

# Chất lượng báo cáo tài chính và kì hạn nợ ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam

TRẦN THỊ THÙY LINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - linhtcdn@ueh.edu.vn

MAI HOÀNG HẠNH

Công ty cổ phần SORENTO VN - maihoanghanh89@gmail.com

---

*Ngày nhận:*

17/04/2015

*Ngày nhận lại:*

24/09/2015

*Ngày duyệt đăng:*

15/10/2015

*Mã số:*

0415-G11-V08

---

## *Tóm tắt*

Nghiên cứu nhằm phân tích ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính và kì hạn nợ đến hiệu quả đầu tư của 304 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) giai đoạn 2009–2013 theo mô hình nghiên cứu của Gomariz & Ballesta (2014). Kết quả cho thấy chất lượng báo cáo tài chính và kì hạn nợ có mối tương quan dương với hiệu quả đầu tư; theo đó, chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn sẽ làm gia tăng hiệu quả đầu tư. Ngoài ra, tác giả còn phát hiện mức độ thay thế giữa chất lượng báo cáo tài chính và kì hạn nợ trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư: Các công ty ít sử dụng các khoản nợ ngắn hạn thì chất lượng báo cáo tài chính ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư cao hơn và ngược lại. Kết quả này có thể giúp các nhà quản trị tài chính thấy được vai trò của chất lượng báo cáo tài chính trong mối quan hệ với kì hạn nợ và hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp VN.

## *Abstract*

This study, motivated by earlier discussion from Gomariz and Ballesta (2014), investigates the impact of financial reporting quality (FRQ) and debt maturity on investment efficiency of 304 Vietnam's listed companies in the 2009–2013 period. We observe that positive relations exist between the quality/maturity and efficiency (i.e. higher FRQ will enhance efficiency), and the level of substitution between the FRQ and debt maturity is also essential: The less the short-term debts are used, the more significantly the FRQ affects the investment efficiency, and conversely for the other case. Our results accordingly reinforce the role of FRQ in its relation to the maturity of debt and Vietnamese firms' investment efficiency.

*Từ khóa:*

Hiệu quả đầu tư, đầu tư quá mức, đầu tư dưới mức, chất lượng báo cáo tài chính, kì hạn nợ.

*Keywords:*

Investment efficiency, overinvestment, underinvestment, FRQ, debt maturity.

---

## 1. Giới thiệu

Quyết định đầu tư ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển bền vững của doanh nghiệp. Quyết định đầu tư hiệu quả sẽ mang lại thu nhập cho doanh nghiệp không chỉ ở hiện tại mà còn cả trong tương lai. Nhiều nghiên cứu cho thấy có nhiều nhân tố tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Theo Bushman & Smith (2001), các công ty có thể giảm bớt sự bất cân xứng thông tin (BCXTT) bằng cách nâng cao chất lượng báo cáo tài chính (Financial Reporting Quality, FRQ). Fazzari & cộng sự (2000), và Biddle & cộng sự (2006) phân tích hiệu quả đầu tư và FRQ có liên quan đến việc làm giảm sự BCXTT giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Barclay & Smith (1995) cho rằng kì hạn nợ ngắn hơn sẽ nâng cao hiệu quả đầu tư. Chen & cộng sự (2011) kiểm tra tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư của các công ty tư nhân ở các nước đang phát triển và nhận thấy FRQ có tác động cùng chiều đến hiệu quả đầu tư.

Thị trường vốn VN là thị trường mới nổi nên việc BCXTT từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết đã ảnh hưởng rất lớn đến quản trị tài chính công ty và các quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế Moody's cho rằng: "Việc công khai báo cáo tài chính của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa năm 2015 là tín hiệu tích cực đối với các ngân hàng đang cho khối doanh nghiệp này vay; đồng thời đây còn là điểm cộng cho xếp hạng tín nhiệm quốc gia". Theo đó, mục tiêu nghiên cứu này hướng đến: (1) Xem xét chất lượng báo cáo tài chính và kì hạn nợ có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư ở các công ty niêm yết VN không? và (2) Xem xét mức độ ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư khi kì hạn nợ thay đổi? Phương pháp nghiên cứu được sử dụng là phương pháp hồi quy Pooled OLS, 2 SLS và FGLS.

## 2. Tổng quan lí thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

### 2.1. Các lí thuyết nền tảng liên quan

- Lí thuyết chi phí đại diện (The Agency Theory)

Vấn đề thông tin bất cân xứng giữa chủ sở hữu và nhà quản lí được giải thích bởi Jensen & Meckling (1976). Do tình trạng thông tin bất cân xứng mà nhà quản lí có thể thực hiện những hành vi tư lợi qua nhiều hình thức; trong đó có việc làm sai lệch số liệu trên báo cáo tài chính, từ đó ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của chủ sở hữu. Sự tương

tác giữa nhà quản lí, cổ đông và chủ nợ sẽ tạo ra những rào cản do phát sinh các vấn đề đại diện mà kết quả là tạo ra vấn đề đầu tư quá mức (Overinvestment) hoặc đầu tư dưới mức (Underinvestment). Các nhà quản lí quan tâm đến việc đầu tư vào các dự án để tăng quy mô và danh tiếng của công ty thay vì tối đa hóa tài sản của cổ đông. Jensen (1986) cho rằng sự mâu thuẫn giữa các cổ đông và chủ nợ về chi phí đại diện xuất phát từ việc chuyển giao rủi ro từ chủ nợ cho các cổ đông bằng cách làm cho các khoản đầu tư rủi ro hơn so với các khoản nợ đã tài trợ.

- Lí thuyết thông tin bất cân xứng (The Asymmetric Information Theory)

George Akerlof, Michael Spence & Joseph Stiglitz (1970) giải thích nhiều vấn đề trong nền kinh tế một cách tổng quát và mở rộng lí thuyết nhằm lập luận trên thực tế thông tin là không cân xứng, tức là có một số người trên thị trường sẽ có thông tin tốt hơn. Khi xuất hiện thông tin bất cân xứng, sẽ dẫn đến hệ quả là sự lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Myers & Majluf (1984) chỉ ra khi thông tin bất cân xứng, những nhà quản trị công ty có nhiều thông tin hơn và do đó họ sẽ tiến hành các quyết định đầu tư có lợi cho bản thân mà không màng đến lợi ích của cổ đông. Kết quả là hiệu quả đầu tư bị ảnh hưởng đáng kể, dẫn đến hiện tượng đầu tư quá mức hoặc dưới mức và mâu thuẫn lợi ích giữa các cổ đông và chủ nợ của công ty.

