

NHỮNG NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Thị Thanh Hòa

Khoa Tài chính doanh nghiệp, Học viện Tài chính

Email: thanhhoapham@ymail.com

Ngày nhận: 4/12/2016

Ngày nhận bản sửa: 20/01/2017

Ngày duyệt đăng: 25/02/2017

Tóm tắt:

Trên cơ sở tổng hợp một số lý thuyết điển hình về cơ cấu nguồn vốn và các kết quả thực nghiệm từ các nghiên cứu trước đó, nghiên cứu cố gắng làm rõ những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm 47 công ty cổ phần niêm yết trên HNX và HOSE giai đoạn 2008 - 2015. Kết quả hồi quy chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản cố định và thời gian hoạt động là những nhân tố làm tăng hệ số nợ; tác động ngược chiều được quan sát cho nhân tố khả năng thanh toán và điều hành vĩ mô; lá chắn thuế phi nợ, tăng trưởng, khả năng sinh lời và ràng buộc tài chính khác không gây ra tác động đến hệ số nợ. Từ những kết quả thực nghiệm này, tác giả đưa ra một số kiến nghị nhằm xây dựng cơ cấu nguồn vốn hợp lý cho các công ty xây dựng ở Việt Nam.

Từ khóa: Cơ cấu nguồn vốn, công ty xây dựng niêm yết, nhân tố ảnh hưởng, Việt Nam.

Factors affecting the capital structure of constructing firms listed on Vietnamese Stock Exchange

Abstract:

This paper reviews the theories of capital structure's determinants and the extant empirical results of previous studies on the factors of the capital structure. The author examines the driving forces of capital structure of constructing firms listed on Vietnamese Stock Exchange, including HNX and HOSE. The sample includes 47 firms listed on HNX and HOSE from 2008 to 2015. The results of fixed effect regression indicate that firm size, tangibility, and firm age have positive impact on debt ratio. The negative impacts are observed for liquidity and the macroeconomics operation. There are no statistically significant impacts for non-debt tax shields, growth, profitability and financial constraints. Based on the empirical findings, the author provides recommendations for the Vietnam constructing firms to achieve the targeted capital structure.

Keywords: Capital structure, constructing industry, listed firm, Vietnamese stock exchange.

1. Giới thiệu

Xây dựng một cơ cấu nguồn vốn hợp lý là vấn đề mang ý nghĩa sống còn đối với doanh nghiệp, đặc biệt trong môi trường cạnh tranh khốc liệt của quá trình toàn cầu hóa. Các lý thuyết kinh tế về tài chính doanh nghiệp đã chỉ ra những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Việc kiểm

chứng tính thực tiễn của những nghiên cứu này đã được tiến hành ở rất nhiều nền kinh tế khác nhau, song phần lớn các nghiên cứu tập trung vào các thị trường tài chính phát triển. Do vậy, làm rõ tính bao quát của các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn ở những thị trường kém phát triển là một điều cần thiết. Mặt khác, sự phù hợp của các lý thuyết về cơ cấu nguồn

vốn đối với một ngành cũng cần được đánh giá nhằm hướng đến mục đích cuối cùng là vận hành hiệu quả hoạt động tài chính doanh nghiệp và gia tăng giá trị cho doanh nghiệp.

Là một ngành đặc biệt quan trọng đối với quá trình phát triển quốc gia, các công ty xây dựng đã có những đóng góp nhất định vào sự tăng trưởng của nền kinh tế. Theo số liệu thống kê của Tổng cục Thống kê, năm 2014 doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp trong ngành xây dựng lần lượt là 787 ngàn tỷ đồng và 120 ngàn tỷ đồng, đóng góp thuế và các khoản nộp ngân sách là 271 ngàn tỷ đồng. Tuy nhiên, các công ty trong ngành chưa thực sự quan tâm đến việc xây dựng một cơ cấu nguồn vốn hợp lý. Trong bối cảnh kinh tế bất ổn như hiện nay, việc thiếu đi một cơ cấu nguồn vốn hợp lý dễ dẫn đến nguy cơ mất cân đối về tài chính hoặc lâm vào phá sản.

Nhận thức được tầm quan trọng đó, bài viết này sẽ nhận diện và đánh giá những nhân tố có ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng tại Việt Nam thông qua nghiên cứu định lượng. Từ đó, kiến nghị một vài giải pháp nhằm tạo dựng cơ cấu nguồn vốn hợp lý cho các công ty ngành xây dựng

Bài nghiên cứu bao gồm năm phần. Sau phần giới thiệu, tác giả sẽ khái quát những cơ sở lý thuyết cho việc lựa chọn biến và thiết lập mô hình. Phần thứ ba làm rõ nguồn dữ liệu, mô hình và phương pháp phân tích. Phần thứ tư là kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu. Phần thứ năm đưa ra kết luận và một số kiến nghị cho công tác quản trị tài chính doanh nghiệp tại các công ty ngành xây dựng.

