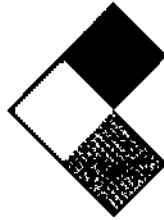


CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRÊN ĐỊA BÀN TỈNH VĨNH LONG



TS. NGUYỄN MINH TIẾN*
DƯƠNG MINH HỒNG**

Tóm tắt

Cấu trúc vốn là một trong những vấn đề nhận được sự quan tâm đặc biệt của doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long nói riêng, một cấu trúc vốn hợp lý và hiệu quả là kỳ vọng của hầu hết các doanh nghiệp hiện nay. Để có cấu trúc vốn của doanh nghiệp phù hợp, việc định vị được các yếu tố có tác động đến cấu trúc là vấn đề then chốt. Trên cơ sở của dữ liệu bảng được thu thập từ 50 doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long trong giai đoạn 2012-2016. Bài nghiên cứu sử dụng các phương pháp hồi quy như: POOLED, FEM và REM và sau khi kiểm định thì mô hình tác động ngẫu nhiên (REM - Random Effect Model) được lựa chọn. Kết quả có 04 yếu tố đều có ý nghĩa thống kê và ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long gồm: khả năng sinh lợi, sự tăng trưởng, cơ cấu tài sản, quy mô doanh nghiệp. Trong đó, sự tăng trưởng có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn, còn khả năng sinh lợi, cơ cấu tài sản, quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn.

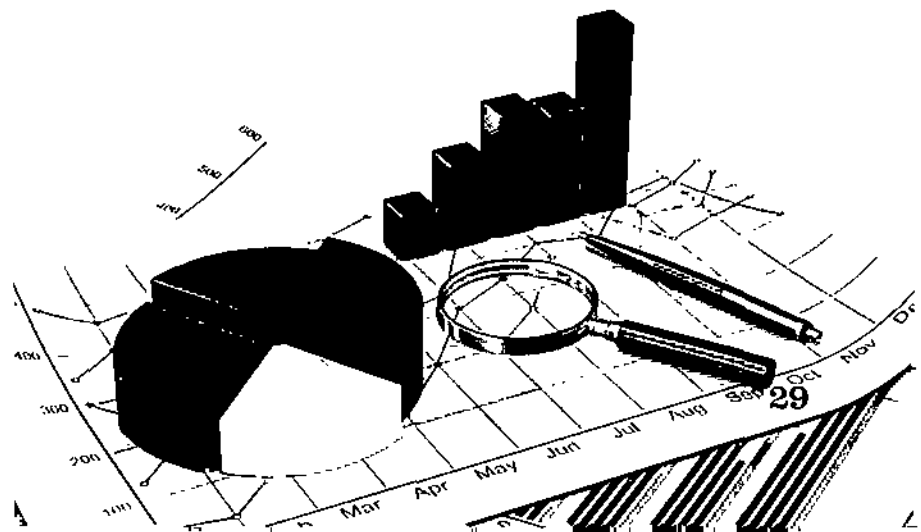
Từ khóa: Cấu trúc vốn, doanh nghiệp.

1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây tình hình kinh tế có nhiều biến động, nhiều chiều hướng có lợi giúp cho các doanh nghiệp có cơ hội phát triển hơn. Mặc dù vậy, các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn; số doanh nghiệp giải thể, ngừng hoạt động còn ở mức khá cao. Vấn đề được nói đến nhiều nhất hiện nay là tình trạng thiếu vốn sản xuất kinh doanh và khó tiếp cận với vốn vay ngân hàng của các doanh nghiệp. Nguyên nhân không chỉ bắt nguồn từ điều kiện khách quan của nền kinh tế, mà còn do năng lực quản trị tài chính yếu kém và đa số các nhà quản trị chưa coi trọng việc xây dựng cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp mình.

