Ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE)

The impact of financial reporting quality and short - term debt on investment efficiency of companies listed on Ho Chi Minh City stock exchange (HOSE)

Hoàng Thị Phương Anh[1*], Vũ Minh Hà[1], Nguyễn Thị Thu Hồng[1]

[1]Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam
[*]Tác giả liên hệ, Email: anhtcdn@ueh.edu.vn

THÔNG TIN

DOI:10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.13.1.529.2018

Ngày nhận: 13/11/2017

Ngày nhận lại: 18/12/2017

Duyệt đăng: 20/12/2017

Từ khóa:

chất lượng báo cáo tài chính, đầu tư dưới mức, đầu tư quá mức, hiệu quả đầu tư, kỳ hạn nợ

TÓM TẮT

Mục tiêu của bài nghiên cứu là xem xét ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn đối với hiệu quả đầu tư trên một mẫu gồm 200 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết tại HOSE trong giai đoạn từ năm 2009-2015. Kết quả nghiên cứu cho thấy: việc tăng chất lượng báo cáo tài chính và mức nợ ngắn hạn sẽ góp phần làm gia tăng hiệu quả đầu tư cho các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, bài nghiên cứu cũng tìm thấy được mối quan hệ thay thế giữa chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư: doanh nghiệp sử dụng nợ ngắn hạn ít hơn (nhiều hơn) thì mức độ tác động của chất lượng báo cáo tài chính lên hiệu quả đầu tư sẽ cao hơn (thấp hơn).

ABSTRACT

This paper examines the role of financial reporting quality and debt maturity (short-term debt) on investment efficiency of 200 listed non-financial companies on HOSE in the period 2009-2015. Our results show that the increase of financial reporting quality and the use of short-term debt will improve the company's investment efficiency. In addition, we also find that there exists an alternative relationship between financial reporting quality and short-term debt in improving investment efficiency: the less (more) short-term debt company use, the higher (lower) impact of financial reporting on investment efficiency.

Keywords:

debt maturity, financial reporting quality, investment efficiency, over-investment, under-investment

1. Giới thiệu

Báo cáo tài chính được coi là một công cụ quan trọng để làm giảm bất cân xứng thông tin, chi phí đại diện và các vấn đề liên quan (Healy & Palepu, 2001). Một bộ phận lớn tài liệu nghiên cứu cho thấy rằng: các doanh nghiệp có thể làm giảm bớt tình trạng bất cân xứng thông tin, vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức bằng cách tăng chất lượng báo cáo tài chính, từ đó cho phép các nhà quản trị doanh nghiệp xác định được các cơ hội đầu tư tốt hơn, và chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn làm gia tăng hiệu quả đầu tư (Bushman & Smith, 2001; Healy & Palepu, 2001).

Bên cạnh đó, một số bài nghiên cứu cũng cho thấy nợ ngắn hạn là một nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp với lập luận rằng: việc sử dụng các khoản nợ ngắn hạn có thể làm giảm vấn đề bất cân xứng thông tin khi đứng trên cả hai quan điểm bên đi vay và bên cho vay (Berger & Udell, 1998; Flannery, 1986; Ortiz-Molina & Penas, 2008). Như vậy các doanh nghiệp sử dụng nợ ngắn hạn càng nhiều thì khả năng tiếp cận nguồn vốn càng cao, từ đó có nhiều cơ hội đầu tư hiệu quả hơn. Nghiên cứu của Myers (1997), Childs, Mauer, và Ott (2005) đã chỉ ra rằng độ linh hoạt của các khoản nợ ngắn hạn càng cao sẽ giúp làm giảm tình trạng đầu tư không hiệu quả.

Chen, Hope, Li, và Wang (2011) xem xét ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư và đã kết luận rằng chất lượng báo cáo tài chính có ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp tư nhân tại thị trường các quốc gia mới nổi. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng là một thị trường mới nổi thích hợp để nghiên cứu, vấn đề thông tin bất cân xứng ở Việt Nam với hậu quả là lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức là những tác nhân chính khiến thị trường vốn bất ổn và kém hiệu quả. Ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc làm giảm các bất hoàn hảo của thị trường vốn (García-Marco & Ocana, 1999) do các khoản nợ ngắn hạn có thể là một nguồn thay thế hợp lý đối với những nhà cho vay để giám sát nhà quản lý và giám sát hiệu quả đầu tư. Cấu trúc kỳ hạn nợ của những doanh nghiệp được niêm yết tại Việt Nam có xu hướng thiên về nợ ngắn hạn. Chẳng hạn như trong nghiên cứu của Mai (2015) cho thấy tỷ lệ nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn HNX và HOSE trung bình chiếm khoảng 82%. Trong khi đó, nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp ở Mỹ chỉ chiếm khoảng 22% tổng nợ (Datta, Iskandar-Datta, & Raman, 2005). Do đó, mục tiêu của bài nghiên cứu nhằm xem xét ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính tác động với mức độ như thế nào đến hiệu quả đầu tư khi kỳ hạn nợ thay đổi. Kết quả của bài nghiên cứu hy vọng sẽ tìm thấy được mối liên hệ tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đây trên mẫu các doanh nghiệp được niêm yết tại HOSE.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

2.1. Hiệu quả đầu tư và chất lượng báo cáo tài chính (FRQ)

Verdi (2006), Biddle và Hilary (2006), Chen và cộng sự (2011) thảo luận về tác động của chất lượng báo cáo tài chính và bảo thủ kế toán đến hiệu quả đầu tư. Họ kết luận rằng chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn làm giảm lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức qua việc làm giảm thông tin bất cân xứng. Báo cáo tài chính đóng một vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu cả đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Một mặt, chất lượng báo cáo tài chính làm giảm

tính bất cân xứng thông tin bằng cách cung cấp thêm thông tin để các nhà đầu tư đầu tư vào các dự án của doanh nghiệp, do đó làm giảm các lựa chọn đối nghịch (Bushman & Smith, 2001). Mặt khác, báo cáo tài chính giảm rủi ro đạo đức bằng cách tạo điều kiện ký kết hợp đồng và giám sát (Healy & Palepu, 2001).

