

Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp phi tài chính trên sàn HOSE

VÕ MINH LONG*

Tóm tắt

Bằng phương pháp định lượng, nghiên cứu này làm rõ tác động của một số nhân tố đến cấu trúc vốn. Kết quả cho thấy, quy mô doanh nghiệp, chi phí lãi vay và thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động cùng chiều khi doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn trong cấu trúc vốn.

Từ khóa: cấu trúc vốn, công ty niêm yết, đòn bẩy tài chính, HOSE

Summary

By quantitative method, this study clarifies the impact of several factors on capital structure. The results show that company size, interest expense and income tax rate create an impact when businesses use more financial leverage in the capital structure.

Keywords: capital structure, listed companies, financial leverage, HOSE

GIỚI THIỆU

Cấu trúc vốn là một khái niệm tài chính phản ánh tỷ lệ giữa vốn vay (còn gọi là đòn bẩy tài chính) và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng. Cấu trúc vốn sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và rủi ro kinh doanh mà chính doanh nghiệp có thể sẽ gặp phải. Chính vì thế, lựa chọn một cơ cấu vốn tối ưu giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu là cả một nghệ thuật trong quản trị tài chính.

Chính từ sự tương quan giữa những nhân tố ảnh hưởng này với cấu trúc vốn, chúng ta có thể đánh giá được quyết định sử dụng vốn vay, hoặc vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp là hợp lý hay không hợp lý, có những bất cập và rủi ro phát sinh gì, từ đó đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính, tối đa hóa giá trị tài sản cho các doanh nghiệp.

Chính vì những lý do đó, nghiên cứu này được thực hiện với mục đích tìm ra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn

các doanh nghiệp tại Việt Nam, đánh giá mức độ ảnh hưởng, từ đó đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Lý thuyết của Modigliani và Miller (1958) (lý thuyết M&M) là lý thuyết đầu tiên nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp, đây cũng là nền tảng cơ sở để các lý thuyết sau này ra đời. Theo đó, trong một thị trường cạnh tranh hoàn hảo, tất cả các kết hợp giữa vốn chủ sở hữu và nợ phải trả là như nhau. Hay nói cách khác, giá trị của một doanh nghiệp không phụ thuộc vào lượng cổ phần được phát hành mà chỉ phụ thuộc vào lượng tài sản của doanh nghiệp đó.

Cùng với lý thuyết M&M, các lý thuyết khác, như: lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết chi phí đại diện... cho rằng, cấu trúc vốn bị tác động bởi nhiều yếu tố, như: lợi ích của lá chắn thuế, khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, cũng như chi phí lãi vay của doanh nghiệp. Điều này có thể được lý giải do sự khác nhau giữa phương pháp luận và quan điểm các lý thuyết về cấu trúc vốn.

*ThS. Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh

| Email: longvm.tc@gmail.com

Ngày nhận bài: 06/10/2016; Ngày phản biện: 07/11/2016; Ngày duyệt đăng: 25/11/2016

Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp đã được nhiều học giả quan tâm. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm đôi khi lại có những ý kiến trái ngược nhau về sự ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố. Trong nghiên cứu của Biger và các cộng sự (2007) về cấu trúc vốn cho thấy, khả năng sinh lời có tác động đến cấu trúc vốn. Trần Hùng Sơn (2011) cho rằng, tính thanh khoản có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn. Nghiên cứu của Lê Đạt Chí (2013) cho rằng, nhân tố thuế giữ vai trò quan trọng trong hoạch định cấu trúc vốn và tác động tích cực đến cấu trúc vốn.

Trên cơ sở các nghiên cứu trước, đồng thời có sự điều chỉnh để phù hợp hơn với trường hợp các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, tác giả đưa ra các biến nghiên cứu cũng như mô hình nghiên cứu đề xuất như Hình 1. Mô hình hồi quy nghiên cứu đề xuất có dạng sau:

$$DA_{it} = Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 INT_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 CR_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

- DA là biến đại diện cho cấu trúc vốn, tính bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (DA);

- CR là tỷ số thanh toán ngắn hạn, là biến đại diện cho tính thanh khoản, đo lường bằng tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn;

- SIZE là quy mô doanh nghiệp, được đo lường bởi logarit của tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp;

- TANG là tỷ lệ sử dụng tài sản cố định hữu hình, được đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản;

- INT là chi phí lãi vay, đo lường bởi logarit của chi phí lãi vay của doanh nghiệp;

- TAX là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, đo lường bằng chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp/lợi nhuận trước thuế;

- ROE là lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, đây là biến liên quan đến hiệu quả của doanh nghiệp.

