

Một số nhân tố tài chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE

VÕ MINH LONG*

Tóm tắt

Nghiên cứu được thực hiện trên một tập dữ liệu gộp, gồm 984 quan sát đối với 123 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2008 đến năm 2015. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, có 3 nhân tố ảnh hưởng tích cực tới cấu trúc vốn của doanh nghiệp cổ phần phi tài chính là Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Chi phí lãi vay (INT), Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX); còn lại 03 nhân tố tác động ngược chiều là: Tỷ lệ sử dụng tài sản cố định hữu hình (TANG), Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), Tỷ số thanh toán ngắn hạn (CR).

Từ khóa: cấu trúc vốn, công ty niêm yết, khủng hoảng kinh tế

Summary

The study is carried out with a pooled dataset, including 984 observers from 123 companies listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) from 2008 to 2015. The result identifies three factors affecting positively the capital structure of non-financial joint-stock companies, which are Scale of enterprises (SIZE), Interest expense (INT), Corporate income tax rates (TAX); and three others creating negative impact including Percentage of use of tangible fixed assets (TANG), Return on assets (ROA), Short-term current ratio (CR).

Keywords: capital structure, listed companies, economic crisis

GIỚI THIỆU

Với cuộc khủng hoảng kinh tế nói chung và khủng hoảng tài chính nói riêng kéo dài trong những năm gần đây, thì rất nhiều doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE nói riêng ngày càng khó khăn: doanh thu sụt giảm, nợ khó đòi tăng... Đặc biệt, tỷ lệ nợ so với tài sản quá cao và hậu quả gây ra là rất nhiều doanh nghiệp không thể trả được nợ, sản xuất bị đình đốn, phá sản tăng cao... Ngoài ra, hiện nay, các nghiên cứu về tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn trong giai đoạn này chưa nhiều.

Do đó, tác giả thực hiện nghiên cứu này với mong muốn làm rõ một số nhân tố tài chính tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp cổ phần phi tài chính.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

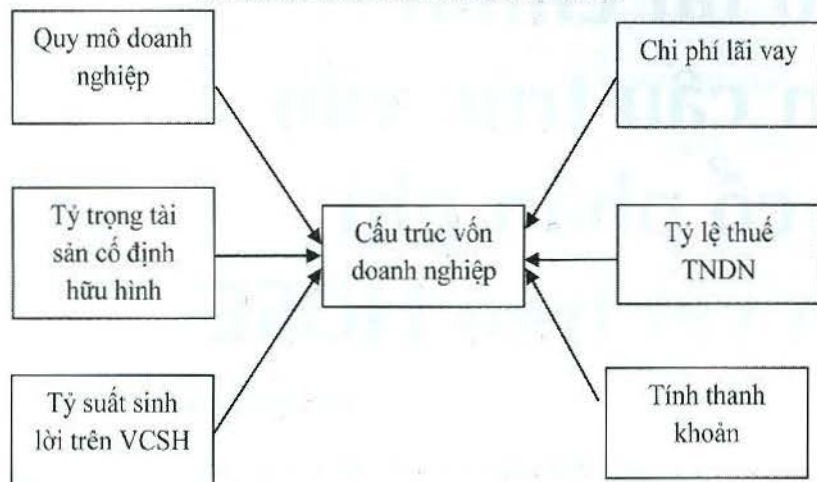
Damodaran (2006) cho rằng, cấu trúc vốn của doanh nghiệp là sự pha trộn của nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn được sử dụng để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Với khái niệm cấu trúc vốn này kết hợp với các nền tảng các lý thuyết liên quan đến cấu trúc vốn, như: lý thuyết M&M, lý thuyết 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...

Ngoài ra, với các nghiên cứu thực nghiệm của một số tác giả về mối quan hệ của cấu trúc vốn với các nhân tố khác, như: Trần Hùng Sơn (2011) cho rằng, tính thanh khoản có mối quan hệ ngược chiều với cấu

*ThS., Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh | Email: long.vm@ou.edu.vn

Ngày nhận bài: 30/12/2016; Ngày phản biện: 06/02/2017; Ngày duyệt đăng: 16/02/2017

HÌNH: MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU ĐỀ XUẤT



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 luận | 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 |

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0

trúc vốn; 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 bằng chứng thực nghiệm, nghiên cứu sẽ kế thừa một số ý tưởng từ các nghiên cứu trước, đồng thời sẽ bổ sung cũng như có sự điều chỉnh để phù hợp hơn với nội dung nghiên cứu là một số nhân tố tài chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE, tác giả đưa ra các biến nghiên cứu cũng như mô hình nghiên cứu đề xuất như Hình.

Mô hình nghiên cứu đề xuất

$$DA_{it} = Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 INT_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 CR_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

- β_0 : Hằng số;
- $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_6$ = Hệ số góc;

- DA: Biến đại diện cho cấu trúc vốn, đo bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản;

- CR: Tỷ số thanh toán ngắn hạn, đo lường bằng tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn;

- SIZE: Quy mô doanh nghiệp, đo lường bởi logarit của tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp;

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

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

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

- ROE: Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, đo lường bởi lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân.

Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu: Bài viết phân tích hệ số tương quan giữa các biến và thực hiện các 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) và (3) Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Sau khi hồi quy, nghiên cứu sẽ thực hiện các kiểm định, như: F test, Breusch - Pagan Lagrange Multiplier (LM), Hausman test để lựa chọn mô hình phù hợp. Ngoài ra, nghiên cứu còn kiểm tra các khuyết tật của mô hình, như: phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến để nếu có các hiện tượng này 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).

