

TÁC ĐỘNG CỦA CHẤT LƯỢNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ KỲ HẠN NỢ ĐẾN HIỆU QUẢ ĐẦU TƯ: NGHIÊN CỨU TẠI DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

THE IMPACT OF FINANCIAL REPORTING QUALITY AND DEBT MATURITY ON INVESTMENT EFFICIENCY: THE CASE STUDY IN VIET NAM

Ngày nhận bài: 04/4/2019 Ngày chấp nhận đăng: 12/6/2019 Ngày đăng: 05/10/2019

Nguyễn Thị Loan, Lê Thị Tuyết Hoa¹

Nguyễn Việt Hồng Anh²

Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu về tác động của chất lượng báo cáo tài chính (BCTC) và kỳ hạn nợ mà đại diện là nợ ngắn hạn đối với hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp (DN) Việt Nam. Nhóm tác giả nghiên cứu tác động này trong tình trạng DN đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức trên mẫu nghiên cứu của 105 DN phi tài chính, được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HNX và HOSE tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2017. Vì BCTC là một công cụ hữu ích giúp cho việc đánh giá tình hình tài chính của DN, so sánh DN với các đối thủ cạnh tranh khác nên việc phân tích đánh giá chất lượng BCTC khá quan trọng trong các quyết định đầu tư của nhà quản trị. Kết quả nghiên cứu cho thấy khi chất lượng BCTC tăng và sử dụng nhiều nợ ngắn hạn sẽ giúp DN nâng cao hiệu quả đầu tư, cải thiện vấn đề đầu tư quá mức và tình trạng đầu tư dưới mức tại Việt Nam. Bên cạnh đó, bài viết cũng nghiên cứu mối quan hệ của chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư của DN ở các mức kỳ hạn nợ khác nhau.

Từ khóa: Chất lượng báo cáo tài chính, hiệu quả đầu tư, kỳ hạn nợ.

Abstract

This article studies about the impact of the quality of financial reporting (FRQ) and debt maturity, represented by short-term debt to investment efficiency of Vietnamese enterprises. The authors study this effect in the state of over-investment and under-investment on a sample of 105 non-financial corporations, listed on the HNX and HOSE in Vietnam in the period from 2009 to 2017. Since the financial statement is a useful tool for assessing the financial situation of enterprises in comparison with other competitors, the analysis of the quality of financial statements is quite important in investment decision of the managers. The results show that when the quality of financial reports increase and use more short-term debt, it will help enterprises improve their investment efficiency, enhance the investment problem and the investment situation below the capacity in Vietnam. In addition, the article also examines the relationship between the quality of financial reporting and investment efficiency of enterprises at various debt maturities.

Key words: the quality of financial reporting, investment efficiency, debt maturity.

¹ Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM

² Chi Cục thuế Bình Thạnh TP.HCM

1. Đặt vấn đề

Hoạt động đầu tư là một trong những hoạt động được quan tâm của DN. Các DN luôn tiến hành các hoạt động đầu tư nhằm gia tăng lợi nhuận và có cơ hội tăng trưởng phát triển trong nền kinh tế. Tuy nhiên, việc đầu tư không phải lúc nào cũng mang đến hiệu quả và lợi ích cho DN nếu như việc hoạch định và quản trị hoạt động này không được thực hiện một cách chặt chẽ và khoa học. Tại Việt Nam, các DN còn khó khăn trong việc nắm bắt kịp thời những cơ hội đầu tư khi có sự phát sinh nhu cầu về vốn. Theo Báo cáo của Cục Quản lý đăng ký kinh doanh – Bộ Kế hoạch và đầu tư (2016), có trên 60.000 doanh nghiệp Việt Nam tạm ngừng hoạt động có thời hạn, không thời hạn và chờ giải thể, tỷ lệ tăng 32% so với năm 2015; hơn nữa, hệ số hiệu quả sử dụng vốn (ICOR) của Việt Nam dao động ở mức cao hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực và thế giới. Do vậy, việc nghiên cứu về hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam là cần thiết. Theo Gomariz và Ballesta (2013), một nguồn cung cấp vốn hấp dẫn mà các DN trong nước thường sử dụng nhằm đáp ứng nhu cầu về thời gian quay vòng vốn nhanh đó là nợ ngắn hạn. Bên cạnh đó, thông tin BCTC là một công cụ rất hữu ích để đánh giá tình hình tài chính của một công ty so với các DN khác, làm cơ sở đưa ra quyết định đầu tư phù hợp.

Trong lịch sử nghiên cứu trước đây, khá nhiều công trình đã quan tâm tìm hiểu về những ảnh hưởng của chất lượng BCTC đối với hiệu quả đầu tư như Bushman và Smith (2001); Healy và Palepu (2001). Bên cạnh đó, nghiên cứu của Flannery (1986); Ortiz-Molina và Penas (2008) đã khẳng định mối quan hệ giữa kỳ hạn nợ ngắn hạn và hiệu quả đầu tư của DN. Biddle (2009) và Chen (2011) cho rằng chất lượng BCTC tốt hơn giúp nhà quản lý nâng cao hiệu quả đầu tư từ việc xác

định các cơ hội đầu tư. Riêng nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2013) đã đo lường được hiệu quả đầu tư và chất lượng BCTC. Đồng thời, nghiên cứu này đã sử dụng mô hình xác định hiệu quả đầu tư dựa trên kết quả của Biddle (2009) và khẳng định mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và nợ có kỳ hạn thấp đối với hiệu quả đầu tư. Do vậy, kế thừa các định hướng nghiên cứu trước đây nhằm đánh giá ảnh hưởng của chất lượng BCTC và việc sử dụng nợ, đặc biệt là nợ ngắn hạn tác động đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp trong một nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, bài viết dựa trên mô hình nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2013) để đo lường yếu tố hiệu quả đầu tư và chất lượng BCTC. Đặc biệt, nhóm tác giả thực hiện phân tích hai trường hợp: đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức.

Kết quả của nghiên cứu sẽ đóng góp vào việc cung cấp thông tin cho nhà quản trị doanh nghiệp trong các trường hợp đầu tư. Đồng thời, nghiên cứu cũng đánh giá được chất lượng BCTC và việc sử dụng nợ có tác động như thế nào đến hiệu quả đầu tư nhằm điều chỉnh các quyết định đầu tư cho phù hợp trong những tình huống đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Bài viết được trình bày thành 5 phần sau: Phần 1 Đặt vấn đề; Phần 2 nghiên cứu về cơ sở lý thuyết, tổng quan các nghiên cứu trước đây và xây dựng giả thuyết nghiên cứu; Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu, kết quả nghiên cứu sẽ được trình bày ở Phần 4. Cuối cùng, dựa vào kết quả ở Phần 4, Phần 5 sẽ đưa ra kết luận về nội dung nghiên cứu của bài viết.