Mẫu được chọn trong nghiên cứu bao gồm 123 doanh nghiệp được niêm yết tại sàn HOSE, thỏa mãn 3 điều kiện: (1) Đã niêm yết trước năm 2008 và liên tiếp niêm yết 8 năm trên HOSE; (2) Các báo cáo tài chính được kiểm toán đầy đủ; (3) Công ty trong các lĩnh vực phi tài chính (gồm các lĩnh vực, như: thực

phẩm và đồ uống, bất động sản, tài nguyên cơ bản, xây dựng và vật liệu, ô tô và phụ tùng, y tế...).

Nghiên cứu sẽ phân tích hệ số tương quan giữa các biến và thực hiện hồi quy tuyến tính với dữ liệu bảng bằng các phương pháp: (1) Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS); (2) Mô hình tác động cố định (FEM); (3) Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Sau khi hồi quy, tác giả sẽ thực hiện các kiểm định F-test, Hausman test để lựa chọn mô hình phù hợp. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn kiểm tra các khuyết tật của mô hình, như: phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến. Nếu có khuyết xảy ra, thì sẽ khắc phục bằng phương pháp phù hợp hơn (Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kiểm tra tính dừng và phân tích hệ số tương quan

Theo như kết quả kiểm tra trên Bảng 1 bằng cách sử dụng phần mềm STATA cho thấy, tất cả các chuỗi số liệu của từng biến đều dừng và có ý nghĩa thống kê.

Qua kết quả thể hiện trên Bảng 2 có thể thấy, giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan rất thấp. Do vậy, các biến trong nghiên cứu phù hợp để tiếp tục phân tích hồi quy.

Kết quả hồi quy

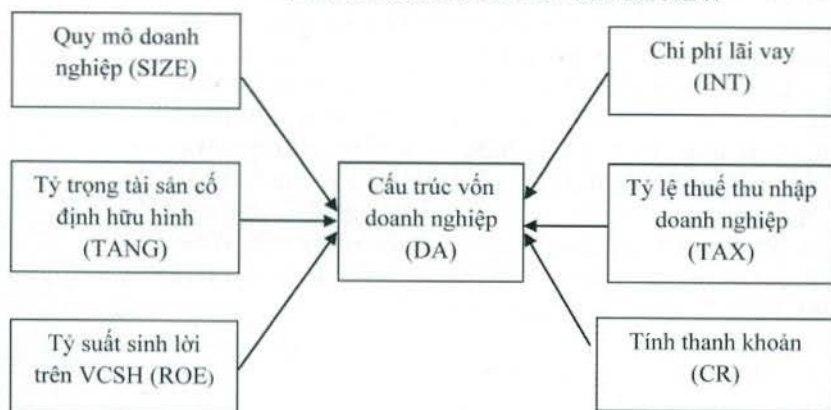
Kết quả hồi quy ở Bảng 3 bằng phương pháp Pooled OLS, FEM và REM cho thấy cụ thể như sau:

- Đối với mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS): R^2 là 25.51% tức là các biến độc lập giải thích được 25.51% sự thay đổi của biến DA. $Prob>F=0.0000<\alpha$ ($\alpha=5\%$) nghĩa là cho biết kiểm định F-test rất phù hợp với mô hình tổng thể, cũng đồng nghĩa với $P\text{-value}<0.05$ nên có ý nghĩa về mặt thống kê.

- Đối với mô hình hồi quy tác động cố định (FEM): $Prob>F=0.0000<\alpha$ ($\alpha=5\%$) nên kiểm định F-test cũng rất phù hợp với mô hình tổng thể. Bên cạnh đó, $P\text{-value}<\alpha$ ($\alpha=5\%$), nên có ý nghĩa về mặt thống kê. Tuy nhiên, hệ số hồi quy riêng của một số biến độc lập không có ý nghĩa thống kê như TANG, TAX do có $P\text{-value}>\alpha$ ($\alpha=5\%$).

- Đối với mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM): $Prob>F=0.0000<\alpha$ ($\alpha=5\%$), cũng giống 2 mô hình hồi quy Pooled OLS và FEM, nghĩa là cho biết kiểm định

HÌNH 1: MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU ĐỀ XUẤT



F-test rất phù hợp với mô hình tổng thể, cũng đồng nghĩa với P-value < 0.05 có ý nghĩa về mặt thống kê. Tuy nhiên, có hệ số hồi quy riêng của một số biến độc lập không có ý nghĩa thống kê như TANG, TAX do có P-value > α ($\alpha=5\%$).

Để có mô hình phù hợp nhất, ta sẽ thực hiện kiểm định lựa chọn mô hình. Căn cứ vào kết quả kiểm định F-test được trình bày ở Bảng 3, có Prob>F = 0.0000 < α ($\alpha=5\%$) nên FEM sẽ phù hợp hơn so với Pooled OLS. Tiếp đó, căn cứ vào kết quả kiểm định Hausman có Prob>chi2 = 0.0000 < α ($\alpha=5\%$), nên mô hình FEM là phù hợp hơn so với REM.

