

MỤC LỤC

DANH MỤC BẢNG BIỂU VÀ HÌNH VẼ	4
DANH MỤC THUẬT NGỮ, CHỮ VIẾT TẮT	5
LỜI MỞ ĐẦU	1
Chương I: Lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp	5
1.1. Các khái niệm về cấu trúc vốn của doanh nghiệp	5
1.1.1. Cấu trúc vốn tối ưu.....	5
1.1.2. Rủi ro và đòn bẩy.....	8
1.1.3. Khốn khó tài chính.....	11
1.1.4. Lá chắn thuế	13
1.1.5. Thông tin bất đối xứng	13
1.2. Các lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp	15
1.2.1. Lý thuyết của Modigliani và Miller (M&M).....	15
1.2.2. Lý thuyết cân bằng (Trade – off theory)	16
1.2.3. Lý thuyết trật tự phân hạng.....	17
1.2.4. Lý thuyết chi phí trung gian.....	18
1.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.....	19
1.3.1. Tỷ suất sinh lời	19
1.3.2. Quy mô doanh nghiệp	20
1.3.3. Tài sản hữu hình	21
1.3.4. Tốc độ tăng trưởng.....	21
1.3.5. Thuế suất doanh nghiệp.....	22
1.3.6. Lá chắn thuế phi nợ.....	23
1.3.7. Số năm hoạt động.....	23

1.3.8.	Đặc điểm riêng của ngành	24
1.3.9.	Triển vọng của thị trường vốn.....	24
1.3.10.	Các biến động của mùa vụ, chu kỳ kinh doanh	24
1.3.11.	Quy định từ các cấp quản lý.....	24
1.4.	Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn của doanh nghiệp	25
Chương 2: Phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....		28
2.1.	Sự hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.....	28
2.2.	Những đặc điểm chung nền kinh tế ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam	30
2.2.1.	Sự phát triển nóng của thị trường chứng khoán giai đoạn 2006 – 2007 ..	31
2.2.2.	Thị trường trái phiếu hoạt động chưa hiệu quả trong vai trò là kênh huy động vốn của doanh nghiệp.....	33
2.2.3.	Mối quan hệ giữa các doanh nghiệp Nhà nước và Ngân hàng.....	35
2.3.	Mô hình nghiên cứu thực nghiệm các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam	36
2.3.1.	Vấn đề nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu.....	36
2.3.2.	Mô hình nghiên cứu	37
2.3.3.	Thu thập số liệu	40
2.4.	Kết quả nghiên cứu thực nghiệm.....	41
2.4.1.	Thống kê mô tả	41
2.4.2.	Phân tích hồi quy	45
2.4.3.	Đánh giá kết quả	52
Chương 3: Một số giải pháp nâng cao hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp tại Việt Nam.....		57
3.1.	Những bất cập trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay.....	57
3.1.1.	Những vấn đề trong tương quan với các nhân tố ảnh hưởng	57

3.1.2.	Vốn cổ phần vẫn chiếm ưu thế trong cấu trúc vốn, nợ ngắn hạn được sử dụng nhiều hơn nợ dài hạn	59
3.2.	Một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp tại Việt Nam	60
3.2.1.	Nhóm các giải pháp về thị trường vốn.....	60
3.2.2.	Nhóm giải pháp đối với doanh nghiệp.....	61
KẾT LUẬN CHUNG	64
PHỤ LỤC	69

DANH MỤC BẢNG BIỂU VÀ HÌNH VẼ

DANH MỤC BẢNG BIỂU *Trang*

Bảng 1.1	Đòn bẩy tài chính trong 06 ngành kinh tế Hoa Kỳ năm 2005	6
Bảng 1.2	Bảng cân đối trong mệnh đề Modigliani và Miller 1	15
Bảng 1.3	Sự tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn theo quan điểm của các lý thuyết tài chính	25
Bảng 2.1	Tỷ số P/E tại các thị trường mới nổi từ 2006 đến 02/2007	32
Bảng 2.2	<i>Các biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy</i>	38
Bảng 2.3	Các biến giải thích trong mô hình hồi quy	39
Bảng 2.4	Thông kê mô tả các biến số của toàn bộ mẫu nghiên cứu	41
Bảng 2.5	Thông kê mô tả các biến số trong nhóm các doanh nghiệp công nghiệp và khai khoáng	43
Bảng 2.6	Thông kê mô tả các biến số trong nhóm các doanh nghiệp hàng tiêu dùng và dịch vụ	44
Bảng 2.7	Ma trận tương quan giữa các biến số mô hình hồi quy	45
Bảng 2.8	Các giả thuyết về đòn bẩy tài chính và các biến giải thích	46

DANH MỤC HÌNH VẼ

Hình 1.1	Điểm kết hợp tối ưu theo lý thuyết cân bằng (Trade-off theory)	17
Hình 2.1	Tăng trưởng nợ và vốn chủ sở hữu các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE từ 05/2004 đến 08/2007	33
Hình 2.2	Tổng dư nợ trái phiếu so với GDP 12/2011	35
Hình 3.1	Cấu trúc vốn vay của các doanh nghiệp tại các nước phát triển năm 2014	60

DANH MỤC THUẬT NGỮ, CHỮ VIẾT TẮT

Chữ viết tắt	Chữ viết đầy đủ
WTO	World Trade Organization - Tổ chức Thương mại Thế giới
WACC	Weight Average Cost of Capital – Chi phí vốn bình quân gia quyền
D	Debt – Nợ
E	Equity – Vốn chủ sở hữu
IPO	Initial Public Offering – Phát hành công chúng lần đầu
SCIC	Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước
TLEV	Total Leverage – Đòn bẩy tài chính
LTLEV	Long term Leverage – Đòn bẩy tài chính dài hạn
STLEV	Short term Leverage – Đòn bẩy tài chính ngắn hạn

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Cấu trúc vốn là một khái niệm tài chính phản ánh tỷ lệ giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng. Việc xác định một cấu trúc vốn tối ưu có ý nghĩa quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp. Bởi lẽ, cấu trúc vốn tối ưu sẽ giúp doanh nghiệp tối thiểu hóa chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC), và thông qua đó sẽ tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông doanh nghiệp. Ngoài ra, cấu trúc vốn còn ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và rủi ro kinh doanh mà chính doanh nghiệp có thể sẽ gặp phải (Frank và Goyal, 2009). Chính vì thế, lựa chọn một cơ cấu vốn giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu là cả một nghệ thuật trong quản trị tài chính[14].

Trên thực tế, cấu trúc vốn sẽ thay đổi tùy thuộc vào đặc điểm tình hình của từng doanh nghiệp, lĩnh vực mà doanh nghiệp hoạt động cũng như các ảnh hưởng từ sự biến động vĩ mô của nền kinh tế, các yếu tố văn hóa, tôn giáo. Thay vì việc tìm xem tỷ lệ vốn vay trên tỷ lệ vốn chủ sở hữu là bao nhiêu thì tối ưu, các nhà nghiên cứu về tài chính học thường quan tâm đến việc tìm ra những nhân tố ảnh hưởng đến quyết định sử dụng vốn vay – hay nói cách khác là sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. 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 để 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.

Tại Việt Nam, hiện vẫn chưa có nhiều nghiên cứu quan tâm đến vấn đề cấu trúc vốn tối ưu của các doanh nghiệp cổ phần. Một trong những nguyên nhân căn bản đó chính là vấn đề quản trị tài chính trong nhiều doanh nghiệp vẫn chưa được coi trọng. Mặt khác, một số lượng lớn các doanh nghiệp cổ phần hiện tại có xuất phát điểm từ những doanh nghiệp Nhà nước nên những doanh nghiệp này ít nhiều cũng kế thừa nghĩa vụ và quyền lợi của công ty cũ, không quan tâm tới hiệu quả sử dụng chi phí vốn. Tuy nhiên, đứng trước những cơ hội và thách thức của quá trình đổi mới nền kinh tế, cổ phần hóa các doanh

ngành Nhà nước và hội nhập với kinh tế thế giới, vấn đề tận dụng hiệu quả nhất các nguồn lực để phát triển trong đó có nguồn lực về vốn cần được các doanh nghiệp quan tâm hơn bao giờ hết. Chính vì những lý do đó, đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” 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, chỉ ra những bất cập và đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính.

2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

Về mặt lý thuyết, đã có nhiều tác giả nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp, trong đó nổi bật hơn cả là các Lý thuyết của Modigliani và Miller, Lý thuyết cân bằng – Trade off theory, Lý thuyết trật tự phân hạng, và Lý thuyết chi phí trung gian. Mặc dù tồn tại những quan điểm khác nhau về thứ tự ưu tiên tài trợ vốn của doanh nghiệp, các lý thuyết trên đều được xây dựng mang tính kế thừa: lý thuyết sau được xây dựng trên nền tảng những giả định từ lý thuyết trước đó.

Về mặt nghiên cứu thực tế, trên thế giới đã có rất nhiều các học giả nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn tại các quốc gia phát triển như Huang và Song (2006), Chen (2003), Booth (2009), Margaritis và Psillaki (2007), Tien (2014). Tại Việt Nam, hiện các tác giả Trần Hùng Sơn (2008) và Lê Ngọc Trâm (2010) đã có những nghiên cứu về đề tài này. Tuy nhiên, những nghiên cứu này khá cô đọng và chỉ tập trung ở phân tích định lượng.

3. Mục tiêu, đối tượng nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu:

- Khảo sát để chỉ ra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.
- Phân tích chiều hướng ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố tới việc sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.
- Tìm ra những vấn đề còn tồn tại của các doanh nghiệp Việt Nam khi sử dụng đòn bẩy tài chính.

- Đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp.

Đối tượng nghiên cứu:

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là các doanh nghiệp phi tài chính với tổng số vốn trên 4,500 tỷ đồng tính đến 31/12/2015 niêm yết trên hai sàn chứng khoán HNX và HOSE. Tổng cộng có tất cả 39 công ty với 190 quan sát từ năm 2010 đến 2015.

Hạn chế của đề tài là chỉ tập trung số liệu mẫu của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán. Ngoài ra, điều kiện của mẫu là các doanh nghiệp phi tài chính với số vốn trên 4,500 tỷ đồng nên đã loại ra các công ty có quy mô nhỏ. Do hạn chế về thời gian và nguồn lực trong quá trình nghiên cứu nên đề tài chỉ dừng lại phân tích ở các doanh nghiệp có quy mô lớn, nơi mà sự biến động có sức ảnh hưởng đáng kể đến toàn bộ thị trường. Kết quả nghiên cứu hy vọng sẽ là một tài liệu tham khảo cho các nhà quản trị tài chính, các nhà đầu tư, quỹ đầu tư.

4. Phương pháp nghiên cứu và kết cấu đề tài

Đề tài kết hợp sử dụng phân tích định tính và định lượng để tìm ra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Phân tích định tính dựa trên các lý thuyết tài chính của các học giả ở các quốc gia trên thế giới. Phân tích định lượng sử dụng các phương pháp thống kê và mô hình kinh tế lượng.

Kết cấu đề tài gồm 3 chương:

Chương 1: Lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Chương 2: Phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 3: Một số giải pháp nâng cao hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp tại Việt Nam

5. Kết quả đạt được của đề tài

Dựa trên các số liệu quan sát và các mô hình kinh tế lượng, đề tài đã tìm ra các nhân tố ảnh hưởng tới việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn và dài hạn của các doanh

ng nghiệp Việt Nam bao gồm tỷ suất lợi nhuận, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, tỷ trọng tài sản hữu hình trên tổng tài sản, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước, và lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, phân tích trong nghiên cứu cũng chỉ ra, sự ảnh hưởng của các nhân tố này là tương đối rõ nét đối với đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn, còn trong dài hạn thì chỉ có quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ sở hữu Nhà nước là có tác động đáng kể. Ngoài ra, những bất cập trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp tại Việt Nam cũng được chỉ ra như có sự khác biệt trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính dài hạn giữa các doanh nghiệp có vốn sở hữu Nhà nước trên 50% và các doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước dưới 50%; vốn cổ phần vẫn chiếm ưu thế trong cấu trúc vốn, nợ ngắn hạn được sử dụng nhiều hơn nợ dài hạn. Cuối cùng, đề tài đã tìm ra một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp tại Việt Nam như xây dựng một thị trường vốn hoàn thiện, xác định một cấu trúc vốn hợp lý và nâng cao hiệu quả quản trị tài chính trong doanh nghiệp.