2. Cơ sở lý thuyết và xây dựng giả thuyết nghiên cứu

2.1. Lý thuyết về hiệu quả đầu tư

DN đầu tư ở các lĩnh vực khác nhau như là một trong những giải pháp quan trọng để

phòng ngừa suy thoái và những biến động xấu trong quá trình kinh doanh. Khi đó, những hạn chế về các nguồn lực để phát triển đầu tư, tăng đầu tư hiệu quả là rất quan trọng (Saghafi và Motamedi Fazel, 2012). Theo Luật đầu tư của Việt Nam số 67/2014/QH131 ngày 26/11/2014, đầu tư được định nghĩa là việc nhà đầu tư bỏ vốn thông qua các loại tài sản hữu hình hoặc vô hình để hình thành tài sản nhằm tiến hành các hoạt động đầu tư. Luật đầu tư còn đưa ra định nghĩa về hoạt động đầu tư để phân biệt với thuật ngữ đầu tư. Theo đó, hoạt động đầu tư được hiểu là hoạt động của nhà đầu tư trong quá trình đầu tư bao gồm các khâu chuẩn bị đầu tư, thực hiện và quản lý dự án đầu tư.

Hiệu quả đầu tư thể hiện qua sự nhận định và tài trợ những dự án hoàn thành với giá trị thuần hiện tại (NPV) được xác định là tích cực. Đầu tư không hiệu quả nghĩa là bỏ qua các cơ hội đầu tư (đầu tư ít hơn so với khả năng) hoặc lựa chọn những dự án với giá trị thuần được nhận định là tiêu cực (đầu tư quá mức) (García Lara và cộng sự, 2010). Theo Myers và Majluf (1984), thị trường đầu tư hiệu quả không tách rời những quyết định về tài trợ.

Theo nghiên cứu của Yoshikawa (1980); Hayashi (1982); và Abel (1983), lý thuyết tân cổ điển cho rằng những công ty sẽ đầu tư cho đến khi lợi nhuận biên bằng chi phí biên của dự án đầu tư để tối đa hóa lợi nhuận. Bên cạnh đó, Gordon (1992) và Crotty (1992) cho rằng trong khung lý thuyết của Keynesian thì việc đầu tư sẽ được quyết định bởi sự ưa thích tăng trưởng hơn hay thích an toàn về tài chính hơn. Khi sự bất cân xứng thông tin xuất hiện, các công ty có thể đi lệch hướng đầu tư so với kỳ vọng của mình và rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức hoặc đầu tư quá mức (Myers, 1977). Một số giả thuyết đi ngược lại với nhận định rằng, trong thị trường cạnh tranh hoàn hảo, tất cả những dự án có NPV dương nên được tài trợ và thực hiện vì sự bất cân xứng thông tin sẽ dẫn đến những sai

lầm trong quyết định đầu tư như thực hiện đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức (Hubbard, 1998; Bertrand và Mullainathan, 2003). Khung lý thuyết về vai trò của thông tin bất cân xứng đối với hiệu quả đầu tư như sự khác biệt về lợi ích giữa các cổ đông và thiếu sót trong điều hành của nhà quản trị có thể dẫn đến việc cố gắng tối đa hóa lợi ích cá nhân bằng những dự án đầu tư không phù hợp – đầu tư quá mức (Jensen và Meckling, 1976; Hope and Thomas, 2008). Trong trường hợp để tránh xảy ra tình trạng sẽ đầu tư quá mức do có thông tin tốt hơn, nhà cung cấp vốn có thể hạn chế nguồn vốn đầu tư hoặc tăng chi phí sử dụng vốn, dẫn đến việc từ chối tham gia một số dự án mang lợi nhuận cao vì áp lực tài chính. Đó là tình trạng đầu tư dưới mức (Stiglitz và Weiss, 1981; Lambert và cộng sự, 2007; Biddle và cộng sự, 2009).

2.2. Mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư

Theo Bushman và Smith (2001); McNichols và Stubben (2008), nếu chất lượng BCTC cao sẽ tạo điều kiện cho nhà quản trị tính toán một cách hiệu quả hơn về những quyết định đầu tư, giảm bất cân xứng thông tin. Điều này có thể làm giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức bằng cách giúp các nhà quản trị nhận định đúng đắn về những dự án tốt hơn và cung cấp những thông tin kế toán hữu ích cho các quyết định nội bộ.

Nghiên cứu của Biddle và Hilary (2006) cũng cho rằng chất lượng BCTC giúp tăng cường hiệu quả đầu tư bằng cách giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư. Mối quan hệ trên càng tăng lên khi tài chính được cung cấp chủ yếu thông qua các kênh giao dịch độc lập (như thị trường chứng khoán). McNichols và Stubben (2008) đã lập luận rằng chất lượng BCTC giải tỏa sự nhay cảm của dòng tiền đầu tư và điều này dẫn đến đầu tư quá mức bởi sự xuyên tạc thông tin của nó. Sau đó,

Biddle và cộng sự (2009) đã tiến hành nghiên cứu trên các công ty niêm yết và kết luận rằng chất lượng BCTC càng cao càng giúp các công ty đầu tư dưới mức thực hiện đầu tư nhiều hơn và những doanh nghiệp đầu tư quá mức sẽ hạn chế mức độ đầu tư của mình.

Nghiên cứu của Leuz và cộng sự (2003) xem xét các khác biệt trong việc quản lý thu nhập của 8.000 DN trên 31 quốc gia. Các tác giả đã tìm ra mối quan hệ giữa quản trị DN và chất lượng BCTC. Chen và cộng sự (2011) chọn các DN tư nhân trên thị trường mới nổi để nghiên cứu mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư trong hai trường hợp là đầu tư dưới mức, đầu tư quá mức. Nghiên cứu này đã kết luận rằng mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư gia tăng khi các khoản tín dụng ngân hàng tăng và giảm khi các khoản thu nhập chịu thuế giảm. Kế thừa các kết quả nghiên cứu trước đây, bài viết nghiên cứu và kiểm định mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp tại Việt Nam. Giả thuyết được đặt ra như sau:

H1: Các công ty có chất lượng BCTC tốt sẽ có hiệu quả đầu tư cao.

Đồng thời, bài viết cũng kiểm định mối quan hệ giữa chất lượng BCTC với hiệu quả đầu tư trong trường hợp đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức.

H1a: Những doanh nghiệp có chất lượng BCTC tốt sẽ làm giảm thiểu vấn đề đầu tư quá mức.