* Trường Cao đẳng Kinh tế Đối ngoại

** Cục thuế tỉnh Vĩnh Long



Để giải quyết khó khăn, đặc biệt là những vấn đề bắt nguồn từ nội bộ doanh nghiệp và tạo cơ hội phát triển trong thời gian tới, các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long cần xem xét một cách nghiêm túc về cấu trúc vốn của doanh nghiệp mình. Một cấu trúc vốn phù hợp là quyết định quan trọng với mọi doanh nghiệp, không chỉ bởi nhu cầu tối đa hóa lợi nhuận của các doanh nghiệp, mà còn tác động đến năng lực kinh doanh của các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long trong môi trường cạnh tranh. Để đưa ra quyết định cấu trúc vốn tối ưu nhất, nhà quản lý doanh nghiệp cần dựa trên những đặc trưng cơ bản của doanh nghiệp mình cũng như các điều kiện của nền kinh tế vĩ mô. Do đó, để hoạt động sản xuất kinh doanh đạt hiệu quả cao và mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp, nhà quản trị phải cân nhắc để đưa ra rất nhiều quyết định trong quản trị kinh doanh, trong đó quyết định về cấu trúc vốn là một trong những quyết định quan trọng và có ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh cũng như nâng cao lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp.

2. Tổng quan về cấu trúc vốn và các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn

2.1. Cơ sở lý thuyết

Cấu trúc vốn: Cấu trúc vốn của một doanh nghiệp được thể hiện qua đòn bẩy tài chính là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Tỷ lệ nợ được xác định dựa vào các giá trị thị trường hoặc giá trị sổ sách, đồng thời cũng có thể phân chia theo kỳ hạn của nợ như: nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ.

Cấu trúc vốn mục tiêu: Cấu trúc vốn mục tiêu là sự kết hợp hài hòa giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp theo mục tiêu đề ra, cấu trúc này làm giảm thiểu rủi ro và tăng hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu.

Cấu trúc vốn tối ưu: Qua các nghiên cứu thực nghiệm cho rằng, cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp là một hỗn hợp nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, vốn chủ sở hữu, cổ phần ưu đãi và cổ phần thường cho phép tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp hoặc tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Với một cấu trúc vốn có chi phí sử dụng vốn bình quân được tối thiểu hóa, giá trị doanh nghiệp được tối đa hóa. Do đó, cấu trúc vốn có chi phí sử dụng vốn bình quân được tối thiểu hóa gọi là cấu trúc vốn tối ưu.

Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn

Khả năng sinh lợi: Theo lý thuyết M&M các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi lớn thường sử dụng nợ như là một tấm chắn thuế thu nhập doanh nghiệp nhưng khi sử dụng nợ quá lớn có rủi ro cao là không có khả năng trả nợ khi doanh nghiệp hoạt động không có hiệu quả. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp tăng cường việc sử dụng nguồn vốn bên trong nội bộ của doanh nghiệp, còn việc sử dụng vay nợ và phát hành cổ phiếu lại được ưu tiên sau cùng. Khi so sánh các doanh nghiệp làm ăn không hiệu quả với các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi sẽ có được nhiều nguồn tiền hơn, chính vì thế họ sẽ tận dụng triệt để lượng vốn nội tại này. Cho nên khả năng sinh lợi có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn.

Quy mô doanh nghiệp: Theo Schwartz và Van Tassel (1950) cho rằng hầu hết các doanh nghiệp đều hướng tới việc mở rộng quy mô để tận dụng lợi thế quy mô lớn. Vì vậy, doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ dễ dàng hơn trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ. Các doanh nghiệp có quy mô nhỏ dễ bị tổn thương hơn trước những biến động như khủng hoảng kinh tế hay sự đi xuống của nền kinh tế, từ đó dẫn đến rủi ro phá sản tăng lên. Theo lý thuyết trật tự phân hạng chỉ ra rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô doanh nghiệp với cấu trúc vốn.