Chương I: Lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp

1.1. Các khái niệm về cấu trúc vốn của doanh nghiệp

1.1.1. Cấu trúc vốn tối ưu

Trong quá trình hoạt động của mình, đặc biệt với những phương án kinh doanh có quy mô đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn, các doanh nghiệp phải cân nhắc việc sử dụng hợp lý các nguồn vốn có thể tiếp cận để đạt hiệu quả tối ưu nhất. Doanh nghiệp sẽ phải tính toán xem nên sử dụng vốn vay từ các ngân hàng, vốn từ phát hành trái phiếu, cổ phiếu hay sử dụng chính phần lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn tối ưu đề cập đến tỷ lệ giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay nợ sao cho tối thiểu chi phí sử dụng vốn, tối thiểu hóa rủi ro kinh doanh đồng thời tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, cấu trúc vốn tối ưu thay đổi qua thời gian và phụ thuộc vào tính chất của doanh nghiệp cũng như các nhân tố bên ngoài môi trường hoạt động. Thực tế, các nhà quản lý thường đặt ra một khoảng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp, ví dụ như 30% đến 40% thay vì đặt ra một con số cụ thể. Về mặt thống kê, cấu trúc vốn được đặc trưng bằng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp hay chính là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản, và được xác định theo công thức sau:

$$\text{Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản/Đòn bẩy tài chính} = \frac{\text{Tổng Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}} \quad (1.1)$$

Trong công thức tính (1.1) trên, nợ bao gồm nợ ngắn hạn thường xuyên và nợ dài hạn. Do đó, xuất phát từ công thức (1.1) sẽ có hai công thức tính đó là đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn và đòn bẩy tài chính trong dài hạn:

$$\text{Đòn bẩy tài chính ngắn hạn} = \frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}} \quad (1.2)$$

$$\text{Đòn bẩy tài chính dài hạn} = \frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}} \quad (1.3)$$

Cấu trúc vốn tối ưu sẽ khác biệt giữa các doanh nghiệp và giữa các ngành. Trong những ngành kinh doanh đòi hỏi tập trung lượng vốn lớn như khai khoáng, luyện kim hoặc

hóa chất, nguồn vốn của các doanh nghiệp thường từ các nguồn vốn vay. Tương tự như thế, các công ty bất động sản, hãng hàng không, các tổ chức tài chính, nguồn vốn hoạt động của họ phụ thuộc rất nhiều từ vốn vay từ bên ngoài. Chính vì lý do đó, các doanh nghiệp này thường duy trì một tỷ lệ nợ cao. Ngược lại, trong những ngành lĩnh vực thiên về ý tưởng chất xám như dược phẩm, quảng cáo, công nghệ, các công ty lại có xu hướng duy trì tỷ lệ nợ thấp. Các công ty này thường ít hoặc giữ đòn bẩy tài chính thấp. Bảng số liệu 1.1 trình bày về sự khác nhau trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính giữa các ngành trong nền kinh tế Hoa Kỳ:

Ngành	Tỷ lệ vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	Tỷ lệ nợ/Tổng tài sản
Dược phẩm	80.65%	19.35%
Công nghệ máy tính	76.34%	23.66%
Thép	67.57%	32.43%
Hàng không vũ trụ	64.10%	35.9%
Dịch vụ tiện ích	40.65%	59.35%
Đường sắt	59.17%	40.83%

Bảng 1.1. Đòn bẩy tài chính trong 06 ngành kinh tế Hoa Kỳ năm 2005.

(Nguồn: Brigham và Houston 2007, 444)

Như đã đề cập ở phần trước, đạt được cấu trúc vốn tối ưu có thể giúp cho tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, bởi vì các nhà quản lý có xu hướng tối thiểu hóa chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC), họ sẽ cố gắng điều chỉnh cấu trúc vốn (Brealey và các cộng sự 2011). Ở những phần sau sẽ trình bày rõ hơn mối quan hệ giữa chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) và giá trị doanh nghiệp [8].

Bất kể vốn của doanh nghiệp được tài trợ từ nguồn nào, doanh nghiệp sẽ luôn phải có nghĩa vụ chi trả chi phí vốn, đó là lãi suất trả cho trái phiếu, các tổ chức cho vay tài chính hoặc cổ tức cho các cổ đông. Bởi vậy, trong quy trình định giá dài hạn, chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) sẽ được sử dụng để đánh giá chi phí sử dụng vốn chung.

WACC là một công cụ phân tích đầu tư quan trọng cho cả nhà đầu tư và các nhà quản lý. Dưới góc nhìn của nhà đầu tư, WACC chỉ ra lợi tức tối thiểu mà doanh nghiệp phải đạt được để làm hài lòng nhà đầu tư (Pushner 1995). Cụ thể hơn, nếu tỷ lệ lợi nhuận của doanh nghiệp nhỏ hơn WACC, điều đó chỉ ra rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp chưa tốt và không hấp dẫn được nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà quản lý sử dụng WACC như một chỉ số hữu ích để xem liệu các dự án đầu tư tương lai và chiến lược tài trợ vốn của công ty có thực sự xứng đáng thực hiện hay (Pushner 1995). Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, WACC đóng vai trò quan trọng trong việc định giá doanh nghiệp. Trong các mô hình định giá dòng tiền tương lai của doanh nghiệp, các nhà tài chính thường hay sử dụng WACC là nhân tố chiết khấu. Cũng vì lý do đó, các doanh nghiệp có xu hướng tối thiểu hóa chi phí vốn bình quân gia quyền để giảm chi phí vốn, củng cố sự hấp dẫn của doanh nghiệp trong mắt nhà đầu tư, nhưng quan trọng hơn là để gia tăng giá trị của doanh nghiệp [14].

Để minh họa cấu trúc vốn ảnh hưởng như thế nào tới WACC, công thức chi phí vốn bình quân gia quyền sau thuế khi không tính đến cổ phiếu ưu đãi được đưa ra như sau:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times r_D \times (1-T) + \frac{E}{D+E} \times r_S \quad (1.4)$$

Theo công thức (1.4), chi phí vốn bình quân gia quyền WACC bao gồm hai bộ phận: chi phí vay nợ sau thuế - r_D nhân với tỷ lệ vay nợ trên tổng tài sản, và, chi phí của việc sử dụng vốn chủ sở hữu r_S nhân tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản. Một điều hiển nhiên là đòn bẩy tài chính ảnh hưởng đến WACC theo hai hướng: trước tiên, sự thay đổi trong lợi tức chi trả ảnh hưởng đến WACC, và thứ hai, sự thay đổi tỷ lệ vốn vay trên vốn chủ sở hữu cũng ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị WACC.

Bởi lẽ, doanh nghiệp luôn muốn tối thiểu chi phí sử dụng vốn, nên lượng vốn vay và chi phí vốn vay đóng vai trò quan trọng trong việc xác định hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Bởi thế, việc điều chỉnh hai nhân tố trên có thể giúp doanh nghiệp đạt được cấu trúc vốn tối ưu của mình (Nickell và Neil, 1997)[23].

1.1.2. Rủi ro và đòn bẩy

Trong số các nguồn tài trợ vốn từ bên ngoài, vốn từ vay nợ là một nguồn được ưa thích của các doanh nghiệp bởi những nguyên nhân sau. Trước tiên, vốn vay nợ thường rẻ hơn vốn chủ sở hữu bởi: thứ nhất, các khoản vay được thế chấp bởi tài sản của doanh nghiệp và lãi suất trả cho các khoản vay được khấu trừ thuế. Bên cạnh đó, lãi suất trả các khoản vay nợ này thường được giữ cố định cho đến khi đáo hạn. Thứ hai, các bên cho vay còn có quyền ưu tiên về dòng tiền của công ty hoặc thanh khoản hơn so với các cổ đông. Thứ ba, không giống như những cổ đông, các bên cho vay sẽ không có quyền biểu quyết trong công ty trừ khi có những giao ước đặc biệt trong hợp đồng ký kết.

Tuy nhiên, gia tăng vay nợ lại làm tăng rủi ro phá sản, đó là trường hợp khi bên vay nợ không có khả năng chi trả các khoản vốn vay và lãi suất đi kèm. Ví dụ như khi một doanh nghiệp mất khả năng chi trả lãi suất của khoản vay, bên cho vay có thể bắt buộc doanh nghiệp này đi tới phá sản, đòi quyền lợi của mình trên những tài sản thế chấp hoặc chiếm lấy quyền kiểm soát các tài sản thế chấp. Bởi thế, khi một doanh nghiệp huy động vốn từ những khoản vay nợ, điều này sẽ làm tăng rủi ro cho các cổ đông của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, cổ đông, những người có sở hữu trong công ty lại chấp nhận điều này. Như đã chỉ ra ở phần trước, khi đạt được cấu trúc vốn tối ưu liên quan đến việc lựa chọn tỷ lệ giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp sẽ tối đa hóa được giá trị của mình. Điều này dẫn đến thị giá cổ phiếu của công ty tăng và chính các cổ đông là người được lợi. Chính vì thế, cấu trúc vốn tối ưu cũng liên quan đến việc xác định sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận.

Phần tiếp theo sẽ trình bày cụ thể hơn về rủi ro và lợi nhuận bằng việc phân tách hai bộ phận của rủi ro dưới góc nhìn của doanh nghiệp: rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Bên cạnh đó, đòn bẩy cũng sẽ được phân tách làm hai loại: đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính.

1.1.2.1. Rủi ro kinh doanh và đòn bẩy hoạt động

Rủi ro kinh doanh phản ánh rủi ro liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp, gây nên sự không chắc chắn về khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Rủi ro này bao gồm hai loại: rủi ro cá biệt và rủi ro hệ thống. Trước tiên, rủi ro cá biệt, có khi được gọi là rủi ro

không hệ thống, là rủi ro của riêng công ty. Ví dụ như một hãng hàng không có thể đối mặt rủi ro về việc hỏng hóc động cơ máy bay trên không, bất thường thời tiết, sự cạnh tranh các hãng giá rẻ. Những sự kiện không mong muốn này sẽ ảnh hưởng trước tiên tới việc hoạt động của công ty và sau đó ảnh hưởng tới khả năng sinh lời. Thứ hai là các rủi ro hệ thống, hay còn được gọi là rủi ro thị trường, xảy ra trong phạm vi của cả nền kinh tế và đe dọa sự hoạt động của tất cả các ngành, các doanh nghiệp. Một ví dụ điển hình đó là khủng hoảng kinh tế, chiến tranh và sự bất ổn trong tỷ giá hối đoái. Trên thực tế, các rủi ro kinh doanh sẽ khác nhau giữa các doanh nghiệp và sự sai khác này phụ thuộc vào đặc điểm của doanh nghiệp, của ngành và của hành vi thị trường.

Rủi ro kinh doanh thể hiện rủi ro của toàn bộ công ty trong trường hợp công ty không vay nợ. Quan điểm này có thể được minh họa qua mô hình định giá tài sản vốn (CAPM):

$$r_s = r_{RF} + (RPM) \times \beta_i \quad (1.5)$$

Theo như cách tiếp cận CAPM, chi phí vốn chủ sở hữu r_s bằng lãi suất không rủi ro cơ bản r_{RF} cộng với phần bù trừ rủi ro của thị trường, RPM, nhân với hệ số beta của cổ phiếu doanh nghiệp. Hệ số beta phản ánh mức độ rủi ro trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do r_{RF} và RPM là các nhân tố nằm ngoài tầm kiểm soát, chi phí vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào duy nhất hệ số beta. Trong công thức WACC ở trên, nếu như doanh nghiệp không sử dụng vốn vay thì WACC sẽ bằng r_s . Chính vì thế, mức độ rủi ro kinh doanh sẽ xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, từ đó tác động đến giá trị WACC.

Trên thực tế, rủi ro kinh doanh lại phụ thuộc vào đặc tính của doanh nghiệp như đòn bẩy hoạt động, cầu, giá bán, chi phí giá vốn và sự linh hoạt trong quản lý. Ví dụ, nếu cầu hàng hóa của doanh nghiệp không thay đổi, doanh nghiệp có thể hoạt động tối ưu, do đó giảm thiểu rủi ro. Trong khi đó, những thay đổi thường xuyên giá các nguyên liệu đầu vào

lại gây nên những rủi ro kinh doanh khi doanh nghiệp không thể phản ứng nhanh chóng bằng cách tăng giá bán. Bên cạnh đó, đặc điểm của doanh nghiệp cũng được quyết định bởi ngành lĩnh vực mà nó hoạt động và đặc điểm của thị trường.

Nói tóm lại, rủi ro kinh doanh phản ánh sự rủi ro của doanh nghiệp dựa trên những đặc điểm riêng của doanh nghiệp. Tỷ lệ lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư và chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) được xác định bởi loại rủi ro này. Bởi lẽ đó, xác định một cấu trúc vốn tối ưu sẽ phải xem xét đến rủi ro kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng đến nó.

Đòn bẩy hoạt động phản ánh mức độ của chi phí cố định trong một doanh nghiệp. Tỷ lệ chi phí cố định trong tổng chi phí càng cao, mức độ rủi ro hoạt động cũng tăng lên. Cụ thể hơn, mức độ rủi ro hoạt động (DOL) phản ánh ảnh hưởng chi phí cố định đến lợi nhuận của doanh nghiệp và bằng chi phí cố định chia cho lợi nhuận hoạt động kinh doanh.

Trên thực tế, đòn bẩy hoạt động phụ thuộc nhiều vào trình độ công nghệ. Ví dụ như các lò phản ứng hạt nhân cần lượng chi phí cố định đầu tư lớn, tuy nhiên chi phí khả biến lại không đáng kể. Ngược lại, các nhà máy nhiệt điện chỉ cần chi phí cố định thấp, nhưng sau đó, họ lại yêu cầu một lượng lớn chi phí khả biến. Bên cạnh đó, các ngành công nghiệp như thép, hóa chất, chế tạo ô tô cũng cần một lượng lớn chi phí cố định, bởi thế sẽ có đòn bẩy hoạt động cao. Trong khi đó, các ngành kinh doanh dịch vụ như tư vấn, kế toán lại chỉ yêu cầu ít hơn các chi phí cố định, và do đó đòn bẩy hoạt động cũng thấp.

Nói tóm lại, việc xây dựng một đòn bẩy hoạt động hợp lý liên quan đến việc tính toán cân bằng giữa chi phí và lợi nhuận. Do đòn bẩy hoạt động phản ánh một phần mức độ rủi ro kinh doanh cũng như bản chất của doanh nghiệp, quyết định về cấu trúc vốn sẽ phụ thuộc nhiều vào quyết định lựa chọn mức độ của đòn bẩy hoạt động.