H1b: Những doanh nghiệp có chất lượng BCTC tốt sẽ làm giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức.

2.3. Mối quan hệ giữa kỳ hạn nợ và hiệu quả đầu tư

Bên cạnh các nghiên cứu về ảnh hưởng của chất lượng BCTC, nhiều tác giả cũng tìm hiểu

những tác động của kỳ hạn nợ đến hiệu quả đầu tư của DN. Myers (1977) và Jensen (1986) khẳng định vai trò của nợ trong việc giảm thiểu sự áp đặt cũng như điều chỉnh những quyết định đầu tư của nhà quản trị. D’Mello và Miranda (2010) đã đưa ra bằng chứng cho rằng nợ làm giảm tình trạng đầu tư quá mức. Trong tình trạng bất cân xứng thông tin, theo quan điểm của người đi vay thì những công ty với các dự án tốt sẽ thích kỳ hạn nợ ngắn hơn để giảm thiểu những vấn đề do bất cân xứng thông tin gây nên (Flannery, 1986). Mặt khác, Diamond (1991) và Rajan (1992) cho rằng khi xuất hiện vấn đề bất cân xứng thông tin thì việc sử dụng nợ ngắn hạn là phù hợp hơn nợ dài hạn để quản trị công ty nếu xét theo quan điểm của người cho vay.

Theo Myers (1977), các DN có thể đầu tư dự án có giá trị hiện tại thuần dương với các khoản nợ ngắn hạn và giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức vì khoản nợ có tính thanh khoản cao đồng thời lợi nhuận sẽ mang về cho công ty. Bên cạnh đó, nhiều học giả cho rằng các chủ nợ có thể quản lý con nợ của mình một cách linh động trong trường hợp vay ngắn hạn và giảm thiểu những mâu thuẫn có thể xảy ra phát sinh từ các cơ hội đầu tư giữa người đi vay và người cho vay (Guedes và Opler, 1996; Parrino và Weisbach, 1999; Lai, 2011)

Bài nghiên cứu của Diamond (1991) cho rằng kỳ hạn nợ ngắn sẽ cho phép DN quản trị hiệu quả hơn vì các khoản nợ vay ngắn hạn sẽ tạo ra sự đàm phán thường xuyên hơn, người cho vay và người đi vay sẽ có mối quan hệ khăng khít hơn và có thể thay đổi các quy định về những ràng buộc trong hợp đồng vay tạo ra sự linh động trong quá trình tài trợ (Ortiz-Molina và Penas, 2008). Childs và cộng sự (2005) cũng dự đoán rằng DN càng có nhiều cơ hội để tối đa hóa hiệu quả đầu tư, giảm thiểu vấn đề đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức khi sử dụng càng nhiều các khoản nợ ngắn hạn. Vì

vậy, việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn được kỳ vọng làm giảm sự xuyên tạc thông tin và gây ra những lựa chọn bất lợi.

Nghiên cứu của Chen và cộng sự (2011) cũng kỳ vọng rằng, khi nguồn tài trợ càng linh động với các khoản nợ kỳ hạn ngắn càng giúp cho việc điều chỉnh các khoản đầu tư dưới mức. Kế thừa các nghiên cứu trước, bài viết kỳ vọng sự tăng lên của việc sử dụng nợ ngắn hạn là chìa khóa điều chỉnh hiệu quả đầu tư. Giả thuyết được đặt ra như sau:

H2: Những doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ ngắn hạn sẽ có hiệu quả đầu tư cao.

H2a: Những doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ ngắn hạn sẽ làm giảm vấn đề đầu tư quá mức.

H2b: Những doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ ngắn hạn sẽ làm giảm vấn đề đầu tư dưới mức.

2.4. Ảnh hưởng của chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư trong điều kiện các mức kỳ hạn nợ khác nhau

Bên cạnh việc nghiên cứu ảnh hưởng của chất lượng BCTC và kỳ hạn nợ đến hiệu quả đầu tư một cách riêng biệt, một số tác giả trước đây đã nghiên cứu liệu ảnh hưởng của chất lượng BCTC lên hiệu quả đầu tư tăng hay giảm ở các mức kỳ hạn nợ khác nhau. Ortiz-Molina và Penas (2008) đã kiểm tra mức kỳ hạn nợ khác nhau sẽ gây ra những ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư. Nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2013) đã lập luận rằng ảnh hưởng của chất lượng BCTC lên quyết định đầu tư có thể bị giảm bởi sự xuất hiện của nợ ngắn hạn trong trường hợp người cho vay ngắn hạn có thể sử dụng vai trò của họ tác động đến nhà quản trị làm giảm vấn đề đầu tư quá mức. Đồng thời, kỳ hạn nợ ngắn này có thể mang đến lợi ích cho những nhà quản trị thực hiện các dự án đầu tư khả thi ngay trong trường hợp đầu tư dưới mức.

Theo Gomariz và Ballesta (2013), ảnh hưởng của chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư có thể thấp hơn ở những doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ kỳ hạn ngắn và các thông tin đại chúng thông qua chất lượng BCTC cũng như mối quan hệ mật thiết với hiệu quả đầu tư được tạo ra bằng các thông tin nội bộ được cung cấp bởi kỳ hạn nợ ngắn có thể thay thế cho nhau. Ngược lại, ảnh hưởng của chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư có thể cao hơn đối với những công ty sử dụng kỳ hạn nợ ngắn nhiều nếu như những tác động lợi ích từ thông tin đại chúng và thông tin nội bộ lên hiệu quả đầu tư có thể bổ sung cho nhau. Do đó, ảnh hưởng của chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư sẽ tăng hoặc giảm trong các trường hợp với kỳ hạn nợ khác nhau. Vì vậy, giả thuyết thứ 3 của bài viết liên quan đến mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư phụ thuộc vào các mức kỳ hạn nợ khác nhau.

H3: Các mức kỳ hạn nợ khác nhau có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư.

3. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Bài viết sử dụng mô hình hồi quy dựa trên nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2013) để làm rõ mối quan hệ giữa BCTC và kỳ hạn nợ với hiệu quả đầu tư của các công ty, cụ thể như sau:

$$INVEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 STDebt_{i,t} + \beta_{Control} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

$INVEFF_{i,t}$: Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp i trong năm t .

$FRQ_{i,t}$: Chất lượng báo cáo tài chính doanh nghiệp i năm t .

$STDebt_{i,t}$: Tỷ lệ nợ ngắn hạn của doanh nghiệp i năm t .

