



Original Article

Debt, Growth Opportunities and Investment of Listed Firms in Vietnam

Nguyen Thanh Liem*, Dang Van Tan, Huynh Thi Tuyen,
Le Thi Thao Nhi, Tran Ly Hoang Quyen, Nguyen Duy Anh

*University of Economics and Law - Vietnam National University Ho Chi Minh City
No. 669, Highway 1, Quarter 3, Linh Xuan Ward, Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam*

Received: November 12, 2021

Revised: March 16, 2022; Accepted: June 25, 2022

Abstract: This study examines the simultaneous relationship between debt and debt maturity structure of firms with different growth opportunities. In addition, we analyze the effects of these factors on the investment of Vietnamese-listed firms in the period 2010-2020. Using the 3SLS regression model, the results show a negative relationship between debt and debt maturity structure, supporting the underinvestment hypothesis. However, when firms have higher growth opportunities, the relationship between the two factors turns positive, supporting the hypothesis of liquidity risk. The results of using the System GMM model to examine the impact of debt, debt maturity, and growth opportunities on investment further confirm the above findings. These findings have important implications for managers in making investment decisions.

Keywords: Debt maturity structure, debt, underinvestment.

* Corresponding author
E-mail address: liemnt@uel.edu.vn
<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4716>

Nợ, cơ hội tăng trưởng và đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam

Nguyễn Thanh Liêm*, Đặng Văn Tân, Huỳnh Thị Tuyền,
Lê Thị Thảo Nhi, Trần Lý Hoàng Quyên, Nguyễn Duy Anh

*Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh,
Số 669, Quốc lộ 1, Khu phố 3, Phường Linh Xuân, Thủ Đức, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam*

Nhận ngày 9 tháng 7 năm 2021

Chỉnh sửa ngày 13 tháng 1 năm 2022; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 6 năm 2022

Tóm tắt: Nghiên cứu phân tích mối quan hệ đồng thời giữa nợ và cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng khác nhau. Ngoài ra, nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của các yếu tố này đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam giai đoạn 2010-2020. Sử dụng mô hình hồi quy 3SLS, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa nợ và cấu trúc kỳ hạn nợ, ủng hộ giả thuyết đầu tư dưới mức. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao thì mối quan hệ giữa hai yếu tố trên là cùng chiều, ủng hộ giả thuyết về rủi ro thanh khoản. Kết quả khi sử dụng mô hình System GMM để xem xét tác động của nợ, kỳ hạn nợ và cơ hội tăng trưởng đến đầu tư tiếp tục xác nhận những phát hiện trên. Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà quản trị trong việc đưa ra quyết định đầu tư.

Từ khóa: Kỳ hạn nợ, nợ, đầu tư dưới mức.

1. Giới thiệu

Đầu tư giúp các doanh nghiệp cải thiện năng lực sản xuất và duy trì khả năng cạnh tranh (Phan, 2018). Xu (2000) cho rằng đầu tư là một kênh quan trọng qua đó hệ thống tài chính ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế. Trong thị trường hoàn hảo, các quyết định tài trợ và đầu tư của một doanh nghiệp là độc lập (Modigliani và Miller, 1958). Tuy nhiên, do thị trường chưa hoàn hảo, tồn tại các chi phí giao dịch và bất cân xứng thông tin, cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp (Aivazian và cộng sự, 2005). Một số nghiên cứu đã chỉ ra nợ và cấu trúc kỳ hạn nợ là những cơ chế quan trọng ảnh hưởng đến đầu tư. Dang (2011) cho rằng

việc sử dụng nhiều nợ giúp giảm thiểu vấn đề đầu tư quá mức.

Tuy nhiên, những nghiên cứu đi trước chủ yếu tập trung vào tác động của nợ đến đầu tư (Lang và cộng sự, 1996; Aivazian và cộng sự, 2005; Dang, 2011) ít chú trọng vào mối quan hệ đồng thời giữa nợ, cấu trúc kỳ hạn nợ và đầu tư doanh nghiệp. Hơn nữa, những nghiên cứu thực nghiệm tại các nước đang phát triển còn khá ít so với những nghiên cứu được thực hiện ở các nước phát triển (Aivazian và cộng sự, 2005; Dang, 2011). Trong khi đó, thị trường ở các quốc gia đang phát triển còn nhiều hạn chế và các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn dài hạn.