Biddle, Hilary, và Verdi (2009) kiểm tra mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư dựa trên mẫu bao gồm 34.791 quan sát trong giai đoạn từ năm 1993-2005 trên thị trường Mỹ. Kết quả cho thấy: chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn làm giảm những quyết định đầu tư không đúng đắn và giảm rủi ro đạo đức. Chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn sẽ làm cho mức đầu tư thực hiện sẽ ít khả năng đi chệch khỏi mức đầu tư dự kiến và ít nhạy cảm với những điều kiện kinh tế vĩ mô. Ngoài ra, những doanh nghiệp có xu hướng đầu tư dưới mức/quá mức có mối tương quan âm giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư.

Chen và cộng sự (2011) kiểm tra tác động của chất lượng báo cáo tài chính lên hiệu quả đầu tư qua việc sử dụng thông tin 79 doanh nghiệp tư nhân của thị trường mới nổi được lấy trong giai đoạn từ năm 2002-2005. Kết quả cho thấy: chất lượng báo cáo tài chính có tương quan dương với hiệu quả đầu tư, góp phần làm hạn chế tình trạng đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. Chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn giúp các doanh nghiệp bị ràng buộc về mặt tài chính đầu tư và hỗ trợ các doanh nghiệp đang đối diện với vấn đề đầu tư dưới mức.

Wang, Zhu, và Hoffmire (2014) sử dụng 3.726 quan sát doanh nghiệp trong giai đoạn từ năm 2008-2012 ở Trung Quốc, dựa trên lý thuyết chi phí đại diện để kiểm tra mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư, đồng thời phân tích hiệu ứng tương tác giữa chất lượng báo cáo tài chính và dòng tiền mặt lên hiệu quả đầu tư. Kết quả cho thấy: chất lượng báo cáo tài chính tương quan âm với cả đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. Hơn nữa, đối với những doanh nghiệp có dòng tiền mặt tự do càng lớn thì chất lượng báo cáo tài chính càng tác động mạnh hơn đến đầu tư quá mức.

2.2. Hiệu quả đầu tư và kỳ hạn nợ

Myers (1977) dựa trên lý thuyết đại diện để cho thấy tầm quan trọng của việc sử dụng kỳ hạn nợ cho quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Một kỳ hạn nợ phù hợp sẽ tác động đến khả năng thanh toán các khoản vay dự kiến tương ứng với mức suy giảm trong giá trị tài sản. Tài sản ngắn hạn (dài hạn) nên được tài trợ bằng nợ ngắn hạn (dài hạn), thể hiện sự tương thích giữa tài sản và nguồn vốn.

Magri (2010) nghiên cứu về các yếu tố xác định kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp tư nhân ở Ý và đưa ra kết luận rằng các doanh nghiệp bị tác động bởi thông tin bất cân xứng sẽ lựa chọn nợ ngắn hạn và làm nổi bật hơn sự minh bạch thông tin bằng việc chọn nợ dài hạn.

Tuy nhiên, các nghiên cứu cũng nhấn mạnh vai trò của kỳ hạn nợ dưới góc độ bất cân xứng thông tin, cho thấy rằng việc sử dụng các khoản nợ ngắn hạn là một cơ chế có thể làm giảm bớt sự bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện giữa các cổ đông, trái chủ và các nhà quản lý. Từ quan điểm của người đi vay, Flannery (1986) dự đoán rằng, dưới sự bất cân xứng thông tin, các doanh nghiệp có dự án tốt sẽ thích kỳ hạn nợ ngắn hơn để truyền tải tín hiệu cho thị trường và giảm thiểu vấn đề thông tin bất cân xứng. Thông tin bất cân xứng cũng làm những người cho vay thích cho vay bằng nợ ngắn hạn hơn, bởi vì họ có thể giám sát hoạt động doanh

nghiệp tốt hơn (Diamond, 1991, 1993; Rajan, 1992). Một sự rút ngắn kỳ hạn nợ cho phép trái chủ kiểm soát các nhà quản lý tốt hơn: những người cho vay có thể xác định được hiệu quả doanh nghiệp trong giai đoạn đầu và sau đó họ có thể quyết định làm mới hoặc thay đổi các điều khoản hợp đồng (Ortiz-Molina & Penas, 2008).

Các doanh nghiệp có tình hình tài chính vững mạnh có thể sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn so với các doanh nghiệp có xếp hạng tín dụng thấp để đáp ứng nhu cầu tái cấp vốn và rủi ro lãi suất vay ngắn hạn (Guedes & Opler, 1996; Jun & Jen, 2003). Các doanh nghiệp có mức độ rủi ro của các khoản nợ cao thì nhà quản lý sẽ thực hiện cơ chế chuyển dịch rủi ro để tối đa hóa giá trị cho cổ đông, từ đó có thể dẫn đến tình trạng đầu tư dưới mức và quá mức cho các cơ hội phát triển trong tương lai. Vì vậy, kỳ hạn nợ cũng là một yếu tố góp phần làm giảm xung đột giữa cổ đông và trái chủ.

Barclay và Smith (1995) sử dụng mẫu gồm 39.949 quan sát các doanh nghiệp được lấy từ cơ sở dữ liệu CRSP và COMPUSTAT trong giai đoạn từ năm 1974-1991, để xem xét tầm quan trọng của kỳ hạn nợ đối với hiệu quả đầu tư. Kết quả cho thấy rằng: những doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư tiềm năng trong tương lai sẽ sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn để làm giảm tình trạng đầu tư dưới mức, và các khoản vay dài hạn sẽ có chi phí vay vốn cao hơn.

Aivazian, Ge, và Qiu (2005) sử dụng thông tin tài chính của 863 doanh nghiệp Canada trong giai đoạn từ năm 1982-1999 để kiểm tra tác động của đòn bẩy lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả cho thấy đòn bẩy tài chính có mối tương quan âm với đầu tư, và ở những doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp thì mối tương quan âm này sẽ mạnh hơn so với những doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao.