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Có rất nhiều lý thuyết về những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp như lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết định thời điểm thị trường, lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu... Đồng thời cũng có rất nhiều những nghiên cứu đi tìm các bằng chứng thực nghiệm để làm rõ các nhân tố ảnh hưởng theo các lý thuyết cơ cấu nguồn vốn đó, có thể kể đến như sau:

Frank & Goyal (2009) đã nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty phi tài chính tại thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 1950 - 2000. Các tác giả cho rằng những nhân tố ảnh hưởng thuận chiều lên cơ cấu nguồn vốn bao

gồm hệ số nợ trung bình ngành, tài sản đảm bảo, quy mô doanh nghiệp và lạm phát kỳ vọng; các nhân tố ảnh hưởng ngược chiều lên hệ số nợ là hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, rủi ro phá sản tính theo chỉ số Z của Altman và chi trả cổ tức.

Deesomsak & cộng sự (2004) làm rõ những yếu tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp hoạt động tại 4 quốc gia trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương (Thái Lan, Malaysia, Singapore, và Úc) với sự chú trọng về thể chế và pháp luật tài chính. Mẫu khảo sát bao gồm tất cả các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán quốc gia trong giai đoạn nghiên cứu. Nghiên cứu đã đánh giá tác động của 6 biến độc lập bao gồm: tỷ lệ tài sản hữu hình, lợi nhuận, quy mô doanh nghiệp, lá chắn thuế phi nợ, tính thanh khoản và biến động doanh thu đến biến phụ thuộc là đòn bẩy tài chính. Kết quả nghiên cứu cũng khẳng định rằng cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp chịu sự ảnh hưởng của các yếu tố vi mô, bao gồm cấu trúc tài sản, lợi nhuận, quy mô, lá chắn thuế phi nợ, tính thanh khoản và biến động doanh thu.

Lê Đạt Chí (2013) đã nghiên cứu kiểm định những nhân tố giữ vai trò quan trọng trong quyết định cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007 -2010. Tác giả đã dựa trên nền tảng lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn như lý thuyết đánh đổi, trật tự phân hạng và thời điểm thị trường và lý thuyết tài chính hành vi. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra sáu nhân tố thực sự giữ vai trò quan trọng là thuế, lạm phát, tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, đòn bẩy ngành, tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và hành vi nhà quản trị.

Đặng Quỳnh Anh & Quách Thị Hải Yến (2014) đã thực hiện nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc nguồn vốn của 180 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010 - 2013. Các tác giả đã sử dụng phương pháp ước lượng các yếu tố không ngẫu nhiên với 10 nhân tố đưa vào mô hình. Kết quả của bài nghiên cứu đã chỉ ra có ba nhân tố tác động mạnh đến cơ cấu nguồn của doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu là quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lợi và thuế.

Như vậy, các nghiên cứu trước đó phần lớn được tiến hành trên phạm vi các doanh nghiệp niêm yết của nhiều ngành trên sàn chứng khoán của một quốc gia. Số lượng những nghiên cứu làm rõ các nhân tố

ảnh hưởng đến một ngành cụ thể, bao gồm ngành xây dựng còn tương đối hạn chế. Ngành xây dựng ở Việt Nam trong giai đoạn 2008 - 2015 phải đối mặt với sự suy thoái của thị trường bất động sản cũng như chịu ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tín dụng giai đoạn 2011 - 2014. Do vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm làm rõ các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh kinh tế vĩ mô nhiều biến động. Từ đó giúp các doanh nghiệp trong ngành đưa ra những quyết định quản trị tài chính doanh nghiệp phù hợp và hiệu quả.

2.2. Cơ sở lý thuyết

Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp là tỷ trọng của từng thành phần nguồn vốn trong giá trị nguồn vốn của doanh nghiệp. Khi xem xét cơ cấu nguồn vốn của một doanh nghiệp, người ta thường chú trọng đến mối quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp.

Việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn là một trong những vấn đề tài chính hết sức quan trọng mà các nhà quản trị tài chính đặc biệt quan tâm bởi lẽ: (i) Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp là một trong các yếu tố quyết định đến chi phí sử dụng bình quân của doanh nghiệp (WACC). Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp là tỷ suất sinh lợi đòi hỏi tối thiểu đối với mỗi dự án đầu tư của doanh nghiệp và cũng là tỷ suất chiết khấu để xác định giá trị của doanh nghiệp đó. (ii) Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty (thể hiện qua tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) hay thu nhập trên một cổ phần (EPS)) và rủi ro tài chính của doanh nghiệp. (iii) Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng rất lớn đến giá trị của một doanh nghiệp (Bùi Văn Vân & Vũ Văn Ninh, 2013).