Cơ cấu tài sản: Theo Berger và Udell (1994) cho rằng khi tỷ lệ tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn thì doanh nghiệp có cơ hội thế chấp các tài sản này để tiếp cận các nguồn vốn vay bên ngoài. Cho nên tài sản cố định hữu hình với cấu trúc vốn có mối quan hệ ngược chiều.

Sự tăng trưởng của doanh nghiệp: Theo lý thuyết chi phí đại diện, sự tăng trưởng cao cho thấy kết quả kinh doanh khả quan, chính vì thế các cổ đông sẽ không muốn chia sẻ ưu thế này với các chủ nợ. Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers, 1984) doanh nghiệp có sự tăng trưởng cao thường có nhu cầu vốn nhiều hơn trong khi nguồn lợi nhuận giữ lại không đủ, vốn vay sẽ được sử dụng đến.

NGHIÊN CỨU - TRAO ĐỔI

2.2. Lược khảo các công trình nghiên cứu liên quan

Lược khảo các tài liệu liên quan đến cấu trúc vốn cho thấy vấn đề cấu trúc vốn nhận được sự quan tâm nghiên cứu của nhiều học giả từ nước ngoài cũng như trong nước, kết quả đạt được từ các nghiên cứu rất đa dạng, từ yếu tố tác động đến xu hướng tác động, cụ thể được tóm tắt ở Bảng 1.

Bảng 1: Lược khảo các nghiên cứu liên quan đến cấu trúc vốn

TÁC GIẢ	NHÂN TỐ	KÝ HIỆU	TÁC ĐỘNG
Talat Afza (2011)	Cấu trúc vốn	Leverage	Tỷ lệ nợ / Tổng tài sản
	Tài sản hữu hình	TG	+
	Quy mô doanh nghiệp	Size	-
	Lợi nhuận	PI ²	-
	Thuế	Taxes	+
	Tính thanh khoản DN	LQ	-
Mohammad Salid Amin (2014)	Cấu trúc vốn	Leverage	Tổng nợ/ Tổng tài sản
	Tài sản hữu hình	Tang	+
	Quy mô doanh nghiệp	Size	-
	Lợi nhuận doanh nghiệp	Prof	-
	Thuế	Taxes	-
	Tính thanh khoản	LIQ	+
Ishaya Luka Chechet, Sannomo Larai Garba, Abu Senni Odudu (2013)	Cấu trúc vốn	Leverage	Nợ dài hạn / VCSH
	Cơ cấu tài sản	Tang	-
	Quy mô doanh nghiệp	Size	+
	Tốc độ phát triển DN	Growth	+
	Lợi nhuận	Profit	-
	Thời gian hoạt động	Age	+
Dzung T. Nguyen, Ivan Diaz-Rainey, Andros Gregoriou (2011)	Cấu trúc vốn	TLEV	Tổng nợ/ Tổng tài sản
	Lợi nhuận doanh nghiệp	PROF	-
	Cơ cấu tài sản	Tang	-
	Quy mô doanh nghiệp	Size	+
	Tốc độ tăng trưởng DN	Grow	+
	Tính thanh khoản	LIQ	-
Sobia Qayyum (2013)	Cấu trúc vốn	Leverage	Tổng nợ/ Tổng tài sản
	Lợi nhuận	Prof	-
	Tốc độ tăng trưởng DN	Growth	-
	Cơ cấu tài sản	Tang	+
	Quy mô của doanh nghiệp	Size	-
Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Thị Hải Yến (2014)	Cấu trúc vốn	DE	Tổng nợ / VCSH
	Khả năng sinh lợi	Prof	-
	Quy mô doanh nghiệp	Size	+
	Thuế	Tax	-
Trương Đông Lộc, Võ Kiều Trang (2008)	Cấu trúc vốn	Y	Tổng nợ phải trả/ Tổng tài sản
	Quy mô công ty		+
	Ngành nghề chính Cty		+
	Tốc độ tăng trưởng của doanh thu		+
	Tình trạng lợi nhuận		-

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu từ 50 doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long trong giai đoạn 2012 - 2016 với 250 quan sát. Dữ liệu được thống kê, thu thập và tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long, tác giả lấy giá trị theo năm cho các biến quan sát, sau đó tổng hợp các dữ liệu cần thiết và tính toán các chỉ tiêu nghiên cứu. Tiến hành ước lượng mô hình hồi quy, thực hiện các kiểm định cần thiết bằng phần mềm Eviews 8.1.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Trong bài nghiên cứu tác giả sử dụng dữ liệu bảng (Panel data) để khai thác những ưu điểm của loại dữ liệu này, đáp ứng tối mục tiêu đặt ra.