* Tác giả liên hệ

Địa chỉ email: liemnt@uel.edu.vn

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4716>

Để tìm hiểu về tác động của nợ, kỳ hạn nợ đến đầu tư doanh nghiệp, nghiên cứu này chọn mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam vì các lý do sau: Thứ nhất, Việt Nam là quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao. Mặc dù đứng trước những tác động tiêu cực của dịch COVID-19 nhưng Việt Nam vẫn ghi nhận tốc độ tăng GDP đạt 2,58% năm 2021, thuộc nhóm cao nhất thế giới. Bên cạnh đó, sự tăng nhanh về quy mô dân số cũng mở ra những cơ hội về đầu tư và nguồn nhân lực dồi dào cho các doanh nghiệp (World Bank, 2021). Thứ hai, nguồn vốn từ ngân hàng vẫn là nguồn tài trợ chính cho đầu tư của các doanh nghiệp (Vo, 2018; Phan, 2018). Quy mô của thị trường trái phiếu cũng như cổ phiếu trong nước còn khá thấp so với các nước trong khu vực như Thái Lan và Indonesia (Luu và Nguyen, 2021). Khảo sát các doanh nghiệp cho thấy 91% các khoản vay yêu cầu tài sản thế chấp, cao hơn 10% so với các doanh nghiệp trong khu vực Đông Á và Thái Bình Dương. Hơn nữa, giá trị tài sản đảm bảo của khoản vay còn cao gấp đôi (Phan, 2018). Điều này hạn chế khả năng các doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn dài hạn. Trên thực tế, các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam đa số vẫn có tỷ lệ nợ ngắn hạn cao, do đó có thể làm tăng rủi ro tái cấp vốn, ảnh hưởng đến khả năng đầu tư ổn định và tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp (Phan, 2018).

Trong bối cảnh nợ ngân hàng là nguồn vốn quan trọng và cấu trúc kỳ hạn nợ ngắn, đi đôi với cơ hội tăng trưởng cao tại Việt Nam, việc xem xét tác động đồng thời của các yếu tố này đến đầu tư của doanh nghiệp là cần thiết. Liệu doanh nghiệp có điều chỉnh cấu trúc vốn và cấu trúc kỳ hạn nợ trong nỗ lực cân bằng giữa việc làm giảm rủi ro tái cấp vốn, rủi ro thanh khoản và việc xử lý chi phí người đại diện liên quan đến đầu tư dưới mức? Mối quan hệ giữa nợ và cấu trúc kỳ hạn nợ thay đổi như thế nào khi các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao? Tác động của nợ, cấu trúc kỳ hạn nợ đến đầu tư là gì, và tác động này có thay đổi tùy thuộc cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp? Nghiên cứu này sẽ gợi mở các hàm ý về quản trị vốn, quản trị doanh nghiệp và đầu tư. Về lý thuyết, nghiên cứu cũng

sẽ giúp kiểm định tính hiệu lực của các lý thuyết về đầu tư quá mức, dưới mức.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu đã xem xét về mối quan hệ giữa nợ và đầu tư doanh nghiệp nhưng các kết quả chưa có sự thống nhất với nhau. Aivazian và Santor (2008), Umutlu (2010), Jiming và cộng sự (2010), Phan (2018), Kalemli-Ozcan và cộng sự (2018), Gebauer và cộng sự (2018) cho thấy đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến đầu tư. Điều này là do nợ làm tăng rủi ro và chi phí tài chính của doanh nghiệp (Renneboog và cộng sự, 2008; Gebauer và cộng sự, 2018). Ngoài ra, nợ được sử dụng như một công cụ để hạn chế vấn đề đầu tư quá mức, dẫn đến mối quan hệ ngược chiều giữa nợ và đầu tư, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp (Aivazian và cộng sự, 2005). Ngược lại với các nghiên cứu trên, Bae (2009), Luo và cộng sự (2018) cho rằng đòn bẩy tài chính làm tăng đầu tư trong tương lai. Nnadi và cộng sự (2020) cho thấy đầu tư có tương quan nghịch với nợ ở các doanh nghiệp Thái Lan và Indonesia nhưng tương quan thuận ở Singapore.

Đối với cấu trúc kỳ hạn nợ, Aivazian và cộng sự (2005) cho rằng cấu trúc kỳ hạn nợ có tác động ngược chiều đến đầu tư đối với các công ty có cơ hội tăng trưởng cao so với các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp. Ở khu vực châu Á, Khaw và Lee (2016) chỉ ra rằng các công ty có hệ số Q của Tobin thấp (cơ hội tăng trưởng thấp) có xu hướng sử dụng cấu trúc kỳ hạn nợ để giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức. Trái với các kết quả trên, Dang (2011) cho thấy cấu trúc kỳ hạn nợ không có ảnh hưởng đến đầu tư của doanh nghiệp ở Anh. Mặt khác, Phan (2018) phân tích các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam cho thấy cấu trúc kỳ hạn nợ có tác động cùng chiều đến đầu tư đối với các doanh nghiệp cổ phần nhà nước. Nhưng nhìn chung, các doanh nghiệp có xu hướng giảm tổng nợ để tăng mức đầu tư nhưng tỷ lệ nợ dài hạn không có ảnh hưởng đáng kể đến đầu tư của doanh nghiệp.