1.1.2.2. Rủi ro tài chính và đòn bẩy tài chính

Rủi ro tài chính là rủi ro gắn với các cổ đông khi công ty thực hiện việc vay nợ. Với việc sử dụng các khoản nợ, các cổ đông sẽ gánh chịu loại rủi ro tài chính này, khi mà các bên cho vay nợ của công ty được quyền ưu tiên chi trả trước các cổ đông trong trường hợp công ty phá sản. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản càng cao, đồng nghĩa với rủi ro về tài chính cũng tăng lên. Trong khi đó, các cổ đông vẫn phải chấp nhận các rủi ro kinh doanh cơ bản

còn các bên cho công ty vay nợ thì không. Công thức của Hamada đã củng cố thêm về mặt toán học cho sự tồn tại của rủi ro tài chính (Hamada 1969)[32]:

$$b_L = b_U \times \left[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right] \quad (1.6)$$

Trong công thức trên, b_L thể hiện hệ số beta khi doanh nghiệp có sử dụng vốn vay trong khi b_U thể hiện rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp. Nếu như doanh nghiệp bắt đầu huy động vốn bằng việc vay nợ, điều này sẽ làm tăng hệ số b_U lên một lượng $\left[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right]$, thể hiện sự tăng thêm mức độ rủi ro hay chính là rủi ro tài chính.

Rủi ro tài chính thể hiện lãi suất kỳ vọng của các cổ đông. Tuy nhiên, nó lại làm gia tăng tổng rủi ro cho các cổ đông. Tương tự như rủi ro kinh doanh, việc tìm ra một điểm cân bằng giữa lượng rủi ro tài chính mà công ty có thể chấp nhận là vấn đề quan trọng khi nghiên cứu cấu trúc vốn.

Đòn bẩy tài chính chỉ ra mức độ vốn vay trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính mang lại cả những thuận lợi và khó khăn cho doanh nghiệp. Một tỷ lệ nợ không phù hợp sẽ gây nên một đòn bẩy tài chính không hiệu quả, ảnh hưởng đến tổng tài sản và giá trị công ty. Bởi thế, xác định cấu trúc vốn tối ưu yêu cầu cân bằng cả những mặt thuận lợi và khó khăn nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, và cụ thể hơn, làm tăng thị giá của cổ phiếu.

1.1.3. Khốn khó tài chính

Việc vay nợ luôn đi kèm với các rủi ro khốn khó tài chính. Đây là tình trạng tồn tại khi có một xác suất nào đó mà bản thương lượng giữa bên cho vay và người đi vay bị xâm phạm hoặc không được thực hiện. Một cách khác, khốn khó tài chính có thể được xác định trong trường hợp doanh nghiệp không đủ dòng tiền chi trả các nghĩa vụ phát sinh khi chịu những khoản thua lỗ (Brealey và các cộng sự, 1984). Bên cạnh đó, chi phí khốn khó tài chính là rất lớn và phụ thuộc vào xác suất xảy ra tình trạng kiệt quệ cũng như mức độ khốn

khó tài chính [8]. Cụ thể hơn, việc định giá của doanh nghiệp bao gồm ba bộ phận cấu thành như được chỉ ra trong công thức (1.7):

$$\text{Giá trị của doanh nghiệp} = \text{Giá trị khi không có đòn bẩy} + \text{giá trị hiện thời của lá chắn thuế} - \text{giá trị hiện thời của chi phí khôn khó tài chính (1.7)}$$

Giá trị của một doanh nghiệp có vay nợ sẽ tăng lên khi lãi suất trả trên các khoản nợ được khấu trừ thuế, được phản ánh trong giá trị hiện tại của lá chắn thuế. Trong khi đó, chi phí khôn khó tài chính sẽ làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Bởi thế, cần lựa chọn một tỷ lệ nợ hợp lý để có thể tối đa hóa điểm cân bằng giữa chi phí khôn khó tài chính và lợi ích của lá chắn thuế. Điều này dẫn tới sự phát triển của lý thuyết cân bằng (Trade-off theory) – một mô hình được sử dụng khi nghiên cứu cấu trúc vốn.

Chi phí khôn khó tài chính thực sự tồn tại và là một trong những chi phí đáng kể khi định giá một doanh nghiệp. Nó có thể là chi phí trong trường hợp doanh nghiệp phá sản, các chi phí liên quan phát sinh để tổ chức lại doanh nghiệp hoặc các chi phí trung gian phát sinh khi chỉ số tín dụng của doanh nghiệp bị suy giảm. Dưới góc nhìn của nhà quản lý, khôn khó tài chính là một chi phí phát sinh lớn do ba nguyên do. Thứ nhất, mức độ khôn khó tài chính lớn sẽ làm giảm số lượng lớn các nhà cung cấp, người lao động và các khách hàng trung thành. Bên cạnh đó, khôn khó tài chính sẽ làm doanh nghiệp mất đi lượng lớn thị phần vào các đối thủ cạnh tranh. Thứ hai, những doanh nghiệp này có thể sẽ bị từ chối khỏi những dự án triển vọng hoặc ngay cả những dự án đang thực hiện (Abor, 2008) [1]. Thứ ba, các doanh nghiệp sẽ luôn phải đối mặt với rủi ro bị phá sản. Và có một sự thật là khi lâm vào tình trạng phá sản, việc bán các tài sản của doanh nghiệp để thực hiện nghĩa vụ với các khoản phải trả sẽ chỉ thu lại được lượng tiền nhỏ hơn giá trị thực của doanh nghiệp. Chính vì thế, một tỷ lệ nợ hợp lý hàm ý một điểm cân bằng giữa lợi ích của lá chắn thuế và chi phí phá sản.

Nếu như doanh nghiệp có một nguồn lợi nhuận không ổn định hoặc cầu thị trường không ổn định, nó sẽ đối mặt với chi phí khôn khó tài chính lớn. Chính vì thế những doanh nghiệp này nên sử dụng ít nợ. Ngoài ra, cấu trúc tài sản cũng là yếu tố xác định chi phí khôn khó tài chính. Ví dụ, tổn thất của những tài sản vô hình như hình ảnh thương hiệu công ty, vốn nhân lực, công nghệ sẽ làm gia tăng chi phí kiệt quệ. Bên cạnh đó, những tài sản không có tính thanh khoản cao cũng làm gia tăng chi phí khôn khó tài chính. Bởi thế, những doanh nghiệp có một lượng tài sản hữu hình lớn với một nguồn thu ổn định có thể thực hiện vay nợ với tỷ lệ cao hơn trong khi các doanh nghiệp có nguồn lợi nhuận không ổn định, nhiều rủi ro thì nên tận dụng nguồn vốn chủ sở hữu (Brealey và các cộng sự, 1984)[8].

1.1.4. 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. Trong công thức xác định chi phí vốn bình quân gia quyền WACC (1.5), lợi ích từ lá chắn thuế được biểu hiện dưới dạng $(1-T)$, trong đó T chính là thuế thu nhập doanh nghiệp. Ví dụ như một công ty vay 1 triệu đô la các khoản nợ và thuế suất doanh nghiệp là 20%, vốn vay ròng mà doanh nghiệp thực sự phải trả chỉ là $1 \cdot (1 - 0.2) = 0.8$ triệu đô la. Bên cạnh đó, lợi ích từ lá chắn thuế sẽ tăng lên nếu như giá trị khoản vay tăng lên, ví dụ 20 triệu đô hoặc 50 triệu đô.

Ngoài ra, lá chắn thuế còn làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Thực tế, Graham đã đo lường lợi ích từ việc huy động vốn vay và kết luận rằng lợi ích từ lá chắn thuế làm gia tăng trung bình 7% giá trị doanh nghiệp (Kester, 1986)[18].

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 vốn giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu là cả một nghệ thuật. Đây cũng là những tiền đề để phát triển lý thuyết cân bằng (Trade-off theory).

1.1.5. Thông tin bất đối xứng

Thực tế, có một số các doanh nghiệp có lịch sử bề dày lâu đời, nguồn lợi nhuận ổn định và những công ty này rất ít khi huy động vốn từ các nguồn vốn vay. Myers và Majluf

đã phát triển lý thuyết về cấu trúc vốn với tên gọi lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking theory) để giải thích vấn đề trên. Nguyên lý này tập trung vào vai trò của thông tin bất đối xứng trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết giả định rằng nhà quản lý sẽ thực hiện vai trò của mình để tối đa hóa tài sản của các cổ đông.

Thông tin bất đối xứng chỉ ra rằng, thông thường, các nhà quản lý có nhiều thông tin về sự hoạt động của doanh nghiệp, các rủi ro và triển vọng của công ty hơn các nhà đầu tư bên ngoài. Chính vì các nhà đầu tư bên ngoài ít thông tin hơn các nhà quản lý nên họ sẽ định giá cổ phiếu thấp hơn giá trị thực tại của công ty. Chỉ có nhà quản lý mới biết rõ được chính xác giá trị thực tại của công ty. Chính vì thế, phát hành nhiều cổ phiếu sẽ có xu hướng làm giảm giá trị của các cổ phiếu đang lưu hành bởi sự truyền giao giá trị giữa cổ đông mới và cổ đông cũ. Bởi thế, khi cần tăng nguồn vốn của công ty, các nhà quản lý có xu hướng tránh việc phát hành thêm cổ phiếu mới mà sẽ ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp và sau đó ưu tiên vay vốn từ bên ngoài.

Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng cũng chỉ ra rằng doanh nghiệp sẽ chỉ phát hành cổ phiếu mới với giá cao hơn giá trị của cổ phiếu trên thị trường. Bởi thế, việc phát hành cổ phiếu sẽ báo tín hiệu về việc cổ phiếu đang được định giá cao và quan trọng hơn, doanh nghiệp đó không đủ khả năng để huy động vốn từ nguồn vốn vay. Chính vì thế, theo như lý thuyết trật tự phân hạng, phát hành cổ phiếu đồng nghĩa với thông tin không tốt dưới con mắt của nhà đầu tư. Ngược lại, nếu doanh nghiệp sẵn sàng sử dụng vốn vay, đó là tín hiệu khả quan về sự phát triển của công ty (Myers 1984). Bởi vậy, vay vốn sẽ thường được ưa thích hơn gia tăng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trước, việc vay vốn lại tăng thêm rủi ro cho doanh nghiệp. Những doanh nghiệp làm ăn hiệu quả thường sử dụng lợi nhuận giữ lại như một nguồn vốn nội tại an toàn nhất của doanh nghiệp. Bởi thế, các doanh nghiệp làm ăn có lãi sẽ ưu tiên trước hết là tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại, sau đó là vốn vay và cuối cùng mới là phát hành thêm cổ phiếu. Rajan và Zingales (1995) đã chứng minh được mối quan hệ nghịch chiều giữa khả năng sinh lời của doanh nghiệp và cấu trúc vốn và chỉ ra các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả có xu hướng sử dụng nhiều phần lợi nhuận giữ lại hơn là vốn vay [26].

1.2. Các lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp

1.2.1. Lý thuyết của Modigliani và Miller (M&M)

Lý thuyết của Modigliani và Miller (1958) là lý thuyết đầu tiên nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp và đây cũng là nền tảng cơ sở để các lý thuyết sau này ra đời. Theo như mệnh đề Modigliani và Miller 1, 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. Cũng có thể hiểu mệnh đề Modigliani và Miller 1 theo hướng đó là bất kỳ lựa chọn tài chính như thế nào, dù là sử dụng vốn chủ sở hữu hay lựa chọn nợ ngắn hạn hoặc dài hạn thì giá trị của doanh nghiệp là không thay đổi (Brealey và các cộng sự, 1984)[8]

Tài sản của công ty và các cơ hội phát triển	Nợ (D)
	Vốn chủ sở hữu (E)
	Giá trị công ty (V)

Bảng 1.2. Bảng cân đối trong mệnh đề Modigliani và Miller 1

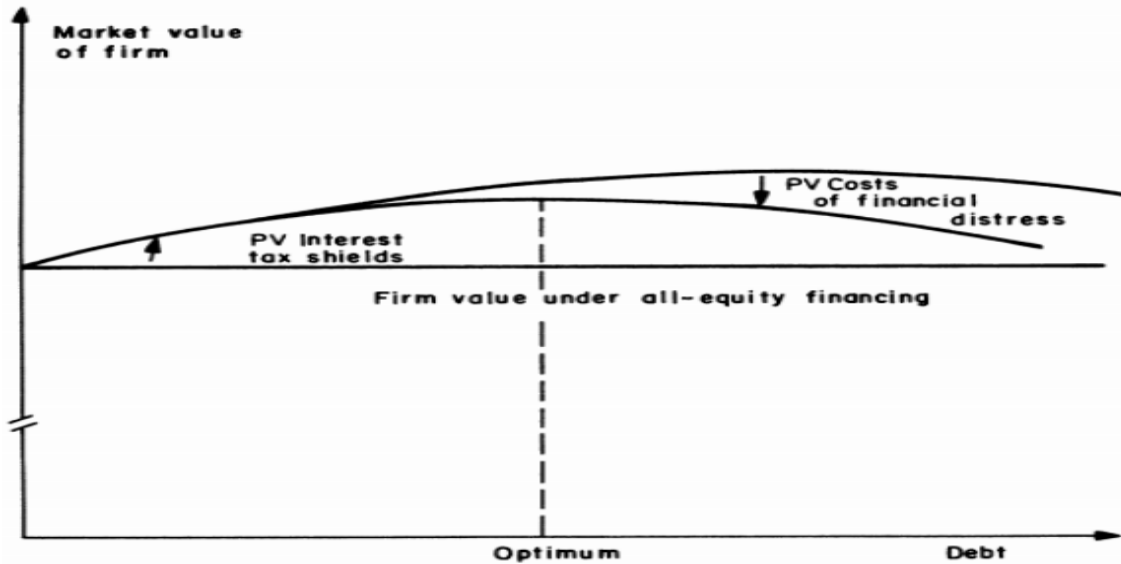
Cụ thể hơn, theo như Myers (1984), bảng cân đối kế toán của một doanh nghiệp dùng để giải thích chi tiết mệnh đề Modigliani và Miller 1. Dựa vào bảng 1.2 ta thấy, giá trị của doanh nghiệp là không thay đổi cho dù có sự thay đổi tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Trong trường hợp này, các nhân tố có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp chỉ đến từ những nhân tố phía bên trái của bảng cân đối. Chính vì thế, giá trị của tài sản và các cơ hội phát triển là không đổi. Ngược lại, nếu như các cơ hội phát triển của công ty thay đổi, vốn lưu động sẽ bị ảnh hưởng, dẫn đến sự thay đổi trong việc định giá doanh nghiệp. Bởi vậy, một giả thiết quan trọng trong mệnh đề Modigliani và Miller 1 đó chính là sự không thay đổi của các nhân tố nằm phía bên trái của bảng cân đối. Theo như Wald (1999), trong mệnh đề này, doanh nghiệp có thể sử dụng các nguồn vốn mà không phải quan tâm nguồn vốn đó đến từ nợ hay vốn chủ sở hữu [30].