Nhà quản trị tài chính có thể thiết lập một cơ cấu nguồn vốn hợp lý dựa trên cơ sở phân tích định tính và định lượng những nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Các nhân tố có thể kể đến như:

Tỷ lệ tăng trưởng của doanh nghiệp

Trên góc độ thuyết chi phí về vấn đề người đại diện được phát triển bởi Jensen & Meckling (1976), các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao thường dựa vào tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Theo Myers (1984), nếu một doanh nghiệp có hệ số nợ cao thì

người chủ sở hữu của doanh nghiệp có xu hướng không đầu tư nhiều vào các dự án của doanh nghiệp bởi vì lợi nhuận từ các khoản đầu tư này sẽ có lợi cho chủ nợ hơn là cho chủ sở hữu. Và như vậy các doanh nghiệp tăng trưởng cao với nhiều dự án sinh lời thường dựa vào vốn chủ sở hữu hơn là vào vốn vay.

Học thuyết trật tự phân hạng thì cho rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng cao thường đầu tư nhiều hơn, thời gian tích lũy lợi nhuận giữ lại ít hơn và do đó sẽ sử dụng nhiều nợ hơn so với các doanh nghiệp khác. Như vậy, theo lý thuyết trật tự phân hạng, tăng trưởng và nợ có mối quan hệ thuận.

Quy mô của doanh nghiệp

Quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Thông thường, những doanh nghiệp có quy mô vốn lớn thường có rủi ro phá sản thấp và chi phí phá sản thấp. Các doanh nghiệp này thường có dòng tiền ít biến động và dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng. Mặt khác, quy mô được xem là đại diện cho sự bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư trong và ngoài doanh nghiệp. Fama & Jensen (1983) cho rằng doanh nghiệp lớn cung cấp nhiều thông tin cho nhà đầu tư bên ngoài hơn là doanh nghiệp nhỏ. Chính vì lợi ích từ việc bất cân xứng thông tin ít nên doanh nghiệp lớn có thể dễ dàng tiếp cận thị trường nợ và vay mượn với chi phí thấp hơn. Do đó, doanh nghiệp lớn thường vay nợ nhiều hơn doanh nghiệp nhỏ.

Cơ cấu tài sản

Cơ cấu tài sản là tỷ trọng của từng loại tài sản trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Các lý thuyết đều cho rằng doanh nghiệp nào sử dụng nhiều tài sản cố định hữu hình thì càng sử dụng nhiều nợ. Bởi vì tài sản cố định hữu hình đóng vai trò quan trọng trong việc thế chấp để đảm bảo cho các khoản vay. Hơn nữa, tài sản cố định hữu hình cũng góp phần gia tăng giá trị thanh lý của doanh nghiệp. Do vậy, tỷ số tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản có ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có tỷ số tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản cao thì hệ số nợ thường cao.

Khả năng sinh lời

Theo lý thuyết đánh đổi (*trade-off theory*), khi các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao, họ thích sử dụng nợ vay vì các yếu tố khác không đổi thì họ sẽ lợi dụng được tầm lá chắn thuế nhiều hơn.

Theo lý thuyết trật tự phân hạng (*pecking order theory*) thì các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp thích tài trợ cho các dự án bằng nguồn vốn từ nội sinh hơn sau đó mới đến nguồn vốn ngoại sinh. Điều này cũng có nghĩa là các doanh nghiệp có mức sinh lời cao sẽ có tỷ lệ nợ vay thấp.

Những mô hình dựa trên chi phí đại diện cũng đưa ra những dự đoán về mối tương quan giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy như sau: trong thuyết dòng tiền tự do, Jensen (1986) đã xem nợ là một công cụ để buộc nhà quản lý nhà bớt lợi nhuận và hạn chế việc mua sắm tài sản cá nhân lãng phí. Vì vậy, có mối tương quan thuận giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính. Theo thuyết phát tín hiệu, doanh nghiệp có khả năng sinh lợi được cho là sử dụng nợ như một tín hiệu thể hiện chất lượng của doanh nghiệp và thuyết này cũng dự đoán mối tương quan thuận giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính.

Khả năng thanh toán và tính thanh khoản

Thông thường, khả năng thanh toán và hệ số nợ có mối quan hệ cùng chiều. Những doanh nghiệp có khả năng thanh toán cao hơn sẽ đảm bảo thanh toán tốt hơn các khoản nợ đến hạn. Tuy nhiên, theo thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ hơn là bên ngoài. Vì vậy, doanh nghiệp có thể tạo ra tính thanh khoản cho mình từ việc sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại. Nếu các tài sản có tính thanh khoản đủ để tài trợ cho các dự án đầu tư thì doanh nghiệp không cần phải sử dụng đến các nguồn tài trợ bên ngoài. Do đó, tính thanh khoản và đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch.

Lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao

Đây là lá chắn thuế phi nợ, là các khoản không phải lãi vay được khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp như khấu hao, các chi phí đầu tư cho sự phát triển của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Deangelo & Masulis (1980), các khoản phi nợ vay được khấu trừ thuế sẽ thay thế cho lợi ích từ thuế của việc vay nợ. Điều đó có nghĩa là tấm chắn thuế phi nợ càng cao thì doanh nghiệp càng ít cần đến tấm chắn thuế nợ, vì vậy, càng ít vay nợ. Do đó, tấm chắn thuế phi nợ và đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch. Trong khi đó, Michael Bradley & cộng sự (1984) lại chỉ ra quan hệ thuận giữa lá chắn thuế phi nợ và đòn bẩy.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập và xử lý số liệu

Số liệu trong bài nghiên cứu được tổng hợp từ báo cáo tài chính hợp nhất và các số liệu thị trường của các công ty xây dựng Việt Nam đang niêm yết. Mẫu nghiên cứu gồm 47 doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2008 - 2015. Số liệu của mỗi nhân tố hay mỗi biến được thu thập tồn tại dưới dạng dữ liệu bảng (*panel data*) với 2 chiều là năm (từ 2008 - 2015) và các công ty (47 công ty).

3.2. Xây dựng các giả thuyết và thiết lập mô hình

Có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở số liệu thu thập được, nhằm xác định ảnh hưởng của khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, cơ cấu tài sản, lá chắn thuế phi nợ và khả năng thanh toán ảnh hưởng như thế nào đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các giả thuyết sau đây được phát triển theo cơ sở lý thuyết đã trình bày ở trên về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn và các bài nghiên cứu thực nghiệm đã thực hiện.

H₁: Khả năng sinh lời có tác động ngược chiều đến hệ số nợ

H₂: Quy mô doanh nghiệp có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₃: Cơ cấu tài sản cố định có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₄: Sự tăng trưởng có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₅: Lá chắn thuế phi nợ có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₆: Khả năng thanh toán có tác động ngược chiều đến hệ số nợ

Bên cạnh đó, trong giai đoạn nghiên cứu, giai đoạn 2011 - 2014, chính sách tài khóa đã được điều chỉnh theo hướng thắt chặt chi tiêu, đặc biệt là chi đầu tư công. Chính sách tín dụng trong giai đoạn này là Ngân hàng Nhà nước đã mạnh dạn áp dụng cơ chế điều hành mới là xây dựng và công bố chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng hàng năm thay cho việc các tổ chức tín dụng sẽ tự quyết trong giai đoạn trước. Chính sách điều hành này đã hỗ trợ công tác kiểm soát lạm phát. Tăng trưởng tín dụng bình quân khoảng 13%/năm thấp hơn so với mức tăng bình quân 33,3%/năm giai đoạn 2006 - 2010. Lãi suất cho vay trong giai đoạn này khá cao, nợ xấu trong lĩnh vực bất động sản cao. Thắt chặt tín dụng và lãi suất vay khá

cao thời gian này có thể khiến cho các doanh nghiệp xây dựng khó tiếp cận được với nguồn vốn vay nợ từ ngân hàng. Do vậy, bài nghiên cứu cho thêm biến kiểm soát điều hành vĩ mô trong giai đoạn 2011 - 2014 vào mô hình.

H₇: Điều hành vĩ mô của Chính phủ có tác động ngược chiều đến hệ số nợ

Việc vay nợ của doanh nghiệp còn phụ thuộc vào thời gian hoạt động của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu thường dễ vay nợ hơn so với các doanh nghiệp do có uy tín lâu năm hơn.

H₈: Thời gian hoạt động của doanh nghiệp có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

Các doanh nghiệp muốn huy động được nợ vay từ ngân hàng thì thường phải chịu các ràng buộc tài chính. Ràng buộc tài chính có thể được hiểu là những điều kiện, cam kết mà doanh nghiệp phải tuân thủ theo yêu cầu của ngân hàng, như điều kiện về dòng tiền, tài sản đảm bảo... Doanh nghiệp có dòng tiền thuận dồi dào sẽ dễ tiếp cận được nguồn vốn vay của ngân hàng hơn. Do vậy bài nghiên cứu cho thêm biến dòng tiền thuận đại diện cho ràng buộc tài chính. Bên cạnh đó, với điều kiện đặc thù của Việt Nam và đồng thời dựa trên lý thuyết tài chính hành vi, để đại diện thêm cho ràng buộc tài chính, nghiên cứu đưa thêm biến cơ cấu sở hữu. Việc tiếp cận với nguồn vốn vay từ các ngân hàng của các doanh nghiệp nhà nước dễ dàng hơn đối với doanh nghiệp tư nhân.

H₉: Ràng buộc tài chính có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

Để kiểm nghiệm những giả thuyết đưa ra ở trên, bài nghiên cứu xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$TDR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIQUID_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 NDTs_{it} + \beta_6 BEP_{it} + \beta_7 DUM1 + \beta_8 AGE + \beta_9 OCF + \beta_{10} DUM2 + u_{it}$$

Trong đó:

β_0 là hằng số; $\beta_1 - \beta_{10}$ là hệ số hồi quy cho các biến độc lập

TDR = hệ số nợ; BEP = khả năng sinh lời; SIZE = quy mô doanh nghiệp; TANG = cơ cấu tài sản cố định; GROWTH = tỷ lệ tăng trưởng; NDTs = lá chắn thuế phi nợ; LIQUID = khả năng thanh toán; DUM1: đại diện cho điều hành vĩ mô; AGE: thời gian hoạt động của doanh nghiệp; OCF: dòng tiền

thuần của doanh nghiệp; DUM2: đại diện cho cơ cấu sở hữu.