Một hướng nghiên cứu mới được phát triển gần đây dựa trên ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư. FRQ cao hơn sẽ làm cho các nhà quản lí có trách nhiệm hơn, và sự giám sát tốt hơn từ các cổ đông. Từ đó hạn chế vấn đề BCXTT và làm giảm các lựa chọn bất lợi cũng như rủi ro đạo đức, giải quyết được mâu thuẫn giữa nhà quản lí và các nhà đầu tư, và cuối cùng là nâng cao hiệu quả đầu tư.

## 2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Mối quan hệ giữa kì hạn nợ và hiệu quả đầu tư được thực hiện đầu tiên bởi Barclay & Smith (1995). Tác giả này nhận thấy những công ty có nhiều cơ hội đầu tư tiềm năng trong tương lai có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn cao hơn để hạn chế tình trạng đầu tư dưới mức; và chi phí vay vốn cao hơn có liên quan đến việc sử dụng các khoản vay dài hạn.

Fazzari & cộng sự (2000) nghiên cứu các công ty có mức độ tiền mặt ít hay mức độ thanh khoản kém có nhiều khả năng bị hạn chế đầu tư, từ đó dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức. Trong khi đó, các công ty có lượng tiền mặt dư thừa lớn có nhiều khả năng phải đối mặt với tình trạng đầu tư quá mức. Khi FRQ cao hơn sẽ giúp cho các công ty

đầu tư dưới mức thực hiện được dự án đầu tư và các công ty đầu tư quá mức loại bỏ các dự án đầu tư không cần thiết, đồng thời gia tăng nhiều hơn khả năng giám sát của các cổ đông.

Aivazian & cộng sự (2005b) kiểm tra tác động của nợ đáo hạn đối với quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cho thấy cấu trúc nợ đáo hạn của doanh nghiệp có tác động quan trọng lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Đối với doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao, sau khi kiểm soát mức độ ảnh hưởng tổng thể của đòn bẩy tài chính, khi nợ dài hạn trong tổng nợ tăng thì làm sẽ giảm đầu tư của doanh nghiệp. Ngược lại, tương quan giữa nợ đáo hạn và đầu tư không có ý nghĩa đối với doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp.

Biddle & Hilary (2006) xem xét ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư ở hai quốc gia phát triển nhất thế giới là Mỹ và Nhật giai đoạn 1993–2004, kết quả cho thấy FRQ cao hơn giúp tăng cường hiệu quả đầu tư bằng cách giảm BCXTT giữa nhà quản lý và các nhà cung cấp bên ngoài. Biddle & Hilary cho rằng ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư sẽ thấp hơn khi các nước có nguồn vốn vay ngân hàng chiếm chủ yếu.

Chen & cộng sự (2011) nghiên cứu ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư của các công ty tư nhân tại 79 quốc gia đang phát triển giai đoạn 2002–2005. Kết quả cho thấy FRQ có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả đầu tư. Đồng thời, các doanh nghiệp này có lợi thế hơn khi ít phải đối mặt với các ràng buộc về kế toán; từ đó có sự linh hoạt hơn trong việc lựa chọn FRQ và góp phần quan trọng trong việc cải thiện hiệu quả đầu tư; và việc sử dụng nhiều nợ vay ngân hàng sẽ làm tăng vai trò của FRQ.

Gomariz & Ballesta (2014) nghiên cứu ảnh hưởng của FRQ và kì hạn nợ đến hiệu quả đầu tư trong giai đoạn 1998–2008 với dữ liệu bảng bất cân xứng ở các công ty niêm yết Tây Ban Nha. Kết quả cho thấy FRQ hạn chế vấn đề đầu tư quá mức và kì hạn nợ ngắn có thể cải thiện hiệu quả đầu tư, đồng thời hạn chế đầu tư dưới mức. Ngoài ra, mức độ thay thế giữa FRQ và kì hạn nợ trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư: Các công ty ít sử dụng các khoản nợ ngắn hạn thì FRQ ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư cao hơn, và ngược lại. Đối với các biến kiểm soát, tài sản hữu hình cao sẽ làm cho hiệu quả đầu tư thấp. Hơn nữa, sức mạnh tài chính cao (được đo lường bằng hệ số Z) có liên quan đến hiệu quả đầu tư cao hơn, trong khi biến động của doanh số bán hàng và Tobin's Q có mối tương quan âm với hiệu quả đầu tư.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm các công ty niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2009–2013; cụ thể có 165 công ty niêm yết trên HOSE và 139 công ty trên HNX.

Các công ty được thu thập dữ liệu phải thoả điều kiện: Có đầy đủ báo cáo tài chính thường niên đã được kiểm toán trong giai đoạn nghiên cứu. Để ước lượng biến hiệu quả đầu tư, độ lệch chuẩn của dòng tiền, độ lệch chuẩn của doanh thu nên cần có dữ liệu trong giai đoạn 2007–2013.

#### Bảng 1

Phân loại công ty theo ngành

STT	Ngành	Số công ty	Tỉ trọng
1	Công nghệ và truyền thông	14	4,61%
2	Sản xuất	152	50%
3	Thương mại	30	9,87%
4	Tiện ích công cộng	16	5,26%
5	Xây dựng và bất động sản	67	22,04%
6	Vận tải kho bãi	25	8,22%
	Tổng	304	100%

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

#### 3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Kế thừa nghiên cứu của Gomariz & Ballesta (2014), tác giả đưa ra các giả thuyết về tác động FQR và kì hạn nợ đến hiệu quả đầu tư như sau:

$H_1$ : Các công ty có FQR cao hơn sẽ mang lại hiệu quả đầu tư cao hơn (giảm vấn đề đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức).

$H_2$ : Các công ty sử dụng nợ ngắn hạn cao hơn (kì hạn nợ thấp hơn) sẽ mang lại hiệu quả đầu tư cao hơn.

$H_3$ : Mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư là mạnh hơn đối với các công ty sử dụng nợ ngắn hạn thấp hơn (kì hạn nợ cao hơn).