Bên cạnh đó, mệnh đề Modigliani và Miller 2 là sự phát triển từ mệnh đề số 1, đã minh chứng rằng chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) sẽ là không đổi ngay cả khi công ty thay đổi cấu trúc vốn của họ. Trong trường hợp này, các cá nhân và doanh nghiệp đều được hưởng một lãi suất vay chung trên thị trường. Bên cạnh đó, lợi ích từ lá chắn thuế cũng bị loại bỏ trong lý thuyết này.

Nói tóm lại, cả 2 mệnh đề Modigliani và Miller đều giả định rằng, thị trường vốn là cạnh tranh hoàn hảo, không có sự tồn tại của thuế, không có chi phí giao dịch cũng như không có chi phí phá sản. Đây là một điều rất phi thực tế. Tuy nhiên, 2 mệnh đề của Modigliani và Miller cũng tạo nên những tiền đề phát triển các lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp sau này.

1.2.2. Lý thuyết cân bằng (Trade – off theory)

Dựa trên các lý thuyết của Modigliani và Miller, lý thuyết cân bằng là một bước phát triển về lý luận của Miller khi ông đã xem xét đến các tác động của thuế, chi phí phá sản và các chi phí trung gian khi giải thích cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Dựa trên lý thuyết này, các công ty sẽ có những mục tiêu khác nhau khác nhau về tỷ số nợ và nguồn vốn sao cho tối đa hóa được lợi ích của doanh nghiệp. Cụ thể hơn, sẽ tồn tại một điểm kết hợp tối ưu của các công ty khi họ cố gắng hướng đến việc gia tăng sử dụng nợ. Việc gia tăng sử dụng nợ sẽ làm tăng chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC). Theo như Wald (1999), giá trị hiện tại của phần thuế tiết kiệm do việc gia tăng vay nợ sẽ bị triệt tiêu bằng sự gia tăng của giá trị hiện tại trong chi phí phá sản. Cụ thể hơn, tồn tại những ưu điểm và nhược điểm khi sử dụng nợ. Ở những thời kỳ ban đầu, có những lợi ích từ việc chi trả thuế được gọi là lá chắn thuế. Điều đó có nghĩa doanh nghiệp sẽ trả ít thuế hơn lượng họ phải trả bằng việc vay thêm nhiều nợ. Tuy nhiên, khi có quá nhiều nợ, doanh nghiệp sẽ đối mặt với rủi ro về việc hoàn trả trong tương lai. Khi không có khả năng chi trả, doanh nghiệp sẽ phá sản. Bởi thế, theo lý thuyết cân bằng, điểm kết hợp tối ưu được xác định là điểm cao nhất của đường cong minh họa như trong hình 1.1:



Hình 1.1. Điểm kết hợp tối ưu theo lý thuyết cân bằng (Trade-off theory).

Ngoài ra, lý thuyết cũng chỉ ra rằng chi phí phá sản có thể có ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp tới doanh nghiệp. Theo như quan điểm của Bradley và các cộng sự (1984), có ba loại chi phí phá sản. Trước tiên, đó là các chi phí hành chính trực tiếp liên quan đến bên thứ ba trong trường hợp doanh nghiệp bị giải thể. Thứ hai, đó là sự thiếu hụt trong trường hợp mất khả năng thanh khoản hoặc các chi phí liên quan cần thiết để khôi phục doanh nghiệp. Cuối cùng, đó còn là sự mất mát của tín dụng thuế.

Tuy nhiên, điểm bất cập trong lý thuyết cân bằng là sự bất đồng thuận xảy ra khi doanh nghiệp với đòn bẩy tài chính thấp vẫn có thể có kết quả kinh doanh tốt. Điều này rõ ràng đối lập với lý thuyết cân bằng: vay nhiều nợ có thể giúp doanh nghiệp tối đa hóa lợi nhuận tại điểm cân bằng. Chính vì thế, sự xuất hiện của lý thuyết trật tự phân hạng là điều cần thiết để giải quyết vấn đề này.

1.2.3. Lý thuyết trật tự phân hạng

Theo như Donaldson (1961), thay vì phát hành thêm cổ phiếu, việc sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp sẽ là một kênh chủ yếu để gia tăng nguồn vốn của doanh nghiệp. Đồng tình cùng quan điểm trên, Myers và Majluf (1984) tiếp tục phát triển nghiên cứu của Donaldson và lý thuyết trật tự phân hạng ra đời.

Theo như Myers và Majluf (1984), lý thuyết này cho rằng chi phí tài chính gia tăng cùng với thông tin bất đối xứng. Bởi thế, thực tế đã chứng minh rằng các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ luôn có đầy đủ thông tin về doanh nghiệp của mình hơn các nhà đầu tư bên ngoài và bất kỳ hành động nào của họ cũng sẽ ảnh hưởng tới tình hình chung của doanh nghiệp. Ví dụ như, việc phát hành thêm cổ phần bởi các nhà quản lý sẽ có thể làm cho giá trị thị trường của cổ phiếu giảm xuống bởi vì nhà đầu tư sẽ suy đoán rằng nhà quản trị đang tính toán giá trị công ty đang được định giá cao hơn thực tế. Dựa vào lý thuyết này, nguồn tài chính được phân hạng trước hết ưu tiên các nguồn vốn nội tại bên trong doanh nghiệp, vay nợ thứ hai và ưu tiên cuối cùng là phát hành cổ phiếu. So sánh với lý thuyết cân bằng, vay nợ được xếp ở ưu tiên thứ hai và phát hành thêm cổ phiếu là lựa chọn cuối cùng do kết quả của thông tin bất đối xứng. Bởi thế, dựa vào từng tình huống cụ thể, các doanh nghiệp sẽ có những quyết định khác nhau để gia tăng nguồn vốn cho các dự án mới và lý thuyết trên cũng giải quyết được các câu hỏi đặt ra từ ban đầu.

1.2.4. Lý thuyết chi phí trung gian.

Chi phí trung gian phản ánh các chi phí phát sinh trong mối liên hệ giữa người đứng đầu và các bên trung gian. Trong khi người đứng đầu sẽ đại diện cho các cá nhân, nhóm, tổ chức thì trung gian là đối tượng được thuê để đại diện cho một bên. Sẽ có hai loại chi phí trung gian. Loại đầu tiên dựa trên sự khác nhau về mục tiêu giữa các bên. Ví dụ, khi mục tiêu của ban lãnh đạo là tối đa hóa lợi ích của cổ đông, ban lãnh đạo sẽ tìm cách để tối đa hóa lợi ích của chính riêng họ. Bởi thế, sẽ có sự đối lập giữa cổ đông và bên cho công ty vay nợ. Trong trường hợp, rủi ro phá sản được xem như hay xảy ra nhất khi một trong hai bên, hoặc cả hai bên, không thực hiện được nghĩa vụ như cam kết. Bên cạnh đó, vấn đề khác xảy ra khi các nhà quản lý cố gắng làm chệch lợi ích các cổ đông điều này có thể gây ảnh hưởng đến lợi ích các cá nhân khác, đặc biệt là các bên cho công ty vay nợ. Bởi thế, như một giải pháp, quản trị doanh nghiệp tốt sẽ làm giảm chi phí trung gian. Bên cạnh đó, theo như Jensen (1986), phân phối nợ trong cấu trúc vốn là một cách giảm thiểu chi phí trung gian. Cụ thể hơn, điều này sẽ cung cấp cho những bên cho vay công ty quyền để

nhận một phần vốn của họ nếu như công ty không có khả năng chi trả lãi và số vốn vay ban đầu.

1.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp cũng được nhiều các 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. 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 giữa các học giả. Phần bài viết sau đây liệt kê một số nhân tố chủ đạo ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp gồm có: tỷ suất sinh lời, quy mô, tài sản hữu hình, tốc độ tăng trưởng, thuế suất thu nhập doanh nghiệp, lá chắn thuế phi nợ, số năm hoạt động, và tỷ lệ sở hữu vốn của nhà nước.

1.3.1. Tỷ suất sinh lời

Có một mối liên quan chặt chẽ giữa tỷ suất sinh lời và đòn bẩy tài chính. Nguyên nhân lý giải đầu tiên đó là tỷ suất sinh lời càng cao, xác suất công ty chịu rủi ro phá sản ngày càng thấp. Điều này sẽ làm cho doanh nghiệp ưu tiên cao hơn nguồn vốn vay dẫn đến sự gia tăng của đòn bẩy tài chính. Bên cạnh đó, theo lý thuyết sự cân bằng (Trade-off theory), do lợi ích từ lá chắn thuế, công ty sẽ đi vay nhiều hơn và được khuyến khích để vay nhiều hơn. Bên cạnh đó, theo như Jensen (1986), có những lợi ích để một doanh nghiệp làm ăn hiệu quả gia tăng phần vốn vay của mình. Ví dụ như, thay vì lãng phí nguồn tiền vào việc đầu tư cơ sở hạ tầng hoặc dự án có NPV âm, doanh nghiệp có thể đầu tư vào các khoản vay hợp lý và an toàn hơn.

Tuy nhiên, theo như lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp lại tăng cường việc sử dụng nguồn vốn bên trong trong khi sử dụng vay nợ và phát hành cổ phiếu lại được ưu tiên sau cùng. Khi so sánh với các công ty làm ăn không hiệu quả, các doanh nghiệp làm ăn có lãi sẽ có được nguồn tiền nhiều hơn, chính vì thế họ sẽ tận dụng sử dụng triệt để lượng vốn nội tại này. Cùng chung quan điểm đó, Titman và Wessel (1988) cho rằng khi các nhân tố khác không đổi, doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời cao sẽ có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn.

Do đó, tùy vào từng trường hợp cụ thể, chúng ta sẽ có những kết quả khác nhau. Các nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995) chỉ ra rằng, trong khi các công ty tại Mỹ, Canada và Nhật Bản có mối liên hệ nghịch chiều giữa tỷ suất sinh lời và đòn bẩy tài chính, thì kết quả ngược lại hoàn toàn đối với mẫu nghiên cứu là các công ty của Đức. Trong nghiên cứu về các doanh nghiệp Trung Quốc, mối liên hệ giữa tỷ suất sinh lời và đòn bẩy tài chính là nghịch chiều [26].

1.3.2. Quy mô doanh nghiệp

Trước tiên, theo lý thuyết cân bằng, đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp có sự tương quan tỷ lệ thuận bởi vì công ty có quy mô lớn và đa dạng hóa danh mục hoạt động sẽ có rủi ro phá sản thấp hơn khi so sánh với những công ty nhỏ hơn (Titman và Welsels, 1988). Nói một cách khác, các công ty có quy mô lớn sẽ có lợi thế khi cộng tác hoạt động với các tổ chức tài chính khi so sánh với các công ty có quy mô nhỏ hơn. Cụ thể, các chi phí giao dịch sẽ giảm khi doanh nghiệp thực hiện việc mua bán một số lượng hàng hóa dịch vụ khi trao đổi. Ngoài ra, Ferri và John (1979) cho rằng lãi suất khoản vay sẽ có xu hướng cao hơn đối với các doanh nghiệp quy mô nhỏ do quy mô khoản vay nhỏ và tần suất giao dịch thấp. Bên cạnh đó, theo như Ozkan (2000), các doanh nghiệp nhỏ dễ bị tổn thương hơn trước những biến động kinh tế như khủng hoảng kinh tế hay sự đi xuống của toàn bộ nền kinh tế, dẫn tới rủi ro phá sản tăng lên. Bởi thế, dưới góc nhìn của khách hàng, các công ty nhỏ dường như rủi ro hơn khi đầu tư vào. Điều này cũng chỉ ra rằng giải pháp có thể thực hiện được ở đây chính là việc các doanh nghiệp nhỏ nên đặt tỷ lệ nợ ngắn hạn cao thay cho nợ dài hạn.

Ngoài ra, như được chỉ ra trong nghiên cứu của Diamond (1991), các công ty nhỏ thường bị hạn chế khi tiếp cận các khoản vay. Lý do giải thích ở đây là các công ty lớn thường sẽ có chi phí trung gian thấp, độ biến động của dòng tiền là thấp và có khả năng tiếp cận cao hơn với thị trường tín dụng (De Angelo và các cộng sự, 1980). Chính vì thế, uy tín trả nợ của các doanh nghiệp lớn sẽ cao hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

Tuy nhiên, theo quan điểm của lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết chỉ ra rằng có một mối liên hệ nghịch giữa quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính. Khi so sánh với các doanh nghiệp quy mô nhỏ, doanh nghiệp quy mô lớn sẽ có sự dư thừa về vốn nhân rồi

cao hơn và tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Bởi thế, sẽ dễ dàng cho các doanh nghiệp quy mô lớn sử dụng các nguồn vốn tự có bên trong thay cho các khoản vay. Do đó, đòn bẩy tài chính ở các doanh nghiệp này sẽ thấp hơn (Kester, 1986)[18].