Giải thích yếu tố quyết định biến:

Biến phụ thuộc phản ánh cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng. Về mặt lý thuyết để phản ánh cơ cấu nguồn vốn các nghiên cứu trước đây thường sử dụng các chỉ tiêu hệ số nợ (Tổng nợ/Tổng nguồn vốn). Vì vậy, để phản ánh cơ cấu nguồn vốn bài nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu hệ số nợ được xác định bằng tổng nợ trên tổng nguồn vốn. Hệ số nợ có thể được tính theo giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường. Có những quan điểm ủng hộ sử dụng hệ số nợ theo giá trị sổ sách là biến phụ thuộc bởi vì hệ số này dựa trên những tài sản thực có của doanh nghiệp. Mặt khác, việc sử dụng hệ số nợ theo giá trị thị trường sẽ có sự biến động lớn và không đáng tin cậy trong việc ra các quyết định tài trợ của doanh nghiệp vì những hiện tượng như tình trạng đầu cơ trên thị trường chứng khoán. Vì vậy các chỉ tiêu được tính toán là các chỉ tiêu theo giá trị sổ sách.

Các biến độc lập:

Khả năng sinh lời: được đo lường bằng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) (=Lợi nhuận trước lãi vay và thuế/tổng tài sản bình quân).

Tỷ lệ tăng trưởng: được đo lường bằng tỷ lệ tăng trưởng tổng doanh thu và xác định theo công thức: (Doanh thu năm nay – doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước.

Khả năng thanh toán: bài nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện hành được xác định bằng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn.

Quy mô doanh nghiệp: Trong mô hình nghiên cứu quy mô doanh nghiệp sẽ được tính bằng logarit của tài sản doanh nghiệp.

Cơ cấu tài sản cố định: được xác định bằng tỷ trọng giữa tài sản cố định và tổng tài sản theo giá trị sổ sách.

Lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao (lá chắn thuế phi nợ): được xác định bằng khấu hao tài sản cố định trên tổng tài sản.

Thời gian hoạt động của doanh nghiệp được tính từ khi doanh nghiệp được thành lập đến năm 2015.

Nghiên cứu sử dụng biến giả 1 (DUM1) đại diện cho điều hành vĩ mô của Chính phủ. DUM1 nhận giá trị 1 trong giai đoạn 2011 - 2014, nhận giá trị 0 ở trong các thời gian còn lại.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

| Biến | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Thấp nhất | Cao nhất |
|--------|------------|---------------|-----------|----------|
| TDR | 0.709 | 0.139 | 0.251 | 0.926 |
| LIQUID | 1.318 | 0.435 | 0.301 | 3.621 |
| TANG | 0.694 | 0.196 | 0.0682 | 0.971 |
| NDTS | 0.133 | 0.118 | 0.00155 | 0.563 |
| SIZE | 5.907 | 0.505 | 4.562 | 7.501 |
| GROWTH | 0.220 | 0.470 | -0.812 | 2.689 |
| BEP | 0.0676 | 0.0457 | -0.0887 | 0.295 |

Đề đại diện cho ràng buộc tài chính trong vay nợ, nghiên cứu sử dụng biến dòng tiền thuần và cơ cấu sở hữu của doanh nghiệp. Biến giả 2 (DUM2) đại diện cho cơ cấu sở hữu, nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có sở hữu nhà nước, nhận giá 0 nếu doanh nghiệp không có sở hữu nhà nước.

Nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata để tiến hành ước lượng các tham số và thực hiện kiểm định cần thiết. Do số liệu thu thập và được xử lý ở dạng bảng nên bài nghiên cứu sử dụng hai phương pháp: (1) Mô hình hồi quy tác động cố định (*fixed effects model - FEM*); (2) Mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (*random effects model - REM*). Kiểm định Hausman cho thấy FEM phù hợp hơn REM. Vì vậy, nghiên cứu sử dụng mô hình FEM. Kiểm định khuyết tật tự tương quan cho mô hình bằng kiểm định Wooldridge cho thấy mô hình không có hiện tượng tự tương quan với $p\text{-value} < 0.01$. Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi cho thấy mô hình có khuyết tật phương sai sai số thay đổi. Do vậy bài nghiên cứu có sử dụng tham số robust để điều chỉnh phương sai sai số thay đổi đối với mô hình FEM.

Nhìn vào Bảng 1 có thể thấy hệ số nợ trung bình

của các công ty xây dựng được nghiên cứu trong giai đoạn 2008 - 2015 là 70,9%. Điều này cho thấy, trong giai đoạn nghiên cứu các công ty xây dựng đã phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn vay. Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn trung bình lớn hơn 1.