2.3. Tác động của FRQ lên hiệu quả đầu tư khi kỳ hạn nợ thay đổi

Gomariz và Ballesta (2014) kiểm tra vai trò của chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn đối với hiệu quả đầu tư qua việc sử dụng mẫu gồm 576 quan sát các doanh nghiệp của Tây Ban Nha trong giai đoạn từ năm 1998-2008. Kết quả cho thấy chất lượng báo cáo tài chính sẽ làm giảm vấn đề đầu tư quá mức. Kỳ hạn nợ có thể cải thiện hiệu quả đầu tư qua việc làm giảm cả hai tình trạng đầu tư dưới mức và quá mức. Bên cạnh đó, bài nghiên cứu còn cho thấy công ty sử dụng nợ ngắn hạn ít hơn thì tác động của chất lượng báo cáo tài chính lên hiệu quả đầu tư sẽ cao hơn và ngược lại.

Mai (2015) thực hiện nghiên cứu trên một mẫu các doanh nghiệp được niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán HSX và HNX giai đoạn từ năm 2009-2013. Kết quả cho thấy rằng việc tăng chất lượng báo cáo tài chính và sử dụng nợ ngắn hạn sẽ góp phần làm gia tăng hiệu quả đầu tư cho các doanh nghiệp, hạn chế cả tình trạng đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức, đồng thời tìm thấy mối quan hệ thay thế giữa chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 200 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2009-2015. Nguồn dữ liệu được lấy từ cơ sở dữ liệu Datastream của Thomson Reuters.

3.2. Mô tả biến

3.2.1. Đo lường biến hiệu quả đầu tư (InvEff $_{i,t}$)

Một doanh nghiệp được gọi là hiệu quả về mặt đầu tư khi lựa chọn thực hiện tất cả các dự án có NPV dương (Modares & Hesarzade, 2008). Liên quan đến cơ hội đầu tư, đầu tư không hiệu quả bao gồm việc lựa chọn những dự án có NPV dương trong trường hợp không có lựa chọn đối nghịch hay chi phí đại diện (đầu tư dưới mức). Ngoài ra, đầu tư không hiệu quả cũng bao gồm việc lựa chọn những dự án có NPV âm (đầu tư quá mức) (Crotty, 1992). Đầu tư dự kiến là số tiền đầu tư, là các cơ hội tăng trưởng (Modares & Hesarzade, 2008). Cụ thể, hiệu quả đầu tư sẽ tồn tại khi không có sai lệch so với mức đầu tư dự kiến.

Theo Biddle và cộng sự (2009), Gomariz và Ballesta (2014) để ước tính mức đầu tư dự kiến cho doanh nghiệp i trong năm t bằng việc xác định một mô hình ước tính mức độ đầu tư dựa trên các cơ hội tăng trưởng (đo bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu) như sau:

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

Phần dư thu được từ mô hình (1) sẽ phản ánh mức sai lệch so với mức đầu tư dự kiến và đại diện cho sự không hiệu quả về mặt đầu tư của doanh nghiệp. Một phần dư dương có nghĩa rằng doanh nghiệp đang đầu tư ở mức cao hơn so với mức tăng trưởng doanh thu dự kiến, đại diện cho kịch bản đầu tư quá mức. Ngược lại, một phần dư âm giả định rằng đầu tư thực là thấp hơn so với mức dự kiến, vì vậy nó sẽ đại diện cho một kịch bản đầu tư dưới mức. Biến phụ thuộc trong bài nghiên cứu sẽ là giá trị tuyệt đối của phần dư trong mô hình nhân với -1, do đó, một giá trị InvEff $_{i,\,t}$ cao thể hiện hiệu quả đầu tư cao (Gomariz & Balsta, 2014).

Bảng 1

Bảng mô tả biến phụ thuộc

Tên biến	Định nghĩa	Cách tính
Investment	Tổng mức đầu tư của DN i trong năm t	(gia tăng ròng của TS hữu hình và vô hình)/ tổng TS năm t-1.
SalesGrowth	% thay đổi của doanh thu từ năm t- 2 đến t- 1	(Doanh thu năm t-1 - doanh thu năm t-2)/ doanh thu năm t-2
Underinvest	Đầu tư dưới mức	Phần dư âm trong mô hình (1)
Overinvest	Đầu tư quá mức	Phần dư dương trong mô hình (1)* (-1)

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của nhóm nghiên cứu

3.2.2. Đo lường biến chất lượng báo cáo tài chính (FRQ)

Để đo lường lường chất lượng báo cáo tài chính, có 3 phương pháp ước tính như sau:

- Phương pháp đầu tiên dựa theo mô hình của McNichols và Stubben (2008), xem xét doanh thu tùy ý như một chỉ số cho quản lý thu nhập. Phần dư của mô hình là doanh thu vượt trội, đại diện cho sự thay đổi trong các khoản phải thu mà không được giải thích bởi sự tăng trưởng trong doanh thu. Biến FRQ_MNST là giá trị tuyệt đối của phần dư trong mô hình (2) nhân với -1

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

- Phương pháp thứ hai dựa theo mô hình của phương pháp trích trước tùy ý phát triển bởi Kasznik (1999), Jones (1991) như sau:

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

Biến FRQ_KASZ là giá trị tuyệt đối của phần dư trong mô hình (3) nhân với -1.

- Phương pháp thứ ba để tính biến đại diện FRQ (Aggreg) được dựa theo mô hình của Gomariz và Ballesta (2014), được tính bằng cách lấy bình quân giá trị của 2 biến FRQ_MNST và FRQ_KASZ.

Trong bài nghiên cứu này, chúng tôi tính biến FRQ dựa theo cả ba phương pháp như trên nhằm giúp cho việc tính toán được chính xác nhất.