1.3.3. Tài sản hữu hình

Tài sản hữu hình đặc trưng cho khả năng sẵn sàng thế chấp của công ty trước những khoản vay. Như đã khẳng định bởi Myers (1984), có một mối liên hệ giữa tài sản hữu hình và đòn bẩy tài chính bởi thực tế rằng, công ty có nhiều tài sản thế chấp sẽ có tỷ lệ thấp trong vấn đề thông tin bất đối xứng. Hơn nữa, một điều hiển nhiên là nếu công ty có nhiều khoản vay thế chấp, rủi ro của người đi vay liên quan đến chi phí khoản vay cũng sẽ giảm xuống. Lập luận này được củng cố bởi nhiều nghiên cứu thực nghiệm của Frank và Goyal (2009); Titman và Wessels (1988) và lý thuyết cân bằng (Trade-off theory).

Bên cạnh đó, theo như lý thuyết chi phí trung gian, mối quan hệ tương tự cũng được suy đoán. Trong trường hợp này, sự bất đối xứng trong thông tin dẫn đến vấn đề định giá sai vốn chủ sở hữu. Bởi vì khi tài sản thế chấp được sử dụng, chi phí trung gian liên quan đến các khoản nợ sẽ thấp hơn. Bởi thế, tài sản hữu hình là một nhân tố quan trọng trong chính sách tín dụng của các ngân hàng và càng quan trọng hơn đối với các khoản cho vay dài hạn.

Tuy nhiên, đối lập với các lập luận ở trên, Huang và Song (2006) lại chỉ ra rằng mối liên hệ giữa tài sản hữu hình và đòn bẩy tài chính là nghịch chiều. Trong khi đó, Chittenden, Hall và Hutchinson (1996); Bevan và Danbolt (2002), sự ảnh hưởng của tài sản hữu hình sẽ phụ thuộc vào cách thức đo lường các khoản nợ. Trong khi đó, Bennett và Donnelly (1993) khẳng định tài sản hữu hình có mối liên hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính và đòn bẩy ngắn hạn, tuy nhiên mối liên hệ với đòn bẩy dài hạn là không rõ ràng.

1.3.4. Tốc độ tăng trưởng

Có nhiều quan điểm cho rằng khi tốc độ tăng trưởng ngày càng cao thì đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm xuống. Điểm quan trọng ở đây đó là với tốc độ phát triển cao, doanh nghiệp sẽ phát hành nhiều cổ phần thay vì đi vay nợ để giảm thiểu việc chia sẻ quyền lợi giữa cổ đông và các chủ nợ. Đồng tình với các quan điểm trên là các nghiên cứu của các học giả Barclay và Smith (1995); Cochrane (2001); Rajan và Zingales (1995). Bên

cạnh đó, tốc độ tăng trưởng là một yếu tố tăng hình, sẽ chỉ làm gia tăng giá trị công ty nhưng sẽ không đáng kể khi công ty đối mặt với chi phí phá sản. Theo như Myers (1984), tốc độ tăng trưởng cao đồng nghĩa với chi phí phá sản cao hơn. Bởi thế, theo lý thuyết cân bằng (Trade-off Theory), do các chi phí phá sản, doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thì đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm xuống. Bên cạnh đó, Titman và Wessels (1988) cũng khẳng định chi phí trung gian cao hơn với các ngành tăng trưởng nhanh do sự đa dạng về lựa chọn phương án đầu tư trong tương lai. Bởi thế, theo lý thuyết trung gian, tỷ lệ nợ sẽ được cho là có xu hướng giảm.

Tuy nhiên, một vài nhà nghiên cứu chỉ ra rằng tốc độ tăng trưởng cao dẫn tới đòn bẩy tài chính tăng lên. Minh chứng bằng việc các công ty có tốc độ tăng trưởng cao được cho là các công ty có sức khỏe tốt trên thị trường vốn vay và dễ dàng tiếp cận đến nguồn vốn vay. Bên cạnh đó, với triển vọng phát triển tương lai, những công ty này có thể sẽ tăng lượng vốn vay để duy trì cơ hội tăng trưởng cao trong tương lai (Chen, 2003). Ngược lại, theo như Bevan và Danbolt (2002) tăng trưởng cao đồng nghĩa với tỷ lệ đòn bẩy dài hạn cao nhưng tỷ lệ đòn bẩy ngắn hạn sẽ thấp đi.

1.3.5. Thuế suất doanh nghiệp

Theo như Modigliani và Miller (1958), thuế suất là công cụ quan trọng xác định cấu trúc vốn của một doanh nghiệp. Được chứng minh rõ ràng từ các lý thuyết rằng, khi đối mặt với mức thuế suất doanh nghiệp cao, doanh nghiệp sẽ có xu hướng vay nợ nhiều hơn để tận dụng lợi thế của lá chắn thuế. Hơn thế nữa, như chỉ ra trong nghiên cứu của Mackie-Mason (1990) đánh giá tác động của thuế suất doanh nghiệp mà không đánh giá tác động của lá chắn thuế sẽ dẫn đến các kết quả sai lệch trong nghiên cứu. Điều đó được giải thích bởi vì tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là kết quả tích lũy từ nhiều năm hoạt động với những đánh giá riêng biệt trong khi đó lại có khả năng mất mát từ những nguồn thuế được tạo ra sau mỗi năm. Theo lập luận đó, nghiên cứu của tác giả chủ yếu chỉ ra rằng tác động của thuế suất doanh nghiệp bao gồm sự tồn tại của lá chắn thuế và thuế đầu tư. Từ quan điểm đó, tác giả kết luận rằng thuế suất doanh nghiệp có tác động thuận chiều tới đòn bẩy tài chính. Điều này trùng hợp với lý thuyết của Modigliani và Miller.

Chính vì thế, thuế suất doanh nghiệp được cho rằng có mối quan hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính. Bên cạnh đó, theo quan điểm của Jan Bartholdy và Cesario Mateus (2008) thông số này được tính bằng lượng thuế doanh nghiệp chi trả chia cho lợi nhuận trước thuế.

1.3.6. Lá chắn thuế phi nợ

Lá chắn thuế phi nợ cũng là một nhân tố được phân tích khi bàn về các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn. Trong khi một số nghiên cứu của Bradley, Jarrell và Kim (1984); Wald (1999) cho rằng có mối liên hệ thuận chiều giữa lá chắn thuế phi nợ và đòn bẩy tài chính, các tác giả khác lại có quan điểm ngược lại. Theo như De Angelo và Masulis (1980); Titman và Wessels (1988), lợi ích của việc sử dụng nợ sẽ dần dần bị thay thế bởi việc giảm trừ thuế và khấu hao. Bởi vì, lá chắn thuế cao khi so sánh với dòng tiền dự kiến trong tương lai, doanh nghiệp sẽ có xu hướng sử dụng đòn bẩy trong cấu trúc vốn. Điều này trùng khớp với lập luận của lý thuyết cân bằng (Trade-off Theory). Bên cạnh đó, khi lá chắn thuế phi nợ tăng lên, khả năng thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp sẽ là âm. Chính vì thế, sẽ là hợp lý cho doanh nghiệp với số lượng lớn của lá chắn thuế phi nợ cắt giảm việc vay nợ của mình.

1.3.7. Số năm hoạt động

Từ những nghiên cứu của Abor (2008) số năm hoạt động của công ty tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính. Điều này có thể dễ dàng hiểu được bởi vì, với một công ty có số năm hoạt động càng nhiều, công ty đó sẽ có uy tín tín dụng ngày càng lớn và dễ dàng hơn tiếp cận các khoản vốn vay. Để củng cố hơn cho lập luận này, Diamond (1991) đã chỉ ra rằng số năm hoạt động của công ty có liên quan đến các thông tin minh bạch của công ty trên thị trường tín dụng. Hay nói cách khác, các công ty lâu năm sẽ giảm thiểu được rủi ro về thông tin bất đối xứng đối với các ngân hàng, các tổ chức cho vay tín dụng. Chính vì thế, việc quản lý các khoản nợ sẽ dễ dàng hơn, dẫn tới các chi phí trung gian giảm xuống. Trong trường hợp đó, các công ty mới thành lập sẽ khó khăn hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn vay.

1.3.8. Đặc điểm riêng của ngành

Cấu trúc vốn giữa các ngành công nghiệp khác nhau rất nhiều. Kester (1986) nghiên cứu thấy rằng các ngành sinh lời càng cao, càng có khuynh hướng sử dụng ít vốn vay. Một số nghiên cứu khác cho thấy tỷ lệ đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn có tương quan ngược chiều với tần suất phá sản trong ngành. Các doanh nghiệp phát sinh các dòng tiền ổn định qua chu kỳ kinh doanh thường có khuynh hướng có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn. Nói chung, các doanh nghiệp có khuynh hướng tập trung sát tỷ lệ nợ của ngành, có thể phản ánh sự kiện là phần lớn rủi ro kinh doanh mà một doanh nghiệp gặp phải là do ngành hoạt động ổn định.

1.3.9. Triển vọng của thị trường vốn

Nếu lãi suất vay sẽ tăng và việc vay nợ trở nên khó khăn thì ngay lúc này phải tăng độ nghiêng của đòn bẩy tài chính. Và ngược lại, nếu dự đoán lãi suất sẽ giảm thì phải có kế hoạch giảm hay hoãn việc vay nợ hiện tại.

1.3.10. Các biến động của mùa vụ, chu kỳ kinh doanh

Các ngành có biến động mùa vụ lớn trong kinh doanh thì nợ vay ngắn hạn sẽ chiếm tỷ trọng cao. Các doanh nghiệp này phải lựa chọn một cấu trúc vốn thích hợp là rất quan trọng trong từng thời kỳ kinh doanh của doanh nghiệp.

Các ngành được sinh ra, phát triển, cuối cùng là suy thoái. Thời kỳ đầu, tỷ lệ thất bại cao, nguồn vốn chủ yếu trong giai đoạn này là vốn chủ sở hữu. Giai đoạn này doanh nghiệp rất khó vay nợ. Khi doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển thì cần nhiều vốn để mở rộng quy mô sản xuất – kinh doanh. Khi chu kỳ kinh doanh đi vào giai đoạn phát triển cực thịnh, doanh nghiệp phải chuẩn bị đối phó với các tác động tài chính của các biến động lớn theo mùa vụ và theo chu kỳ của doanh số. Nếu doanh nghiệp đang chuẩn bị vào giai đoạn suy thoái, phải xây dựng một cấu trúc tài chính cho phép dễ dàng thu hẹp các nguồn vốn sử dụng.

1.3.11. Quy định từ các cấp quản lý

Việc tiếp cận vốn còn phụ thuộc nhiều vào các quy định liên quan đến việc sử dụng vốn của doanh nghiệp. Một cơ chế thuận lợi với mức phí ưu đãi sẽ tạo điều kiện cho các

doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp nhỏ, mới thành lập có cơ hội tiếp cận được các nguồn vốn vay.

Chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn sẽ là khác nhau và phụ thuộc về việc lập luận đó đứng trên quan điểm nào. Bảng 1.3 tóm tắt sự ảnh hưởng của các nhân tố tới cấu trúc vốn doanh nghiệp trên quan điểm của các lý thuyết khác nhau:

	Lý thuyết cân bằng	Lý thuyết trật tự phân hạng	Lý thuyết chi phí trung gian	Lý thuyết Modigliani và Miller
Tỷ suất sinh lời	<i>Thuận chiều</i>	<i>Nghịch chiều</i>		
Quy mô doanh nghiệp	<i>Thuận chiều</i>	<i>Nghịch chiều</i>	<i>Thuận chiều</i>	
Tài sản hữu hình	<i>Thuận chiều</i>		<i>Thuận chiều</i>	
Tốc độ tăng trưởng	<i>Nghịch chiều</i>		<i>Nghịch chiều</i>	
Thuế suất doanh nghiệp				<i>Thuận chiều</i>
Lá chắn thuế phi nợ	<i>Nghịch chiều</i>			
Số năm hoạt động			<i>Thuận chiều</i>	

Bảng 1.3: Sự tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn theo quan điểm của các lý thuyết tài chính

1.4. Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Thông thường, các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn của doanh nghiệp sẽ được thực hiện trong mối liên hệ với hiệu quả hoạt động. Các nghiên cứu này thường được

chia làm hai nhóm. Nhóm thứ nhất, nghiên cứu đòn bẩy tài chính như một biến phụ thuộc và họ sẽ tìm cách tìm ra các biến giải thích của nó, bao gồm cả hiệu quả hoạt động của công ty. Nhóm thứ hai xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty, bao gồm đòn bẩy tài chính như một biến số giải thích. Trong phần viết này sẽ lần lượt đề cập đến các nghiên cứu thực nghiệm dựa trên hai quan điểm trên.

Jan và Mateus (2008) đã nghiên cứu mối quan hệ qua lại giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của các công ty thuộc lĩnh vực ngân hàng ở Mỹ, sử dụng các thông số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dựa trên quan điểm lý thuyết chi phí trung gian. Các tác giả đã kết luận rằng, đòn bẩy tài chính cao có mối quan hệ thuận chiều với tính hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Margaritis và Psillaki (2007) lại xem xét mối liên hệ tương tự trong mẫu các doanh nghiệp vừa và nhỏ của New Zealand và sử dụng hàm số khoảng cách để đo lường hiệu quả của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả này cũng đồng tình với quan điểm của lý thuyết chi phí trung gian.