### 3.3. Mô tả biến và mô hình nghiên cứu

Tóm lược các biến trong mô hình trong bảng sau:

#### Bảng 2

Các biến của mô hình nghiên cứu

Mô tả biến	Định nghĩa	Nguồn
Investment	Sự gia tăng ròng trong tài sản hữu hình, tài sản vô hình/độ trễ của tổng tài sản	BCTC
SalesGrowth	Tốc độ tăng trưởng của doanh thu từ năm t-2 đến năm t-1	
LnvEff (Hiệu quả đầu tư)	Giá trị tuyệt đối của phần dư trong mô hình (1) nhân với -1	
Overinvest (Đầu tư quá mức)	Phần dư dương trong mô hình (1) nhân với -1	
Underinvest (Đầu tư dưới mức)	Phần dư âm trong mô hình (1)	Tác giả
FRQ	Chất lượng báo cáo tài chính, 3 cách tính là:	
FRQ_MNST	<i>Giá trị tuyệt đối của phần dư trong mô hình (2) nhân với -1</i>	
FRQ_KASZ	<i>Giá trị tuyệt đối của phần dư trong mô hình (3) nhân với -1</i>	
FRQ (Aggreg)	<i>(FRQ_MNST+ FRQ_KASZ)/2</i>	
$\Delta$ AR	Sự thay đổi hàng năm trong các khoản phải thu	
$\Delta$ Sales	Sự thay đổi hàng năm trong doanh thu bán hàng	
TA (tổng các khoản trích trước)	Sự thay đổi trong tài sản ngắn hạn không có tính thanh khoản – sự thay đổi trong nợ ngắn hạn + sự thay đổi trong khoản nợ ngắn hạn ngân hàng – khấu hao.	
PPE	Tài sản, máy móc và thiết bị	
$\Delta$ CFO	Sự thay đổi trong dòng tiền hoạt động	BCTC
CFO	Dòng tiền hoạt động	
STDebt (kỳ hạn nợ công ty)	Nợ ngắn hạn/tổng nợ	
LnSales (Quy mô)	Logarit tự nhiên của tổng doanh thu	

Mô tả biến	Định nghĩa	Nguồn
LnAge (Số năm hoạt động của công ty)	Logarit tự nhiên của số năm hoạt động tính từ khi công ty được thành lập	
Tang (Hữu hình)	Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản	
StdCFO (Độ lệch chuẩn của dòng tiền)	Độ lệch chuẩn của dòng tiền từ năm t-2 đến năm t	
StdSales (Độ lệch chuẩn của doanh thu)	Độ lệch chuẩn của doanh thu từ năm t-2 đến năm t	
Tobin's Q (Cơ hội tăng trưởng)	(Giá trị thị trường của vốn cổ phần+giá trị sổ sách của nợ)/giá trị sổ sách của tổng tài sản	BCTC, HOSE, HNX
Z (Sức mạnh tài chính)	$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$	Tác giả
X <sub>1</sub>	Vốn luân chuyển/tổng tài sản	
X <sub>2</sub>	Thu nhập giữ lại/tổng tài sản	
X <sub>3</sub>	Thu nhập trước thuế và lãi vay/tổng tài sản	
X <sub>4</sub>	Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu/giá trị sổ sách của tổng tài sản	
X <sub>5</sub>	Doanh thu/tổng tài sản	
Loss	Biến giả = 1 nếu thu nhập ròng trước các khoản mục đặc biệt là âm và 0 trong trường hợp còn lại	BCTC
CFO_ATA	Dòng tiền hoạt động/tổng tài sản bình quân	
Opercycle (Độ dài của chu kì kinh doanh)	$\frac{\text{Trung bình các khoản phải thu}}{\text{Doanh thu}} * 360 + \frac{\text{Trung bình hàng tồn kho}}{\text{Giá vốn hàng bán}} * 360$	
Industry Dummies	Biến giả để kiểm soát hiệu quả của ngành	HOSE, HNX
NEG	Biến giả bằng 1 nếu doanh thu tăng trưởng âm và 0 trong trường hợp còn lại	Tác giả

Mô tả biến	Định nghĩa	Nguồn
AM (Kì hạn của tài sản)	$AM = \beta_1 \frac{\text{Nhà cửa máy móc thiết bị}}{\text{Khấu hao hàng năm}} + \beta_2 \frac{\text{Khoản phải thu}}{\text{Doanh thu thuần}} + \left( \frac{\text{Hàng tồn kho}}{\text{Giá vốn hàng bán}} + \frac{\text{Khoản phải thu}}{\text{Doanh thu ròng}} \right) + \beta_4 * 1$	$\beta_3$ BCTC
Tax (Thuế)	Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp	
Lev (Mức độ nợ)	Nợ/Tổng tài sản	

*Bước 1:* Theo nghiên cứu của Gomariz & Ballesta (2014), Biddle & cộng sự (2009), nhóm tác giả ước lượng biến phụ thuộc hiệu quả đầu tư ( $LnvEff$ ), đầu tư quá mức (Overinvest), đầu tư dưới mức (Underinvest) dựa trên cơ hội tăng trưởng. Độ lệch của mô hình như là sai số trong phần dư thể hiện đầu tư không hiệu quả.

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Với  $Investment_{i,t}$  là tổng đầu tư của công ty  $i$  trong năm  $t$ , được tính cho mỗi năm và theo ngành (Gomariz & Ballesta, 2014);  $SalesGrowth_{i,t-1}$  là tốc độ tăng trưởng của doanh thu công ty  $i$  từ năm  $t-2$  đến năm  $t-1$ .

Biến phụ thuộc  $LnvEff$  của mô hình chính là giá trị tuyệt đối của phần dư nhân với -1

Phần dư dương có nghĩa là công ty đang đầu tư ở mức cao hơn so với kì vọng dựa theo tốc độ tăng trưởng của doanh thu bán hàng, và là đầu tư quá mức. Phần dư âm có nghĩa là công ty đang đầu tư ở mức thấp hơn so với kì vọng dựa theo tốc độ tăng trưởng của doanh thu bán hàng, và là đầu tư dưới mức.

*Bước 2:* Ước lượng biến độc lập FRQ.

Để ước lượng FRQ, tác giả sử dụng 3 phương pháp khác nhau. Mô hình được ước lượng theo nhóm từng năm và ngành như sau:

- Phương pháp đo lường đầu tiên theo mô hình nghiên cứu McNichols & Stubben (2008):

$$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó

$\Delta AR_{i,t}$ : Sự thay đổi các khoản phải thu hàng năm của công ty  $i$  trong năm  $t$ .

$\Delta Sales_{i,t}$ : Sự thay đổi doanh thu bán hàng hàng năm của công ty  $i$  trong năm  $t$ .

Doanh thu vượt trội (là một đại diện của quản lí thu nhập) là phần dư của mô hình (2), đại diện cho sự thay đổi trong các khoản phải thu mà không được giải thích bởi sự



tăng trưởng trong doanh thu bán hàng. Biến FRQ là giá trị tuyệt đối của phần dư nhân với -1, vì thế giá trị càng cao thì FRQ càng cao ( $FRQ\_MNST_{i,t} = -|\hat{\varepsilon}_{i,t}|$ ).

- Phương pháp đo lường thứ hai dựa trên mô hình nghiên cứu của Kasznik (1999).

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$TA_{i,t}$ : Tổng các khoản trích trước của công ty  $i$  trong năm  $t$ ;

$PPE_{i,t}$ : Tài sản, máy móc và thiết bị; và

$\Delta CFO_{i,t}$ : Sự thay đổi trong dòng tiền hoạt động. Tất cả các khoản mục đều bị giảm xuống bởi độ trễ của tổng tài sản.