Có thể thấy, các kết quả nghiên cứu chưa có sự nhất quán. Ngoài ra, các nghiên cứu đi trước đã số xét đến tác động của từng yếu tố nợ, cấu trúc kỳ hạn nợ đến đầu tư nhưng chưa phân tích mối quan hệ đồng thời giữa các yếu tố và tác động của mối quan hệ đó đến đầu tư doanh nghiệp.

Các cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp đến từ những dự án có giá trị hiện tại thuần (NPV) dương, nhưng những dự án này có thể không thực hiện được vì vấn đề đầu tư dưới mức. Myers (1977) chỉ ra rằng doanh nghiệp có thể từ bỏ các dự án có NPV dương vì các chủ nợ sẽ nắm giữ một phần lợi ích của dự án và để lại lợi nhuận không đủ cho cổ đông. Để giải quyết vấn đề trên, Myers (1977) đề xuất tăng mức nợ ngắn hạn vì nợ ngắn hạn đáo hạn trước khi dự án hoàn tất, nhờ đó doanh nghiệp có thể đầu tư nhiều hơn. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa cơ hội tăng trưởng và nợ ngắn hạn (Dang, 2011). Dang (2011), Childs và cộng sự (2005), Coad và Srhoj (2019), Ding và cộng sự (2020) thống nhất rằng chiến lược nợ ngắn hạn cho phép các doanh nghiệp tận dụng nhiều cơ hội tăng trưởng hơn, dẫn đến tăng đầu tư. Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết:

H1: Cơ hội tăng trưởng có tương quan cùng chiều với nợ ngắn hạn.

H2: Nợ ngắn hạn có tương quan ngược chiều với đầu tư doanh nghiệp.

Theo Myers (1997, vấn đề đầu tư dưới mức có thể được giải quyết thông qua giảm đòn bẩy. Aivazian và cộng sự (2005) cho rằng đòn bẩy có mối quan hệ ngược chiều với đầu tư và tác động này mạnh hơn đối với các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp. Joshi (2019) cho thấy doanh nghiệp tăng trưởng cao nắm giữ nhiều tiền mặt, thay vì nợ, để tạo điều kiện cho doanh nghiệp thực hiện các cơ hội tăng trưởng. Tuy nhiên, doanh nghiệp tăng trưởng thấp có xu hướng vay nhiều nợ hơn là tiền mặt. Thống nhất với các nghiên cứu trước, Nnadi và cộng sự (2020) cũng cho rằng các doanh nghiệp tăng trưởng mạnh giảm đòn bẩy để giảm vấn đề đầu tư dưới mức. Do đó:

H3: Cơ hội tăng trưởng tương quan ngược chiều với nợ.

H4: Nợ có tương quan ngược chiều với đầu tư doanh nghiệp.

Một hạn chế khi sử dụng nợ ngắn hạn để giải quyết vấn đề đầu tư dưới mức là làm tăng rủi ro tái cấp vốn. Các doanh nghiệp cần trả nợ nhưng thiếu thanh khoản sẽ phải đối mặt với rủi ro phá sản nếu không thể tái cấp vốn, dẫn đến việc lựa chọn các hành động làm giảm giá trị doanh nghiệp, chẳng hạn như sa thải nhân viên, bán tài sản và từ bỏ các khoản đầu tư nhiều tiềm năng, gây thiệt hại nặng nề cho doanh nghiệp (Liu và cộng sự, 2020; Brunnermeier và Krishnamurthy, 2020). Rủi ro tái cấp vốn dẫn đến kỳ hạn nợ càng ngắn thì nợ cần phải ít, và ngược lại (nghĩa là mối quan hệ cùng chiều). Trong khi đó, giả thuyết đầu tư dưới mức dự đoán mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc kỳ hạn nợ và mức nợ. Do tồn tại cả hai lập luận trái chiều, nghiên cứu xây dựng giả thuyết:

H5: Có một mối quan hệ giữa nợ ngắn hạn và đòn bẩy.

3. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình về đòn bẩy doanh nghiệp:

$$LEV_{i,t} = \alpha_0 + \delta LEV_{i,t-1} + \alpha_1 DEBTMAT_{i,t} + \alpha_2 GROW_{i,t} + \alpha_3 GROW \times DEBTMAT_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 Tang_{i,t} + \alpha_7 Depre_{i,t} + Ind_dum + \mu_{i,t}(1)$$

Mô hình về cấu trúc kỳ hạn nợ:

$$DEBTMAT_{i,t} = \alpha_0 + \delta DEBTMAT_{i,t-1} + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 GROW_{i,t} + \alpha_3 GROW \times LEV_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Cash_{i,t} + \alpha_6 Efftax_{i,t} + \alpha_7 Term_{i,t} + Ind_dum + \mu_{i,t}(2)$$

Mô hình về đầu tư:

$$Capex_{i,t} = \alpha_0 + \delta Capex_{i,t-1} + \alpha_1 LEV_{i,t-1} + \alpha_2 DEBTMAT_{i,t-1} + \alpha_4 GROW_{i,t-1} + \alpha_5 GROW \times LEV_{i,t-1} + \alpha_5 GROW \times DEBTMAT_{i,t-1} + \alpha_6 CF_{i,t-1} + \mu_{i,t}(3)$$

Các mô hình trên kế thừa từ Nnadi và cộng sự (2020), và cách thức xây dựng các biến trong các mô hình trên cũng kế thừa nghiên cứu này. Trong đó: Lev đại diện đòn bẩy tài chính, được đo bằng tổng nợ chia cho tổng tài sản. Debtmat là thời gian đáo hạn trung bình của nợ, được đo bằng tỷ số giữa nợ dài hạn (trên 1 năm) và tổng nợ. Grow đại diện cho cơ hội tăng trưởng, được

đo bằng tỷ số của thị giá trên thư giá của cổ phiếu doanh nghiệp. Cash là tỷ lệ giữa tiền mặt và tài sản. Tang là tỷ lệ tài sản cố định ròng trên tổng tài sản. ROA là tỷ suất sinh lời trên tài sản. Depre đại diện cho tằm chắn thuế không từ nợ. Size đại diện cho quy mô doanh nghiệp, đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản. Efftax là thuế suất hiệu dụng, đo bằng thuế thu nhập chia cho thu nhập trước thuế. Term đại diện cho cấu trúc kỳ hạn lãi suất, đo bằng chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu 1 năm và 10 năm ở Việt Nam. Capex đại diện cho mức đầu tư của doanh nghiệp, đo bằng tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản. CF đại diện cho dòng tiền của doanh nghiệp, đo bằng tỷ số giữa dòng tiền từ hoạt động trên tổng tài sản. Ind_dum là các biến giả đại diện cho ngành của các doanh nghiệp. μ là phần dư trong các mô hình.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của Refinitiv Eikon cho các dữ liệu của doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và HNX giai đoạn 2010-2020. Dữ liệu biến vi mô đã được cắt 1% phân vị trên dưới để loại các giá trị bất thường. Trong khi đó, dữ liệu vĩ mô cũng được lấy từ Refinitiv Eikon Economics cho Việt Nam.

Phương pháp ước lượng: Đối với mô hình (1) và (2), để kiểm soát cho tính đồng thời của hai yếu tố là mức nợ và kỳ hạn nợ, nghiên cứu sử dụng mô hình 3SLS để ước lượng. Đối với mô

hình (3), nghiên cứu sử dụng mô hình System GMM để kiểm soát cho khả năng đầu tư trong kỳ trước có tương quan với đầu tư trong kỳ hiện tại (tính động trong đầu tư), cũng như nhằm kiểm soát cho hiện tượng nội sinh do sử dụng mô hình động (Roodman, 2009; Nnadi và cộng sự, 2020).

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1 tóm tắt kết quả thống kê của tất cả các biến sử dụng trong mô hình. Giá trị trung bình của đòn bẩy cho thấy khoảng 25% tài sản được tài trợ bằng nợ. Đối với kỳ hạn nợ (tỷ trọng nợ dài hạn), tỷ lệ trung bình ở Việt Nam cho thấy mức sử dụng nợ dài hạn rất thấp, so với Dang (2011), Nnadi và cộng sự (2020). Như vậy cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn so với nợ dài hạn. Về cơ hội tăng trưởng, số liệu trung bình là 1,12, điều này cho thấy các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao và được thị trường đánh giá tích cực. Việt Nam là quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh và có nền kinh tế lớn thứ tư Đông Nam Á, cùng với nguồn nhân lực dồi dào, đặc biệt tỷ trọng nguồn nhân lực có trình độ cao ngày càng tăng. Những điều này đã mở ra nhiều cơ hội đầu tư và tăng trưởng cho các doanh nghiệp.