Như vậy, so sánh giữa Pooled OLS, FEM và REM, thì các kết quả kiểm định lựa chọn mô hình đều cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ tiếp tục kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định, như: hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật, thì sẽ khắc phục bằng mô hình hồi quy GLS (phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát).

Với kết quả trên Bảng 4, thì mô hình có khuyết tật là hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, nên nghiên cứu sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này.

Hồi quy GLS

Với kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS thể hiện trên Bảng 5 cho biết, tất cả các biến độc lập đều tác động đến giá trị doanh nghiệp và đều có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cũng phân ra thành 2 nhóm, nhóm tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn (gồm các biến SIZE, INT, TAX) và nhóm tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn (gồm các biến TANG, ROE, CR). Nhóm tác động cùng chiều cho thấy tỷ lệ sử dụng nợ (đòn bẩy tài chính) tăng lên và ngược lại ở nhóm tác động ngược chiều. Cụ thể như sau:

- Biến SIZE: Có kết quả cùng chiều (+) với DA và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này chỉ ra rằng, nếu doanh nghiệp tăng quy mô thông qua chỉ tiêu tài sản, tức là nếu doanh nghiệp đầu tư để mở rộng quy mô, thì sẽ cần tìm thêm nguồn tài trợ và nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp thích sử dụng nhiều nợ hơn. Điều này có thể lý giải khi quy mô càng lớn, thì doanh nghiệp niềm yết thường có uy tín cao hơn những doanh nghiệp có quy mô nhỏ, do vậy họ tiếp cận vốn vay từ bên ngoài dễ hơn.

- Biến INT: Có kết quả cùng chiều (+) với DA. Với doanh nghiệp khi hoạt động thì chi phí lãi vay (được sinh ra từ vay nợ) chính là chi phí tài chính nên doanh nghiệp sẽ tiết kiệm được thuế, khi doanh nghiệp càng dùng nợ nhiều, thì chi phí lãi vay càng lên và doanh nghiệp càng giảm thuế thu nhập phải nộp (tiết kiệm thuế). Vì vậy, chúng có quan hệ cùng chiều với nhau và nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết cân bằng (Trade – off theory).

- Biến TAX: Có tác động tích cực đến cấu trúc vốn. Vì vậy, khi thuế suất thu nhập càng cao thì doanh nghiệp sẽ tìm nguồn tài trợ bằng nợ do nó được tiết kiệm thuế càng nhiều và kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Modigliani và Miller. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp càng

BẢNG 1: KẾT QUẢ KIỂM TRA TÍNH DỪNG

Tên biến	DA	SIZE	TANG	ROE	INT	TAX	CR
P-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Kết quả	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng

BẢNG 2: KẾT QUẢ HỆ SỐ TƯƠNG QUAN PEARSON (R)

	SIZE	TANG	ROE	INT	TAX	CR
SIZE	1.000					
TANG	0.007	1.000				
ROE	0.136	-0.099	1.000			
INT	0.412	0.084	-0.057	1.000		
TAX	0.081	-0.014	-0.053	0.004	1.000	
CR	-0.065	-0.087	0.014	-0.240	-0.009	1.000

BẢNG 3: TỔNG HỢP KẾT QUẢ HỒI QUY BẰNG PHƯƠNG PHÁP POOLED OLS, FEM VÀ REM

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số hồi quy	P-Value	Hệ số hồi quy	P-Value	Hệ số hồi quy	P-Value
SIZE	0.0600042	0.000	0.2209346	0.0000	0.1691401	0.0000
TANG	-0.0627025	0.041	0.0180233	0.6290	-0.0054236	0.8750
ROE	-0.2017079	0.000	-0.0935262	0.0000	-0.1132574	0.0000
INT	0.0256793	0.000	0.0095608	0.0000	0.010945	0.0000
TAX	0.0715154	0.003	0.0055868	0.6640	0.0114853	0.3820
CR	-0.0084464	0.000	-0.0039471	0.0000	-0.0042259	0.0000
_cons	-0.4553343	0.001	-2.271011	0.0000	-1.652877	0.0000
Prob>F	0.0000		0.0000		0.0000	
R-squared	0.2551		0.2449		0.2383	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
F-test	0.0000					
Hausman test	0.0000					

BẢNG 4: KIỂM ĐỊNH HIỆN TƯỢNG PHƯƠNG SAI THAY ĐỔI, ĐA CỘNG TUYẾN VÀ TỰ TƯƠNG QUAN

Kiểm định	Tobin's Q	Kết quả
Phương sai thay đổi	Prob>chi2=0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF < 10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob>F=0.0000	Có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0

BẢNG 5: KẾT QUẢ HỒI QUY BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS

Biến độc lập	Biến phụ thuộc DA	
	Hệ số hồi quy	P-Value
SIZE	0.0600042	0.000
TANG	-0.0627025	0.040
ROE	-0.2017079	0.000
INT	0.0256793	0.000
TAX	0.0715154	0.003
CR	-0.0084464	0.000
_cons	-0.4553343	0.001

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0

tăng nợ, thì chi phí khốn khó tài chính sẽ tăng làm cho lợi ích của lá chắn thuế giảm dần và có thể triệt tiêu khi doanh nghiệp cố gắng gia tăng tỷ số nợ quá cao.

