pháp, mức độ tham nhũng, ưu đãi của nhà cung cấp vốn. Theo nghiên cứu này, tại những quốc gia có mức độ tham nhũng lớn, các công ty có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn và trong đó chủ yếu là nợ có kỳ hạn ngắn. Kết quả nghiên cứu ủng hộ cho sở thích của các ngân hàng là cho vay ngắn hạn, nghĩa là tại những nước có hệ thống ngân hàng phát triển, công ty sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Tại Phụ lục 9 tác giả có dùng thêm biến TI để tìm hiểu tác động của nhân tố này đến CTKHN, tuy nhiên khi chạy mô hình thì kết quả hồi quy không cao. Hướng nghiên cứu tiếp theo có thể là tìm được đại lượng thích hợp để làm rõ hơn Lý thuyết về thuế và tìm hiểu các thêm các nhân tố bên ngoài đến CTKHN

Nghiên cứu tập trung cấu trúc kỳ hạn nợ TĨNH mà chưa nghiên cứu mô hình cấu trúc kỳ hạn nợ ĐỘNG để biết được tốc độ điều chỉnh của CTKHN về CTKHN mục tiêu. Bên cạnh đó, tác giả vẫn chưa đề cập đến sự ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 để làm rõ tác động đến CTKHN. Trên cơ sở một số hạn chế trên, tác giả đề xuất hướng nghiên cứu trong tương lai nhằm giúp kết quả nghiên cứu đạt độ tin cậy và khách quan bằng cách tiến hành nghiên cứu CTKHN động và đánh giá mức độ tác động của dịch COVID-19 lên CTKHN.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. DANH MỤC TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

- Chương, N. H. (2019). Các nhân tố ảnh hưởng đến KHN: bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam.
- Hoạt, T. H (2015), Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết - bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam: Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Liên, N. T., Cành, N. T., & Thành, N. C. (2021). Hạn chế tài chính và CTKHN tại các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(2), 05-23.
- Loan, N. T., & Anh, N. V. H. (2019). Tác động của chất lượng báo cáo tài chính và KHN đến hiệu quả đầu tư: Nghiên cứu tại doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính-Marketing*, (53).
- Minh, P.T và Dũng, N.T (2015). Các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn từ mô hình tĩnh đến mô hình động: Nghiên cứu trong ngành Bất động sản Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 26(6), 58-74.
- Nhã, N.T (2018), Các nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty tại Việt Nam. (Doctoral dissertation, Trường Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh).
- Ngo, V. T., & LE, T. L. (2021). Factors Influencing Corporate Debt Maturity: An Empirical Study of Listed Companies in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 551-559.
- Trình, P.T.V (2020), Cấu trúc vốn và cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp đầu tư xây dựng, kinh doanh bất động sản Tại Việt Nam, Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh.
- Toàn, N. V. (2021). Các yếu tố tác động đến CTKHN: bằng chứng thực nghiệm mới từ các Công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Quản lý Kinh tế Quốc tế (Journal of International Economics and Management)*, (141), 1-20.

2. WEBSITES:

<http://www.bvsc.com.vn>

<http://cophieu68.com>

3. DANH MỤC TÀI LIỆU TIẾNG ANH

- Cai, K., Fairchild, R., & Guney, Y. (2008). Debt maturity structure of Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 268-297. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.06.001>
- Correia, S., Brito, P., & Brandão, E. (2014). Corporate Debt Maturity An International Comparison of Firm Debt Maturity Choices. Working paper, School of Economics and Management, University of Porto. doi:

<http://wps.fep.up.pt/wps/wp544.pdf>

- 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(0), 172-181. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.024>
- Fan, J., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23 - 56.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*, 41, 19-37
- Jason Fernando (Updated August 22) Debt-Service Coverage Ratio (DSCR): How To Use and Calculate It, <https://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp>
- Kirch, G., & Terüi roa, 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. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.004>
- Lemma, T., & Negash, M. (2012). Debt Maturity Choice of a Firm: Evidence from African Countries. *Journal of Business and Policy Research*, 7(2), 60-92.
- Mateurs, C., & Terüi roa, P. (2013). Leverage and the Maturity Structure of Debt in Emerging Markets. *Journal of Mathematical Finance*, 3, 46-59. doi: <http://dx.doi.org/10.4236/jmf.2013.33A005>
- Mateurs, C., & Terüi roa, P. (2013). Leverage and the Maturity Structure of Debt in Emerging Markets. *Journal of Mathematical Finance*, 3, 46-59. doi: <http://dx.doi.org/10.4236/jmf.2013.33A005>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 146-176.
- Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(2), 141-151.
- Stohs, M.H., Mauer, D.C., 1996. The determinants of corporate debt maturity structure, *Journal of Business*, 69 (3), 279 – 312
- X An, Y Deng, SA Gabriel (2011). Asymmetric information, adverse selection, and the pricing of CMBS. *Journal of Financial Economics*, 100 (2011) 304–325

PHỤ LỤC

Phụ lục 1:

Danh sách các công ty nghiên cứu

Stt	Mã CK	Tên công ty	Stt	Mã CK	Tên công ty
1	ATS	CTCP SACN Atesco - ATS	16	HOT	CTCP Du lịch Dịch vụ Hội An - HOT
2	BRS	CTCP Dịch vụ Đô thị Bà Rịa - BRS	17	MTC	CTCP Dịch vụ Du lịch Mỹ Trà - MTC
3	BSC	CTCP Dịch vụ Bến Thành - BSC	18	MVY	CTCP MT và Dịch vụ ĐT Vĩnh Yên - MVY
4	BTV	CTCP Dịch vụ Du lịch Bến Thành - BTV	19	NVT	CTCP Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay - NVT
5	CMV	CTCP TN Cà Mau - CMV	20	OCH	CTCP Khách sạn và Dịch vụ OCH - OCH
6	CPH	CTCP PVMT Hải Phòng - CPH	21	PAN	CTCP Tập đoàn Pan - PAN
7	CTC	CTCP Gia Lai CTC - CTC	22	PDC	CTCP Du lịch Dầu khí Phương Đông - PDC
8	DAH	CTCP Tập đoàn Khách sạn Đông Á - DAH	23	SGH	CTCP Khách sạn Sài Gòn - SGH
9	DL1	CTCP Tập đoàn Alpha Seven	24	SKG	CTCP Tàu cao tốc Superdong - Kiên Giang - SKG
10	DLT	CTCP Du lịch và Thương mại - Vinacomin	25	TCT	CTCP Cáp treo Núi Bà Tây Ninh - TCT
11	DNT	CTCP Du lịch Đồng Nai	26	VCM	CTCP NL và Thương mại Vinaconex - VCM
12	DSN	CTCP Công viên nước Đầm Sen - DSN	27	VEF	CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam - VEF
13	EIN	CTCP Đầu tư - Thương mại - Dịch vụ DL - EIN	28	VGX	CTCP TĐ Dệt May Việt Nam - VGX
14	HAX	CTCP Dịch vụ OTHX - HAX	29	VIR	CTCP Du lịch Quốc tế Vũng Tàu - VIR
15	HES	CTCP Dịch vụ Giải trí Hà Nội - HES	30	VNG	CTCP Du lịch Thành Thành Công - VNG

Phụ lục 2:

Kiểm định Pooled OLS và sử dụng MR là biến phụ thuộc còn 3 biến DSCR, HTQ, HNTT là biến độc lập

```
. encode code, gen(no)

. xtset no year
    panel variable: time no (unbalanced)
      variable: year, 2005 to 2021, but with a gap 1 unit
        delta:
          . corr
(code ignored because string variable) (obs=326)
```

		year	mr	lev	prof	vol	liq	tan	am	size	grow	tax	dscr	htq	hntt	
year		1.0000														
mr		-0.0686	1.0000													
lev		0.0387	0.1756	1.0000												
prof		-0.2914	-0.2624	-0.3957	1.0000											
vol		0.0544	0.2055	-0.0430	-0.0344	1.0000										
liq		0.0549	-0.1605	-0.3209	0.0913	-0.1288	1.0000									
tan		-0.0965	0.2322	0.3933	-0.1414	-0.0875	0.0555	1.0000								
am		0.0554	-0.0103	0.0650	-0.0134	0.0178	0.0153	0.0349	1.0000							
size		0.3276	0.2056	0.3537	-0.2501	-0.0647	0.1461	0.3510	0.0733	1.0000						
grow		0.1080	-0.0437	-0.0126	0.0482	0.0247	0.0388	-0.1216	0.0099	-0.2029	1.0000					
tax		-0.0205	0.0778	0.1095	0.0593	0.0314	-0.0167	0.0900	-0.0481	0.0149	0.0132	1.0000				
dscr		-0.0842	-0.3780	-0.3872	0.5040	-0.2209	0.0570	-0.0805	-0.0942	-0.1278	0.0632	-0.1134	1.0000			
htq		0.0678	-0.2027	-0.4028	0.1075	-0.1045	0.9384	0.0283	-0.0107	0.1193	0.0488	-0.0545	0.2029	1.0000		
hntt		0.0609	-0.1418	-0.3645	0.1259	-0.1141	0.9925	0.0446	0.0191	0.1257	0.0445	-0.0179	0.0879	0.9343	1.0000	
no		-0.0858	0.0080	-0.2728	0.0519	0.0039	0.1900	-0.1097	0.0034	0.2246	-0.0662	-0.0707	0.0697	0.2391	0.1972	1
+																
no																



```
. reg mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr htq hntt
```

Source	SS	df	MS	Number of obs		=
326				F(12, 313)		=
				12.50		
	4.81501493	12	.401251244	Prob > F		=
	0.0000					
Model	10.0447532	313	.032091863	R-squared		=
Residual	0.3240					
				Adj R-squared		=
				0.2981		
Total	14.8597682	325	.045722364	Root MSE		=
	.17914					

mr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Interval]	Conf.
lev	-.0566217	.0312313	-1.81	0.071	-.1180716	
				.0048282		
prof	-.1773158	.0951811	-1.86	0.063	-.3645916	
vol	4.01e-07	2.13e-07	1.88	.00996		
liq	-.0309965	.0064472	-4.81	0.061	-1.83e-08	8.21e-07
				0.000	-.0436817	-.0183112
				0.000	.0817241	
tan	.1601707	.0398697	4.02	.2386172		
am	-.0000727	.0000513	-1.42	0.157	-.0001735	
				.0000282		
				0.001	.0309197	
size	.0728123	.0212915	3.42	.114705		
grow	.4186245	.4949898	0.85	0.398	-.5553036	1.392553
				0.602	-.0845168	
tax	.0305176	.0584652	0.52	.1455521		
dscr	-.0193911	.0035612	-5.45	0.000	-.0263981	-.0123841
				0.619	-.0034097	
htq	-.0006878	.0013834	-0.50	.0020342		
hntt	.0287978	.0058559	4.92	0.000	.017276	
				.0403197		
_cons	-.4761729	.5248205	-0.91	0.365	-1.508795	
				.5564492		