Control: Các biến kiểm soát bao gồm: $\text{LnSales}_{i,t}$, $\text{LnAge}_{i,t}$, $\text{Tang}_{i,t}$, $\text{StdCFO}_{i,t}$, $\text{StdSales}_{i,t}$, $\text{QTobin}_{i,t}$, $\text{Z}_{i,t}$, $\text{Loss}_{i,t}$, $\text{CFO_ATA}_{i,t}$, $\text{Opercycle}_{i,t}$

Sau khi ước lượng mô hình (1), bài viết tiếp tục nghiên cứu ảnh hưởng của FRQ đối với hiệu quả đầu tư ở các mức kỳ hạn nợ khác nhau, kiểm tra việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn sẽ làm tăng hay giảm ảnh hưởng của chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp. Bài viết sẽ sử dụng biến giả DumSTDebt đưa vào mô hình (1) và được mô hình nghiên cứu (2) như sau:

$$\text{INVEFF}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \text{STDebt}_{i,t} + \beta_3 \text{FRQ}_{i,t} * \text{DumSTDebt}_{i,t} + \beta_4 \text{Control} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

$\text{DumSTDebt}_{i,t} = 1$ khi $\text{STDebt}_{i,t}$ lớn hơn hoặc bằng giá trị trung vị của $\text{STDebt}_{i,t}$

$\text{DumSTDebt}_{i,t} = 0$ khi $\text{STDebt}_{i,t}$ nhỏ hơn giá trị trung vị của $\text{STDebt}_{i,t}$

$\text{FRQ}_{i,t}$ sử dụng FRQ_TB , các biến còn lại giống mô hình (1).

3.2. Giải thích các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến phụ thuộc (INVEFF)

Biddle và cộng sự (2009) đã sử dụng mô hình ước lượng đầu tư cho cơ hội phát triển. Cụ thể, nghiên cứu cho rằng đầu tư hiệu quả sẽ tồn tại nếu không có sai lệch so với mức đầu tư dự kiến. Đối với doanh nghiệp đầu tư trên mức tối ưu (sai số dương so với đầu tư dự kiến) là đầu tư quá mức, ngược lại doanh nghiệp không thực hiện tất cả các dự án có lợi nhuận (sai số âm so với đầu tư dự kiến) là đầu tư dưới mức. Theo nghiên cứu của Biddle và cộng sự (2009); Gomariz và Ballesta (2013), mức đầu tư trong năm t dựa vào cơ hội tăng trưởng từ doanh số bán hàng. Độ lệch từ mô hình sẽ phản ánh sai số của mô hình và đại diện cho sự kém hiệu quả đầu tư:

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SalesGrowth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

$$\text{Investment}_{i,t} = \frac{(\text{TSCĐ hữu hình ròng}_{i,t} + \text{TSCĐ vô hình ròng}_{i,t}) - (\text{TSCĐ hữu hình ròng}_{i,t-1} + \text{TSCĐ vô hình ròng}_{i,t-1})}{\text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}$$

$$\text{SalesGrowth}_{i,t-1} = \frac{\text{Doanh thu}_{i,t-1} - \text{Doanh thu}_{i,t-2}}{\text{Doanh thu}_{i,t-2}}$$

Mô hình (3) được ước lượng theo từng năm và từng doanh nghiệp. Phần dư phản ánh sai lệch so với mức đầu tư dự kiến và sử dụng làm biến INVEFF. Biến phụ thuộc là giá trị tuyệt đối của phần dư từ mô hình (3) nhân với -1.

$$\text{INVEFF}_{i,t} = -|\widehat{\varepsilon}_{i,t}|$$

Đầu tư quá mức khi $\widehat{\varepsilon}_{i,t} > 0$ và đầu tư dưới mức khi $\widehat{\varepsilon}_{i,t} < 0$

3.2.2. Biến độc lập

3.2.2.1. Biến chất lượng báo cáo tài chính

Để đo lường chất lượng báo cáo tài chính, bài viết sử dụng 4 chỉ tiêu khác nhau dựa trên các thông tin kế toán và kế thừa từ những nghiên cứu trước đây. Các biến đại diện cho chất lượng báo cáo tài chính gồm: FRQ_MNST , FRQ_KASZ , FRQ_DD và FRQ_TB .

Cách thức đo lường đầu tiên dựa trên mô hình của McNichols và Stubben (2008), nghiên cứu đã xem thu nhập khả dụng thực tế là đại diện cho quản lý thu nhập:

$$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó:

$$\Delta AR_{i,t} = \frac{\text{Khoản phải thu}_{i,t} - \text{Khoản phải thu}_{i,t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}$$

$$\Delta Sales_{i,t} = \frac{\text{Doanh thu}_{i,t} - \text{Doanh thu}_{i,t-1}}{\text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}$$

Mô hình (4) ước lượng cho các doanh nghiệp theo từng năm và từng ngành. Biến FRQ_MNST là phần dư từ mô hình (4). Giá trị của FRQ_MNST là giá trị tuyệt đối của phần dư nhân với -1: $FRQ_MNST_{i,t} = -|\widehat{\varepsilon}_{i,t}|$

Cách thức đo lường thứ hai cho chất lượng BCTC dựa trên mô hình của Kasznik (1999) và Jones (1991):

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Trong đó, $CFO_{i,t}$ là dòng tiền thuần từ hoạt động của doanh nghiệp i trong năm t. Mô hình (5) cũng ước tính cho các doanh nghiệp theo từng năm và từng ngành.

Tương tự như FRQ_MNST, biến FRQ_KASZ được ước lượng bằng phần dư từ mô hình (5). Giá trị FRQ_KASZ là giá trị tuyệt đối của phần dư nhân với -1: $FRQ_KASZ_{i,t} = -|\widehat{\varepsilon}_{i,t}|$

Cách đo lường thứ 3 dựa trên mô hình nghiên cứu của Dechow và Dichev (2002):

$$WCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Trong đó, $WCA_{i,t}$ là vốn lưu động tích lũy, được tính toán bởi sự thay đổi trong tài sản lưu động không thanh khoản trừ đi sự chênh lệch

trong nghĩa vụ nợ ngắn hạn, cộng với chênh lệch của nợ vay ngân hàng ngắn hạn được đo lường ở năm t và năm t-1.

$CFO_{i,t-1}$; $CFO_{i,t}$; $CFO_{i,t+1}$: dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp i trong năm t-1, năm t và năm t+1.

Biến FRQ_DD được ước lượng bằng phần dư từ mô hình (6). Giá trị FRQ_DD là giá trị tuyệt đối của phần dư nhân với -1: $FRQ_DD_{i,t} = -|\widehat{\varepsilon}_{i,t}|$

Cuối cùng, cách đo lường thứ tư là bài viết sẽ tính trung bình 3 chỉ tiêu đã được tính toán từ 3 mô hình nói trên để được yếu tố thể hiện chất lượng báo cáo tài chính $FRQ_TB_{i,t}$.