Bảng 1: Thống kê mô tả

Biến	SQS	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
Leverage	3.635	0,264	0,171	0,000	0,798
Debtmat	3.635	0,281	0,311	0,000	1,000
Cash	3.635	0,124	0,12435	0,000	0,883
Grow	3.445	1,116	0,639	0,230	12,413
Tang	3.635	0,263	0,220	0,000	0,966
Roa	3.635	0,064	0,060	0,000	0,720
Depre	3.635	0,032	0,032	0,000	0,236
Size	3.635	27,797	1,453	23,692	33,677
Efftax	3.635	0,209	0,128	-0,500	1,000
Term	3.635	0,017	0,008	-0,010	0,025

Nguồn: Kết quả tính toán từ mẫu nghiên cứu.

Tác động đồng thời của nợ và cấu trúc kỳ hạn nợ

Bảng 2 cho thấy kỳ hạn nợ tác động ngược chiều với đòn bẩy, ủng hộ lý thuyết đầu tư dưới mức và dự đoán rằng có một tác động đáng kể giữa nợ ngắn hạn và đòn bẩy. Hệ số âm của biến kỳ hạn nợ hỗ trợ cho giả thuyết rằng thời hạn nợ ngắn hạn làm giảm tác động tiêu cực của cơ hội tăng trưởng đối với đòn bẩy (hiệu ứng thay thế) (Myers, 1977). Nếu đề hạn chế đầu tư dưới mức, khi doanh nghiệp đã giảm kỳ hạn nợ thì không cần phải giảm nợ nữa. Điều này thống nhất với mối quan hệ thay thế nhau của hai chiến lược. Kết quả này thống nhất với Nnandi và cộng sự (2020), trong đó kỳ hạn nợ có tương quan ngược chiều với nợ, vốn là dự đoán của giả thuyết đầu tư dưới mức.

Hệ số âm của biến Grow cho thấy tồn tại tác động tiêu cực giữa cơ hội tăng trưởng và sự thay đổi của đòn bẩy, thống nhất với Fatmasari (2011). Cơ hội tăng trưởng tốt đi kèm dòng tiền cao, do đó các doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng vốn hiện có hoặc các dòng tiền tạo ra từ hoạt động sản xuất kinh doanh để hiện thực hóa cơ hội tăng trưởng, hơn là sử dụng đòn bẩy, vì nó có khả năng gây ra đầu tư dưới mức (Nnadi và cộng sự, 2020).

Bảng 2: Kết quả ước lượng 3SLS -
Biến phụ thuộc Lev

Lev	Hệ số	Sai số	P-value
Debtmat	-5,957	1,770	0,001
Cash	-0,164	0,144	0,254
Grow	-0,682	0,236	0,004
Debtmat*grow	3,065	1,118	0,006
Tang	0,915	0,327	0,005
Roa	-0,753	0,329	0,022
Depre	1,016	0,615	0,098
Size	0,178	0,027	0,000
Ind_dummy	Yes		
_Cons	-2,687	0,391	0,000
Số quan sát	3.445		

Nguồn: Kết quả tính toán từ mẫu nghiên cứu.

Tuy nhiên, biến tương tác của kỳ hạn nợ và cơ hội tăng trưởng có hệ số dương và có ý nghĩa

thống kê, trong khi tác động riêng lẻ của kỳ hạn nợ và cơ hội tăng trưởng lên nợ là ngược chiều. Điều này có thể được lý giải là khi doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng nhưng vẫn tăng mức nợ sẽ dẫn đến tăng mạnh rủi ro. Vì vậy, nếu doanh nghiệp vẫn tăng nợ ngắn hạn (nghĩa là giảm kỳ hạn nợ) để xử lý vấn đề đầu tư dưới mức thì sẽ làm rủi ro phá sản tăng thêm đáng kể. Trong bối cảnh này, doanh nghiệp có thể sẽ ưu tiên xử lý rủi ro tái cấp vốn và rủi ro thanh khoản hơn là vấn đề hạn chế đầu tư dưới mức.

Kết quả ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ sử dụng hồi quy 3SLS được trình bày ở Bảng 3. Nợ và cấu trúc kỳ hạn nợ có tương quan ngược chiều, hàm ý rằng nếu doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao sẽ giảm kỳ hạn nợ. Kết quả này có thể giải thích theo lý thuyết về đầu tư dưới mức là nợ ngắn hạn và đòn bẩy hoạt động như những chiến lược thay thế để giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức (Myers, 1977). Kết quả này cũng thống nhất với Bảng 2, trong đó các doanh nghiệp giảm kỳ hạn nợ để xử lý vấn đề đầu tư dưới mức có ít động cơ để tiếp tục giảm nợ.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng cơ hội tăng trưởng có tương quan ngược chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ, nhất quán với giả thuyết về đầu tư dưới mức của Myers (1977). Ngoài ra, Childs và cộng sự (2005), Coad và Srhoj (2019), Ding và cộng sự (2020) cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy sử dụng nợ ngắn hạn cho phép các doanh nghiệp tận dụng nhiều cơ hội tăng trưởng hơn, và gia tăng mức đầu tư. Mặc dù vậy, kết quả này khác với Stohs và Mauer (1996), Elyasiani và cộng sự (2002).