- **Biến TANG:** Tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn. Với một doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản cao chứng tỏ doanh nghiệp đầu tư mang tính dài hạn và có khuynh hướng hiện đại hoá máy móc, thiết bị nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm, cũng như tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp hay sản phẩm trên thị trường cả trong và ngoài nước. Tuy nhiên, khi đầu tư dài hạn, thì tiềm ẩn rủi ro lớn, nên khi đó nếu doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ vay, thì có thể tận dụng được đòn bẩy hoạt động, nhưng cũng đưa lại rủi ro khá lớn và ngược lại.

- **Biến ROE:** Kết quả cho thấy hệ số hồi quy của ROE có tác động ngược chiều với DA, kết quả này cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu khi có khả năng sinh lời cao sẽ là cơ hội tốt để gia tăng lợi nhuận giữ lại nhiều hơn để đầu tư làm cho nhu cầu sử dụng nợ vay có xu hướng giảm.

- **Biến CR:** Tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn. Với doanh nghiệp thì tính thanh khoản là một chỉ tiêu rất quan trọng mà chủ nợ quan tâm khi cho doanh nghiệp vay. Tuy nhiên, với vai trò người đi vay trong mẫu nghiên cứu này, thì khi doanh nghiệp có nhiều tài sản có tính thanh khoản cao, họ sẽ ưu tiên sử dụng các tài sản này để tài trợ cho các dự án của mình hơn là sử dụng nợ vay.

KẾT LUẬN VÀ ĐỀ XUẤT

Với một doanh nghiệp, thì cấu trúc vốn bị tác động của rất nhiều nhân tố cả tài chính lẫn phi tài chính. Trong 6 nhân tố đưa ra trong nghiên cứu này, thì có 3 nhân tố: SIZE, INT, TAX có tác động tích cực đến cấu trúc vốn, 3 nhân tố còn lại gồm TANG, ROA, CR, thì ngược lại. Các nhân tố này là cơ sở để các nhà quản lý có thêm bằng chứng khoa học trong quá trình hoạch định chính sách quản trị nhằm xác định cấu trúc vốn mục tiêu hợp lý

Việc xác định cấu trúc vốn mục tiêu cần phải quan tâm tới các rủi ro kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng đến nó. Bên cạnh đó, cần phải xem vị thế tài chính của doanh nghiệp mình. Với những doanh nghiệp có vị thế tài chính tốt, việc huy động vốn bằng vốn vay, ví dụ như phát hành trái phiếu hoặc vay nợ từ các ngân hàng tổ chức tín dụng, và việc huy động bằng vốn cổ phần là tương đối dễ dàng hơn so với các doanh nghiệp có vị thế thấp hơn. Khi có sự lựa chọn giữa việc tăng vốn bằng cả hai cách, doanh nghiệp nên thận trọng xem xét đâu là phương án tối ưu cho doanh nghiệp mình.

Tiếp theo đó là lợi ích từ lá chắn thuế. Tài trợ vốn bằng các khoản vay nợ sẽ có lợi ích từ lá chắn thuế cho các doanh nghiệp đi vay. Ngoài ra, lá chắn thuế còn làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, không phải vì lợi ích từ lá chắn thuế sẽ khuyến khích các doanh nghiệp vay càng nhiều. Bởi lẽ, không phải tất cả các doanh nghiệp làm ăn đều có lãi, và ngay cả khi làm ăn thua lỗ, thì doanh nghiệp vẫn phải có nghĩa vụ chi trả các khoản lãi vay. Chính vì thế, lựa chọn một cơ cấu tối ưu giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu là cả một "nghệ thuật". □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Nguyễn Trọng Hoài và các cộng sự (2009). *Dự báo và phân tích dữ liệu trong kinh tế và tài chính*, Nxb Thống kê
2. 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 và Hội nhập*, số 9 (19), tháng 03-04/2013
3. Trần Hùng Sơn (2011). Đặc điểm doanh nghiệp và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết tại Việt Nam, *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, tập 14, số Q3/ 2011
4. Biger, Nam V. Nguyen, Quyen X. Hoang (2007). The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam, *International Finance Review*, Vol 8
5. Modigliani, F.; Miller, M. (1958). The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48(3): 261-297
6. Guihai Huang and Frank M.Song (2006). The Determinants of capital structure evidence from China, *China Economic Review*, Vol 17 (1)