3.2.2.2. Biến kỳ hạn nợ (STDebt)

Bài viết sử dụng nợ ngắn hạn đại diện cho nghiên cứu về kỳ hạn nợ và được đo lường bằng tỷ lệ nợ ngắn hạn (các khoản nợ có kỳ hạn trước 1 năm) trên tổng dư nợ.

3.2.2.3. Các biến kiểm soát

Kế thừa các nghiên cứu của Chen và cộng sự (2011); Gomariz và Ballesta (2013), bài viết sẽ giới thiệu các biến kiểm soát trong mô hình. *Thứ nhất*, Sales là biến thể hiện doanh thu được đo lường bằng logarit tự nhiên của doanh thu. *Thứ hai*, Age là biến thể hiện thời gian doanh nghiệp đã hoạt động trong nền kinh tế, được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của số năm doanh nghiệp hoạt động. *Thứ ba*, biến Tang được đo lường bằng tỷ số của tài sản cố định trên tổng tài sản. *Thứ tư*, StdCFO là độ lệch chuẩn của dòng tiền từ năm t-2 đến năm t và StdSales là độ lệch chuẩn doanh thu từ năm t-2 đến năm t. *Thứ năm*, QTobin là biến thể hiện sự tăng trưởng của doanh nghiệp, được đo lường bằng tỷ lệ giữa tổng giá trị thị trường vốn chủ sở hữu và giá trị nợ trên tổng tài sản. Cuối cùng, để đo lường khả năng thanh toán của công ty, bài

viết sử dụng biến X được xây dựng bởi Altman (1968), cụ thể X tính như sau:

$$X = 0,012 * X_1 + 0,014 * X_2 + 0,033 * X_3 + 0,006 * X_4 + 0,999 * X_5$$

Trong đó: X_1 được đo lường bằng tỷ lệ vốn luân chuyển trên tổng tài sản; X_2 là tỷ lệ giữa lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản; X_3 là tỷ lệ giữa thu nhập trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản; X_4 là tỷ lệ giữa giá trị thị trường vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của tổng nợ; X_5 được

đo lường bằng tỷ lệ giữa doanh thu trên tổng tài sản.

Biến Loss là biến giả trong mô hình có giá trị là 1 nếu thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh là âm, ngược lại thì nhận giá trị bằng 0. Biến CFO_ATA được đo lường bằng tỷ lệ giữa lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản bình quân. Biến Opercycle đo lường vòng quay hoạt động được tính bằng công thức sau:

$$\text{Opercycle} = \frac{\text{Trung bình các khoản phải thu}}{\text{Doanh thu}} * 360 + \frac{\text{Trung bình hàng tồn kho}}{\text{Giá vốn bán hàng}} * 360$$

3.3. Mẫu nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong bài nghiên cứu được thu thập từ BCTC và báo cáo thường niên của 105 DN phi tài chính, được niêm yết trên sàn HNX và HOSE trong khoảng thời gian từ năm 2009-2017. Các dữ liệu thô sẽ được tính toán cũng như xử lý để được các biến cần thiết cho mô hình nghiên cứu.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 1 trình bày kết quả thống kê của các biến trong mô hình nghiên cứu (1) và (2). Biến hiệu quả đầu tư trong mẫu có giá trị trung bình là -0,0826; giá trị lớn nhất là -0,0001712 và giá trị nhỏ nhất là -8,6411. Trong khi đó, đầu tư quá mức có giá trị trung bình là 0,1354 và trường hợp đầu tư dưới mức có giá trị trung bình là -0,06913. Các giá trị này phù hợp với

các nghiên cứu của Chen (2011); Gomariz và Ballesta (2013). Trong mẫu nghiên cứu có 576 DN, tương ứng tỷ lệ 60,95% thuộc nhóm đầu tư dưới mức và các DN còn lại rơi vào nhóm đầu tư quá mức, chiếm tỷ lệ khoảng 39,05%. Kết quả này cho thấy Việt Nam sở hữu đa số các DN ở thị trường mới nổi, gặp hạn chế trong vấn đề huy động vốn cho các dự án có NPV dương dẫn đến hiệu quả đầu tư không cao, phù hợp với nhận định theo nghiên cứu của Chen (2011).

Về các biến đo lường chất lượng BCTC, biến FRQ_MNST có giá trị trung bình là -0,0682 khá tương đồng với nghiên cứu của Chen (2011). Về kỳ hạn nợ, biến STDebt có giá trị trung bình là 0,81212 cho thấy các DN Việt Nam có tỷ lệ nợ ngắn hạn rất cao, do vậy có thể nói nợ ngắn hạn là nguồn tài trợ đóng vai trò quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp. Theo bảng thống kê có thể thấy 88,34% số DN trong mẫu nghiên cứu không chịu sự thua lỗ từ hoạt động kinh doanh.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

VARIABLES	N	Mean	Maximum	Minimum	Std, Dev,
<i>(A) Continuous variables</i>					
Inveff	945	-0,0826	-0,0001712	-8,6411	0,28609
Overinv	369	0,1354	8,7412	0,0001712	0,54764
Underinv	576	-0,06913	-0,00102	-1,3001	0,065944
FRQ_MNST	945	-0,0682	-0,0000619	-0,64109	0,078993
FRQ_KASZ	945	-0,2320	-0,0007273	-21,309	0,45655
FRQ_DD	630	-0,1079	-0,0003178	-1,2428	0,10134
FRQ_TB	630	-0,1307	-0,00604	-0,71467	0,11549
STDebt	945	0,81212	2,85833	0	0,23558
Sales	945	11,319	30,6945	5,2844	4,973979
Age	945	2,87307	3,6621	1,0886	0,4718
Tang	945	0,23210	1,4478	0	0,21517
StdCFO	945	1,52e+10	3,30e+12	56,10622	1,32e+11
StdSales	945	620134,9	2,52e+07	441,4868	1769225
QTobin	945	0,8318	10,5511	0	0,425211
X	945	2,4535	3,1340	1,7576	1,57991
CFO_ATA	945	0,0889	1,576907	-0,2972	0,1357287
Opercycle	945	243,6927	62390,06	-141,2072	2079,554
<i>(B) Dichotomous variables</i>					
	0			1	
Loss	835	88,34%		110	11,64%

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 12.0

Bảng 2 thể hiện mối tương quan giữa các biến trong mô hình. Kết quả cho thấy các biến thể hiện chất lượng báo cáo tài chính, kỳ hạn nợ có mối tương quan và có ý nghĩa thống kê với hiệu quả đầu tư. Kết quả này phù hợp với

nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2013). Bên cạnh đó, mối tương quan giữa các biến độc lập không cao nên vấn đề đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu không quá nghiêm trọng.