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
liq	98.82	0.010119



hntt		85.51	0.011694
htq		11.80	0.084738
lev		2.25	0.444609
dscr		2.00	0.498811
prof		1.62	0.618077
size		1.40	0.711862
tan		1.34	0.747844
vol		1.16	0.861024
grow		1.09	0.920633
tax		1.06	0.946548
am		1.03	0.972852
+			
Mean VIF		17.42	

Kiểm định Pooled OLS và bỏ bớt 1 biến độc lập HNTT còn 2 biến DSCR, HTQ

[illegible]



```
. reg mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr htq
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	326
Model	4.0388906	11	.36717187	F(11, 314)	=	10.65
		3		Prob > F	=	0.000
			.03446139		0	0.271
Residual	10.8208776	314	3	R-squared	=	0.246
					3	
Total	14.8597682	325	.04572236	Root MSE	=	.1856
		4			4	

mr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.1043613	.0307607	-3.39	0.001	-.1648845	-.0438381
prof	-.1392556	.0983059	-1.42	0.158	-.332677	.054165
						9
						9.72e-0
vol	5.41e-07	2.19e-07	2.47	0.014	1.10e-07	7
liq	-.0011071	.0022288	-0.50	0.620	-.0054925	.003278
						2
						.261682
tan	.180846	.0410851	4.40	0.000	.1000092	8
am	-.0000555	.000053	-1.05	0.295	-.0001598	.000048
						7
						.118438
size	.0750375	.0220586	3.40	0.001	.0316361	9
grow	.5609652	.5120607	1.10	0.274	-.4465386	9
						1.56846
						.155732
tax	.0365548	.0605718	0.60	0.547	-.0826232	7
dscr	-.0172488	.0036627	-4.71	0.000	-.0244553	-.0100423
htq	-.0014424	.0014247	-1.01	0.312	-.0042456	.001360
						8
_cons	-.5755395	.5434475	-1.06	0.290	-1.644798	.493719
						4

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
+		
htq	11.66	0.08579



		4	
		0.09092	
liq		11.00	0
lev		2.03	0.49215
		8	
dscr		1.97	0.50638
		8	
		0.62219	
prof		1.61	1
size		1.40	0.71218
		3	
tan		1.32	0.75625
		3	
vol		1.14	0.87651
		9	
		0.92379	
grow		1.08	2
tax		1.06	0.94696
		5	
		0.97736	
am		1.02	0
	+		
Mean VIF			3.21

```
. corr mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr obs=326)
```

[illegible]



```
. reg mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	326
Model	4.400356663	10	.400356663	F(10, 315)	=	11.62
				Prob > F	=	0.000
					0	
						0.269
Residual	10.8562015	315	.034464132	R-squared	=	4
Total	14.8597682	325	.045722364	Root MSE	=	.1856
					5	

mr	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval]
lev	-.0979127	.0300953	-3.25	0.001	-.1571258	-.0386996
prof	-.1151501	.0953828	-1.21	0.228	-.3028181	-.0725178
						9.34e-0
vol	5.07e-07	2.17e-07	2.34	0.020	8.14e-08	7
liq	-.003224	.0007721	-4.18	0.000	-.0047431	-.0017048
						.25999
tan	.1792188	.0410553	4.37	0.000	.0984417	6
am	-.0000543	.000053	-1.02	0.306	-.0001585	9
						.117253
size	.0739063	.0220312	3.35	0.001	.0305594	1
grow	.5440975	.5118099	1.06	0.289	-.4629005	6
						.15734
tax	.0382039	.0605523	0.63	0.529	-.0809342	2
dscr	-.0188192	.0033181	-5.67	0.000	-.0253477	-.0122907
						.508160
cons	-.5607412	.5432725	-1.03	0.303	-1.629643	2

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
lev	1.94	0.51420
dscr	1.62	0.61705
prof	1.51	0.66096



size		1.40	2	0.71401
			5	0.75741
tan		1.32	2	0.75770
liq		1.32	0	
vol		1.12	0.89673	
			4	0.92477
grow		1.08	0	
tax		1.06	0.94765	
			1	
am		1.02	0.97788	
			5	
+				
Mean VIF		1.34		

Phụ lục 5:

Kết quả hồi quy hiệu ứng cố định FEM

```
. xtreg mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       326
Group variable: no                    Number of groups =        30

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0991 min = 5 between = 0.0464 avg = 10.9 overall = 0.0424 max = 16
```

```
corr(u_i, Xb)   = -1.0000          F(10,286)      =       3.15
                                Prob > F          =       0.0008
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
mr					
+					
lev	.1394957	.0444022	3.14	0.002	.0520992 .2268922
prof	.0310051	.1095608	0.28	0.777	-.1846427 .2466529
vol	.0014222	.0011333	1.25	0.211	-.0008085 .0036529
liq	.0002263	.0008874	0.26	0.799	-.0015204 .001973
tan	.0185698	.0615227	0.30	0.763	-.1025248 .1396645
am	.0000135	.0000396	0.34	0.733	-.0000644 .0000914
size	.0453194	.0274172	1.65	0.099	-.0086457 .0992846
grow	.1472866	.3900079	0.38	0.706	-.6203634 .9149366
tax	.0323415	.0462448	0.70	0.485	-.0586818 .1233649
dscr	-.0039517	.0045321	-0.87	0.384	-.0128722 .0049687
_cons	42.80442	34.31546	1.25	0.213	-24.73847 110.3473
+ sigma_u					
67.836084					
sigma_e	.13320912				
rho	.99999614				

(fraction of variance due to u_i)