Bài nghiên cứu sử dụng 3 phương pháp hồi quy cơ bản áp dụng cho dữ liệu bảng: mô hình hồi quy gộp (Pooled), mô hình tác động cố định (FEM - Fixed Effect Model) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM - Random Effect Model). Sau đó thực hiện các kiểm định để lựa chọn một mô hình thích hợp cho dữ liệu bảng.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy Pooled, FEM và REM ở Bảng 2.

Bảng 2: Kết quả hồi quy theo các phương pháp Pooled, FEM, REM

Tên biến	Pooled		FEM		REM	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0.803484	0.0000*	2.404.096	0.0000*	1.261.583	0.0000*
Profitability	-0.643533	0.0004*	-0.408110	0.0888***	-0.395070	0.0162**
Growth	0.151334	0.0006*	0.124811	0.0000*	0.112608	0.0000*
Tangibility	-0.431681	0.0000*	-0.119275	0.0629***	-0.138174	0.0000*
Size	-0.017818	0.0501***	-0.188261	0.0000*	-0.072808	0.0000*
R-squared	0.286281		0.878409		0.192305	
Adjusted R-squared	0.274629		0.845530		0.179118	
F-statistic	24.56812		26.71637		14.58306	
Prob(F-statistic)	0.000000		0.000000		0.000000	
Durbin-Watson stat	0.367105		1.668.274		1.262.871	

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%

Kết quả kiểm định sự tồn tại ảnh hưởng cố định

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	19.479416	(49,196)	0.0000*
Cross-section Chi-square	442.457442	49	0.0000*

Kết quả của kiểm định sự tồn tại ảnh hưởng cố định ở bảng trên cho thấy p- value (Prob.) = 0,0000 < 0,01 nên có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Do đó, ta bác bỏ giả thuyết H_0 cho nên mô hình Pooled không thích hợp, chấp nhận giả thuyết H_1 cho nên mô hình FEM thích hợp hơn.

Kết quả kiểm định Hausman Test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	4	1.0000

NGHIÊN CỨU - TRAO ĐỔI

Qua kết quả kiểm định Hausman Test để lựa chọn mô hình hồi quy ở bảng trên, ta thấy P-value (Prob. = 1,0000) của kiểm định trên so với mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$. Tức là P-value (Prob. = 1,0000) > 0,05 nên chấp nhận giả thuyết H_0 nên mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) phù hợp hơn để sử dụng.

Như vậy, sau khi thực hiện xong hai kiểm định: sự tồn tại ảnh hưởng cố định và kiểm định Hausman, tác giả kết luận rằng mô hình hồi quy thích hợp nhất đối với bộ dữ liệu của luận văn này là mô hình REM. Như vậy, mô hình hồi quy REM được lựa chọn sử dụng để thảo luận kết quả và khuyến nghị giải pháp.

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Sau các kiểm định về sự phù hợp cũng như các khuyết tật của mô hình, tác giả cho rằng mô hình REM không bị các khuyết tật nên kết quả của mô hình là đáng tin cậy. Do đó, tác giả sẽ sử dụng kết quả của mô hình REM để thảo luận về các biến nghiên cứu.