Cũng có nhiều các nghiên cứu khác xem xét sự ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp tại các thị trường đang phát triển. Majumdar và Chhibber (1999) chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính tại Ấn Độ có quan hệ nghịch chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đo lường bởi tỷ suất sinh lời. Pushner (1995) cũng tìm ra sự tác động nghịch chiều của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả của doanh nghiệp, đo lường bởi năng suất nhân tố tổng (TFP) tại Nhật Bản. Nickell và các cộng sự (1997) trong nghiên cứu về các quan sát tại Anh Quốc đã chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa đòn bẩy tài chính và TFP. Booth và các cộng sự (2009) trong nghiên cứu về 10 quốc gia đang phát triển chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động. Onalapo và Kajola (2010) lại chỉ ra một mối quan hệ nghịch chiều đáng kể giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và hiệu quả hoạt động của các công ty tại Nigeria.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của các công ty Ukraina. Zheka (2010) xem xét đòn bẩy như một biến phụ thuộc và nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến biến phụ thuộc này. Các tác giả đã chỉ ra rằng tại Ukraina, lý thuyết trật tự phân hạng chiếm lĩnh ưu thế trong các kết quả giải thích ngắn hạn, còn lý thuyết cân bằng lại giải thích các kết quả trong dài hạn. Zheka (2010) quan sát

đòn bẩy không phải là một thước đo lý tưởng, và các bộ phận cấu thành trong nguồn vốn của công ty và cách tiếp cận thị trường vốn ảnh hưởng đáng kể đến lượng vốn vay của doanh nghiệp. Huang và Song (2006) nghiên cứu sự ảnh hưởng của giới tính CEO đến đòn bẩy tài chính và ROA và đi tới kết luận rằng ROA có tỷ lệ nghịch đến tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn. Tất cả các nghiên cứu này đều tìm ra nhân tố nào là nhân tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn vốn vay của doanh nghiệp. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có nghiên cứu nào tìm ra sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhân tố ảnh hưởng đến các yếu tố ảnh hưởng khác. Bên cạnh đó, cũng cần phải phân biệt nợ ngắn hạn và nợ dài hạn bởi vì sự khác nhau về mức độ rủi ro cũng như cần phải nghiên cứu mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thuộc các ngành lĩnh vực khác nhau.

Chương 2: Phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.1. Sự hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

Năm 1986, Việt Nam thực hiện chính sách kinh tế Đổi Mới, với mục tiêu chuyển đổi nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Kể từ đó, kinh tế Việt Nam đã thực sự biến chuyển, đứng trước những thách thức và cơ hội mới. Việt Nam đã và đang là điểm đến của các nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, các tập đoàn đa quốc gia. Vào tháng 11/2006, Việt Nam chính thức trở thành thành viên thứ 150 của tổ chức Thương mại thế giới WTO. Việt Nam cũng là quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh thứ hai của châu Á, chỉ sau Trung Quốc, và thậm chí còn được dự đoán sẽ trở thành nền kinh tế lớn thứ 17 của thế giới vào năm 2025. Trong quá trình hội nhập với nền kinh tế thế giới, Việt Nam cũng đang đẩy mạnh nhanh quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước.

Thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời năm 2000, muộn hơn so với các quốc gia khác trong khu vực. Sự ra đời này cũng là một phần của chính sách Đổi Mới, với mục tiêu hỗ trợ về vốn cho công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước. Trải qua một thời gian hình thành chưa phải lâu, nhưng thị trường đã chứng kiến sự tăng trưởng trong quy mô, khối lượng vốn hóa cũng như số lượng các doanh nghiệp niêm yết. Năm 2006, chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam, VN Index, tăng trưởng mạnh ở mức 145% và trong suốt 3 tháng đầu 2007 chỉ số tăng trưởng thêm 60%. Điều này có thể dễ dàng hiểu được bởi lẽ thị trường bắt đầu từ mức sơ khai với chỉ 22 công ty niêm yết từ năm 2004 với khối lượng vốn hóa thị trường đạt 144 triệu đô la. Trong bối cảnh thị trường phát triển nóng, Chính phủ đã cố gắng làm dịu bớt sự phát triển nóng này bằng cách đặt “room” trần quy định tỷ lệ phần trăm tối đa mà nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu tại các công ty cổ phần.

Thị trường chứng khoán Việt Nam được quản lý và giám sát bởi Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước, một đơn vị trực thuộc Bộ Tài Chính. Luật Chứng khoán được áp dụng từ tháng 06/2006 giúp hỗ trợ sự phát triển nhanh chóng và ổn định của thị trường. Bộ luật có phạm vi áp dụng đối với những công ty niêm yết và công ty chứng khoán; vai trò của Nhà

nước trong việc quản lý và giám sát thị trường, các hoạt động IPO; sự minh bạch và quản trị công ty tại các công ty đại chúng; tổ chức hoạt động của thị trường; ký gửi mua không bán không và các phương thức thanh toán; hoạt động của các công ty đầu tư và quỹ đầu tư; minh bạch thông tin.

Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) đại diện cho Nhà nước như một nhà đầu tư mà ở đó nhà nước duy trì một tỷ lệ lớn cổ phần tại các công ty vốn nhà nước đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Mô hình này giống với mô hình Temasek Holdings, một cánh tay đắc lực của Chính phủ Singapore, nơi mà một trăm phần trăm vốn thuộc sở hữu của Bộ Tài Chính Singapore. SCIC đang làm việc với World Bank, IMF trong việc cải tổ mô hình quản trị doanh nghiệp tại Việt Nam. Tương tự, một lượng lớn các công ty kế toán quốc tế đang hỗ trợ các công ty Việt Nam trong việc điều chỉnh hệ thống chuẩn mực kế toán. Khoảng 400 công ty sở hữu nhà nước đã được cổ phần. Những ngành công nghiệp mục tiêu của quá trình cổ phần là đầu tư cơ sở hạ tầng, kỹ thuật, giáo dục, y tế, dịch vụ tài chính, gas và chất đốt.

Hiện tại có hai sàn chứng khoán hoạt động chính ở Việt Nam đó là sàn chứng khoán Hà Nội (HNX) và sàn chứng khoán Sài Gòn (HOSE). Sàn chứng khoán Sài Gòn ra đời tháng 07/2000 chỉ với hai công ty niêm yết. Tính đến thời điểm 12/2015 đã có 110 công ty niêm yết trên hai sàn Việt Nam. Khoảng 80 phần trăm lượng chứng khoán trao đổi trên thị trường là của các công ty có vốn sở hữu Nhà nước.

Vào năm 2010, các Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam cũng đã lên kế hoạch cổ phần hóa và trở thành công ty đại chúng. Tại thời điểm đó, đã có những đề xuất Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước trở thành một tổ chức độc lập của Bộ Tài Chính. Điều này cũng nảy sinh những dự đoán rằng các doanh nghiệp và quỹ đầu tư, bao gồm cả các nhà đầu tư nước ngoài sẽ sở hữu các Sở giao dịch sau khi các đơn vị này trở thành công ty đại chúng. Số lượng các công ty chứng khoán Việt Nam đang là 55 công ty, chủ yếu là các công ty cá nhân, một vài công ty có sự liên hệ với các ngân hàng có vốn sở hữu của nhà nước. Sau khi trở thành thành viên của WTO, Việt Nam phải thông qua 200 điều luật mới, trong đó có Luật Đầu tư. Theo Điều 4 của Bộ Luật này, các nhà đầu tư được cho phép đầu tư vào bất cứ lĩnh vực bất cứ ngành nghề và hình thức kinh doanh nào mà không bị cấm bởi luật

định. Bên cạnh đó, Chính phủ sẽ có những quy tắc ứng xử công bằng trước tất cả các nhà đầu tư từ các thành phần của nền kinh tế và giữa các nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước. Việc quy định “room” trần đối với nhà đầu tư nước ngoài có vốn tại các công ty cổ phần cũng được nâng lên từ 30% đến 75% và hoàn toàn được xóa bỏ vào tháng 07/2015.

Để có thể thực hiện giao dịch chứng khoán tại Việt Nam, nhà đầu tư cần có tài khoản ký quỹ tại Việt Nam; nhà đầu tư nước ngoài được phép mở loại tài khoản này. Khoảng 20% lượng cổ phiếu trên thị trường đang được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Điều này sẽ nảy sinh một vấn đề lo ngại về lượng vốn có khả năng bốc hơi khỏi thị trường khi thị trường đi xuống và nhà đầu tư ngoại thoái vốn. Ngoài ra, còn có những vấn đề khác liên quan đến sự bất bình thường của tỷ số P/E tại các công ty niêm yết. Mặc dù tỷ số P/E này thường sẽ cao ở những công ty quy mô lớn, làm ăn hiệu quả, nhưng tại Việt Nam, P/E lại có chiều hướng đi ngược lại quy luật này.

Mặc dù có những cải cách về luật quản lý, Luật chứng khoán Việt Nam vẫn còn mang thấp tính tương thích so với các bộ luật quản lý thị trường chứng khoán tại Mỹ và các quốc gia phát triển khác. Rất nhiều điều luật đã được sửa đổi nhưng việc thực thi các điều luật này vẫn là một dấu hỏi lớn. Các trọng tài giám sát chưa thực sự được đào tạo bài bản. Hiện đến tháng 12/2015 có khoảng 2,000 luật sư trên toàn bộ đất nước. Tuy nhiên, số ít trong số họ có kiến thức am hiểu về các lĩnh vực tài chính và chứng khoán.

Quá trình Việt Nam phát triển thị trường chứng khoán có nhiều nét tương đồng với Trung Quốc. Bên cạnh đó, việc ra đời của SCIC là một sự học hỏi thành công của mô hình Temasek Holdings của Singapore. Sự ảnh hưởng của mô hình này chính là việc nó đã tạo ra một thị trường phát triển về chiều sâu và có tính thanh khoản cao, điều này sẽ thu hút lượng vốn đầu tư từ các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài và hỗ trợ nhu cầu vốn trong công cuộc công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước.

2.2. Những đặc điểm chung nền kinh tế ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Bất kỳ các doanh nghiệp nào khi tham gia vào nền kinh tế sẽ chịu sự ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng, lạm phát, các chính sách kinh tế, thể chế chính

trị... Trong phần này, bài viết sẽ tập trung phân tích một cách định tính sự ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô này đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

2.2.1. Sự phát triển nóng của thị trường chứng khoán giai đoạn 2006 – 2007

Thị trường chứng khoán Việt Nam chứng kiến một sự tăng trưởng nóng từ năm 2006 đến 03 tháng đầu năm 2007. Chỉ số VN Index tăng 144.5% năm 2006 và tăng thêm 56% vào 02 tháng đầu năm 2007. Tổng cộng tính đến tháng 02/2007, VN Index đã tăng 281 phần trăm so với cuối năm 2005. Việc tăng trưởng mạnh này đã kéo theo một sự mở rộng nhanh chóng về quy mô các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn chứng khoán, từ 41 doanh nghiệp cuối 2005 đến 110 vào tháng 07/2007. Hầu hết các doanh nghiệp niêm yết mới xuất hiện trên sàn vào 02 tháng cuối 2006 khi các công ty cố gắng tận dụng lợi ích từ sự thay đổi trong chính sách thuế diễn ra những tháng cuối năm 2006. Tổng giá trị vốn hóa thị trường tăng từ 0.6 tỷ đô la Mỹ vào cuối năm 2005, chiếm 1% GDP, và đạt đỉnh điểm là 23 tỷ đô la Mỹ, chiếm 34% GDP, vào cuối tháng 02/2007. Khối lượng giao dịch hàng ngày cũng tăng từ mức bình quân 10 triệu đô la Mỹ trong tháng 01/2006 đến khoảng 70 triệu đô la Mỹ vào cuối tháng 02 và đầu tháng 03/2007.

Các nhà đầu tư thị trường và các nhà quản lý ban đầu rất hào hứng với những thông tin tăng trưởng, nhưng sau đó đã có những quan ngại về sự phát triển nóng của thị trường khi các chỉ số đều tăng cao vào những tháng đầu 2007. Một số lượng lớn quan sát viên đã khuyến cáo rằng, cổ phiếu trên thị trường đang có dấu hiệu định giá cao hơn nhiều so với giá trị thật, thể hiện ở điểm tỷ số P/E của các công ty niêm yết có sự chênh lệch lớn so với mặt bằng chung của thị trường mặc dù các công ty này không có những dự án kinh doanh và cơ hội phát triển tiềm năng trong tương lai. Một rủi ro nữa đó chính là sự thiếu minh bạch trong việc công bố thông tin và những sơ hở của việc quản lý trong giai đoạn mới hình thành thị trường, cùng với đó là tâm lý đầu tư bầy đàn của một bộ phận lớn các nhà đầu tư, trong đó có số lượng lớn là các cá nhân nhỏ lẻ thiếu thông tin hiểu biết về thị trường. Các nhà quản lý cũng đã lo ngại về một sự phát triển nóng của dòng vốn đổ vào thị trường của thể dẫn đến những tổn thất trong tương lai với các nhà đầu tư nội địa cũng như những sự đe dọa đến sự ổn định tài chính xã hội. Chính điều này mà trong giai đoạn này

Ủy Ban chứng khoán Nhà nước đã tăng cường các biện pháp quản lý, các quy định đối với các nhà đầu tư và tổ chức tham gia vào thị trường.