```
F test that all u_i=0: F(29, 286) = 11.23          Prob > F = 0.0000
```

```
. est sto fe
```

```
. xtreg htq lev prof vol liq tan am size grow tax dscr, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       326
Group variable: no                    Number of groups =        30

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.8271 min = 5 between = 0.0474 avg = 10.9 overall = 0.0149 max = 16
```

```
corr(u_i, Xb)   = -0.9998          F(10,286)      =      136.81
                                Prob > F          =       0.0000
```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
htq					
+					
lev	-3.736134	2.295114	-1.63	0.105	-8.253592 .7813236
prof	-2.128186	5.663114	-0.38	0.707	-13.27486 9.018484
vol	-.0239636	.0585812	-0.41	0.683	-.1392685 .0913413
liq	1.441628	.0458693	31.43	0.000	1.351344 1.531913
tan	2.472221	3.18006	0.78	0.438	-3.787069 8.731511
am	-.0028929	.0020464	-1.41	0.159	-.0069208 .001135
size	.2865205	1.417177	0.20	0.840	-2.502898 3.075939
grow	1.420896	20.15921	0.07	0.944	-38.25834 41.10014
tax	-.2855129	2.390358	-0.12	0.905	-4.990439 4.419413
dscr	-.3115874	.2342595	-1.33	0.185	-.7726787 .149504
_cons	-722.0234	1773.74	-0.41	0.684	-4213.263 2769.217
+ sigma_u					
1143.3657					
sigma_e	6.8854775				
rho	.99996374				

(fraction of variance due to u_i)

```
F test that all u_i=0: F(29, 286) = 2.49          Prob > F = 0.0001
```

```
. est sto fe
```

Khi dùng mô hình tác động cố định FEM để chạy biến HTQ => chấp nhận được (<5%). Tiếp tục thay biến khả năng chi trả tức thời HNTT



```
. reg hntt lev prof vol liq tan am size grow tax dscr
Source |      SS          df           MS      Number of obs   =        326
-----+-----
Model | 79079.9389          10 7907.99389      F(10, 315)       =
Prob > F                                =        0.000
                                0
Residual | 947.519332         315  3.00799788      R-squared        = 2
-----+-----
Total | 80027.4582         325 246.238333      Root MSE        = 1.734
                                4
```

	hntt	Coef.	Std. Err.	t	P> t Conf.	[95% Interval]
lev		-1.540596	.2811598	-5.48	0.000	-2.093784 - .9874072
prof		1.759565	.8910976	1.97	0.049	.0063092 3.5128
						2 8.22e-0
vol		4.24e-06	2.02e-06	2.09	0.037	2.57e-07 6
liq		.999444	.0072133	138.56	0.000	.9852517 1.01363
						6 1.44303
tan		.688386	.3835516	1.79	0.074	-.0662608 3
am		.0006171	.000495	1.25	0.213	-.0003568 .00159
						1 .461678
size		.0567179	.2058224	0.28	0.783	-.3482425 2
grow		4.636317	4.781496	0.97	0.333	-4.771389 14.0440
						2 1.35262
tax		.2395975	.5656995	0.42	0.672	-.8734295 5
dscr		.0458609	.0309991	1.48	0.140	-.0151304 .106852
						3 6.80438
_cons		-3.181643	5.07543	-0.63	0.531	-13.16767 4
						4

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
lev	1.94	0.51420
dscr	1.62	0.61705



			0.66096
prof		1.51	2
size		1.40	0.71401
			5
			0.75741
tan		1.32	2
			0.75770
liq		1.32	0
vol		1.12	0.89673
			4
			0.92477
grow		1.08	0
tax		1.06	0.94765
			1
			0.97788
am		1.02	5
			+
Mean VIF			1.34

Table 1: Correlation matrix of the variables												
		HNTT	LEV	PROF	VOL	LIQ	TAN	AM	SIZE	GROW	TAX	DSCR
	hntt	1.0000										
	lev	-0.3645	1.0000									
	prof	0.1259	-0.3957	1.0000								
	vol	-0.1141	-0.0430	-0.0344	1.0000							
	liq	0.9925	-0.3209	0.0913	-0.1288	1.0000						
	tan	0.0446	0.3933	-0.1414	-0.0875	0.0555	1.0000					
	am	0.0191	0.0650	-0.0134	0.0178	0.0153	0.0349	1.0000				
	size	0.1257	0.3537	-0.2501	-0.0647	0.1461	0.3510	0.0733	1.0000			
	grow	0.0445	-0.0126	0.0482	0.0247	0.0388	-0.1216	0.0099	-0.2029	1.0000		
	tax	-0.0179	0.1095	0.0593	0.0314	-0.0167	0.0900	-0.0481	0.0149	0.0132	1.0000	
	dscr	0.0879	-0.3872	0.5040	-0.2209	0.0570	-0.0805	-0.0942	-0.1278	0.0632	-0.1134	1.0000

```

. estimate linear fixed model liq tax am size grow tax dscr,
fe

```

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       326
Group variable : no                    Number of groups =       30

```

```

R-sq:                                Obs per group:
    within   0.9759                      min =         5
    between = 0.0003                      avg  =       10.9
    overall  = 0.0133                      max  =       16

```

```

corr(u_i,      = -0.9729
Xb)
                                1157.9
                                8
                                F(10,286) 0.000
                                0
                                Prob > F