Từ kết quả mô hình REM cho thấy R^2 của mô hình là 19,23%, điều này cho biết 19,23% sự biến thiên của biến phụ thuộc được giải thích bởi các biến độc lập. Qua việc phân tích sự ảnh hưởng của biến độc lập lên biến phụ thuộc, tác giả đã tìm thấy:

- Khả năng sinh lợi (Profitability) của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) và p-value (Prob.) = 0,0162 < 0,05 nên có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Hay nói cách khác, các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao ít sử dụng nợ hơn và ngược lại. Điều này phù hợp với giả thuyết về khả năng sinh lợi là các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao sẽ sử dụng mức nợ thấp hơn và phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội bộ đầu tiên, khi nguồn vốn nội bộ đã sử dụng hết mới sử dụng nguồn vốn tài trợ bên ngoài. Do đó, các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi sẽ ít sử dụng nợ. Đồng thời, khả năng sinh lợi (Profitability) của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) là phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Talat Afza (2011), Dzung T. Nguyen và cộng sự (2011), Mohammad Salid Amin (2014), Ishaya Luka Chechet và cộng sự (2013), Sobia Qayyum (2013) và trái với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Võ Minh Long (2017).

- Sự tăng trưởng (Growth) của doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) và p-value (Prob.) = 0,0000 < 0,01 nên có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Hay nói cách khác, các doanh nghiệp có sự tăng trưởng cao thì thích vay nhiều nợ hơn và ngược lại. Điều này phù hợp với giả thuyết về tốc độ tăng trưởng là các doanh nghiệp có sự tăng trưởng sẽ sử dụng mức nợ cao hơn và phù hợp với sự lựa chọn thứ hai của lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng ở các doanh nghiệp đang tăng trưởng nếu lợi nhuận giữ lại cũng như các nguồn tài trợ nội bộ khác không đáp ứng đủ các nhu cầu vốn cho các cơ hội đầu tư lớn, doanh nghiệp sẽ sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài mà vay nợ. Do đó, các doanh nghiệp có sự tăng trưởng cao sẽ sử dụng nhiều nợ. Đồng thời, sự tăng trưởng (Growth) của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Dzung T. Nguyen và cộng sự (2011), Ishaya Luka Chechet và cộng sự (2013) và trái với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Sobia Qayyum (2013), Võ Minh Long (2017).

- Cơ cấu tài sản (Tangibility) của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) và p-value (Prob.) = 0,0000 < 0,01 nên có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) là phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Dzung T. Nguyen và cộng sự (2011), Ishaya Luka Chechet và cộng sự (2013) và trái với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Talat Afza (2011), Mohammad Salid Amin (2014), Sobia Qayyum (2013).

- Quy mô doanh nghiệp (Size) mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) và p-value (Prob.) = 0,0000 < 0,01 có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)) là phù hợp

với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Talat Afza (2011), Mohammad Salid Amin (2014), Sobia Qayyum (2013) và trái với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Dzung T. Nguyen và cộng sự (2011), Ishaya Luka Chechet và cộng sự (2013).

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Trên nền dữ liệu bảng của 50 doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long, với thời gian thu thập 5 năm (2012-2016). Tác giả đo lường sự tác động của các biến khác nhau lên cấu trúc vốn và tìm ra các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long. Tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage) đã được sử dụng làm đại diện cho cấu trúc vốn. Bốn biến độc lập như: khả năng sinh lợi (Profitability), cơ cấu tài sản (Tangibility), sự tăng trưởng (Growth) và quy mô doanh nghiệp (Size) đã được sử dụng để đo lường sự tác động của chúng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long. Tác giả tiến hành kiểm định và lựa chọn mô hình tác động ngẫu nhiên (REM - Random Effect Model) để thảo luận và kiến nghị. Kết quả thấy rằng cấu trúc vốn có mối quan hệ cùng chiều với sự tăng trưởng (Growth) của doanh nghiệp và có mối quan hệ ngược chiều với khả năng sinh lợi (Profitability), cơ cấu tài sản (Tangibility), quy mô doanh nghiệp (Size). Tuy nhiên, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với khả năng sinh lợi, cơ cấu tài sản, sự tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp là rất quan trọng và nó sẽ giúp cho các nhà quản lý doanh nghiệp đưa ra quyết định trong việc thiết lập cơ cấu vốn phù hợp trong việc hoạch định hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp mình. Đồng thời, cũng giúp cho các nhà đầu tư có thể đưa ra quyết định để lựa chọn đầu tư vào những doanh nghiệp có triển vọng trong hiện tại và tương lai. Qua kết quả nghiên cứu tác giả nhận thấy rằng khả năng sinh lợi, sự tăng trưởng, cơ cấu tài sản phù hợp với tổng quan các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và đa phần phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm, riêng đối với biến quy mô doanh nghiệp phù hợp với tổng quan các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và đa phần trái với kết quả nghiên cứu thực nghiệm.