Biến đại diện thứ hai của FRQ là giá trị tuyệt đối của phần dư từ mô hình (3) nhân với -1, ( $FRQ\_KASZ_{i,t} = -|\hat{\varepsilon}_{i,t}|$ ).

- Phương pháp đo lường thứ ba ( $Aggreg_{i,t}$ ) dựa theo Gomariz & Ballesta (2014), được tính bằng bình quân các giá trị tiêu chuẩn của hai biến FRQ\_MNST và FRQ\_KASZ.

$$Aggreg_{i,t} = \frac{FRQ\_MNST + FRQ\_KASZ}{2}$$

Tóm lại, FRQ\_MNST, FRQ\_KASZ, Aggreg đều được kì vọng có mối tương quan dương với hiệu quả đầu tư vì tính trung thực của số liệu kế toán sẽ cải thiện hiệu quả đầu tư bằng cách giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin, nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản, khuyến khích đầu tư vào các dự án có tỉ suất sinh lợi cao (Myer, 1984; Biddle & Hilary, 2006).

**Bước 3:** Ước lượng biến độc lập kì hạn nợ (STDebt)

Kì hạn nợ STDebt ngắn được kì vọng có mối tương quan dương đối với hiệu quả đầu tư bởi vì sự linh hoạt cao của các khoản nợ ngắn hạn trong chiến lược tối đa hóa giá trị công ty có thể làm giảm thiểu xung đột giữa các chủ nợ và cổ đông (Meckling & Jensen, 1986; Childs, 2005; Aivazian & cộng sự 2005b).

**Bước 4:** Ước lượng các biến kiểm soát cho mô hình nghiên cứu.

Việc ước lượng thêm các biến kiểm soát nhằm để tăng tính bền vững cho mô hình. Theo Gomariz & Ballesta (2014) có 11 biến kiểm soát cho mô hình bao gồm: Quy mô (LnSales), tuổi công ty (LnAge), hữu hình (Tang), độ lệch chuẩn của dòng tiền (StdCFO), độ lệch chuẩn của doanh thu (StdSales), cơ hội tăng trưởng (Tobin's Q), khả năng tài chính (Z), trung bình của dòng tiền (CFO\_ATA), chu kì kinh doanh (Opercycle), Lỗ (Loss), và biến giả ngành (Industry Dummies).

Tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\begin{aligned} LnvEff_{it} = & \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 STDebt_{i,t} + \beta_3 LnSales_{i,t} + \beta_4 LnAge_{i,t} + \beta_5 Tang_{i,t} \\ & + \beta_6 StdCFO_{i,t} + \beta_7 StdSales_{i,t} + \beta_8 Tobin's Q_{i,t} + \beta_9 Z_{i,t} + \beta_{10} Loss_{i,t} \\ & + \beta_{11} CFO\_ATA_{i,t} + \beta_{12} Opercycle_{i,t} + \sum_j \beta_j Industry\ dummies + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

Trong đó:

$LnvEff_{it}$ : Hiệu quả đầu tư của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ ;

$FRQ_{it}$ : Chất lượng báo cáo tài chính công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ ; và

$STDebt_{it}$ : Kỳ hạn nợ công ty  $i$  tại thời điểm  $t$ .

**Bước 5:**

Tác giả mở rộng phân tích trước đó bằng cách kiểm tra sự thay đổi trong mức độ nợ ngắn sẽ làm tăng hay giảm ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư. Để kiểm tra tác động này, tác giả đưa vào mô hình hiệu quả tương tác giữa FRQ và biến giả kỳ hạn nợ ( $DumSTDebt$ ). Biến này có giá trị bằng 1 nếu tỉ lệ nợ ngắn hạn/tổng nợ là trên mức trung vị và 0 trong trường hợp còn lại.

$$\begin{aligned} LnvEff_{it} = & \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 STDebt_{i,t} + \beta_3 FRQ_{i,t} * DumSTDebt_{i,t} + \beta_4 LnSales_{i,t} \\ & + \beta_5 LnAge_{i,t} + \beta_6 Tang_{i,t} + \beta_7 StdCFO_{i,t} + \beta_8 StdSales_{i,t} + \beta_9 Tobin's Q_{i,t} + \beta_{10} Z_{i,t} + \\ & \beta_{11} Loss_{i,t} + \beta_{12} CFO\_ATA_{i,t} + \beta_{13} Opercycle_{i,t} + \sum_j \beta_j Industry\ dummies + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

Với  $FRQ * DumSTDebt$  đại diện cho hiệu ứng tương tác.

$\beta_1$  chỉ ra tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư ở các công ty có mức độ nợ ngắn hạn thấp hơn so với trung bình.

$\beta_1 + \beta_3$  đại diện cho ảnh hưởng của FRQ đến hiệu quả đầu tư trong các công ty có mức độ nợ ngắn hạn cao hơn so với mức trung bình.

**Bước 6:** Kiểm định nội sinh theo phương pháp 2SLS

Theo García-Teruel & cộng sự (2010), FRQ cao hơn sẽ có STDebt dài hơn so với các công ty có FRQ thấp. Để giải quyết mối quan hệ nội sinh giữa STDebt và FRQ, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy bình phương bé nhất 2 giai đoạn (2SLS). Ở giai đoạn đầu, ước tính lại mức độ nợ ngắn hạn của các công ty (theo mô hình 6), và ở giai đoạn hai, sử dụng ước tính này để ước lượng lại mô hình 4.