```

hntt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lev	-.714203	.5351611	-1.33	0.183	-1.767557 9 .339150
prof	-1.443664	1.320491	-1.09	0.275	-4.042778 5 1.1554
vol	.0013419	.0136596	0.10	0.922	-.0255442 8 .02822
liq	1.002392	.0106955	93.72	0.000	.9813398 4 1.02344
tan	.961052	.7415074	1.30	0.196	-.498452 6 2.42055
am	.0006527	.0004772	1.37	0.172	-.0002865 9 .001591
size	.3376646	.3304488	1.02	0.308	-.3127556 7 .988084
grow	2.442708	4.700605	0.52	0.604	-6.809461 8 11.6948
tax	.190335	.5573695	0.34	0.733	-.9067317 2 1.28740
dscr	.0942671	.0546232	1.73	0.085	-.0132474 .201781



_cons		37.66345	413.5901	0.09	0.928	-776.4031	7	851.7
							3	
sigma_u		63.834751						
sigma_e		1.6055147						
rho		.99936782	(fraction of variance due to u_i)					

F test that all $u_i=0$: $F(29, 286) = 2.81$
Prob > $F = 0.0000$
. est sto fe

. xtreg mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr, re
fe

Phụ lục 6:

Kết quả hồi quy theo phương pháp ngẫu nhiên REM

xtreg mr lev prof vol liq tan am size grow tax dscr, re

Random-effects GLS regression
Group variable: no
Number of obs = 326
Number of groups = 30
R-sq:
within = 0.0811
between = 0.1957
overall = 0.1751
Obs per group:
min = 5
avg = 10.9
max = 16
Wald chi2(10) = 35.05
Prob > chi2 = 0.0001
corr(u_i, X) = 0 (assumed)

. xtreg htq leprof vol liq tan am size grow tax dscr, re
v

Random-effects GLS regression
Group variable: no
Number of obs = 326
Number of groups = 30
R-sq:
within = 0.8044
between = 0.9897
overall = 0.9142
Obs per group:
min = 5
avg = 10.9
max = 16
Wald chi2(10) = 3356.59
Prob > chi2 = 0.0000
corr(u_i, X) = 0 (assumed)

mr	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]		htq	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
+							+						
-							-						
lev	.0721327	.0383182	1.88	0.060	-.0029696	.1472351	lev	-4.470611	1.190134	-3.76	0.000	-6.80323	-2.137992
prof	-.0132941	.1001347	-0.13	0.894	-.2095546	.1829663	prof	-16.71156	3.771967	-4.43	0.000	-24.10448	-9.318644
vol	6.30e-07	5.00e-07	1.26	0.207	-3.49e-07	1.61e-06	vol	.0000231	8.56e-06	2.70	0.007	6.30e-06	.0000399
liq	-.0007787	.0008306	-0.94	0.348	-.0024066	.0008492	liq	1.467548	.0305334	48.06	0.000	1.407704	1.527393
tan	.0650092	.0520256	1.25	0.211	-.036959	.1669775	tan	1.128073	1.623553	0.69	0.487	-2.054032	4.310178
am	2.37e-06	.0000408	0.06	0.954	-.0000777	.0000824	am	-.0008617	.0020953	-0.41	0.681	-.0049684	.0032449
size	.052104	.0248396	2.10	0.036	.0034193	.1007886	size	.7842539	.8712347	0.90	0.368	-.9233346	2.491843
grow	.1524572	.4027877	0.38	0.705	-.6369922	.9419065	grow	11.69387	20.23981	0.58	0.563	-27.97542	51.36316
tax	.0274266	.0474552	0.58	0.563	-.0655838	.120437	tax	-1.14327	2.394575	-0.48	0.633	-5.83655	3.55001
dscr	-.0075528	.0041178	-1.83	0.067	-.0156235	.0005178	dscr	1.088728	.1312173	8.30	0.000	.8315468	1.345909
_cons	-.249644	.430855	-0.58	0.562	-1.094104	.5948163	_cons	-10.25916	21.48401	-0.48	0.633	-52.36705	31.84873
+							+						
-							-						
sigma_u	.11458187						sigma_u	0					
sigma_e	.13320912						sigma_e	6.8854775					
rho	.42524919	(fraction of variance due to u_i)					rho	0	(fraction of variance due to u_i)				



. est sto re

. est sto re

```

. estimate linear growth and liq tax as side grow tax dscr,
fe
Random-effects GLS regression              Numbe of obs   =          326
                                           r
Group variable: no                        Numbe of groups =          30
                                           r
R-sq:                                     Obs per group:
      within = 0.9755                      min =           5
      between = 0.9970                     avg =          10.9
      overall = 0.9879                     max =           16

                                           Wald chi2(10)    =    19386.1
corr(u_i, X) = 0                          Prob chi2        =    0.0000
      (assumed)                            >

```

		[95%				
hntt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	Conf.	Interval]
lev	-1.337723	.3576619	-3.74	0.000	-2.038727	-.6367184
prof	.4093271	1.023151	0.40	0.689	-1.596013	2.41466
vol	4.50e-06	3.25e-06	1.38	0.166	-1.87e-06	.000010
liq	.9990218	.0083116	120.20	0.000	.9827313	1.01531
tan	.5182631	.479252	1.08	0.280	-.4210535	2.145758
am	.0006242	.0004706	1.33	0.185	-.0002982	.001546
size	.264931	.2471545	1.07	0.284	-.2194828	.749344
grow	3.19071	4.633404	0.69	0.491	-5.890595	9.122720
tax	.1845965	.5456814	0.34	0.735	-.8849194	1.25411
dscr	.0683773	.0390743	1.75	0.080	-.0082068	2.144961
_cons	-3.032686	4.926688	-0.62	0.538	-12.68882	5.6.62344
						5
sigma_u	.64315561					
sigma_e	1.6055147					
rho	.13828284	(fraction of vari ance dueto u_i)				