Bảng 2. Ma trận tương quan

Chi tiêu	CFO_ATA	FRQ_MNST	FRQ_KASZ	FRQ_DD	FRQ_TB	INVEFF	OVERI	UNDERI	SALES	QTOBIN	LOSS	X	OPERCYCLE	STDSALE	STDCFO	STDEBT	TANG	AGE
CFO_ATA	1																	
FRQ_MNST	0,0349	1																
FRQ_KASZ	-0,219***	0,03219	1															
FRQ_DD	0,0357	0,1586***	0,3385***	1														
FRQ_TB	-0,1211**	0,4223***	0,856***	0,510***	1													
INVEFF	0,0112	0,0445*	0,0638**	0,0012	0,0250	1												
OVERI	-0,0400	-0,1250*	-0,3675***	-0,0408	-0,0426	-1,0000	1											
UNDERI	0,0201	-0,0570	0,0265	-0,0241	-0,0341	1,0000		1										
SALES	-0,0709**	0,0740***	-0,0358*	-0,0036	0,0415	-0,0103	0,0328	0,0534*	1									
QTOBIN	0,4313***	0,0402	-0,5251***	0,0071	0,0062	0,0322	-0,0117	0,0202	0,0069	1								
LOSS	-0,4103***	0,0126	0,0239	0,0217	0,1142	-0,034	-0,0103	-0,1303	0,1612***	-0,0467	1							
X	0,0453	-0,0508	0,0007	-0,0369	-0,0268	0,0947***	0,0215	-0,0120	0,2803***	-0,0051	-0,0943*	1						
OPERCYCLE	-0,0316	-0,0163	0,0123	0,0057	0,0132	0,0016	-0,0190	-0,0011***	-0,0568**	-0,0429*	0,0127	-0,082**	1					
STDSALE	0,0503**	0,0340	0,0131	0,0372	0,0525	0,0117	-0,0148	0,0820**	0,3881***	0,0652**	-0,0081	0,0321	-0,0084	1				
STDCFO	-0,0116	0,0310	-0,0012	0,0627**	0,0408	0,0032	-0,0082	0,0070	0,3117***	0,0152	0,0221	-0,0751**	-0,0074	0,6592***	1			
STDEBT	0,0000	-0,0710***	0,0510**	-0,0364*	-0,0170	0,1301***	-0,2290**	0,0101	-0,2469***	-0,0870**	-0,0038	0,214***	0,0137	-0,1009***	-0,1200**	1		
TANG	0,0001	0,1533***	0,00420	0,1450***	0,0255	-0,0310	0,0225	-0,0220	0,3459***	0,0432	0,0187	-0,1151**	-0,0445	0,10300	0,1376***	-0,328**	1	
AGE	0,1351***	0,1142***	-0,0036	0,0505*	-0,0084	-0,0024	0,0270	0,0634**	0,1123***	0,0521	-0,0415	0,0213	0,0120	-0,0012	0,0175	0,0567**	0,136***	1

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata 12.0

4.3. Kết quả hồi quy

4.3.1. Tác động của chất lượng BCTC và nợ ngắn hạn đến hiệu quả đầu tư

Bảng 3 cho thấy kết quả hồi quy phương trình (1) sử dụng 4 biến đại diện khác nhau cho chất lượng BCTC. Kết quả cho thấy có 3 trong 4 biến chất lượng BCTC có mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê với biến hiệu quả

đầu tư (INVEFF). Kết quả hồi quy cho thấy biến FRQ_TB không có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ với hiệu quả đầu tư phù hợp với các nghiên cứu trước đây của Biddle (2009); Chen (2011); Gomariz và Ballesta (2013). Kết quả cũng phù hợp với giả thuyết khi chất lượng BCTC tăng sẽ giúp cải thiện hiệu quả đầu tư của các DN Việt Nam thông qua các hệ số của biến chất lượng BCTC đều lớn hơn 0.

Bảng 3. Kết quả hồi quy phương trình (1)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
FRQ_MNST	0.328051*** (0.0000)			
FRQ_KASZ		0.0628797 *** (0.0000)		
FRQ_DD			0.0568352* (0.084)	
FRQ_TB				0.0375528 (0.288)
STDebt	0.115137*** (0.005)	0.1037129*** (0.0000)	0.066378*** (0.0000)	0.0130089 (0.205)
Sales	-0.0010122 (0.708)	0.003958 (0.1224)	0.004812 (0.034)	0.003660 (0.1560)
Age	0.005478 (0.8479)	-0.003345 (0.6276)	-0.1537705 (0.8029)	-0.0154917 (0.005)
Tang	-0.043912 (0.1923)	-0.022037 (0.3868)	-0.036858 (0.00000)	-0.025810 (0.1244)
StdCFO	5.53E-09 (0.8448)	1.98E-09 (0.9340)	4.29E-09 (0.5612)	-1.33E-09 (0.8763)
StdSales	-6.21E-09 (0.2377)	-7.29E-08 (0.1268)	-5.21E-09 (0.2379)	-6.11E-09 (0.2134)
QTobin	-0.034131** (0.0291)	-0.037567** (0.0146)	-0.042147** (0.0244)	-0.025878* (0.0748)
X	0.004351 (0.3218)	0.003515 (0.2173)	0.004343 (0.2312)	0.004325 (0.2214)
Loss	-0.011329 (0.4760)	-0.011214 (0.4582)	-0.011792 (0.4621)	-0.012766 (0.4369)
CFO_ATA	0.008946 (0.8534)	0.037249 (0.3214)	0.008739 (0.7733)	0.014860 (0.7305)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
Opercycle	7.50E-06 (0.5480)	5.83E-06 (0.5262)	8.11E-06 (0.5627)	7.68E-06 (0.4868)
Constant	-0.173828*** (0.0006)	-0.151101*** (0.0034)	-0.150532*** (0.0007)	-0.172178*** (0.0013)
R-squared	0.083451	0.129117	0.065380	0.087089
F	2.30	1.12	8.31	9.14
p > F	0.0058	0.0385	0.0000	0.0000
Obs.	945	945	630	630

Standard errors in parentheses

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata

BCTC cung cấp các thông tin về tình hình tài chính, kinh doanh và luồng tiền của DN nhằm đáp ứng các yêu cầu của người sử dụng trong việc đưa ra các quyết định về kinh tế. BCTC sẽ tổng hợp và trình bày một cách tổng quát, toàn diện tình hình các tài sản, nguồn vốn, công nợ, tình hình hoạt động kinh doanh của DN trong kỳ. Đó là một căn cứ quan trọng cho việc đưa ra những quyết định quản lý, điều hành và đầu tư.