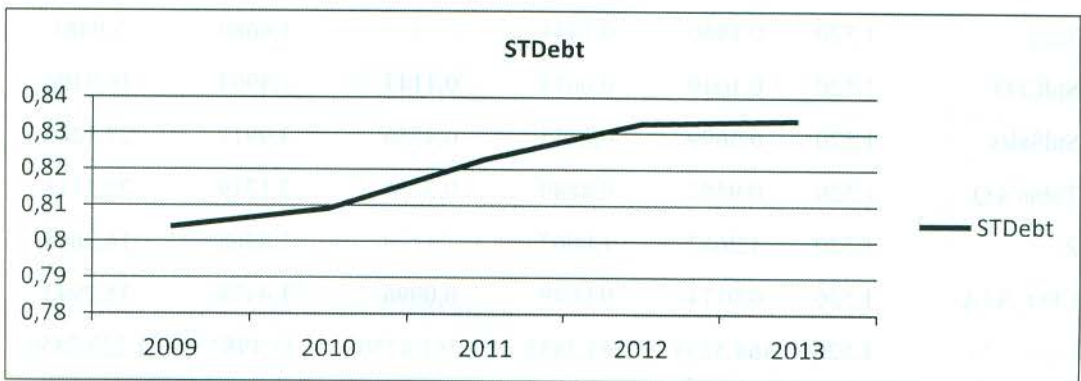
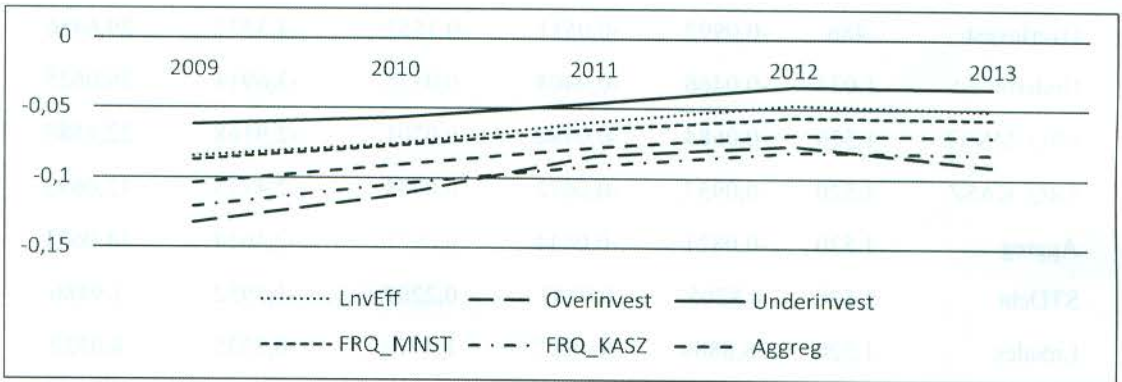
$$\begin{aligned} STDebt_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 Z_{i,t} + \beta_3 Z^2_{i,t} + \beta_4 Tobin's Q_{i,t} + \beta_5 AM_{i,t} + \beta_6 LnSize_{i,t} \\ & + \beta_7 LnAge_{i,t} + \beta_8 Tax + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} StdSales_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

Với  $Z$  là sức mạnh tài chính; Tobin's  $Q$  đại diện cho cơ hội tăng trưởng;  $AM$  là kì hạn của tài sản;  $LnSize$  là quy mô của công ty;  $LnAge$  là logarit tự nhiên số năm thành lập của công ty;  $Tax$  là mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp;  $Lev$  là mức độ nợ; và  $StdSales$  là độ lệch chuẩn của doanh thu năm  $t-2$  đến năm  $t$ .

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Phân tích thống kê mô tả các biến

Sau cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2007–2008 và những hệ lụy đã khiến cho bức tranh kinh tế thế giới lần lượt rơi vào suy thoái. Tốc độ tăng trưởng cũng như phát triển của VN đã có một sự sụt giảm đáng kể trong giai đoạn này và tác động trực tiếp đến tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp VN.



**Hình 1.** Xu hướng các chỉ tiêu quan trọng trong giai đoạn 2009–2013

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

Hình 1 thể hiện xu hướng FRQ (được đo lường theo ba phương pháp ở bước 2) tăng đều qua các năm từ 2009–2012 và giảm nhẹ vào năm 2013; hàm ý các doanh nghiệp càng ngày càng chú trọng nâng cao FRQ, từ đó tạo được lòng tin cho các chủ nợ nhất là trong giai đoạn hậu khủng hoảng. Trong giai đoạn này, các doanh nghiệp sử dụng nợ ngắn hạn trong tổng nợ ngày càng tăng, chứng tỏ các doanh nghiệp phải đi vay thường xuyên hơn để có thể đáp ứng được nhu cầu đầu tư. Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu làm cho các doanh nghiệp VN thận trọng hơn trong đầu tư.

### Bảng 3

Thông kê mô tả các biến

Biến	N	Mean	Median	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
LnEff	1.520	-0,0634	-0,0418	0,0962	-6,8799	74,0448
Overinvest	486	-0,0992	-0,0511	0,1552	-4,3577	29,6456
Underinvest	1.034	-0,0466	-0,0408	0,0375	-3,6914	39,0625
FRQ_MNST	1.520	-0,0684	-0,0488	0,0701	-2,9168	22,1589
FRQ_KASZ	1.520	-0,0957	-0,0672	0,0978	-2,4773	12,0692
Aggreg	1.520	-0,0821	-0,0644	0,0671	-2,4624	14,0671
STDebt	1.520	0,8205	0,9187	0,2209	-1,3952	3,9486
LnSales	1.520	26,8889	26,9007	1,4970	-0,3335	4,0332
LnAge	1.520	2,2083	2,1972	0,4141	0,0905	4,0651
Tang	1.520	0,1950	0,1444	0,1827	1,6680	5,9481
StdCFO	1.520	0,1049	0,0673	0,1143	2,8904	16,9196
StdSales	1.520	0,3699	0,2415	0,4556	3,9917	27,1285
Tobin's Q	1.520	0,9552	0,8840	0,3734	3,1219	22,1113
Z	1.520	1,2687	1,0067	1,1120	2,8368	16,2696
CFO_ATA	1.520	0,0174	0,0049	0,0996	1,4478	15,7942
Opercycle	1.520	464,5234	161,3885	3.561,8750	33,4982	1.223,7850

Nguồn: Tính toán của tác giả

LnEff trong mẫu có giá trị trung bình là -0,0634. Riêng đối với đầu tư quá mức (Overinvest) có giá trị trung bình là -0,0992 trong khi giá trị trung bình của đầu tư dưới

mức (Underinvest) là -0,053 và khoảng 32% các doanh nghiệp niêm yết VN đang đầu tư quá mức, trong khi phần lớn các doanh nghiệp trong mẫu đang đầu tư dưới mức, phù hợp với Chen & cộng sự (2011). FRQ có giá trị trung bình lần lượt là -0,0684, -0,0957 và -0,0821. Liên quan đến kì hạn nợ, giá trị trung bình là 0,8205 cho thấy các công ty ở VN có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn cao, và trái ngược với nghiên cứu của Barclay & Smith (1995) được thực hiện ở Mỹ.

#### 4.2. Phân tích tương quan các biến

Biến FRQ đo lường theo ba phương pháp và STDebt đều thể hiện có mối tương quan dương đối với hiệu quả đầu tư. Ngược lại, FRQ có mối tương quan âm với STDebt, kết quả này khá phù hợp với các nghiên cứu của García-Teruel (2010) và Gomariz & Ballesta (2014).