Biến tương tác của kỳ hạn nợ và đòn bẩy tài chính hệ số dương, có ý nghĩa thống kê. Cơ hội tăng trưởng đi kèm với rủi ro và bất cân xứng thông tin, do vậy nếu doanh nghiệp tăng đòn bẩy thì rủi ro có thể càng tăng mạnh. Trong tình huống này, các doanh nghiệp sẽ tránh tăng sử dụng nợ ngắn hạn để tránh rủi ro tái cấp vốn/rủi ro thanh khoản. Kết quả này cũng thống nhất với hệ số dương của biến tương tác của cơ hội tăng trưởng và cấu trúc kỳ hạn nợ đến nợ ở Bảng 2.

Tóm lại, trong mối quan hệ giữa nợ và kỳ hạn nợ, khi xét tác động riêng lẻ thì các doanh nghiệp

điều chỉnh nợ và cấu trúc kỳ hạn nợ phù hợp với lý thuyết về đầu tư dưới mức, nhưng nếu kết hợp cơ hội tăng trưởng thì doanh nghiệp lại ưu tiên xử lý vấn đề rủi ro thanh khoản. Kết quả tương tác này chỉ ra sự cần thiết của việc bổ sung xem xét đặc điểm cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp để có thể phát hiện đầy đủ tác động của cấu trúc kỳ hạn nợ đến nợ và ngược lại.

Bảng 3: Kết quả ước lượng 3SLS - Biến phụ thuộc debtmat

Debtmat	Hệ số	Sai số	P-value
Lev	-1,424	0,268	0,000
Grow	-0,133	0,025	0,000
Lev*grow	1,121	0,218	0,000
Size	0,068	0,004	0,000
Cash	-0,173	0,043	0,000
Efftax	-0,073	0,036	0,040
Term	-0,621	0,596	0,297
Ind_dum	-0,306	0,163	0,060
_Cons	-0,954	0,108	0,000
Số quan sát	3.445		

Nguồn: Kết quả tính toán từ mẫu nghiên cứu.

Các yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp

Bảng 4 trình bày kết quả của mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến đầu tư. Kết quả kiểm định Hansen và AR(2) có P-value lớn hơn 0,1, hàm ý các ước lượng đáng tin cậy. Ngoài ra, đầu tư kỳ trước có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy việc sử dụng mô hình động cho dữ liệu bảng là phù hợp.

Hệ số biến Lev là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, thống nhất với lập luận của Myers (1977), đó là doanh nghiệp sẽ giảm đòn bẩy để hạn chế đầu tư dưới mức. Tuy nhiên, biến Debtmat lại không có ý nghĩa thống kê, cho thấy cấu trúc kỳ hạn nợ dài hay ngắn không ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Hệ số biến Grow là âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao có xu hướng giảm đầu tư, tương tự Nnadi (2020). Kết quả này hàm ý các doanh

nh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao chịu vấn đề đầu tư dưới mức. Khi các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng ngắn ngại sử dụng nợ, trong khi nợ là nguồn tài trợ chính ở Việt Nam thì khả năng đầu tư cũng sẽ giảm sút. Phương trình đồng thời ở trên đã chứng minh các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao sẽ sử dụng ít nợ hơn, phù hợp với lý thuyết của Myers (1977).

Biến tương tác Grow*lev có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao và sử dụng nhiều nợ có xu hướng tăng đầu tư. Điều này có thể được lý giải là dù doanh nghiệp hiểu cơ hội tăng trưởng và vay nợ đều mang đến những rủi ro, nên nếu xét các yếu tố này một cách riêng lẻ thì từng yếu tố có tác động làm giảm đầu tư (phù hợp giả thuyết đầu tư dưới mức). Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng nhưng tăng nợ vay, cho thấy các doanh nghiệp này tự tin với các khoản đầu tư.

Bảng 4: Kết quả hồi quy sử dụng mô hình System GMM 2 bước

Capex	Hệ số	Sai số	P-value
Capex(t-1)	0,073	0,024	0,002
Lev	-0,111	0,032	0,001
Debtmat	0,012	0,013	0,378
Cash	0,055	0,016	0,001
Grow	-0,010	0,004	0,016
Grow*debtmat	0,019	0,009	0,032
Grow*lev	0,095	0,029	0,001
Cfopr	0,030	0,014	0,036
Ind_dum	0,007	0,006	0,251
_Cons	0,033	0,007	0,000
AR(2) test p-value	0,603		
Hansen test p-value	0,425		
Số QS	2.556		

Nguồn: Kết quả tính toán từ mẫu nghiên cứu.