5.2. Khuyến nghị giải pháp

i) Khả năng sinh lợi của doanh nghiệp:

Qua kết quả nghiên cứu của 50 doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long cho thấy khả năng sinh lợi có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)). Do đó, để giảm cấu trúc vốn, tức là phải giảm tổng nợ của doanh nghiệp hoặc tăng tổng tài sản thì khi đó cấu trúc vốn sẽ giảm. Theo kết quả nghiên cứu, nếu cấu trúc vốn giảm thì khả năng sinh lợi sẽ tăng, cho nên các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh Vĩnh Long cần phải chú trọng gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp bằng cách: nâng cao hiệu quả hoạt động là một trong những yếu tố quyết định khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, nâng cao chất lượng sản phẩm, đa dạng hóa các sản phẩm trên thị trường nhằm để gia tăng doanh thu, cắt giảm những khoản chi phí phát sinh không cần thiết và khai thác các tài sản hoạt động với tần suất hợp lý.

Nếu khả năng sinh lợi của doanh nghiệp không đảm bảo và không duy trì thì đây là một tín hiệu xấu, vì khả năng sinh lợi là yếu tố quan trọng trong quá trình sản xuất kinh doanh mà nhà quản lý doanh nghiệp luôn hướng tới. Nếu khả năng sinh lợi ít hoặc không có sẽ không đảm bảo được nguồn trả nợ cho các nhà đầu tư. Do đó việc tăng cường các biện pháp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như đã nêu trên, tức khả năng sinh lợi của doanh nghiệp được nâng lên thì sẽ giảm được gánh nặng trả nợ. Khi khả năng sinh lợi của doanh nghiệp tăng lên thì điều này sẽ giúp doanh nghiệp hạn chế sử dụng nợ tức là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản sẽ giảm.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp cần chú ý trường hợp doanh nghiệp có lợi nhuận cao nhưng phần lớn lợi nhuận lại nằm dưới dạng các khoản phải thu của khách hàng. Tuy doanh nghiệp có lợi nhuận kế toán cao, khả năng sinh lợi được đánh giá thông qua các chỉ tiêu trên sổ sách là tốt, nhưng thực tế vẫn chưa thu được tiền, ngân quỹ vẫn có thể bị thiếu hụt và không đảm bảo khả năng thanh toán. Trong trường hợp này, có thể doanh nghiệp lạm dụng chính sách tín dụng thương mại và bán chịu quá mức cho cả những khách hàng không đáng tin cậy, không có khả năng chi trả, dẫn đến nguy cơ không thu

NGHIÊN CỨU - TRAO ĐỔI

được tiền từ những khách hàng này trong tương lai, làm phát sinh nợ khó đòi. Điều này thật sự đe dọa đến khả năng thanh toán trong tương lai của doanh nghiệp. Do đó, không thể cho rằng doanh nghiệp có lợi nhuận cao, khả năng sinh lợi trên sổ sách tốt thì chắc chắn khả năng thanh toán cũng tốt. Đồng thời, doanh nghiệp cũng không nên vì mục đích tạo ra lợi nhuận mà xem nhẹ việc đảm bảo khả năng thanh toán của mình.