**Bảng 4**

Ma trận hệ số tương quan

	<i>LnEff</i>	<i>FRQ_MNST</i>	<i>FRQ_KASZ</i>	<i>Aggreg</i>	<i>STDebt</i>	<i>LnSales</i>	<i>LnAge</i>	<i>Tang</i>	<i>StdCFO</i>	<i>StdSales</i>	<i>Tobin's Q</i>	<i>Z</i>	<i>CFO_ATA</i>	<i>Opercycle</i>	<i>Loss</i>
<i>LnEff</i>	1														
<i>FRQ_MNST</i>	0,151***	1													
<i>FRQ_KASZ</i>	0,163***	0,257***	1												
<i>Aggreg</i>	0,193***	0,710***	0,863***	1											
<i>STDebt</i>	0,235***	-0,078***	-0,003	-0,042*	1										
<i>LnSales</i>	0,026	0,067***	0,023	0,051**	-0,062**	1									
<i>LnAge</i>	0,042*	0,122***	0,109***	0,143***	0,079***	-0,094***	1								
<i>Tang</i>	-0,043*	0,178***	0,175***	0,220***	-0,320***	0,028	0,036	1							
<i>StdCFO</i>	-0,132***	-0,107***	-0,156***	-0,170***	0,039	-0,010	-0,062**	-0,164***	1						
<i>StdSales</i>	-0,063**	-0,170***	-0,081***	-0,148	0,177***	0,261***	-0,0812***	-0,090***	0,137***	1					
<i>Tobin's Q</i>	-0,046*	-0,008	-0,075***	-0,059***	-0,046*	0,277***	-0,188**	-0,044*	0,138***	0,0850***	1				
<i>Z</i>	0,057**	-0,053**	0,009	-0,021	0,320***	0,284***	0,060**	-0,021	0,029	0,6220***	0,043*	1			
<i>CFO_ATA</i>	0,015	-0,090***	-0,090***	-0,113***	0,034	0,0747***	-0,077***	-0,048*	0,112***	0,0991***	0,174***	0,051**	1		
<i>Opercycle</i>	0,034	0,018	0,025	0,028	-0,056**	-0,138***	0,043**	-0,081***	-0,039	-0,0563**	-0,029	-0,100***	-0,017	1	
<i>Loss</i>	0,051**	0,033	0,036	0,044*	-0,001	-0,136***	0,0890**	0,090***	-0,079***	-0,0622**	-0,114***	-0,010***	-0,078***	0,045*	1

Ghi chú: \*\*\*, \*\*, \* đại diện cho các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%

Nguồn: Tính toán của tác giả

### 4.3. Kết quả kiểm định mô hình

#### 4.3.1. Kết quả kiểm định mô hình theo Pooled OLS

Hồi quy mô hình 4 ở bước 4, tác giả phải thực hiện qua 2 bước trung gian để ước lượng biến phụ thuộc  $\text{LnEff}$  và  $\text{FRQ}$  ( $\text{FRQ\_MNST}$ ,  $\text{FRQ\_KASZ}$ ,  $\text{Aggreg}$ ) do dữ liệu không thể thu thập trực tiếp từ các báo cáo tài chính của HOSE và HNX. Do đó, tác giả phải ước lượng theo nhóm ngành và từng năm cho 304 công ty và dữ liệu này nhóm không trình bày, sẽ thể hiện trong kết quả hồi quy (Bảng 5).

**Bảng 5**

Kết quả hồi quy của  $\text{LnEff}$  bằng Pooled OLS

Biến	Kết quả 1	Kết quả 2	Kết quả 3
$\text{FRQ\_MNST}$	0,202***		
$\text{FRQ\_KASZ}$		0,139***	
$\text{Aggreg}$			0,265***
$\text{STDebt}$	0,123***	0,119***	0,119***
$\text{LnSales}$	0,006***	0,006***	0,005***
$\text{LnAge}$	0,003	0,004	0,001
$\text{Tang}$	0,028**	0,028**	0,021*
$\text{StdCFO}$	-0,082***	-0,075***	-0,072***
$\text{StdSales}$	-0,022***	-0,026***	-0,022***
$\text{Tobin's Q}$	-0,004	-0,001	-0,002
$Z$	0,005	0,004	0,004
$\text{CFO\_ATA}$	0,046*	0,045*	0,050*
$\text{Opercycle}$	$1,06 \times 10^{-6}$ ***	$1,03 \times 10^{-6}$ ***	$9,59 \times 10^{-7}$ **
$\text{Loss}$	0,022***	0,023***	0,022***

\*\*\*, \*\*, \* các mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5%, 10%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Các biến  $\text{FRQ}$ ,  $\text{STDebt}$  đều có ý nghĩa thống kê 1% với hiệu quả đầu tư  $\text{LnEff}$ , cụ thể:

- LnvEff có mối tương quan dương với FRQ và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho cả ba kết quả nghiên cứu, nên FRQ cao hơn sẽ làm gia tăng hiệu quả đầu tư, phù hợp với giả thuyết  $H_1$  và phát hiện của Chen & cộng sự (2011), Gomariz & Ballesta (2014). FRQ cao hơn sẽ làm cho các nhà quản lý có trách nhiệm hơn, chẳng hạn như cho phép sự giám sát cao hơn từ các cổ đông, từ đó làm giảm bất cân xứng thông tin cũng như giảm các lựa chọn bất lợi, và rủi ro đạo đức.

- LnvEff có mối tương quan dương với STDebt và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy STDebt góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư, phù hợp với giả thuyết  $H_2$  và Gomariz & Ballesta (2014). Do đó, một kì hạn nợ ngắn hơn sẽ cho phép các chủ nợ giám sát các nhà quản lý tốt hơn bởi vì thời gian đáo hạn ngắn hơn thì việc giám sát sẽ phải xảy ra thường xuyên hơn, giúp các chủ nợ có thể đánh giá tốt tình hình tài chính, hiệu suất đầu tư của doanh nghiệp.

- Phát hiện này cũng khá phù hợp với nghiên cứu Gomariz & Ballesta (2014); theo đó, độ lệch chuẩn của doanh thu có mối tương quan âm với LnvEff. Tang có mối tương quan dương với LnvEff, bổ sung cho lập luận của Chen & cộng sự (2011) nhưng trái ngược với nghiên cứu của Gomariz & Ballesta (2014).

Với các biến kiểm soát, thì các biến LnSales, StdCFO, StdSales và Loss đều có ý nghĩa thống kê 1% và có ảnh hưởng lớn đến hiệu quả đầu tư.

#### 4.3.2. Kiểm định tự tương quan, phương sai thay đổi và đa cộng tuyến

##### 4.3.2.1. Kiểm định tự tương quan

Để kiểm định hiện tượng tự tương quan, tác giả sử dụng phương pháp Wooldridge test. Với giả thuyết là:  $H_0$ : Không có hiện tượng tự tương quan.