Price - Earnings Ratios in Selected Emerging Markets 1/				
	2006	2007	2001-06	Pre-1997 High 2/
	Period Average	End-June	Period Average	
India	21.9	22.8	16.1	31.9
Sri Lanka	19.2	15.5	12.5	14.0
Taiwan POC	17.6	19.5	29.5	33.0
Singapore	16.6	19.0	17.9	21.4
Philippine	16.0	17.3	19.6	28.0
Hong Kong SAR	16.1	19.5	17.1	17.1
Malaysia	16.1	18.6	17.8	30.9
China	15.8	22.5	15.1	20.2
Indonesia	15.5	18.0	12.8	24.7
Korea	11.7	14.8	11.9	31.4
Thailand	10.1	11.9	24.1	21.9
Vietnam	53.6 3/	32.4 4/		
World	16.8	16.9	20.9	31.7 5/
Emerging Latin America	13.5	15.7	13.1	17.9 5/
Emerging Europe and Middle East	15.8	14.7	14.7	25.7 5/

Bảng 2.1: Tỷ số P/E tại các thị trường mới nổi từ 2006 đến 02/2007

(Nguồn: Báo cáo IMF – Việt Nam và các vấn đề nổi bật, 2007)[16,32-35]

Bên cạnh đó, sự không hoàn thiện của thị trường cũng là vấn đề đáng quan tâm. Một rủi ro tiềm ẩn có thể nảy sinh khi có sự liên kết giữa các giao dịch ngầm bên trong giữa các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán của họ, điều này có ảnh hưởng lớn đến sự tin cậy và triển vọng phát triển dài hạn của thị trường.

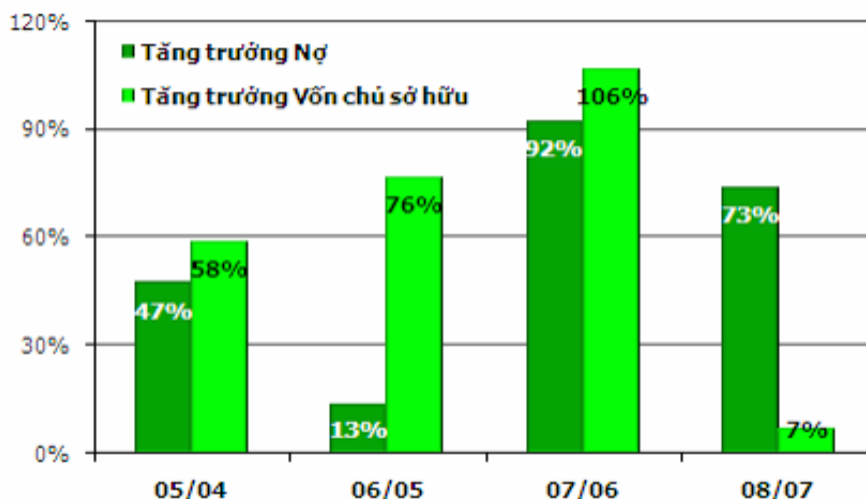
Nói tóm lại, đặc điểm về sự phát triển nóng của thị trường ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong giai đoạn này được thể hiện ở hai khía cạnh sau:

Thứ nhất, do lợi ích từ việc phát hành cổ phiếu và cổ phiếu được bán giá cao hơn so với giá trị thực tại, đây sẽ là một động lực lớn để các nhà quản lý doanh nghiệp tận dụng lợi thế này. Chính vì thế mà để gia tăng nguồn vốn cho doanh nghiệp, việc phát hành cổ phiếu sẽ chiếm ưu thế hơn so với vốn đi vay trong giai đoạn này.

Thứ hai, do đây là giai đoạn nhà nước đang đẩy mạnh và khuyến khích việc cổ phần hóa, các doanh nghiệp nhà nước đã tiến hành cổ phần hóa. Rất nhiều các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán giai đoạn này có xuất phát từ các doanh nghiệp nhà nước.

Số liệu cung cấp từ hai sàn giao dịch HNX và HOSE ở hình 2.1 cho thấy trong hai năm 2006 và 2007, tỷ lệ tăng trưởng của vốn chủ sở hữu cao hơn nhiều so với tỷ lệ tăng trưởng nợ. Tuy nhiên, đến năm 2008 thì chiều hướng này có phần bị đảo ngược mà một

phần nguyên nhân chính là sự suy thoái của thị trường chứng khoán Việt Nam nói riêng và cuộc khủng hoảng tài chính kinh tế toàn cầu nói chung trong giai đoạn này.



Hình 2.1: Tăng trưởng nợ và vốn chủ sở hữu các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE từ 05/2004 đến 08/2007

(Nguồn: HOSE, 2007)

2.2.2. Thị trường trái phiếu hoạt động chưa hiệu quả trong vai trò là kênh huy động vốn của doanh nghiệp

Kể từ khi thị trường chứng khoán Việt Nam được thành lập năm 2000, trái phiếu Chính phủ là một trong những sản phẩm chính được niêm yết trên các sàn chứng khoán. Trước 2006, trái phiếu Chính phủ được phát hành dưới hình thức đấu giá tại cả hai sàn Hà Nội và Hồ Chí Minh. Kể từ năm 2006, theo Quyết định số 2276/QĐ-BTC của Bộ Tài chính về việc tập trung khối lượng đấu giá trái phiếu Chính phủ, tất cả các trái phiếu Chính phủ sẽ chỉ được thực hiện việc đấu thầu tại hai sàn HNX và HOSE. Trước 2009, trái phiếu Chính phủ được cho phép niêm yết và trao đổi ở cả hai sàn. Tuy nhiên đến 09/2009, thì trái phiếu Chính phủ chỉ được phép giao dịch và niêm yết tại sàn HNX.

Trong những năm trở lại đây, thị trường trái phiếu Việt Nam đã có những bước phát triển đáng kể do chính phủ đã có những đổi mới và chính sách khuyến khích sự phát triển thị trường này. Trái phiếu chính phủ địa phương được niêm yết bằng cả Việt Nam đồng và

Đô la Mỹ, được phát hành dưới số lượng block lớn, trong khi đó các doanh nghiệp vẫn tiếp tục phát hành trái phiếu theo cách truyền thống

Trái phiếu Chính phủ được phát hành bởi VDB, VBSP và VEC chiếm một thị phần lớn trên thị trường trái phiếu Việt Nam, khoảng 90%, tiếp đến là các trái phiếu địa phương và trái phiếu doanh nghiệp. Chính phiếu Chính phủ với kỳ hạn từ 3 đến 5 năm, trong khi các loại trái phiếu khác đáo hạn từ 2,3,8 đến 15 năm tuy nhiên lượng trái phiếu này chỉ chiếm tỷ lệ rất nhỏ. Trái phiếu có thể quy đổi, hầu hết là các trái phiếu doanh nghiệp, cũng được giới thiệu trên thị trường.

Tháng 09/2013, Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước đã công bố Lộ trình thị trường vốn với sự ưu tiên phát triển thị trường trái phiếu. Có những giai đoạn cụ thể trong lộ trình này. Việc phát hành trái phiếu quốc tế đầu tiên của Chính phủ vào 10/2005 đã rất thành công. Đây là trái phiếu được niêm yết bằng đô la Mỹ để thu hút các dòng vốn từ nước ngoài.

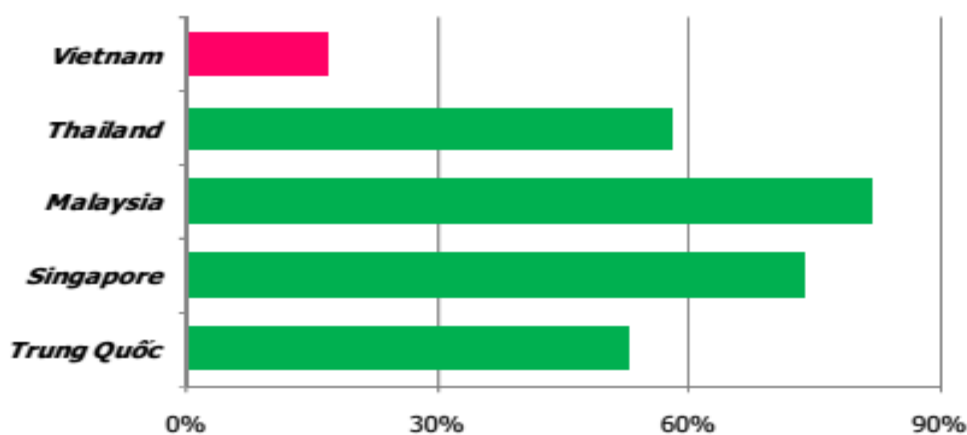
Theo số liệu thống kê, đã có 452 loại trái phiếu Chính phủ được phát hành và giao dịch trên sàn HNX tính đến 31/12/2011 với tổng giá trị đạt 285,242 tỷ Việt Nam đồng. Năm 2011 cũng ghi nhận một sự thành công lớn về việc đấu thầu trái phiếu chính phủ với 130 phiên đấu thầu với tổng giá trị 81,715.8 tỷ VNĐ, gấp 03 lần so với năm 2010. Trái phiếu Chính phủ giao dịch trên sàn HNX vẫn tiếp tục được thực hiện một cách ổn định, với giá trị giao dịch bình quân 363,8 tỷ VNĐ mỗi phiên. Hoạt động của khối đầu tư ngoại cũng tăng lên mạnh mẽ, với tổng giá trị giao dịch 27,575.95 tỷ VNĐ, chiếm 30.56% tổng khối lượng trái phiếu giao dịch trên toàn bộ thị trường.

Tính đến năm 2014, thị trường trái phiếu Việt Nam đã tăng lên đáng kể về số lượng công ty phát hành, từ 25 lên đến 93 tại cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp, chiếm phần lớn trong số đó là các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư tài chính, công ty bảo hiểm. Sự tham gia mạnh mẽ của Chính phủ vào thị trường trái phiếu đã củng cố mối liên hệ giữa thị trường trái phiếu Chính phủ với thị trường vốn và thị trường tiền tệ, góp phần ổn định lãi suất và sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô.

Trên đây là những đặc điểm của thị trường trái phiếu Việt Nam. Các đặc điểm này ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thông qua các khía cạnh sau:

Thứ nhất, mặc dù thị trường trái phiếu đã có những bước phát triển đáng ghi nhận, tuy nhiên, quy mô của thị trường này là nhỏ khi so sánh với quy mô của thị trường cổ phiếu xét về số lượng các công ty phát hành và khối lượng giao dịch. Đa phần các trái phiếu là trái phiếu Chính phủ, số lượng các doanh nghiệp phát hành trái phiếu vẫn ở mức thấp so với tiềm năng. Điều này cũng ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, khi kênh huy động vốn vay bằng việc phát hành trái phiếu chưa thực sự hiệu quả.

Thứ hai, xét về kênh huy động vốn vay, rõ ràng việc phát hành trái phiếu ở Việt Nam không phát triển bằng cách vay vốn trực tiếp từ các ngân hàng và các tổ chức tín dụng khác. Hình 2.2 so sánh dư nợ trái phiếu Chính phủ Việt Nam so với các quốc gia khác trong khu vực vào tháng 12/2014. Trong khi đó ở nhiều quốc gia phát triển trên thế giới, huy động vốn qua việc phát hành trái phiếu là một kênh huy động vốn hiệu quả. Do đó ở Việt Nam, các kênh huy động vốn chủ yếu là vốn vay ngân hàng và vốn từ phát hành cổ phiếu.



Hình 2.2: Tổng dư nợ trái phiếu so với GDP 12/2011

(Nguồn: IMF, 2011)

2.2.3. Mối quan hệ giữa các doanh nghiệp Nhà nước và Ngân hàng

Việt Nam đã có những nỗ lực đáng kể trong việc tái cấu trúc các doanh nghiệp Nhà nước kể từ những năm 1990. Bằng một số biện pháp, nỗ lực này đã mang lại những thành công đáng kể. Năm 2001, số lượng các doanh nghiệp Nhà nước chiếm 60% tổng vốn của nền kinh tế và tạo ra lượng của cải bằng 38% GDP cả nước. Năm 2012, con số này giảm

xuống với tỷ lệ lần lượt là 38% và 33%. Tuy nhiên, luôn có những bất cập trong quá trình hoạt động của các doanh nghiệp Nhà nước, đặc biệt là những vấn đề liên quan đến đầu tư công, mối quan hệ với các ngân hàng và sự ổn định tài chính. Cá biệt có những doanh nghiệp vay để thực hiện đầu tư vào những lĩnh vực không phải là lĩnh vực kinh doanh chính của công ty. Nguồn vốn tài trợ này lại đến phần lớn từ các ngân hàng có vốn Nhà nước và mặc nhiên, những khoản vay này được giả định là sẽ được sự bảo trợ của nhà nước. Nhiều con số về các khoản vay nợ này không được đề cập trong số liệu thống kê quốc gia.

Từ giữa những năm 2000, Việt Nam đang đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước. Nhiều doanh nghiệp Nhà nước sau khi phát hành cổ phiếu đã trở thành các công ty đại chúng, với nhiều đối tượng thành phần sở hữu, trong đó có cả các nhà đầu tư nước ngoài. Có một tỷ lệ khá lớn các công ty niêm yết trên cả hai sàn HNX và HOSE có xuất phát từ các doanh nghiệp Nhà nước. Các doanh nghiệp này cũng ít nhiều nhìn chung có sự kế thừa nghĩa vụ và quyền lợi của công ty cũ. Trong đó, một trong những quyền lợi phải kể đến là việc tiếp cận với các nguồn “tín dụng mềm” (Trâm L. N., 2010)[29,33]. Các doanh nghiệp nhà nước thường được hưởng các quyền lợi ưu đãi hơn về lãi suất, tài sản thế chấp, các điều kiện khoản vay, hay thậm chí cả việc xử lý nợ xấu trong trường hợp không có khả năng thực hiện nghĩa vụ chi trả. Chính vì thế, các doanh nghiệp này sẽ có xu hướng sử dụng vốn vay từ ngân hàng là nguồn chính để tăng nguồn vốn của công ty hơn là sử dụng công cụ phát hành cổ phiếu.