Bảng 2 cho thấy hệ số nợ của các công ty xây dựng qua các năm đều khá cao, tuy nhiên trong giai đoạn 2011 - 2014, hệ số nợ có giảm so với giai đoạn trước. Khả năng thanh toán đều lớn hơn 1. Tài sản cố định luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản (khoảng 70%), vòng quay vốn kinh doanh đều nhỏ hơn 1 và khả năng sinh lời khá thấp, nhất là trong giai đoạn 2011 - 2014.

Nhìn vào Bảng 3 có thể thấy tương quan giữa các biến độc lập không quá lớn. Bảng kết quả cũng cho thấy hệ số nợ và khả năng thanh toán, tỷ suất sinh lời, lá chắn thuế phi nợ có mối tương quan âm và mối tương quan dương giữa các biến còn lại với hệ số nợ.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 4 cho thấy kết quả phân tích định lượng bằng hai phương pháp FEM và REM, đồng thời cho thấy kết quả hiệu chỉnh bằng tham số robust để điều chỉnh phương sai sai số thay đổi đối với mô hình FEM.

Bảng 2: Một vài chỉ tiêu tài chính của các công ty xây dựng giai đoạn 2008 – 2015

| Chỉ tiêu | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Hệ số nợ | 0.73 | 0.73 | 0.72 | 0.69 | 0.68 | 0.69 | 0.7 | 0.73 |
| Khả năng thanh toán | 1.30 | 1.31 | 1.40 | 1.35 | 1.23 | 1.25 | 1.34 | 1.37 |
| Cơ cấu tài sản cố định | 0.70 | 0.70 | 0.68 | 0.70 | 0.68 | 0.70 | 0.70 | 0.69 |
| Vòng quay tổng tài sản | 0.97 | 0.9 | 0.86 | 0.74 | 0.69 | 0.68 | 0.71 | 0.70 |
| Tốc độ tăng trưởng | 0.37 | 0.45 | 0.26 | 0.03 | 0.12 | 0.15 | 0.11 | 0.28 |
| BEP | 0.08 | 0.08 | 0.10 | 0.07 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| ROA | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 0.03 | 0.02 | 0.01 | 0.02 | 0.03 |
| ROE | 0.18 | 0.2 | 0.2 | 0.12 | 0.07 | 0.05 | 0.08 | 0.09 |

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến

| | TDR | LIQUID | TANG | NDTS | SIZE | GROWTH | BEP | DUM1 | OCF | AGE | DUM2 |
|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|------|
| TDR | 1 | | | | | | | | | | |
| LIQUID | -0.5371 | 1 | | | | | | | | | |
| TANG | 0.1104 | 0.144 | 1 | | | | | | | | |
| NDTS | -0.0643 | -0.099 | -0.1447 | 1 | | | | | | | |
| SIZE | 0.316 | 0.2401 | -0.3217 | -0.1919 | 1 | | | | | | |
| GROWTH | 0.0173 | 0.0322 | -0.0348 | -0.0532 | -0.0363 | 1 | | | | | |
| BEP | -0.314 | 0.0655 | -0.1543 | 0.2681 | -0.1921 | 0.1143 | 1 | | | | |
| DUM1 | 0.0351 | -0.034 | 0.0065 | -0.0585 | 0.2392 | -0.2281 | -0.3288 | 1 | | | |
| OCF | 0.02 | 0.0764 | -0.1114 | 0.0568 | 0.0599 | 0.0242 | 0.032 | 0.0401 | 1 | | |
| AGE | 0.3155 | 0.2768 | -0.1125 | 0.2012 | 0.159 | -0.0473 | -0.0277 | 0.0037 | 0.0623 | 1 | |
| DUM2 | 0.1885 | 0.0155 | 0.1864 | 0.1884 | -0.0474 | -0.1166 | -0.1011 | -0.0986 | 0.0362 | 0.3135 | 1 |

Hệ số xác định $R^2=0.431$ thể hiện các biến độc lập được lựa chọn trong mô hình đã giải thích được 43,1% phương sai của hệ số nợ.

Qua kết quả ước lượng mô hình FEM đã robust, có thể nhận xét rằng các nhân tố có ảnh hưởng đến hệ số nợ là khả năng thanh toán, cơ cấu tài sản cố

định, quy mô doanh nghiệp, thời gian hoạt động của doanh nghiệp và biến giả DUM1 đại diện cho điều hành vĩ mô với mức ý nghĩa thống kê $p\text{-value} < 0,01$.

Nhân tố khả năng thanh toán có mối tương quan âm với hệ số nợ. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Khi doanh nghiệp có khả năng