### Bảng 6

Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan

Kết quả	1	2	3
F(1,4)	9,739	9,818	9,844
Prob.>F	0,0020	0,0019	0,0019

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Với mức ý nghĩa 5%, (Prob. > F nhỏ hơn 0,05) giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ ở tất cả mô hình. Do đó có hiện tượng tự tương quan xảy ra trong mô hình nghiên cứu.



#### 4.3.2.2. Kiểm định phương sai thay đổi

Tác giả sử dụng kiểm định Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan với giả thuyết là:

$H_0$ : Phương sai của sai số ngẫu nhiên của mô hình không đổi

Nếu  $p\_value > 0,05$ , chấp nhận giả thuyết  $H_0$ , kết luận không có phương sai thay đổi.

#### Bảng 7

Kết quả kiểm định phương sai thay đổi

Kết quả	1	2	3
Chi2 (304)	2.637,19	2.337,97	2.927,36
Prob.>Chi2	0,0000	0,000	0,0000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Với mức ý nghĩa 5%, giả thuyết  $H_0$  đều được bác bỏ, chứng tỏ có hiện tượng phương sai thay đổi xảy ra.

#### 4.3.2.3. Kiểm định đa cộng tuyến

Nghiên cứu sử dụng hệ số kiểm định VIF (Variance Inflation Factor) để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến.

#### Bảng 8

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

Kết quả	1	2	3
VIF	1,72	1,72	1,73
$R^2$	14,59	14,46	15,65
Prob. > F	0,0000	0,0000	0,0000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Hệ số VIF trong cả 3 kết quả nghiên cứu đều nhỏ hơn 10, đồng thời  $R^2$  cũng như Prob. của mô hình thấp, điều này chứng tỏ không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra.

#### 4.4. Mở rộng phân tích: Kiểm tra hiệu ứng tương tác giữa FRQ và STDebt đến LnvEff

Nghiên cứu mở rộng cho mô hình 4, tác giả kiểm tra việc sử dụng nợ ngắn hạn cao hơn sẽ làm tăng hay giảm ảnh hưởng của FRQ đến LnvEff trong mô hình 5. DumSTDebt là biến giả có giá trị 1 nếu kì hạn nợ có giá trị trên mức trung vị (0,9187) và bằng 0 nếu

nó thấp hơn mức trung vị, kiểm định mô hình theo phương pháp Pooled OLS. Do mô hình nghiên cứu có hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan nên tác giả sử dụng Cluster 2 bước của Petersen (2009) để điều chỉnh.

### Bảng 9

Kết quả hồi quy hiệu ứng tương tác giữa FRQ và STDebt đến LnvEff

Biến	Kết quả 1
FRQ	0,468***
STDebt	0,074***
DumSTDebt* FRQ	-0,336***
LnSales	0,006***
LnAge	0,002
Tang	0,016
StdCFO	-0,073***
StdSales	-0,020***
Tobin's Q	-0,001
Z	0,004
CFO_ATA	0,049
Opercycle	$8,33 \times 10^{-7*}$
Loss	0,022***

\*\*\*, \*\*, \* các mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5%, 10%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Kết quả cho thấy cả FRQ và STDebt đều có mối tương quan dương với LnvEff và có ý nghĩa thống kê 1%, nên FRQ cao hơn và việc sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn sẽ góp phần nâng cao LnvEff. Tuy nhiên, ở các công ty có mức độ nợ ngắn hạn thấp hơn so với trung bình là 0,468; trong khi những công ty có nợ ngắn hạn cao hơn, ảnh hưởng của FRQ đến LnvEff sẽ thấp hơn (gồm:  $\beta_1 + \beta_3 = 0,132$ ) nên phù hợp giả thuyết H<sub>3</sub> và Gomariz & Ballesta (2014).

Vậy tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư sẽ mạnh hơn khi công ty có mức độ nợ ngắn hạn thấp hơn so với trung bình. Những phát hiện này bổ sung thêm cho lập luận

FRQ và STDebt đại diện cho cơ chế thay thế trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư: Một công ty có thể làm giảm nhẹ vấn đề đầu tư không hiệu quả bằng cách chuẩn bị thông tin với chất lượng cao hơn hoặc sử dụng kì hạn nợ ngắn hơn.

#### 4.5. Kiểm định nội sinh giữa các biến

Tác giả thực hiện kiểm định mô hình 5 với biến phụ thuộc là LnvEff và biến độc lập STDebt được ước lượng từ mô hình 6, theo phương pháp hồi quy 2SLS và nếu có hiện tượng phương sai thay đổi cũng như tự tương quan xảy ra sẽ sử dụng Cluster 2 bước của Petersen (2009) để khắc phục.

#### Bảng 10

Kết quả hồi quy mô hình 4 bằng phương pháp 2SLS

Biến	Kết quả MH 6- Giai đoạn 1	Kết quả MH 4 - Giai đoạn 2
FRQ	- 1,615*** (-2,67)	0,491*** (4,00)
STDebt		0,109*** (3,00)
DumSTDebt* FRQ		-0,452*** (-4,39)
LnSales		0,007*** (4,34)
LnAge	0,018 (0,92)	0,001 (0,06)
Lnsizes	-0,0279*** (-4,29)	
Tang		0,005 (0,57)
StdCFO		-0,088*** (-3,32)
StdSales	0,083 (0,65)	-0,021** (-2,63)

Biến	Kết quả MH 6- Giai đoạn 1	Kết quả MH 4 - Giai đoạn 2
Tobin's Q	0,248 (1,17)	-0,005 (-0,47)
Z	0,135*** (7,24)	0,004 (1,47)
Z <sup>2</sup>	-0,148*** (-4,9)	
AM	-0,025 (-1,27)	
CFO_ATA		0,047* (1,91)
Opercycle		1,10x10 <sup>-6</sup> *** (2,15)
Loss		0,029*** (3,81)
tax	-0,22 (-0,89)	
Lev	-0,244*** (-6,33)	

\*\*\*, \*\*, \* các mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5%, 10%

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Kết quả hồi quy ở giai đoạn 1, FRQ có mối tương quan âm với STDebt là -1,615 và có ý nghĩa thống kê là 1% hàm ý FRQ cao hơn sẽ làm giảm việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn

Kết quả hồi quy ở giai đoạn 2, tác động FRQ ở các công ty có mức độ nợ ngắn hạn thấp hơn so với trung bình là 0,491. FRQ cao hơn sẽ làm giảm việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn, phù hợp với giả thuyết H3. Sau khi điều chỉnh các vấn đề nội sinh giữa STDebt và FRQ, những phát hiện của nghiên cứu đều không bị ảnh hưởng và phù hợp với nghiên cứu của Gomariz & Ballesta (2014). Kết quả cho rằng FRQ cao và sử dụng

nợ ngắn hạn lớn sẽ làm tăng LnvEff và ảnh hưởng của FRQ đến LnvEff cao trong các công ty có mức độ nợ ngắn hạn thấp hơn.