Khả năng thanh toán cũng có thể tác động gián tiếp đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, cho nên cũng cần lưu ý rằng doanh nghiệp phải cân đối dự trữ tiền mặt để đảm bảo thanh toán cho nguyên liệu đầu vào của một kỳ sản xuất hoặc 1,5 kỳ sản xuất. Nếu doanh nghiệp có lượng dự trữ tiền mặt dồi dào thì sẽ đảm bảo khả năng thanh toán, nhưng nếu duy trì mức dự trữ tiền mặt quá cao thì lại làm giảm khả năng sinh lợi, bởi vì tiền không được sử dụng để đầu tư thì không tạo ra lợi nhuận cho doanh nghiệp.

ii) Cơ cấu tài sản của doanh nghiệp:

Khi đưa ra kế hoạch hoạt động nhà quản trị doanh nghiệp cần phải xem xét đến cơ cấu tài sản (Tangibility) vì nó có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)). Nhà quản trị doanh nghiệp cần phải xem xét đầu tư mới tài sản cố định để thay thế những tài sản không còn đủ sức để hoạt động, từ đó sẽ kiểm soát được chi phí trong hoạt động sản xuất kinh doanh và tăng lợi nhuận của doanh nghiệp.

iii) Sự tăng trưởng của doanh nghiệp:

Sự tăng trưởng của doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)), nếu tăng sự tăng trưởng của doanh nghiệp tăng thì đồng nghĩa với việc tăng cấu trúc vốn. Vì thế doanh nghiệp cần một lượng vốn đủ mạnh để hoạt động luôn có hiệu quả. Tuy nhiên doanh nghiệp cần lưu ý khi đưa ra chính sách cơ cấu vốn phải xác định một tỷ lệ hợp lý với sự tăng trưởng doanh nghiệp, tránh tình trạng gia tăng nợ cao hơn sự tăng trưởng của doanh nghiệp làm gánh nặng chi phí trả lãi vay cao, gây khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, thậm chí bị phá sản do nợ quá nhiều không còn vốn để trả.

iv) Quy mô doanh nghiệp:

Quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn (tổng nợ trên tổng tài sản (Leverage)). Quy mô doanh nghiệp càng lớn chứng tỏ rằng tiềm lực tài chính càng mạnh, rủi ro phá sản thấp. Có thể nói rằng quy mô doanh nghiệp càng lớn thì có nhiều lợi thế trên thị trường vốn và được nhiều nhà đầu tư nhắm tới, tạo được niềm tin từ chủ nợ nên khả năng tiếp cận vốn vay dễ dàng và giảm được chi phí giao dịch khi vay nợ ■

Tài liệu tham khảo

1. Đặng Thị Quỳnh Anh, Quách Thị Hải Yến (2014), "Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)", *Tạp chí Phát Triển và Hội Nhập*, số (18(28)), tr.34-39.
2. Trương Đông Lộc, Võ Kiều Trang (2008), "Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Nghiên cứu kinh tế*, số (361), tr.20-26.
3. Talat Afza (2011), "Determinants of Capital Structure across Selected Manufacturing Sectors of Pakistan", *International Journal of Humanities and Social Science*.
4. Muhammad Sajid Amin (2014), "Determinants of Capital Structure", *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*.
5. Ishaya Luka Chechet, Sannomo Larai Garba, Abu Senni Odudu (2013), "Determinants of Capital Structure in the Nigerian Chemical and Paints Sector", *International Journal of Humanities Social Science*, Vol 3, No 15.
6. Dzung T. Nguyen, Ivan Diaz-Rainey, Andros Gregoriou (2011), "Financial Development and the Determinants of Capital Structure in Vietnam", *social science research network*.
7. Sobia Qayyum (2013), "Determinants of capital structure: An empirical study of Cement industry of Pakistan", *Interdisciplinary Journal of Contemporary research in business*, Vol 4, No 11.