Bảng 4: Kết quả phân tích định lượng

| Phương pháp Biến | FEM TDR | REM TDR | ROBUST TDR |
|---------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| LIQUID | -0.111*** (0.0104) | -0.115*** (0.0101) | -0.111*** (0.0237) |
| TANG | 0.219*** (0.0362) | 0.202*** (0.0336) | 0.219*** (0.0621) |
| NDTS | -0.117 (0.0908) | -0.158** (0.0717) | -0.117 (0.105) |
| SIZE | 0.207*** (0.0262) | 0.142*** (0.0194) | 0.207*** (0.0407) |
| GROWTH | 0.00647 (0.00699) | 0.00577 (0.00708) | 0.00647 (0.00911) |
| BEP | -0.247*** (0.0928) | -0.266*** (0.0932) | -0.247 (0.151) |
| AGE | 0.00820** (0.00360) | 0.00215** (0.000959) | 0.00820*** (0.00239) |
| DUM1 | -0.0521*** (0.00914) | -0.0374*** (0.00852) | -0.0521*** (0.0134) |
| OCF | -8.35e-09 (1.47e-08) | -8.61e-09 (1.50e-08) | -8.35e-09 (1.57e-08) |
| DUM2 | 0.0254 (0.0327) | 0.0328 (0.0295) | 0.0254 (0.0335) |
| Constant | -0.729*** (0.217) | -0.137 (0.125) | -0.729** (0.307) |
| Số quan sát | 376 | 376 | 376 |
| R^2 | 0.431 | | 0.431 |

Ghi chú: (i) ***, **, *, lần lượt cho biết mức ý nghĩa thống kê $p\text{-value}$ 1%, 5%, 10%; (ii): lệnh robust được dùng để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi đối với mô hình FEM.

thanh toán cao, doanh nghiệp ưa thích dùng nguồn vốn nội sinh để đầu tư hơn là dùng nguồn vốn vay.

Nhân tố cơ cấu tài sản cố định có mối tương quan dương với hệ số nợ. Đặc trưng của các doanh nghiệp ngành xây dựng là có cơ cấu tài sản nghiêng về tài sản cố định. Trong những năm qua, các doanh nghiệp xây dựng thường sử dụng nợ vay để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Nhân tố quy mô có mối tương quan dương với hệ số nợ, điều này phù hợp với lý thuyết đánh đổi. Đó là quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Những doanh nghiệp có quy mô vốn lớn thường có rủi ro phá sản thấp và chi phí phá sản thấp. Mặt khác, các doanh nghiệp này thường có dòng tiền ít biến động và dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng. Do vậy, cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp này thường nghiêng về hệ số nợ.

Thời gian hoạt động của doanh nghiệp có mối tương quan dương với hệ số nợ, thể hiện doanh nghiệp có thời gian hoạt động nhiều thì duy trì hệ số nợ cao. Điều này có thể cho thấy các doanh nghiệp xây dựng thiếu vốn thường dựa vào việc vay nợ. Doanh nghiệp có thời gian hoạt động dài thường có uy tín hơn so với các doanh nghiệp mới hoạt động nên dễ dàng vay vốn ngân hàng hơn. Tuy nhiên nếu xét từ phía doanh nghiệp, việc duy trì hệ số nợ cao có thể là dấu hiệu cho thấy hành vi né tránh rủi ro thông qua nợ vay của chủ sở hữu.

Biến giả DUM1 đại diện cho các chính sách điều hành vĩ mô của Chính phủ có ảnh hưởng tiêu cực đến hệ số nợ. Tương quan âm cho thấy trong giai đoạn 2011 - 2014, chính sách thắt chặt chi tiêu công, thắt chặt tín dụng và lãi suất cho vay cao đã khiến cho doanh nghiệp có xu hướng giảm nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn. Điều này cũng phần nào phản ánh rủi ro của các doanh nghiệp ngành xây dựng.

Tuy nhiên hai biến dòng tiền thuần và cơ cấu sở hữu đại diện cho ràng buộc tài chính, nhân tố lá chắn thuế phi nợ, tốc độ tăng trưởng và tỷ suất sinh lời không gây ra tác động đến hệ số nợ.

5. Kết luận và kiến nghị

Bài nghiên cứu đã tìm ra những nhân tố có tác động đến hệ số nợ của các công ty xây dựng được nghiên cứu. Do đó, việc điều chỉnh hay tác động vào những nhân tố này sẽ giúp cho doanh nghiệp đạt được một cơ cấu vốn tối ưu. Xuất phát từ lý thuyết và thực nghiệm nghiên cứu, tác giả xin được đề xuất

một số kiến nghị như sau:

- Doanh nghiệp cần hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

Cơ cấu nguồn vốn luôn biến động vì vậy doanh nghiệp cần xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho từng giai đoạn phát triển cụ thể. Đứng trước cuộc khủng hoảng kinh tế trong giai đoạn vừa qua, các doanh nghiệp gặp rất nhiều khó khăn do khách quan đem lại. Muốn tồn tại và phát triển trong giai đoạn tới, các doanh nghiệp cần xây dựng một cơ cấu nguồn vốn mục tiêu chi tiết, làm cơ sở cho việc tổ chức huy động các nguồn vốn một cách kịp thời, tiết kiệm và có hiệu quả. Trong thực tế, việc lựa chọn nguồn vốn huy động là rất phức tạp bởi mỗi hình thức huy động vốn đều tồn tại những ưu và nhược điểm nhất định. Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của mỗi doanh nghiệp là khác nhau và sẽ thay đổi theo từng thời kỳ, từng giai đoạn phát triển nhất định.