Phụ lục 7: Sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn ra mô hình phù hợp giữa FEM và REM

<pre> chi2(10) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 25.63 Prob>chi2 = 0.0043 (V_b-V_B is not positive definite) </pre>					<pre> chi2(10) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 61.54 Prob>chi2 = 0.0000 (V_b-V_B is not positive definite) </pre>				
	Coefficients					Coefficients			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.		(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
lev	.1394957	.0721327	.0673629	.0224336	lev	-3.736134	-4.470611	.7344767	1.96243
prof	.0310051	-.0132941	.0442992	.0444591	prof	-2.128186	-16.71156	14.58338	4.224113
vol	.0014222	6.30e-07	.0014216	.0011333	vol	-.0239636	.0000231	-.0239867	.0585812
liq	.0002263	-.0007787	.001005	.0003125	liq	1.441628	1.467548	-.02592	.0342301
tan	.0185698	.0650092	-.0464394	.0328387	tan	2.472221	1.128073	1.344148	2.734384
am	.0000135	2.37e-06	.0000111	.	am	-.0028929	-.0008617	-.0020312	.
size	.0453194	.052104	-.0067845	.0116061	size	.2865205	.7842539	-.4977334	1.117739
grow	.1472866	.1524572	-.0051706	.	grow	1.420896	11.69387	-10.27297	.
tax	.0323415	.0274266	.0049149	.	tax	-.2855129	-1.14327	.8577572	.
dscr	-.0039517	-.0075528	.0036011	.0018931	dscr	-.3115874	1.088728	-1.400315	.1940606
<pre> Test: Ho: difference in coefficients not systematic hausman fe re hausman fe re </pre>					<pre> Test: Ho: difference in coefficients not systematic hausman fe re hausman fe re </pre>				

Sau kiểm định Hausman => đề xuất mô hình REM vì > 5%

. est sto re

. hausman fe re

Note: the rank of the differenced variance matrix (9) does not equal the number of coefficients being tested (10); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

	Coefficients			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
lev	-.714203	-1.337723	.6235197	.3980896
prof	-1.443664	.4093271	-1.852991	.8347805
vol	.0013419	4.50e-06	.0013374	.0136596

liq	1.002392	.9990218	.00337	.0067314
tan	.961052	.5182631	.4427889	.5658187
am	.0006527	.0006242	.0000285	.0000787
size	.3376646	.264931	.0727335	.2193424
grow	2.442708	3.19071	-.7480015	.7919954
tax	.190335	.1845965	.0057385	.1135457
dscr	.0942671	.0683773	.0258898	.0381694

under Ho and

b= consistent Ha;

obtained from xtreg

B =inconsistent under Ha, efficient under

obtained from xtreg

Ho;

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 14.53
 Prob>chi2 = 0.1048

```

. xtreg lncd lev prof vol liq tax am size grow tax dscr,
fe

```

```

Random-effects GLS regression no      Number of obs      =
Group variable                        326
                                     Number of groups     =
R-sq:                                30
    within = 0.9755
    between = 0.9970
    overall
                                     Obs per group:
                                     min =          5
                                     avg =         10.9
                                     max =          16
                                     = 0 (assumed)
corr(u_i, X)
                                     Wald chi2(10)         =   19771.82
                                     Prob > chi2           =
                                     0.0000

```

(Std. Err. adjusted for 30 clusters in no)						
hntt	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lev	-1.337723	.5300883	2.52	0.012	-2.376677	-.2987688
prof	.4093271	1.609324	0.25	0.799	-2.744891	3.56354
vol	4.50e-06	1.65e-06	2.72	0.007	1.26e-06	7.74e-0
liq	.9990218	.0087228	114.53	0.000	.9819253	1.01611
tan	.5182631	.7468681	0.69	0.488	-.9455714	1.98209
am	.0006242	.0001851	3.37	0.001	.0002614	.000987
size	.264931	.3381675	0.78	0.433	-.397865	.927727
grow	3.19071	2.269037	1.41	0.160	-1.256522	7.63794
tax	.1845965	.6206232	0.30	0.766	-1.031803	1.40099
dscr	.0683773	.0631509	1.08	0.279	-.0553962	.192150
_cons	-3.032686	2.760374	1.10	0.272	-8.44292	2.37754

```

sigma_u | .64315561

```



```
sigma_e | 1.6055147  
rho | .13828284 (fraction of variance due to u_i)
```

Nhìn qua thì kết quả Stata chạy FEM, REM không có nhiều => nên học viên quyết định không dùng FEM, REM để củng cố cho kết quả này => dùng 3 biến DSCR, HTQ & HNTT đại diện cho Cấu trúc nợ/khả năng trả nợ, nếu 3 biến này cho kết quả tương đồng với nhau => giải thích được kết quả cũng cố cho nhau.