Kết quả ở bảng 3 cũng cho thấy tác động của nợ ngắn hạn (STDebt) lên hiệu quả đầu tư ở 4 trường hợp khác nhau. Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ dương giữa biến STDebt và hiệu quả đầu tư với mức ý nghĩa thống kê cao. Sở dĩ tỷ lệ nợ ngắn hạn cao giúp cải thiện hiệu quả đầu tư vì các khoản nợ ngắn hạn có chi phí lãi vay thấp hơn so với các khoản vay dài hạn, giảm chi phí sử dụng vốn và nợ ngắn hạn có độ linh hoạt hơn nợ dài hạn. DN dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn ngắn hạn để giải quyết các vấn đề trong những tình huống khẩn cấp hơn là sử dụng nợ dài hạn. Từ đó, DN mạnh dạn đầu tư vào các dự án có NPV dương và mang lại lợi nhuận cao. Tuy nhiên, việc lạm dụng quá nhiều nợ ngắn hạn có nguy cơ dẫn đến tình trạng DN sử dụng nợ ngắn hạn để bù đắp cho các khoản nợ dài hạn dễ gây ra rủi ro thanh khoản. Do

vậy, việc tăng tỷ lệ nợ ngắn hạn là tốt hay xấu phải xem xét thêm tác động của kỳ hạn nợ để kết luận.

Bảng 4 và bảng 5 trình bày các kết quả hồi quy trong trường hợp doanh nghiệp đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Kết quả trong bảng 4 có nhiều điểm tương đồng với nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2013). Biến đại diện cho chất lượng BCTC có tương quan âm và có ý nghĩa thống kê cho thấy chất lượng BCTC tốt sẽ giúp kiểm soát các hoạt động đầu tư. Cụ thể là, chất lượng BCTC càng tốt càng làm giảm tình trạng đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức, nhằm cải thiện hiệu quả đầu tư của DN.

Đối với tác động của kỳ hạn nợ, biến STDebt có tương quan âm với hiệu quả đầu tư ở trường hợp đầu tư quá mức và tương quan dương ở trường hợp đầu tư dưới mức. Điều này có thể được giải thích rằng khi ở tình trạng đầu tư quá mức, sự tăng lên của nợ ngắn hạn sẽ làm cho các chủ nợ lo ngại về tình hình tài chính của DN, do vậy làm giảm mức đầu tư. Đối với tình trạng đầu tư dưới mức, DN đang trong tình trạng thiếu vốn để thực hiện đầu tư nên sự tăng lên trong nợ ngắn hạn sẽ giúp DN tăng cường thực hiện việc đầu tư của mình.

Bảng 4. Kết quả hồi quy mô hình (1) trường hợp doanh nghiệp đầu tư dưới mức

VARIABLES	(5)	(6)	(7)	(8)
FRQ_MNST	-0.007872 (0.7149)			
FRQ_KASZ		-0.297510*** (0.0000)		
FRQ_DD			-0.234068 (0.018)	
FRQ_TB				-0.18876* (0.045)
STDebt	-0.086201*** (0.0027)	-0.090704*** (0.0010)	0.197332** (1.7543)	0.247321** (2.0321)
Sales	-0.010949 (0.2777)	-0.010833 (0.2613)	-0.010751 (0.2861)	-0.011169 (0.2648)
Age	0.000522 (0.9789)	0.011163 (0.5560)	0.002422 (0.9029)	0.002184 (0.9111)
Tang	-0.002692 (0.9689)	-0.050445 (0.4505)	0.000189 (0.9978)	0.000154 (0.9982)
StdCFO	4.48E-08 (0.6161)	5.62E-08 (0.5046)	4.56E- (0.6071)	7.65E-08 (0.3931)
StdSales	1.91E-09 (0.8744)	3.89E-09 (0.7359)	1.77E-09 (0.8838)	-1.54E-10 (0.9898)
QTobin	0.045592 (0.1989)	0.044077 (0.1806)	0.043103 (0.2307)	0.025593 (0.4808)
X	-0.014670 (0.2086)	-0.010802 (0.3339)	-0.014284 (0.2216)	-0.013542 (0.2431)
Loss	0.013952 (0.8022)	0.016219 (0.7607)	0.013964 (0.8019)	0.011530 (0.8349)
CFO_ATA	-0.018996 (0.8913)	-0.055651 (0.6746)	-0.020146 (0.8845)	-0.049753 (0.7198)
Opercycle	-9.94E-05 (0.3593)	-4.26E-05 (0.6825)	-9.40E-05 (0.3868)	-9.25E-05 (0.3902)
Constant	0.327916** (0.0348)	0.243180** (0.1019)	0.318111** (0.0400)	0.328237** (0.0328)
R-squared	0.078128	0.156736	0.078706	0.090533
F	70.95	68.94	6.84	6.83
p > F	0.0007	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	576	576	530	530

Standard errors in parentheses

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata

Bảng 5. Kết quả hồi quy mô hình (1) trường hợp doanh nghiệp đầu tư quá mức

VARIABLES	(9)	(10)	(11)	(12)
FRQ_MNST	-0.0437534** (0.043)			
FRQ_KASZ		-0.285510*** (0.0000)		
FRQ_DD			-0.232078 (0.017)	
FRQ_TB				-0.16876* (0.035)
STDebt	0.003167*** (0.0012)	0.051251*** (0.0015)	-0.0006539 (0.927)	-0.001317 (0.807)
Sales	0.003702 (0.571)	0.004651** (0.0178)	0.003786** (0.0170)	0.0061356** (0.016)
Age	-0.002019 (0.6340)	-0.001128 (0.7735)	-0.001102 (0.7514)	-0.002143 (0.5417)
Tang	-0.048862*** (0.0014)	-0.045935 (0.0018)	-0.037228*** (0.0018)	-0.050767*** (0.0012)
StdCFO	4.18E-09 (0.7389)	3.25E-08 (0.7026)	3.36E-07 (0.5618)	3.32E-09 (0.6927)
StdSales	-2.05E-09 (0.5321)	-2.31E-09 (0.5814)	-2.19E-08 (0.5117)	-2.40E-09 (0.5563)
QTobin	-0.015671 (0.1457)	-0.011738 (0.2307)	-0.012694 (0.2231)	-0.012848 (0.1690)
X	-0.001062 (0.5473)	-0.001306 (0.5070)	-0.001241 (0.6734)	-0.000714 (0.5703)
Loss	-0.021879** (0.0186)	-0.021347** (0.0240)	-0.021172** (0.0217)	-0.011901** (0.0101)
CFO_ATA	0.021090 (0.4267)	0.027165 (0.3173)	0.025975 (0.4301)	0.023704 (0.4726)
Opercycle	-2.83E-07 (0.9782)	1.78E-07 (0.8980)	2.74E-07 (0.8673)	-1.18E-06 (0.7847)
Constant	-0.121586*** (0.0001)	-0.125240*** (0.0001)	-0.120352*** (0.0000)	-0.115839*** (0.0001)
R-squared	0.113817	0.107628	0.101625	0.105701
F	21.09	19.45	18.61	19.45
p>F	0.0134	0.0583	0.0983	0.0390
Obs.	369	369	330	330