Bảng 2

Các biến đo lường FRQ

Tên	Định nghĩa	Cách tính
FRQ	Chất lượng BCTC	Gồm 3 biến đại diện là FRQ_MNST, FRQ_KASZ và Aggreg $_{i,t}$
FRQ_MNST	Biến đại diện 1	$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \epsilon_{i,t}$ BĐD1 =giá trị tuyệt đối của phần dư MH*(-1)
ΔAR	Sự thay đổi hàng năm của các khoản khoản phải thu	(Khoản phải thu năm t - Khoản phải thu năm t-1) / tổng tài sản năm t-1
ΔSales	Sự thay đổi hàng năm trong doanh thu bán hàng	(Doanh thu năm t –Doanh thu năm t-1)/ tổng tài sản năm t-1
FRQ_KASZ	Biến đại diện 2	$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sales_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ BĐD 2 = giá trị tuyệt đối của phần dư * (-1)
TA	Tổng các khoản trích trước	(ΔTài sản lưu động không có tính thanh khoản - Δnợ ngắn hạn + Δnợ ngắn hạn ngân hàng - khấu hao)/ tổng tài sản năm t-1
PPE	Tài sản, máy móc thiết bị	(tài sản, máy móc và thiết bị)/ tổng tài sản năm t-1
ΔCFO	Thay đổi trong dòng tiền từ hoạt động	(Δdòng tiền từ hoạt động)/ tổng tài sản năm t-1
Aggreg $_{i,t}$	Biến đại diện 3	(BĐD1 + BĐD2)/2

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của nhóm nghiên cứu

3.2.3. Đo lường nợ ngắn hạn (STDebt)

Để xem xét ảnh hưởng của các khoản nợ ngắn hạn đối với hiệu quả đầu tư, bài nghiên cứu sử dụng biến STDebt, được đo lường bằng cách lấy nợ ngắn hạn chia cho tổng nợ.

3.2.4. Các biến kiểm soát khác

Dựa theo các nghiên cứu trước đây (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Gomariz & Ballesta, 2014), bài nghiên cứu đưa ra một số biến kiểm soát như sau:

Bảng 3

Mô tả các biến kiểm soát

Tên biến	Định nghĩa	Cách tính
LnSales	Quy mô DN	logarit tự nhiên của doanh thu
LnAge	tuổi đời	logarit tự nhiên của số năm sau khi thành lập doanh nghiệp
Tang	Hữu hình	Tài sản cố định hữu hình / tổng tài sản
StdCFO		Độ lệch chuẩn của dòng tiền từ năm t-2 đến t
StdSales		Độ lệch chuẩn của doanh thu từ năm t-2 đến t
Qtobin	Cơ hội tăng trưởng	Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và nợ / tổng tài sản
Z	Sức mạnh tài chính	$Z = 0.012 * X_1 + 0.014 * X_2 + 0.033 * X_3 + 0.006 * X_4 + 0.999 * X_5$ X1= vốn luân chuyển/ tổng tài sản X2 =lợi nhuận giữ lại / Tổng tài sản; X3= thu nhập trước thuế và lãi vay/ tổng tài sản; X4 =GTTT vốn chủ sở hữu / GTSS của tổng nợ; X5 = doanh thu / tổng tài sản
CFO_ATA	Hiệu quả đầu tư tiền mặt	dòng tiền hoạt động (CFO=EAT+khấu hao)/tổng tài sản bình quân
Opercycle	Độ dài của chu kỳ kinh doanh	Bình quân khoản phải thu*360/Doanh thu + Bình quân hàng tồn kho*360/Giá vốn hàng bán
Tax	Thuế	Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp
Lev	Mức độ nợ	Nợ/Tổng tài sản

Tên biến	Định nghĩa	Cách tính
Loss	tổn thất	Sẽ nhận giá trị là 1 nếu thu nhập ròng trước các khoản mục bất thường là âm và ngược lại sẽ nhận giá trị là 0.
DumSTDebt	Biến giả kỳ hạn nợ	Sẽ nhận giá trị là 1 nếu tỷ số nợ ngắn hạn/tổng nợ là trên mức trung vị và ngược lại sẽ nhận giá trị là 0.

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của nhóm nghiên cứu

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để nghiên cứu tác động của chất lượng báo cáo tài chính và kỳ hạn nợ (nợ ngắn hạn) đến hiệu quả đầu tư (có xét 2 trường hợp đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức), kế thừa nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2014), bài nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng (panel data) và đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

$$\mathrm{InvEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \mathrm{STDebt}_{i,t} + \beta_k \mathrm{control}_{i,t} + \sum_{j=1}^{7} \beta_j \mathrm{industrydummies} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó:

- InvEff là biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả đầu tư;
- FRQ biến độc lập đại diện cho 3 thước đo khác nhau của chất lượng báo cáo tài chính (FRQ_MNST, FRQ_Kasz, Aggreg);
- STDebt là biến độc lập đại diện cho nợ ngắn hạn;
- Control là các biến kiểm soát trong mô hình.

Sau khi kiểm tra tác động của FRQ và nợ ngắn hạn đến hiệu quả đầu tư, bài nghiên cứu sẽ mở rộng phân tích trước đó để kiểm tra rằng: liệu tác động của FRQ đến hiệu quả đầu tư tăng hay giảm với các kỳ hạn thanh toán nợ khác nhau. Để kiểm tra điều này, bài nghiên cứu kế thừa nghiên cứu của Gomariz và Ballesta (2014), bằng cách thêm một biến tương tác giữa FRQ và biến giả của kỳ hạn nợ (DumSTDebt i,t), sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng (panel data) và đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

$$\mathrm{InvEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \mathrm{STDebt}_{i,t} + \beta_3 \mathrm{FRQ}_{i,t} * \mathrm{DumSTDebt}_{i,t} + \beta_k \mathrm{control}_{i,t} + \sum_{j=1}^{7} \beta_j \mathrm{industrydummies} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Trong đó: FRQ*DumSTDebt đại diện cho hiệu ứng tương tác. Trong mô hình này, β1 chỉ ra tác động của FRQ lên hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp có mức nợ ngắn hạn thấp hơn so với trung vị; và hệ số (β1 + β3) chỉ ra tác động của FRQ lên hiệu quả đầu tư của các doanh nghiệp có mức nợ ngắn hạn cao hơn so với trung vị. Vì thế, nếu tác động của FRQ lên hiệu quả đầu tư mạnh hơn đối với những doanh nghiệp có kỳ hạn nợ ngắn hơn (mức độ sử dụng nợ ngắn hạn cao hơn), β3 sẽ dương và có ý nghĩa thống kê. Nếu tác động của FRQ lên hiệu quả đầu tư thấp hơn đối với những doanh nghiệp có kỳ hạn nợ ngắn hơn, β3 sẽ âm và có ý nghĩa thống kê.