Phụ Lục 8

Kết quả hồi quy OLS thay biến MR bằng biến HTQ

. corr htq lev prof vol liq tan am size grow tax dscr s(obs=326)

	HTQ	LEV	PROF	VOL	LIQ	TAN	AM	SIZE	GROW	TAX	DSCR
htq	1.0000										
lev	-0.4028	1.0000									
prof	0.1075	-0.3957	1.0000								
vol	-0.1045	-0.0430	-0.0344	1.0000							
liq	0.9384	-0.3209	0.0913	-0.1288	1.0000						
tan	0.0283	0.3933	-0.1414	-0.0875	0.0555	1.0000					
am	-0.0107	0.0650	-0.0134	0.0178	0.0153	0.0349	1.0000				
size	0.1193	0.3537	-0.2501	-0.0647	0.1461	0.3510	0.0733	1.0000			
grow	0.0488	-0.0126	0.0482	0.0247	0.0388	-0.1216	0.0099	-0.2029	1.0000		
tax	-0.0545	0.1095	0.0593	0.0314	-0.0167	0.0900	-0.0481	0.0149	0.0132	1.0000	
dscr	0.2029	-0.3872	0.5040	-0.2209	0.0570	-0.0805	-0.0942	-0.1278	0.0632	-0.1134	1.0000

Phần trăm giải thích cao, $R^2 = 0.9412$. Kiểm định đa cộng tuyến giống biến phụ thuộc MR là 1.34 => thỏa

```

. reg htq lev prof vol liq tan am size grow tax dscr
Source |      SS          df           MS      Number of obs   =        326
-----+-----
Model | 180909.199          10 18090.9199      Prob > F          =        0.000
Residual | 16977.4798         315  53.8967613      R-squared          =        0.914
-----+-----
Total | 197886.679         325   608.88209      Root MSE          =        4

Adj R-squared = 7.341

```

htq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval]
lev +	-4.470611	1.190134	-3.76	0.000	-6.812227	-2.128995
prof	-16.71156	3.771967	-4.43	0.000	-24.133	-9.290129
vol	.0000231	8.56e-06	2.70	0.007	6.23e-06	.0000399
liq	1.467548	.0305334	48.06	0.000	1.407473	1.527624
tan	1.128073	1.623553	0.69	0.488	-2.066305	4.322451
am	-.0008617	.0020953	-0.41	0.681	-.0049842	.0032607
size	.7842539	.8712347	0.90	0.369	-.9299208	2.498429
grow	11.69387	20.23981	0.58	0.564	-28.12843	51.51617
tax	-1.14327	2.394575	-0.48	0.633	-5.854652	3.568112
dscr	1.088728	.1312173	8.30	0.000	.8305548	1.346901
_cons	-10.25916	21.48401	-0.48	0.633	-52.52946	32.01114

```

. vif

```

Variable	VIF	1/VIF
lev	1.94	0.51420
dscr	1.62	0.61705
prof	1.51	0.66096
size	1.40	0.71401
tan	1.32	0.75741

			2	
liq		1.32	0	0.75770
vol		1.12		0.89673
			4	
				0.92477
grow		1.08	0	
tax		1.06		0.94765
			1	
am		1.02		0.97788
			5	
+				
Mean VIF		1.34		



. sum					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
code	0				
year	373	2014.643	4.159965	2005	2021
mr	373	.1879593	.2202818	-.0110735	.824201
				1	1.97850
lev	373	.6804255	.4841562	.0085804	2
prof	373	.211043	2.564278	-.8225219	49.5409
				9	
vol	331	-30171.67	49893.62	-218050	2832.88
liq	373	4.554521	14.36397	.0579089	2
				7	136.463
tan	373	-.2536783	.2819041	-2.102558	0
am	355	11.60803	188.3516	-2256.507	2328.35
				5	7.17974
size	373	5.36354	.5797962	3.152288	7
				7	
grow	373	.9966606	.0196218	.7753967	1.00031
tax	360	.2054271	.1772245	0	7
					1.56375
dscr	373	3.000459	8.882874	-7.081551	9
htq	373	9.85777	23.60068	1.010866	5
					233.089
hntt	373	5.201312	14.73427	.0956449	6
					136.203
no	374	16.34759	8.508128	1	30
_est_fe	374	.8716578	.3349185	0	1
estre	374	.8716578	.3349185	0	1

Kết quả đề án có ý nghĩa thống kê và giải thích cao so (đáng tin cậy hơn) với các nghiên cứu trước đây

Phụ lục 9: Thiết lập biến TI = Thuế phải nộp trừ (-) cho chi phí tài chính (%) => chạy lại hồi ban đầu, chỉ được 5 biến có ý nghĩa thống kê là LEV, VOL, LIQ, TAN, SIZE và DSCR. Biến TI mới đưa vào không có ý nghĩa thống kê