Dữ liệu nghiên cứu: mẫu được chọn bao gồm 123 doanh nghiệp được niêm yết tại HOSE trong giai đoạn 2008-2015, với tổng cộng 984 quan sát. Đối tượng nghiên cứu phải 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) 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...).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kiểm tra tính dừng của các chuỗi số liệu

Kết quả kiểm tra tính dừng các chuỗi số liệu của từng biến trong mô hình thể hiện trên Bảng 1.

Kết quả kiểm định thể hiện trên Bảng 1 cho thấy, tất cả các chuỗi số liệu của từng biến đều dừng và có ý nghĩa thống kê.

Phân tích hệ số tương quan

Kết quả hệ số tương quan giữa các biến được trình bày ở Bảng 2.

Kết quả thể hiện trên Bảng 2 cho thấy, giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan rất thấp. Vậy nghiên cứu tiếp tục phân tích hồi quy.

Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy bằng phương pháp Pooled OLS, FEM và REM (Bảng 3)

Kết quả ở Bảng 3 cho thấy:

- Đối với mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS) có R^2 là 25.51% - tức là các biến độc lập giải thích được 25.51% sự thay đổi của biến DA và $Prob>F=0.0000 < \alpha$ ($\alpha=5\%$): bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là cho biết kiểm định F-test rất phù hợp với mô hình tổng thể cũng đồng nghĩa với $P\text{-value} < 0.05$: có ý nghĩa về mặt thống kê.

- Đối với mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) có $F\text{-test} = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha=5\%$): bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là cho biết kiểm định F-test rất phù hợp với mô hình tổng thể, đồng nghĩa với $P\text{-value} < \alpha$ ($\alpha=5\%$): 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 $P\text{-value} > \alpha$ ($\alpha=5\%$).

- Đối với mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) có $Prob>F = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha=5\%$): bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là cho biết kiểm định F-test rất phù hợp với mô hình tổng thể, đồng nghĩa với $P\text{-value} < 0.05$: 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 $P\text{-value} > \alpha$ ($\alpha=5\%$).

- Căn cứ vào kết quả kiểm định F được trình bày ở Bảng 3, có: $Prob>F = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha=5\%$): giả thuyết H_0 bị bác bỏ: FEM sẽ phù hợp hơn so với Pooled OLS. Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Hausman cho thấy, $Prob>chi2 = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha=5\%$): giả thuyết H_0 bị bác bỏ: mô hình FEM là phù hợp hơn so với REM.

Như vậy, so sánh 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 kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định, như: hiện tượng phương sai

BẢNG 3: TỔNG HỢP KẾT QUẢ HỒI QUY

| 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: KẾT QUẢ 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 |

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

thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng mô hình hồi quy GLS.

Kiểm tra tính khuyết tật của mô hình

Với kết quả thể hiện ở 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.

Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS (Bảng 5)

Kết quả 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 LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

Với một doanh nghiệp, cấu trúc vốn bị tác động của rất nhiều nhân tố cả tài chính lẫn phi tài chính. Tuy nhiên, căn cứ vào lý thuyết cấu trúc vốn, cũng như các thực nghiệm trong và ngoài nước, kết quả nghiên cứu cho thấy, có 06 nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Trong đó, có 03 nhân tố tác động tích cực đến cấu trúc vốn là: SIZE, INT, TAXI, 03 nhân tố còn lại gồm TANG, ROA, CR thì ngược lại. Cụ thể như sau:

Nhóm biến có tác động tích cực đến cấu trúc vốn:

- 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. Bên cạnh đó, khi doanh nghiệp niêm yết quy mô càng lớn, thường có uy tín cao hơn những doanh nghiệp quy mô nhỏ, do vậy họ tiếp cận vốn vay từ bên ngoài dễ hơn.

- Biến INT: 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. Vì vậy, khi doanh nghiệp càng dùng nợ nhiều, thì nó sẽ tác động là cho 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 TOT.

- Biến TAX: có tác động tích cực đến cấu trúc vốn, vì vậy, nghiên cứu kết luận rằng 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. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp càng 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.

Nhóm biến có tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn:

- Biến TANG: 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. Với các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu của giai đoạn này thì dùng vốn chủ sở hữu để đầu tư cho tài sản cố định nhằm giảm thiểu rủi ro.

- Biến ROE: Kết quả nghiên cứu 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, thì lợi nhuận sẽ giữ lại được nhiều hơn để tái đầu tư, khi đó nhu cầu sử dụng nợ vay có xu hướng giảm.

- Biến CR: 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 nhiều tài sản có tính thanh khoản cao 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 quả nghiên cứu này là cơ sở để các nhà quản lý có thêm bằng chứng khoa học trong quá trình hoạch định cấu trúc vốn, nhằm giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro và nâng cao hiệu quả trong quá trình hoạt động. □

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, trang 22-28
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*, số Q3/2011, trang 22-39
4. Aswath Damodaran (2006). *Dealing with Intangibles: Valuing Brand Names, Flexibility Flexibility and Patents*
5. Guihai Huang and Frank M.Song (2006). The Determinants of Capital Structure Evidence from China, *China Economic Review*, Volume 17, Issue 1, Pages 14-36
6. Nahum Biger, Nam V. Nguyen, Quyen X. Hoang (2007). The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam, *International Finance Review*, Volume 8, Emerald Group Publishing Limited, pp. 307-326