Trong bài nghiên cứu này, để giải quyết dữ liệu bảng, chúng tôi dùng cả ba phương pháp gồm: Mô hình hồi quy gộp (Pools OLS), Mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model) và Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random effect model). Sau đó, chúng tôi sẽ sử dụng các kiểm

định gồm: Kiểm định F-Test (Redundant Fixed Effect) được sử dụng để xem xét sự phù hợp giữa 2 mô hình Pooled và FEM, kiểm định nhân tử Lagrange (LM) với kiểm định Breusch-Pagan được sử dụng để xem xét sự phù hợp giữa 2 mô hình Pooled và REM, và Kiểm định Hausman để chọn ra mô hình phù hợp nhất giữa FEM và REM.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích thống kê mô tả các biến

Bảng 4

Bảng thống kê mô tả các biến

	Count	Mean	Median	Std. Dev.	Minimum	Maximum
InvEff	1400	-0,07158	-0,04841	0,10191	-0,93702	-0,00001
Underinvest	989	-0,05072	-0,04694	0,04971	-0,76193	-0,00001
Overinvest	411	-0,12178	-0,06452	0,16096	-0,93702	-0,00014
FRQ_MNST	1400	-0,07547	-0,04884	0,09286	-0,97138	-0,00002
FRQ_KASZ	1400	-0,08149	-0,05340	0,09206	-0,76763	-0,00045
Aggreg	1400	-0,07848	-0,05620	0,07612	-0,74293	-0,00094
STDebt	1400	0,80502	0,91021	0,23575	0,02868	1,00000

Nguồn: Kết quả xử lý từ dữ liệu điều tra

Bảng 4 cung cấp kết quả thống kê mô tả cho việc đo lường hiệu quả đầu tư, chất lượng báo cáo tài chính, nợ ngắn hạn. Trong mẫu bao gồm 989 (411) doanh nghiệp thuộc nhóm đầu tư dưới mức (đầu tư quá mức) cho thấy rằng khoảng 71% (29%) các doanh nghiệp niêm yết tại sàn HOSE đang đầu tư dưới mức (đầu tư quá mức). Gomariz và Ballesta (2014) nghiên cứu đề tài tương tự và cũng cho thấy rằng số doanh nghiệp đầu tư dưới mức (quá mức) chiếm 52% (48%). Giá trị trung bình (trung vị) của đầu tư dưới mức là -0,05072 (-0,04694) và đầu tư quá mức là -0,12178 (-0,06452). Điều này chỉ ra rằng tình trạng đầu tư dưới mức xảy ra nhiều hơn so với đầu tư quá mức, tuy nhiên mức độ đầu tư quá mức của các doanh nghiệp lại cao hơn mức độ đầu tư dưới mức. Giá trị trung bình của FRQ lần lượt là 0,07547; 0,08149 và 0,07848; cho thấy rằng chất lượng báo cáo tài chính nhìn chung còn thấp ở các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; McNichols & Stubben, 2008) cũng cho thấy kết quả tương tự. Trung bình và trung vị của nợ ngắn hạn lần lượt là 0,80502 và 0,91021; tỷ số này cao cho thấy rằng nợ ngắn hạn là nguồn tài trợ chủ yếu của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Datta và cộng sự (2005) lại chỉ ra rằng các doanh nghiệp ở Mỹ nợ ngắn hạn chỉ chiếm khoảng 22% của tổng nợ.

4.2. Xem xét mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính, kỳ hạn nợ và hiệu quả đầu tư

Để ước lượng dữ liệu bảng, chúng ta có thể sử dụng phương pháp pools OLS, fixed effects và random effects. Bài nghiên cứu sử dụng kiểm định F-test để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình Pools và FEM, kết quả cho thấy Pools phù hợp, kiểm định Breusch-Pagan để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình Pools và REM, kết quả cho thấy Pools là phù hợp. Do vậy

trong phần này, chúng tôi sẽ ước lượng bằng mô hình Pools OLS cho dữ liệu chéo và dữ liệu thời gian, xét tới yếu tố đặc trưng của năm và ngành (Petersen, 2009) với tùy chọn robust để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi.

Để xem xét tác động của chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn lên hiệu quả đầu tư, bài nghiên cứu sử dụng các thước đo chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) khác nhau. Ở cột thứ nhất, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp đo lường FRQ theo mô hình của McNichols và Stubben (2008), ở cột 2 là chỉ số dựa theo mô hình của Kasznik (1999) và ở cột 3 là giá trị trung bình của 2 chỉ số trên. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong Bảng 5 như sau:

Bảng 5

Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính, kỳ hạn nợ và hiệu quả đầu tư

	InvEff	**InvEff**	**InvEff**
	(1)	**(2)**	**(3)**
FRQ_MNST	0,10504***		
FRQ_KASZ		0,09562**	
Aggreg			0,14880***
STDebt	0,06025***	0,06228***	0,06117***
LnSales	0,00240	0,00311	0,00260
LnAge	0,00783	0,00811	0,00725
Tang	-0,04286***	-0,04209***	-0,04406***
StdCFO	-0,03644	-0,01992	-0,00969
StdSales	-0,00699	-0,01273	-0,00475
Qtobin	-0,00294	-0,00254	-0,00242
Z	0,00569**	0,00578**	0,00509**
CFO_ATA	0,03073*	0,02951*	0,02754
Opercycle	0,00000	0,00000	0,00000
Loss	-0,01494	-0,01403	-0,01470
Intercept	-0,13038	-0,14391	-0,13161
Industry dummies	Yes	Yes	Yes
Số quan sát	1400	1400	1400
R-squared	0,0729	0,0714	0,0762

* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp

Dựa vào kết quả trong Bảng 5, chúng tôi thấy rằng hiệu quả đầu tư có mối tương quan dương với FRQ và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và 5% cho cả ba thước đo, nên FRQ tốt hơn sẽ làm gia tăng hiệu quả đầu tư. Kết quả nghiên cứu này thì phù hợp với phát hiện của Chen và

cộng sự (2011), Gomariz và Ballesta (2014). Chất lượng báo cáo tài chính tốt 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 đối nghịch và rủi ro đạo đức.