Để hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, doanh nghiệp cần tuân thủ các nguyên tắc, xem xét các nhân tố ảnh hưởng, kết hợp các dự báo thay đổi trong tương lai, căn cứ vào chiến lược phát triển, mục tiêu của doanh nghiệp trong từng giai đoạn cụ thể, biến động của nền kinh tế... có như vậy doanh nghiệp mới đảm bảo cơ cấu nguồn vốn mục tiêu có hiệu quả trong thực tiễn.

- Xem xét nhân tố quy mô doanh nghiệp khi xây dựng cơ cấu nguồn vốn

Đối với các công ty xây dựng có quy mô lớn, thời gian hoạt động dài, thường phải huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau mới thỏa mãn được nhu cầu đầu tư, do vậy thường phải chấp nhận các nguồn tài trợ có chi phí sử dụng vốn lớn. Do vậy nguyên tắc giảm thiểu chi phí sử dụng vốn được đặt lên hàng đầu. Nguyên tắc này được xây dựng trên quan điểm cho rằng chi phí sử dụng vốn phản ánh mức giá thị trường của quyền sử dụng vốn. Mỗi nguồn tài trợ có chi phí sử dụng vốn khác nhau và biến động theo mức độ rủi ro của dự án đầu tư mà nó được dùng tài trợ cho dự án. Các công ty xây dựng có quy mô lớn, thời gian hoạt động dài có thể gia tăng sử dụng nợ do quy mô vốn lớn là một dấu hiệu của rủi ro phá sản thấp và chi phí phá sản thấp. Do đó, những công ty này thường dễ vay vốn hơn những công ty nhỏ để thực hiện đầu tư, sản xuất kinh doanh. Ngược lại, những công ty có quy mô nhỏ mới đi vào hoạt động nếu không có dự án đầu tư hay phương án sản xuất kinh doanh hiệu quả thì việc sử dụng ít nợ là điều

các nhà quản trị của các công ty này nên suy nghĩ.

- Có các quyết định đầu tư tài sản phù hợp. Trong bối cảnh thị trường bất động sản bắt đầu có dấu hiệu tăng trưởng, nếu các công ty xây dựng đầu tư mở rộng quy mô, thì công ty phải đầu tư bổ sung tài sản cố định. Vốn đầu tư cho tài sản cố định thường là vốn dài hạn được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn. Nếu quyết định đầu tư đúng đắn sẽ tạo ra giá trị gia tăng cho doanh nghiệp. Dự án đầu tư tốt sẽ tạo tiền đề cho việc sử dụng vốn đạt hiệu quả cao, giá trị doanh nghiệp tăng. Ngược lại, nếu quyết định đầu tư sai sẽ gây ra nhiều hệ lụy xấu. Một sai lầm trong quyết định đầu tư, kéo theo sai lầm trong quyết định tài trợ, kết quả hoạt động kinh doanh thua lỗ, doanh nghiệp mất vốn, cơ cấu nguồn vốn bị ảnh

hưởng nghiêm trọng.

- Cần ứng dụng các phương pháp đo lường và cảnh báo sớm tình trạng khó khăn trong thanh toán và kiệt quệ tài chính của mình. Việc đo lường này giúp cho công ty có những biện pháp thay đổi cơ cấu nguồn vốn kịp thời tránh cho doanh nghiệp rơi vào tình trạng khó khăn.

Bài nghiên cứu này đã nhận diện được ảnh hưởng của những nhân tố có tác động đến hệ số nợ của các công ty xây dựng được nghiên cứu trong giai đoạn 2008 - 2015. Tuy nhiên, bài nghiên cứu vẫn còn điểm hạn chế về mẫu số liệu. Do vậy, rất cần có những nghiên cứu mở rộng hơn với chất lượng của mẫu tốt hơn trong thời gian tới để kết quả đạt được mang tính đại diện hơn.

Tài liệu tham khảo

- Bùi Văn Vân & Vũ Văn Ninh (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Tài chính.
- Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Thị Hải Yến (2014), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE)', *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, số 18 (28).
- Lê Đạt Chí (2013), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam', *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, số 9 (19).
- Deangelo, H., Masulis, R. W. (1980), Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*. Vol. 35(1) Pp 453-464.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., Pescetto, G., (2004), The determinants of capital structure: evidence from the Asian Pacific Region. *Journal of Multinational Management*. Vol.14 (4/5) Pp 387-405.
- Fama, E. F. & M. C. Jensen (1983), 'Separation of Ownership and Control'. *Journal of Law and Economics* 26(2), Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution): 301-325.
- M.Z. Frank, V.K. Goyal (2009), Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38 (1) (2009), pp. 1-37.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers', *American Economic Review*, Vol. 76, pages 323-329.
- Jensen, M.C & Meckling, W.H (1976), 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, Vol.3 (4) Pp 305-360.
- Michael Bradley, Gregg A. Jarrell, E. Han Kim (1984), On the Existence of an Optimal Capital Structure: theory and evidence, *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Myers, S. C. (1984), 'The capital structure puzzle', *Journal of Finance*, 39, 575-592.