2£ 1	Coef.	std. Err.	t	p> 11	[951. Conf. Interval]	1	UM £s	(IM re	(b 13)	Mrttdiilgcvb /_H)J S.E.
lev 1	-.0940971	.030367	-3.10	.002	-.1538747 -.0343196	lw 1	-.6.74110/	1 .33691:8.	.6628471	.4020966
prof 1	.0897766	.0602460	0.00	0.366	.2050536 .1055004	pioí 1	-1.600174	.4505303	-2.146.712	.0813947
voi 1	5.e60-07	2.17C-07	2.34	0.020	e.oic-oo 9.330-07	Vộl 1	.0000913	4.51C-G6	.0000868	.0135805
lia 1	-.0030563	.0007532	-3.05	0.000	-.0046169 -.0014957	lia I	■ .003004	UM94KMH	.110399SS	.006732«
han 1	.1774047	.041103	4.32	0.000	.036517 .2582924	L/in 1	.97211116	. Í12196H6	.446:14.76	.5671919
am 1	-.0000516	.oc00531	-0.97	0.332	-.000156 .0000523	âm 1	.000635	.0006103	.0000247	.0000725
3ìZỒ 1	.0636515	.0246543	2.5G	0.010	.015143 .11216	ilir 1	. «1H6I2	.2611301	.1173109	.2141858
grow 1	.4701565	.5100673	0.9)	0.365	-.549165 1.489558	un* 1	3.1911706	3.261283	-.0706774	1.001009
tax 1	.0371604	.0605762	0.61	0.540	-.0020262 .156347	áscr 1	.0941095	.0660356	.0272737	.038376
dscr 1	-.016522	.0033343	•5 ♦ 55	0.000	-.0250024 -.0119616	Lĩ 1	«0002^	4qnuc?t,^	.000242»	.0001236
ti 1	-.0000374	.0000403	-0.93	0.354	-.0001166 .0000419	b - c^nsistent under H0 and Ha; obtained from xixẽ3				
cons 1	-.4405003	.5506217	-0.79	0.431	1.539704 .6585255	3 -	íncynsisLenl .amlci Ha, cl	-icicn. undec Hu; ubtainvd truín x1 I 1		

Nhưng khi chạy chuẩn mệnh FEM, REM => kết quả không đẹp bằng

• Sai

Variable 1	VIF	1/VIF
lev 1	1.97	2.507771
#iza 1	1.7\$	0.570503
éácr 1	1.61	0.622943
proí 1	1.60	0.626531
11 1	1.55	0.64389»
<u>H</u> o 1	1.39	0.7184111
r^ n 1	1.32	0.758836
vòi 1	1.12	0.8968191
grow 1	1.11	0.903238
om 1	1.02	0.979763
Mean VIF 1	1. '1'1	

. ịm'ẽ«t

C^c^crvn ồ TrXwxli'5 Uc

coMpooillvn ví IH-Ical

Sousoc 1	chi	đề	F
Héi.*ro«Wto*ir.iiir,y 1	IM. 18	65	0.0002
Skevnness 1	31. 31	1C	0.0005
Kurr.<ifti8 1	1.56	1	0.2113
Tocai 1	147.05	76	0.0000

Kiểm định đa cộng tuyến là 1.44, dưới 2 => ok

Chạy Hausman cho kết quả < 0.02 thì chọn FEM, tuy nhiên, kết quả chỉ cho biến AM có ý nghĩa thống kê

Sb»rce 1	SS	<11	KS	limnber «1 ch*	=	326
4- —				"(10, 315)	=	336.00
.M«đttl 1	140«««! i'	10	18092.8819	prcb > te	-	0.0000
Pr»i 1:UJt 1 1	1695U.0603	315	5.3.8351121	r R-aquBred	-	3.0143
—.....				AU i R-squaxcd	-	3.0116
TOC4İ 1	.97886.579	325	608.88209	Koot HOE		7.3372

.re«q [≥1]; lew proi Vi>] J_hj l.nn İKT 15.2r grow 5K„f L

M3 1	CO*Ė.	5td. Err.	t	p> tl	(95% conf.	mtérval 1
lev 1	-4.636671	1.196965	-3.07	0.000	-6.991727	-2.201614
ptor 1	17.«2028	3.07200»	4.60	0.0(10	25.43855	10.20202
vol 1	. UIHIII7:İl	S.Mtte-a*	İ. 70	11.007	6.24* 0r<	3:);H)399
1X3 1	1.46197	.3313393	46.65	0.000	1.400309	1.523631
l,»n 1	1 .13028«	1.621102	0.70	IU4H3	-2.1)57 267	4.327844
Am 1		.9020M21	-0.42	0.674	-. 1)009974	.3032349
sise 1	1.123402	.9740497	1,15	0.250	-.7929636	3.039948
> K>» 1	3.HWI6	20.46792	0.6»	u.asH	-26.3.295	54.16927
:::••(1	■.007449	. 1 3115213	8.33 1 0?77	0.000	.0306456	1.344253
tı 1	.0012212	.3015913		0.443	.0019098	.0043522
con* 1	-U.İHi,	22.07396	-0.64	0.520	-57.64153	29.21661

kiLL 1	CtH-i .	SUI. fu .	1.	P>n1	195» Conl.	TnLe vbİJ
lev 1	-.6741107	.5360003	-1.26	0.210	-1. /30049	.3026272
pro£ 1	-1.600374	1.3-70637	-1.22	0.222	-4.401736	1.025309
Völ 1	.0006913	.0135605	0.07	0.946	.025839	.027621€



<u>kuLL 1</u>	CtH-i .	SUL. fu .	1.	P>n1	195» Conl.	TnLe vblJ
Xia 1	1.003004	.0107094	93.68	0.000	.9819246	1.024083
198 1	.9720316	.7410043	1.31	0.191	-.4064023	2.430545
an* 1	.000635	.0004755	1.34	0.183	.0003009	.0010709
«12* 1	.365612	.337234	1 . 14	0.2S4	.2781634	1.049387
qruw 1	3.190706	4.03413	0.66	0.510	-6.32420	12.70569
ãacr 1	.0941095	.0545878	1.72	0.066	.0133353	.2015544
tị 1	.000268	.0003921	0.68	0.493	.0005037	.0010397
_CO33 1	23.05324	411.2060	0,06	0.955	-706.3222	032.4287

8* jma JJ 1 42.330036

SLTmac 1 1.6045315

Tho 1 .99H56531

Không có bằng chứng nào chứng minh được mối liên hệ giữa lá chắn thuế với CTKHN của công ty thuộc Ngành này