Ngoài ra, kết quả còn cho thấy hiệu quả đầu tư có mối tương quan dương với STDebt và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy việc sử dụng nợ ngắn hạn sẽ làm tăng hiệu quả đầu tư. Kết quả này thì phù hợp với phát hiện của Gomariz và Ballesta (2014). Do đó, một mức 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 (Diamond, 1991, 1993; Rajan, 1992).

Tài sản hữu hình (Tang) có mối tương quan âm với hiệu quả đầu tư. Bởi vì, một doanh nghiệp có mức độ tài sản hữu hình cao thì sẽ có xu hướng vay nợ nhiều hơn để đáp ứng nhu cầu đầu tư, dẫn đến đầu tư không hiệu quả (Almeida & Campello, 2007).

Sức mạnh tài chính (Z) có mối tương quan dương với hiệu quả đầu tư. Điều này là do, nếu doanh nghiệp có nền tài chính vững mạnh thì sẽ ít cần phải huy động vốn cũng như chi phí huy động vốn sẽ thấp, ít phải từ bỏ các cơ hội đầu tư tiềm năng, từ đó nâng cao hiệu quả đầu tư (Biddle et al., 2009).

Dòng tiền bình quân (CFO_ATA) có mối tương quan dương với hiệu quả đầu tư. Do nếu doanh nghiệp có dòng tiền nội bộ lớn thì không cần phải huy động vốn từ bên ngoài để đáp ứng nhu cầu đầu tư, từ đó làm giảm tình trạng đầu tư dưới mức do thiếu vốn (Beatty, Liao, & Weber, 2010).

4.3. Xem xét mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính, nợ ngắn hạn, đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức

Bài nghiên cứu cũng xem xét hiệu quả đầu tư theo 2 kịch bản: đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức, thể hiện qua phần dư dương và âm trong mô hình hiệu quả đầu tư. Bảng 5 trình bày kết quả theo 2 kịch bản này. 3 mô hình đầu (1-3) tương ứng với các phương trình hồi quy sử dụng biến Overinvest làm biến phụ thuộc, các mô hình còn lại (4-6) sử dụng biến Underinvest làm biến phụ thuộc. Bài nghiên cứu sử dụng kiểm định F-test để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình Pools và FEM, kiểm định Breusch-Pagan để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình Pools và REM, kiểm định Hausman để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình FEM và REM, kết quả cho thấy FEM là mô hình phù hợp nhất.

Bảng 6

Kết quả hồi quy đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức

	Overinvest			**Underinvest**		
	1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
FRQ_MNST	0,18126*			-0,05627		
FRQ_KASZ		0,24483*			0,05065*	

	Overinvest			Underinvest		
	1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
Aggreg			0,31522***			0,00331
STDebt	0,18533*	0,19310*	0,18905*	0,01835	0,02686**	0,02146*
LnSales	-0.07548**	-0.08057**	-0.06665*	0.01293*	0.01415**	0.01381*
LnAge	0,11229***	0,11236***	0,10297**	-0,00865	-0,00926	-0,00809
Tang	-0,25134***	-0,25497***	-0,25455***	0,05004	0,03874	0,04206
StdCFO	-0,22427*	-0,22385*	-0,11620	0,02772	0,05462	0,04234
StdSales	0,00655	0,00130	0,00663	0,00213	0,01065	0,00896
Qtobin	-0,01002	-0,00568	-0,00624	0,00059	0,00281	0,00188
Z	0,08824*	0,08627**	0,08178*	-0,00778***	-0,00852***	-0,00842***
CFO_ATA	0,22187***	0,22112***	0,20082***	0,01636	0,01605	0,01580
Opercycle	-0,00020	-0,00025**	-0,00023**	0,00001	0,00001*	0,00001*
Loss	-0,07962	-0,08177	-0,07783	-0,00074	-0,00204	-0,00193
Intercept	0,71528	0,79614	0,62095	-0,23937	-0,25396	-0,25018
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Số quan sát	411	411	411	989	989	989
R-squared	0,1072	0,1017	0,1143	0,0263	0,0421	0,0346

* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp

Trong trường hợp đầu tư quá mức, tất cả các hệ số của biến đại diện FRQ đều dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn đóng vai trò làm giảm tình trạng đầu tư quá mức, đây là một phương pháp giúp doanh nghiệp giảm mức đầu tư của họ và hướng về mức đầu tư tối ưu. Phát hiện này ủng hộ quan điểm cho rằng chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn giúp cho nhà quản lý kiểm soát được tình trạng đầu tư quá mức để giành quyền kiểm soát cổ đông và trái chủ. Tuy nhiên, trong trường hợp đầu tư dưới mức, chất lượng báo cáo tài chính không có tác động đáng kể trong việc làm gia tăng hiệu quả đầu tư, cho thấy rằng những doanh nghiệp có mức đầu tư thấp hơn mức dự kiến thì không hiệu quả trong việc tăng mức đầu tư. Liên quan đến nợ ngắn hạn, nhìn chung, nợ ngắn hạn thấp hơn góp phần cải thiện hiệu quả đầu tư qua việc làm giảm cả 2 tình trạng đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. Kết quả nghiên cứu này thì phù hợp với nghiên cứu của Childs và cộng sự (2005), Gomariz và Ballesta (2014). Do sự linh hoạt cao hơn của các khoản nợ ngắn hạn sẽ làm giảm xung đột giữa trái chủ

và cổ đông, từ đó làm giảm việc đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức (Childs et al., 2005; Jensen, 1986).