Tương tự, biến tương tác Grow*debtmat có hệ số dương, nghĩa là doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao và cấu trúc kỳ hạn nợ dài sẽ làm

tăng đầu tư. Nếu xét hai biến này riêng lẻ thì có thể tác động ngược chiều, làm giảm đầu tư (theo lý thuyết đầu tư dưới mức). Tuy nhiên, khi 2 yếu tố này tương tác với nhau, cơ hội tăng trưởng càng cao, rủi ro sẽ cao hơn. Do đó doanh nghiệp cần nguồn vốn dài hạn tài trợ các dự án có cơ hội tăng trưởng cao để yên tâm đầu tư, vì trong ngắn hạn doanh nghiệp không thể trả hết nợ gốc và lãi vay cũng như tránh được rủi ro tái cấp vốn. Trong trường hợp này, cấu trúc kỳ hạn nợ dài là yếu tố quan trọng để thực hiện đầu tư vào các cơ hội tăng trưởng cao.

5. Kết luận

Sử dụng mẫu gồm các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2020 cùng với các mô hình hồi quy ba giai đoạn 3SLS và mô hình System GMM 2 bước, nghiên cứu này kiểm định các giả thuyết về mối quan hệ đồng thời giữa đòn bẩy, cấu trúc kỳ hạn nợ và đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu góp phần khẳng định chắc chắn hơn một số kết quả chưa thống nhất về tác động của đòn bẩy và cấu trúc kỳ hạn nợ đến đầu tư, thông qua việc bổ sung yếu tố cơ hội tăng trưởng để xem xét tương tác giữa các biến. Các nghiên cứu đi trước chủ yếu tập trung vào mối quan hệ một chiều giữa 2 biến, cũng như chỉ xét tác động riêng lẻ của 2 biến đến đầu tư, mà bỏ qua yếu tố tác động hai chiều giữa nợ và kỳ hạn nợ, cũng như cần cân nhắc yếu tố cơ hội tăng trưởng để có những phát hiện đầy đủ hơn.

Kết quả nghiên cứu cho thấy cần phải bổ sung xem xét tương tác của yếu tố cơ hội tăng trưởng đến các yếu tố đòn bẩy, cấu trúc kỳ hạn nợ để đưa đến những nhận định đầy đủ về tác động của cấu trúc kỳ hạn nợ đến đòn bẩy và ngược lại. Khi xem xét mối quan hệ giữa các yếu tố riêng lẻ với nhau thì các kết quả chỉ ủng hộ cho giả thuyết đầu tư dưới mức. Tuy nhiên, khi kết hợp xem xét với yếu tố cơ hội tăng trưởng thì kết quả chỉ ra rằng tương quan giữa Debtmat*grow với Lev và Lev*grow với Debtmat là cùng chiều, hàm ý hạn chế rủi ro tái cấp vốn trở thành ưu tiên cho các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng tốt. Tiếp theo, kết quả của mô hình giải thích đầu tư với biến riêng lẻ Lev

và Debtmat và biến tương tác của biến này với Grow cho thấy bằng chứng ủng hộ cả giả thuyết đầu tư dưới mức và rủi ro thanh khoản.

Các nghiên cứu trong tương lai không nên bỏ qua việc bổ sung những tương tác đồng thời giữa các yếu tố với cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp để tránh phán đoán một chiều. Những phát hiện mới này có ý nghĩa đối với các nhà quản trị, các nhà hoạch định chính sách với hàm ý rằng chính sách sử dụng nợ (gồm tổng nợ và kỳ hạn nợ) có những tác động đáng kể tới đầu tư doanh nghiệp. Nghiên cứu chỉ rõ cần phải bổ sung xem xét về mối quan hệ giữa đòn bẩy, cấu trúc kỳ hạn nợ trong tương quan với cơ hội tăng trưởng để có những lý giải đầy đủ, toàn diện về tác động của nó tới đầu tư doanh nghiệp. Cơ hội tăng trưởng làm tăng rủi ro cho doanh nghiệp nên các giám đốc cần điều chỉnh tăng nợ dài hạn hoặc giảm nợ khi có cơ hội tăng trưởng cao. Nhà đầu tư cần thận trọng xem xét các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao nhưng cũng sử dụng nhiều nợ, đặc biệt là nợ ngắn hạn.