#### 4.6. Kết quả hồi quy theo FGLS

Kết quả hồi quy ở Bảng 5 xây ra hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Do đó, tác giả thay thế hồi quy Pooled OLS bằng phương pháp FGLS.

**Bảng 11**

Kết quả sau hồi quy bằng phương pháp FGLS

Biến	Kết quả
FRQ	0,037*** (9,26)
STDebt	0,033*** (6,62)
LnSales	0,005*** (9,42)
LnAge	0,007 (4,03)
Tang	0,001 (0,07)
StdCFO	-0,023*** (-3,39)
StdSales	-0,012*** (-6,76)
Tobin's Q	-0,009 (-3,96)
Z	0,001* (1,71)
CFO_ATA	0,031* (6,93)
Opercycle	$4,28 \times 10^{-7} **$

Biến	Kết quả
	(2,77)
Loss	0,005*** (2,96)

\*\*\*, \*\*, \* các mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5%, 10%

*Nguồn:* Tính toán của nhóm tác giả

Kết quả hồi quy giai đoạn này tương tự như trong các kết quả Bảng 10 và phù hợp với Gomariz & Ballesta (2014).

## 5. Kết luận và gợi ý chính sách từ kết quả nghiên cứu

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu cho thấy chất lượng báo cáo tài chính và kì hạn nợ có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư ở các công ty niêm yết VN giai đoạn 2009–2013. Nghiên cứu phát hiện FRQ và kì hạn nợ có mối tương quan dương và ý nghĩa thống kê 1% với hiệu quả đầu tư, phù hợp với phát hiện của Gomariz & Ballesta (2014). Theo đó, FRQ tốt hơn và sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn (kì hạn nợ ngắn hơn) sẽ làm gia tăng hiệu quả đầu tư. Ngoài ra, tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư sẽ mạnh hơn khi công ty có mức độ nợ ngắn hạn thấp hơn. Do đó, việc ban hành VSA 240 của hệ thống chuẩn mực kiểm toán mới của VN rất có ý nghĩa nhằm xác định trách nhiệm và vai trò của kiểm toán viên, góp phần nâng cao FRQ để tăng hiệu quả đầu tư của các công ty niêm yết trong giai đoạn tái cấu trúc doanh nghiệp VN.

Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn còn có một số hạn chế. Thứ nhất, như các nghiên cứu khác về FRQ và hiệu quả đầu tư, các đại diện của FRQ mắc phải sai số đo lường, nên không thể đại diện cho kì hạn nợ như trong các nghiên cứu với dữ liệu ở Mỹ. Thứ hai, vai trò của kì hạn nợ và FRQ có thể thay đổi tùy theo điều kiện thể chế, như mức độ quyền lợi của chủ nợ và vấn đề cưỡng chế, nên kết quả nghiên cứu này không thể tổng quát cho các bối cảnh khác.

### 5.2. Gợi ý chính sách từ kết quả nghiên cứu

Nghiên cứu cho thấy FRQ và kì hạn nợ ngắn có quan hệ thay thế trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư. Điều này cho thấy ở các công ty có FRQ thấp, kì hạn nợ là nhân tố chính để các chủ nợ sử dụng trong việc kiểm soát hành vi của nhà quản trị. Sau giai đoạn khủng

hoảng tài chính thế giới năm 2008, tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp VN đã giảm đáng kể và những khó khăn nội tại của nền kinh tế trong nước do các chính sách kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô đã khiến việc tiếp cận các nguồn vốn trở nên khó khăn hơn đối với doanh nghiệp. Vay nợ của các doanh nghiệp chủ yếu là nợ ngắn hạn tài trợ hoạt động đầu tư, sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động và hiệu quả đầu tư. Do đó, kết quả nghiên cứu dẫn đến các vấn đề cần xem xét là:

- Tác động kinh tế lên quyết định đầu tư chịu sự chi phối từ quyền sở hữu nên việc quản trị doanh nghiệp thiếu chặt chẽ, sai quy định, không thực hiện đầy đủ quyền quản lí, giám sát với vai trò là người đại diện (NĐD). Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 21/2014/TT-BTC hướng dẫn về chế độ hoạt động của người đại diện, ngày 14/02/2014. Do đó, các DN cần triển khai hướng dẫn và quán triệt thực hiện cơ chế giám sát thông qua người đại diện tại các doanh nghiệp sẽ góp phần siết chặt quản lí tài chính, hạn chế vi phạm, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, vai trò của FRQ nhằm tăng giá trị thị trường và bảo vệ nhà đầu tư.

Về khách quan, để nâng cao FRQ các kiểm toán viên cần phát hiện sớm sự biến động bất thường các tỉ số tài chính từ các báo cáo tài chính. Đây là dấu hiệu cho thấy sự bất ổn về tài chính, phản ánh chính xác hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay có dấu hiệu gian lận xảy ra. Do đó, yêu cầu các kiểm toán viên đánh giá đúng rủi ro sai sót trọng yếu của báo cáo tài chính.

- Vai trò của kì hạn nợ không quan trọng bằng quyền sở hữu vốn nên việc nghiên cứu kì hạn nợ tác động trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư chưa được các doanh nghiệp VN quan tâm nhiều. Do đó, doanh nghiệp cần sử dụng nguồn vốn hợp lí cho các dự án đầu tư, cần xem xét kì hạn nợ khi sử dụng tài trợ nợ, nâng cao việc giám sát hiệu quả của nhà quản trị tài chính ■

---

### Tài liệu tham khảo

- Aivazian, V. A., Ying G. E., & Jiaping, Q. (2005b). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11, 277-291.
- Akerlof, George, A. (1970). The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* (The MIT Press), 84(3), 488-500.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 50, 609-631.
- Biddle, G., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81, 963-982.

- Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investments efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333.
- Chen, F., Hope, O., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86, 1255-1288.
- Childs, P. D., Mauer, D. C., & Ott, S. H. (2005). Interactions of corporate financing and investment decisions: the effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics*, 76, 667-690.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (2000). Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales. *Quarterly Journal of Economics*, 125, 695-705.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2010). Accruals quality and debt maturity structure. *Abacus*, 46, 188-210.
- Gormariz, F. C. G., & Ballesta J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Financial*, 40, 494-506.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1986). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In Barney, J. B., & Outchi, W. G. (Eds), *Organizational Economics* (pp 214-275), San Francisco, CA Jossey-BBass.
- Kaszniak, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
- McNichols, M., & Stubben, S. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(1984), 187-221.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22, 435-480.