4.4. Xem xét hiệu ứng tương tác giữa chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư

Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy bao gồm hiệu ứng tương tác giữa thước đo tổng hợp của FRQ (Aggreg) và biến giả DumSTDebt. Bài nghiên cứu sử dụng kiểm định F-test để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình Pools và FEM, kiểm định Breusch-Pagan để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình Pools và REM, kiểm định Hausman để kiểm định sự phù hợp giữa mô hình FEM và REM. Kết quả cho thấy mô hình FEM là phù hợp nhất.

Bảng 7

Kết quả hồi quy kiểm tra hiệu ứng tương tác giữa FRQ và kỳ hạn nợ trong mối quan hệ với hiệu quả đầu tư

	InvEff	**Overinvest**	**Underinvest**
FRQ	0,11267**	0,24096**	0,00989
STDebt	0,07609***	0,22076*	0,01846*
FRQ*DumSTDebt	-0,00003*	-0,00007	0,00001
LnSales	0,00218	-0,06963*	0,01388*
LnAge	0,00697	0,10383**	-0,00814
Tang	-0,04459***	-0,25699***	0,04231
StdCFO	-0,00497	-0,13439	0,04112
StdSales	-0,00629	-0,00023	0,00904
Qtobin	-0,00276	-0,00499	0,00182
Z	0,00608**	0,08142*	-0,00851***
CFO_ATA	0,02763	0,19257***	0,01575
Opercycle	0,00001	-0,00023**	0,00001*
Loss	-0,01508	-0,08495*	-0,00195
Intercept	-0,13496	0,65300	-0,24905
Industry dummies	Yes	Yes	Yes
Số quan sát	1400	411	989
R-squared	0,0801	0,1178	0,0346

* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

Nguồn: Tác giả tự tính toán và tổng hợp

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, cả chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn đều có mối tương quan dương và có ý nghĩa thống kê đối với hiệu quả đầu tư. Đối với những doanh nghiệp có mức nợ ngắn hạn thấp, hệ số hồi quy của FRQ là 0,113 (β1), trong khi đó đối với

những doanh nghiệp có mức nợ ngắn hạn cao hơn, tác động của FRQ lên hiệu quả đầu tư là thấp hơn ($\beta3<0$), và tác động này được thể hiện bởi hệ số ($\beta1 + \beta3$). Vì thế, doanh nghiệp sử dụng nợ ngắn hạn ít hơn (nhiều hơn) thì mức độ tác động của chất lượng báo cáo tài chính lên hiệu quả đầu tư cao hơn (thấp hơn). Phát hiện này cho thấy rằng FRQ và STDebt có mối quan hệ thay thế trong việc cải thiện hiệu quả đầu tư: Một doanh nghiệp làm giảm tình trạng đầu tư không hiệu quả bằng việc chuẩn bị thông tin tài chính với chất lượng tốt hoặc bằng việc sử dụng nợ ngắn hạn. Phát hiện này phù hợp với lập luận của Gomariz và Ballesta (2014) khi cho rằng FRQ và STDebt có cơ chế thay thế trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư.

Xét 2 trường hợp đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức, kết quả cho thấy rằng chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn sẽ làm giảm tình trạng đầu tư quá mức nhưng không tác động đáng kể đến đầu tư dưới mức. Bên cạnh đó, việc sử dụng nợ ngắn hạn làm giảm thiểu cả hai tình trạng đầu tư dưới mức và đầu tư quá mức. Tuy nhiên, đối với doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng đầu tư dưới mức hay đầu tư quá mức, bài nghiên cứu không tìm thấy sự khác biệt về mức độ ảnh hưởng của FRQ lên hiệu quả đầu tư khi doanh nghiệp sử dụng các mức nợ ngắn hạn khác nhau.

5. Kết luận

Mục tiêu của bài nghiên cứu là nhằm xem xét tác động của chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn lên hiệu quả đầu tư bằng việc sử dụng một mẫu gồm 200 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2009-2015, và cho thấy một số kết quả như sau:

- Thứ nhất, khi xem xét mối quan hệ giữa chất lượng báo cáo tài chính và hiệu quả đầu tư, bài nghiên cứu tìm thấy rằng: các doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính (FRQ) tốt hơn sẽ góp phần nâng cao hiệu quả đầu tư, làm giảm tình trạng đầu tư quá mức nhưng lại không tác động đáng kể đến đầu tư dưới mức. Lý do đưa ra là khi chất lượng báo cáo tài chính được nâng cao thì các thông tin tài chính được công bố trở nên đáng tin cậy, từ đó giúp các nhà quản lý tránh được việc thực hiện các dự án xấu, giảm thiểu vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, các quyết định đầu tư sẽ đạt hiệu quả cao hơn. Hơn nữa, việc nâng cao chất lượng báo cáo tài chính có thể ngăn ngừa những hành vi vì lợi ích cá nhân của nhà quản lý cũng như tạo được niềm tin cho các nhà đầu tư bên ngoài trong việc quyết định thực hiện đầu tư, tránh được các dự án đầu tư không hiệu quả, cũng như kiểm soát được các quyết định đầu tư của nhà quản lý;
- Thứ hai: bài nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa việc sử dụng nợ ngắn hạn và hiệu quả đầu tư. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng sử dụng nợ ngắn hạn có thể cải thiện hiệu quả đầu tư trong cả 2 trường hợp đầu tư dưới mức và quá mức. Lý do đưa ra là việc sử dụng nợ ngắn hạn có thể làm giảm tình trạng thông tin bất cân xứng khi đứng trên cả hai quan điểm bên đi vay và bên cho vay. Theo quan điểm của bên đi vay, việc sử dụng các khoản nợ ngắn hạn cho thấy dấu hiệu công ty đang hoạt động ổn định và qua đó có thể đạt được những điều kiện vay tốt hơn đối với các khoản vay gia hạn tiếp theo (Berger & Udell, 1998; Flannery, 1986; Ortiz-Molina & Penas, 2008). Còn theo quan điểm bên cho vay, các khoản nợ có kỳ hạn ngắn thì sẽ cho phép chủ nợ dễ dàng kiểm soát việc sử dụng vốn của các nhà quản lý, tránh được rủi ro nợ xấu hay không thu hồi được vốn (Diamond, 1991, 1993). Sự linh hoạt cao của các khoản nợ ngắn hạn giúp cải làm giảm tình trạng đầu tư không hiệu quả (Childs et al., 2005; Myers,