Tài liệu tham khảo

- Aivazian, V. A., & Santor, E. (2008). Financial constraints and investment: assessing the impact of a World Bank credit program on small and medium enterprises in Sri Lanka. *Canadian Journal of Economics*, 41(2), 475-500.
- Aivazian, V. A. et al. (2005). Debt maturity structure and firm investment. *Financial Management*, 34(4), 107-119.
- Bae, S. C. (2009). On the interactions of financing and investment decisions: Evidence from Chinese industrial companies. *Managerial Finance*, 35(8). <https://doi.org/10.1108/03074350910967231>
- Brunnermeier, M., & Krishnamurthy, A. (2020). Corporate debt overhang and credit policy. <<https://www.brookings.edu/bpea-articles/corporate-debt-overhang-and-credit-policy/>> Accessed 27.5.2021.
- Coad, A., & Srhoj, S. (2020). Catching Gazelles with a Lasso: Big data techniques for the prediction of high-growth firms. *Small Business Economics*, 55(3), 541-565. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00203-3>
- Childs, P. D. et al. (2005). Interactions of corporate financing and investment decisions: the effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics*, 76(3), 667-690. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.012>

- Dang, V. A. (2011). Leverage, debt maturity and firm investment: An empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1), 225–258. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02215.x>
- Ding, N. et al. (2020). Debt choice, growth opportunities and corporate investment: Evidence from China. *Financial Innovation*, 6(1), 1-22. <https://doi.org/10.1186/s40854-020-00194-1>
- Elyasiani, E. et al. (2002). The determinants of debt maturity at issuance: a system-based model. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19(4), 351-377. <https://doi.org/10.1023/A:1021161309198>
- Gebauer, S. et al. (2017). Corporate debt and investment: A firm level analysis for stressed euro area countries. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2101.en.pdf> Accessed 26.5.2021.
- Jiming, L. et al. (2010). The impact of debt financing on firm investment behavior: Evidence from China. *International Journal of Digital Content Technology and Its Applications*, 4(9), 17-26. <https://doi.org/10.3390/su10061774>
- Joshi, H. (2019). Cash holding or Net Debt, What is Relevant for Indonesian Firms? *The South East Asian Journal of Management*, 13(1), 18-36. <https://doi.org/10.21002/seam.v13i1.10566>
- Kalemli-Ozcan et al. (2018). Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2241~cbea165b30.en.pdf>. Accessed 26.5.2021.
- Khaw, K. L. H & Lee, B. C. J. (2016). Debt maturity, underinvestment problem and corporate value. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 12(1), 1-17. <http://dx.doi.org/10.21315/aamjaf2016.12.S1.1>
- Lang, L. E. et al. (1996). Leverage, investment and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00842-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00842-3)
- Luu, L. & Nguyen, L. (2021). Short-term debt and trade credit: Evidence on a non-linear relationship *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1975412. <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1975412>
- Liu, Y. et al. (2020). Debt rollover risk, credit default swap spread and stock returns: Evidence from the COVID-19 crisis. *Journal of Financial Stability*, 53, 100855. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100855>
- Luo, S. et al. (2018). Financial structure and financing constraints: Evidence on small-and medium-sized enterprises in China. *Sustainability*, 10(6), 1774. <https://doi.org/10.3390/su10061774>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1963). Dividend Policy and Market Valuation: A Reply. *The Journal of Business*, 36(1), 116-119.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 145-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nnadi, M. et al. (2020). Empirical analysis of debt maturity, cash holdings and firm investment in developing economies. *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2324>
- Phan, Q. T. (2018). Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 46, 268-280. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.03.004>
- Renneboog, L. et al. (2008). The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Journal of Corporate Finance*, 14, 302-22. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009>
- Fatmasari, R. (2011). The Relation Between Growth Opportunity, Leverage Policy and Function of Covenant to Control The Agency Conflict Between Shareholders and Debtholders. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 13(3), 307-323. <https://doi.org/10.21098/bemp.v13i3.395>
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *The Journal of Business*, 69(3), 279-312.
- Umutlu, M. (2010). Firm leverage and investment decisions in an emerging market. *Quality & Quantity*, 44(5), 1005-1013. <https://doi.org/10.1007/s11135-009-9250-y>
- Vo, X. V. (2018). Leverage and corporate investment - Evidence from Vietnam. *Finance Research Letters*, 28, 1-5. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.005>
- World Bank. (2021). Vietnam: Adapting to an Aging Society. <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/36324>. Accessed 26.5.2021.
- Xu, Z. (2000). Financial development, investment, and economic growth. *Econ Inq*, 38(2), 331-344. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2000.tb00021.x>