Standard errors in parentheses

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata

Tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư ở các mức kỳ hạn nợ khác nhau

Bảng 6 trình bày kết quả hồi quy nhằm kiểm nghiệm mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư ở các mức kỳ hạn nợ khác nhau. Trường hợp này xem xét việc sử dụng nợ ngắn hạn ở các mức khác nhau sẽ làm tăng

hay giảm tác động của chất lượng BCTC đến hiệu quả đầu tư. Kết quả cho thấy, biến $FRQ_TB * DumSTDebt$ không có ý nghĩa thống kê ở cả 3 trường hợp bao gồm cả trường hợp đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Điều này có nghĩa là mức sử dụng nợ ngắn hạn khác nhau không ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa chất lượng BCTC và hiệu quả đầu tư trong cả trường hợp đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức ở Việt Nam.

Bảng 6. Kết quả hồi quy mô hình (2) về mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư ở các mức kỳ hạn nợ khác nhau:

VARIABLES	Inveff	Overinv	Underinv
FRQ_TB*DumSTDebt	0.0197 (0.013)	-0.01015 (0.510)	0.0051658 (0.141)
FRQ_TB	0.02518 (0.319)	-0.34246* (0.042)	-0.0521892** (0.014)
STDebt	0.0117297 (0.312)	-0.052732** (0.352)	-0.0031664 (0.741)
Sales	0.005647* (0.0814)	-0.010635 (0.1813)	0.004857** (0.0156)
Age	-0.003129 (0.6715)	0.010736 (0.4833)	-0.001860 (0.6267)
Tang	-0.025081 (0.2752)	-0.011680 (0.8471)	-0.050065*** (0.0016)
StdCFO	-3.82E-09 (0.8519)	6.07E-08 (0.3191)	3.02E-09 (0.6221)
StdSales	-5.25E-09 (0.2147)	4.74E-10 (0.8601)	-2.33E-09 (0.5877)
QTobin	-0.021046 (0.1361)	0.015108 (0.6300)	-0.012366 (0.1821)
X	0.003340 (0.3424)	-0.010686 (0.2402)	-0.000955 (0.6336)
Loss	-0.013274 (0.3803)	0.018124 (0.6220)	-0.021532** (0.0112)
CFO_ATA	0.005126 (0.7463)	-0.004872 (0.8709)	0.025196 (0.3658)
Opercycle	5.44E-06 (0.3276)	-5.36E-05 (0.5327)	1.43E-07 (0.9139)

VARIABLES	Inveff	Overinv	Underinv
Constant	-0.127639*** (0.0016)	0.246358 (0.0674)	-0.113482*** (0.0002)
R-squared	0.112717	0.106918	0.100525
F	20.19	18.35	15.61
p>F	0.0124	0.0573	0.0783
Obs.	630	330	530

Standard errors in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata

Kết luận

Bài viết phân tích ảnh hưởng của kỳ hạn nợ và chất lượng BCTC đối với hiệu quả đầu tư có sử dụng mẫu đại diện là 105 DN phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán của Việt Nam trong giai đoạn 2009-2017. Kết quả cho thấy chất lượng BCTC cũng như kỳ hạn nợ, đặc biệt là nợ ngắn hạn đều có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư, có tác dụng kiểm soát việc đầu tư trong trường hợp đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức của DN Việt Nam. Kết quả nghiên cứu tương đồng với các quan điểm trong các công trình

trước đây như Biddle (2009); Chen (2011); Gomariz và Ballesta (2013).

Tuy nhiên, do việc tiếp cận số liệu cũng còn hạn chế về thời gian nghiên cứu vì lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam tương đối ngắn so với các quốc gia phát triển. Do đó, dữ liệu nghiên cứu của đề tài còn bị hạn chế, đồng thời bài viết cũng gợi mở hướng nghiên cứu tiếp theo thông qua việc xem xét các yếu tố vĩ mô khác trong nền kinh tế để thực hiện ước lượng.

Tài liệu tham khảo

- Abel, A. (1983). Optimal investment under uncertainty. *American Economic Review*, 73, 228-233.
- Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23, 589-609.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preference. *Journal of Political Economy*, 111, 1043-1075.
- 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.
- Crotty, J. R. (1992). Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 14, 483-496.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting review*, 77, 35-59.
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 709-737.
- D'Mello, R., Miranda, M. (2010). Long-term debt and overinvestment agency problem. *Journal of Banking and Finance*, 34, 324-335.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance*, 41, 19-37.
- García-Lara, J. M., García-Osma, B., & Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Working Paper*.
- Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.
- Gordon, M. J. (1992). The Neoclassical and a Post Keynesian Theory of Investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(4), 425-443.
- Guedes, J., & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance*, 51, 1809-1833.
- Hayashi, F. (1982). Tobin's marginal q and average q: a neoclassical interpretation. *Econometrica*, 50(1), 213-224.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hope, O., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46, 591-626.
- Hubbard, R. G. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37, 57-81.

- Lai, K. W. (2011). The cost of debt when all-equity firms raise finance: the role of investment opportunities, audit quality and debt maturity. *Journal of Banking and Finance*, 35, 1931-1940.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Magri, S. (2010). Debt maturity choice of nonpublic Italian firms. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(2-3), 443-463.
- McNichols, M., & Stubben, S. (2008). Does earnings management affect firms investment decisions. *The Accounting review*, 86, 1571-1603.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Ortiz-Molina, H., & Penas, M. F. (2008). Lending to small businesses: the role of the loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*, 30, 361-383.
- Parrino, R., & Weisbach, M. S. (1999). Measuring investment distortions arising from stockholder–bondholder conflicts. *Journal of Financial Economics*, 53, 3-42.
- Rajan, R.G. (1992). Insiders and outsiders: the choice between informed and arm’s-length debt. *The Journal of Finance*, 47, 1367–1400.
- Saghafi, A., & Motamedi Fazel, M. (2012). Relation between audit quality and investment efficiency in firms with high investment opportunities. *Journal of Financial Accounting Research*, 3(4), 1-14.
- Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71, 393-410.
- Yoshikawa, H. (1980). On the “q” theory of investment. *American Economic Review*, 70, 739-743.