1977). Như vậy, các công ty sử dụng nợ ngắn hạn càng nhiều thì vấn đề tiếp cận nguồn vốn càng dễ dàng, từ đó công ty có cơ hội để đầu tư hiệu quả hơn;

- Cuối cùng, bài nghiên cứu xem xét sự thay đổi trong mức độ tác động của chất lượng báo cáo tài chính đến hiệu quả đầu tư khi nợ ngắn hạn thay đổi, bài nghiên cứu cũng tìm thấy được mối quan hệ thay thế giữa chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn trong việc nâng cao hiệu quả đầu tư: doanh nghiệp sử dụng nợ ngắn hạn ít hơn thì mức độ tác động của chất lượng báo cáo tài chính lên hiệu quả đầu tư mạnh hơn. Lý do đưa ra là những doanh nghiệp có chất lượng báo cáo tài chính tốt hơn thì bên cho vay sẽ ít yêu cầu các khoản nợ ngắn hạn để kiểm soát hành vi của nhà quản trị doanh nghiệp, do đó kỳ hạn nợ sẽ dài hơn (Bharath, Sunder, & Sunder, 2008; García-Teruel, Martínez-Solano, & Sánchez-Ballesta, 2010). Vì thế, mức độ tác động của chất lượng báo cáo tài chính lên việc giảm bớt vấn đề bất cân xứng thông tin sẽ tăng lên khi sử dụng kỳ hạn nợ dài hơn và giảm đi khi sử dụng kỳ hạn nợ ngắn hơn.

Từ kết quả nghiên cứu trên cho thấy được tầm quan trọng của chất lượng báo cáo tài chính và nợ ngắn hạn đối với hiệu quả đầu tư. Do vậy, các doanh nghiệp cần nâng cao chất lượng báo cáo tài chính, phát hiện những bất thường từ các tỷ số tài chính để có những giải pháp khắc phục kịp thời. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng nên sử dụng nguồn vốn hợp lý cho các dự án đầu tư khi tài trợ bằng nợ. Ngoài ra, do quyết định đầu tư của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi vấn đề đại diện khi người đại diện không thực hiện đầy đủ và chặt chẽ quyền quản lý, giám sát của mình, nên doanh nghiệp cần thực hiện một số các cơ chế giám sát, từ đó góp phần quản lý tài chính, hạn chế các hành vi cơ hội của nhà quản lý, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn cũng như hiệu quả đầu tư.

Tài liệu tham khảo

Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance, 11*(1), 277-291.

Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies, 20*(5), 1429-1460.

Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance, 50*(2), 609-631.

Beatty, A., Liao, W. S., & Weber, J. (2010). The effect of private information and monitoring on the role of accounting quality in investment decisions. *Contemporary Accounting Research, 27*(1), 17-47.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance, 22*(6), 613-673.

Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review, 83*(1), 1-28.

Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review, 81*(5), 963-982.

Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics, 48*(2), 112-131.

Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, *32*(1), 237-333.

Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, *86*(4), 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*(3), 667-690.

Crotty, J. R. (1992). Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, *14*(4), 483-496.

Datta, S., Iskandar-Datta, M. A. I., & Raman, K. (2005). Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, *60*(5), 2333-2350.

Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics*, *106*(3), 709-737.

Diamond, D. W. (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of Financial Economics*, *33*(3), 341-368.

Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, *41*(1), 19-37.

García-Marco, T., & Ocana, C. (1999). The effect of bank monitoring on the investment behavior of Spanish firms. *Journal of Banking & Finance*, *23*(11), 1579-1603.

García-Teruel, P. J., Martínez-solano, P. E. D. R. O., & Sánchez-ballesta, J. P. (2010). Accruals quality and debt maturity structure. *Abacus*, *46*(2), 188-210.

Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, *40*, 494-506.

Guedes, J., & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *The Journal of Finance*, *51*(5), 1809-1833.

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*(1), 405-440.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, *76*(2), 323-329.

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, *29*, 193-228.

Jun, S. G., & Jen, F. C. (2003). Trade-off model of debt maturity structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *20*(1), 5-34.

Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, *37*(1), 57-81.

Magri, S. (2010). Debt maturity choice of nonpublic Italian firms. *Journal of Money, Credit and Banking*, *42*(2/3), 443-463.

Mai, H. H. (2015). *Ảnh hưởng của chất lượng báo cáo tài chính và kỳ hạn nợ đối với hiệu quả đầu tư [The impact of financial statement quality and debt maturity on investment performance]*. (Unpublished master's thesis). Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Vietnam.

McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*, *83*(6), 1571-1603.

Modares, A., & Hesarzade, R. (2008). The study of the relationship between financial reporting quality and investment revenue. *Journal of Stock*, *1*(2), 82-116.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 147-175.

Ortiz-Molina, H., & Penas, M. F. (2008). Lending to small businesses: The role of loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*, *30*(4), 361-383.

Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, *22*(1), 435-480.

Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of Finance*, *47*(4), 1367-1400.

Verdi, R. S. (2006). *Financial reporting quality and investment efficiency*. Retrieved September 13, 2017, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930922

Wang, F., Zhu, Z., & Hoffmire, J. (2014). Financial reporting quality, ownership concentration, and investment efficiency: Evidence from China. *BioTechnology: An Indian Journal*, *10*(18), 9873-9881.