2.3. Mô hình nghiên cứu thực nghiệm các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.3.1. Vấn đề nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

Sự ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp có thể được giải thích bởi các lý thuyết kinh tế khác nhau và đôi khi kết quả của các lý thuyết này lại có phần trái ngược. Ngoài ra, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và các nhân tố ảnh hưởng còn phụ thuộc rất nhiều vào môi trường doanh nghiệp hoạt động, lĩnh vực và các đặc điểm kinh tế xã hội văn hóa khác. Hay nói một cách khác, đặc điểm của từng thị trường và từng lĩnh vực có tác động lớn tới kết quả của việc nghiên cứu. Chính vì thế, đề tài nghiên cứu

khoa học này bên cạnh việc tìm ra các nhân tố có sự ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp, sẽ còn phân tích sự ảnh hưởng của từng nhân tố theo các nhóm ngành.

Không như các doanh nghiệp tài trợ vốn bằng 100% vốn chủ sở hữu, các doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ quyết định tỷ lệ đòn bẩy của mình dựa trên nhiều yếu tố: WACC, rủi ro và các cơ hội đầu tư. Chính vì thế, trước tiên rất cần thiết để hiểu được tầm quan trọng của cấu trúc vốn trong việc định giá doanh nghiệp và kế tiếp hiểu được các nhân tố ảnh hưởng như thế nào đến cấu trúc vốn và trong từng điều kiện cụ thể, sự ảnh hưởng của các nhân tố nào tuân theo quy luật tài chính nào. Một cách tổng quát, các vấn đề đặt ra cần được giải quyết trong đề tài này có thể khái quát qua ba câu hỏi nghiên cứu sau:

1. Đây là những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam?
2. Chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố này như thế nào?
3. Đây là những vấn đề còn tồn tại trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam?

Hai câu hỏi đầu tiên mang tính chất định lượng và sẽ được tiến hành nghiên cứu để tìm ra câu trả lời bằng các mô hình kinh tế lượng sẽ được trình bày ở phần sau. Câu hỏi thứ 3 mang tính chất định tính. Hiện tại do thực tế, chưa có một nghiên cứu nào chỉ ra đâu thực sự là một cấu trúc vốn tối ưu cho các doanh nghiệp. Việc thực hiện tính toán khá phức tạp và cần phải xem xét cả sự khác nhau giữa các đặc điểm ngành nghề lĩnh vực kinh doanh, thời gian và môi trường kinh tế vĩ mô. Chính vì thế, việc trả lời câu hỏi thứ 3 này sẽ chỉ mang tính chất chủ quan đánh giá của tác giả dựa trên số liệu phân tích hồi quy từ hai câu hỏi đầu tiên và sẽ được trình bày trong chương 3.

2.3.2. Mô hình nghiên cứu

Để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, mô hình phân tích hồi quy tuyến tính sẽ được sử dụng. Đây là phương pháp đã được nhiều tác giả như Fox (1991)[35], Huberty (1989)[36], Tien (2014)[27] sử dụng để phân tích mức độ ảnh hưởng của các nhân tố. Công thức tổng quát của mô hình hồi quy này được tóm tắt trong công thức (2.1) sau:

$$Y_i = \alpha_i + \beta_n \cdot X_n + \varepsilon_i \quad (2.1)$$

Trong đó: Y_i là biến phụ thuộc hay biến được giải thích

X_n là biến độc lập hay biến giải thích

α_i là hệ số chặn trong mô hình

β_n là hệ số hồi quy

ε_i là sai số ngẫu nhiên

Biến phụ thuộc là tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn của doanh nghiệp, hay còn được gọi là đòn bẩy tài chính. Nợ ở đây bao gồm nợ ngắn hạn thường xuyên và nợ dài hạn. Do đó, sẽ có tất cả ba biến phụ thuộc cần được nghiên cứu:

Biến phụ thuộc - Y_i	Công thức tính
TLEV – Đòn bẩy	Giá trị sổ sách của tổng nợ ngắn hạn và nợ dài hạn chia cho tổng nguồn vốn
LTLEV – Đòn bẩy dài hạn	Giá trị sổ sách của nợ dài hạn chia cho tổng nguồn vốn
STLEV – Đòn bẩy ngắn hạn	Giá trị sổ sách của nợ ngắn hạn chia cho tổng nguồn vốn

Bảng 2.2: Các biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy

Các biến giải thích về cấu trúc vốn của doanh nghiệp được sử dụng trong bài gồm có (1) Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, (2) Quy mô doanh nghiệp, (3) Tỷ trọng tài sản cố định, (4) Tốc độ tăng trưởng, (5) Thuế suất doanh nghiệp, (6) Tỷ lệ sở hữu Nhà nước, và (7) Lĩnh vực hoạt động. Nghiên cứu không đề cập đến sự ảnh hưởng của biến số năm hoạt động của doanh nghiệp lên cơ cấu vốn bởi lẽ có nhiều doanh nghiệp xuất phát điểm là các doanh nghiệp của Nhà nước nhưng sau đó đã tiến hành cổ phần hóa. Việc cổ phần hóa thay đổi về cơ bản cách thức vận hành của doanh nghiệp, làm thay đổi lớn đến cách nhìn nhận của các nhà quản trị về vấn đề tài chính. Do chưa có sự thống nhất quan điểm về tính số năm hoạt động của doanh nghiệp vì nguyên nhân đó, nên biến này tạm thời bị loại bỏ khỏi

mô hình. Các biến số (1), (2), (3), (4), (5) là các biến định lượng trong khi biến (6) và (7) là hai biến giả lượng hóa các thuộc tính của biến giải thích định tính trong mô hình.

Bên cạnh đó, trong mô hình định lượng của nghiên cứu này, sự ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô sẽ không được xét đến. Điều đó không có nghĩa kết quả phủ nhận tác động của các yếu tố vĩ mô đến cấu trúc vốn, mà nghiên cứu chỉ tập trung vào sự ảnh hưởng từ đặc điểm riêng biệt của doanh nghiệp đến đòn bẩy tài chính. Ngoài ra, các dự báo về chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố đến đòn bẩy tài chính cũng được đưa ra, dựa trên Lý thuyết cân bằng và Lý thuyết trật tự phân hạng.

Các biến số giải thích được minh họa cụ thể trong bảng (2.3):

Biến giải thích	Ký hiệu	Công thức tính	Tương quan kỳ vọng với biến phụ thuộc
Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$	+/-
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Log (doanh thu)	+/-
Tỷ trọng tài sản cố định	TANG	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$	+
Tốc độ tăng trưởng	GROW	$\frac{\text{Tài sản năm } t - \text{tài sản năm } (t - 1)}{\text{tài sản năm } (t - 1)}$	+/-
Thuế suất doanh nghiệp	TAX	$\frac{\text{Thuế}}{\text{Lợi nhuận trước thuế}}$	+
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước	GOV	D = 1 nếu tỷ lệ sở hữu nhà nước > 50%, = 0 nếu < 50%	+
Lĩnh vực hoạt động	IND	D = 1 trong lĩnh vực công nghiệp, = 0 trong dịch vụ hàng tiêu dùng	+/-

Bảng 2.3: Các biến giải thích trong mô hình hồi quy

Như đề cập ở phần trên, do có ba tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn được tính đến, mô hình hồi quy nghiên cứu (2.1) sẽ được triển khai thành ba mô hình hồi quy cụ thể. Và đây cũng là những mô hình sẽ được thực hiện kiểm định ở những phần sau:

$$(MH1): TLEV = a_0 + a_1.ROA + a_2.SIZE + a_3.TANG + a_4.GROW \\ + a_5.TAX + a_6.GOV + a_7.IND$$

$$(MH2): LTLEV = b_0 + b_1.ROA + b_2.SIZE + b_3.TANG + b_4.GROW \\ + b_5.TAX + b_6.GOV + b_7.IND$$

$$(MH3): STLEV = c_0 + c_1.ROA + c_2.SIZE + c_3.TANG + c_4.GROW \\ + c_5.TAX + c_6.GOV + c_7.IND$$

Đối tượng nghiên cứu của đề tài chỉ dừng lại ở việc phân tích chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn, do đó sẽ không cần xét đến sự tương tác giữa các biến giả. Điều này sẽ làm đơn giản hóa việc xây dựng mô hình. Ngoài ra, việc xác định các hệ số hồi quy trong ba mô hình sẽ sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS). Phương pháp này cũng sẽ giúp việc tính toán trở nên đơn giản hơn, đặc biệt với sự trợ giúp của phần mềm EVIEWS. Tuy nhiên, nhược điểm của phương pháp này là dựa trên nhiều giả thiết và nếu như các giả thiết này bị vi phạm sẽ ảnh hưởng đến độ tin cậy của các ước lượng. Vấn đề này sẽ được bàn đến ở những phần sau.

2.3.3. Thu thập số liệu

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu là các số liệu thứ cấp, được thu thập từ các phần mềm quản lý dữ liệu uy tín là ORBIS và Data Stream. Ưu điểm của việc sử dụng số liệu thứ cấp này là tiết kiệm được thời gian. Thay vì việc đặt các câu hỏi điều tra, khảo sát, phỏng vấn các doanh nghiệp, chúng ta chỉ cần thu thập số liệu từ các nguồn thông tin có sẵn từ các nhà cung cấp, Internet. Tuy nhiên, một nhược điểm khi sử dụng số liệu thứ cấp đó là đi có một số lượng lớn các thông tin được thu thập với những mục đích khác nhau, việc sửa đổi tính chính xác của thông tin là hoàn toàn có thể xảy ra. Bên cạnh đó, thì việc sử dụng số liệu thứ cấp cũng có lợi ích trong việc tiết kiệm chi phí nghiên cứu. Tuy nhiên, trong một số trường hợp phải trả phí đăng ký cho các nhà cung cấp thì đây lại có thể là một khoản chi phí lớn.

Liên quan đến mẫu quan sát, các tiêu chí để lựa chọn công ty phân tích trong nghiên cứu này gồm có:

(1) Các công ty niêm yết trên sàn HNX và HOSE tính đến thời điểm 12/2015

(2) Các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, các quỹ đầu tư sẽ bị loại trừ khỏi mẫu quan sát. Nguyên nhân là do sự phức tạp trong bảng cân đối kế toán của các công ty này cũng như sự khác biệt trong chuẩn mực báo cáo về Kết quả hoạt động kinh doanh.

(3) Các công ty đạt tiêu chuẩn doanh nghiệp có quy mô vừa theo tiêu chuẩn quốc tế, tức là có tổng nguồn vốn từ 300 triệu đô la Mỹ trở lên.

Dựa trên các tiêu chí đó, có tất cả 39 doanh nghiệp thỏa mãn, được trình bày ở Phụ lục 1. Số liệu được thu thập trong giai đoạn 2010 đến 2015 với tổng cộng 190 quan sát.

2.4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm được trình bày trên ba góc độ: Thống kê mô tả, Phân tích hồi quy và Kết luận rút ra từ việc phân tích thực nghiệm

2.4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2.4 thể hiện các thông số thống kê cơ bản của các biến số trong mẫu nghiên cứu với số quan sát là 190.

	Tổng Nợ/Tài sản	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	Tỷ suất sinh lời	Quy mô	Tỷ trọng tài sản cố định	Tốc độ phát triển	Thuế suất DN
Số quan sát	190	190	190	190	190	190	190	190
Giá trị nhỏ nhất	0	0	0	-3.15	0.5215	0.0126	-0.4781	-25.4591
Giá trị lớn nhất	0.9852	0.7929	0.8256	1.2053	18.1148	1.0000	1.8211	0.5201
Giá trị trung bình	0.4906	0.3883	0.2523	0.543	14.5673	0.6298	0.4615	0.2629
Độ lệch chuẩn	0.4878	0.1964	0.4553	0.1120	3.5102	0.2354	17.6017	30.2317

Bảng 2.4: Thống kê mô tả các biến số của toàn bộ mẫu nghiên cứu

Từ bảng trên ta thấy, cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết có quy mô vừa tại Việt Nam với số vốn lớn hơn 300 triệu đô nhìn chung có sự cân bằng khi tỷ lệ trung bình vốn vay/vốn chủ sở hữu là 50:50. Trong cơ cấu vốn vay, tỷ lệ nợ ngắn hạn thường xuyên chiếm tỷ trọng cao hơn nợ dài hạn. Điều đó chứng tỏ sự ưa thích của các doanh nghiệp khi sử dụng nguồn vốn vay ngắn hạn. Tuy nhiên, độ biến thiên giữa các giá trị cá biệt và các giá trị trung bình lại khá lớn. Có doanh nghiệp không sử dụng đòn bẩy tài chính, tuy nhiên có doanh nghiệp tỷ lệ này lại trên 98%. Điều này cũng dễ hiểu bởi vì mỗi ngành nghề lĩnh vực cụ thể có những đặc trưng riêng trong hoạt động kinh doanh, chính vì thế sẽ có sự khác biệt lớn trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp.

Liên quan đến các biến giải thích trong mô hình, có thể nhận thấy *tốc độ phát triển* bình quân của các doanh nghiệp được nghiên cứu trong giai đoạn này là cao, 46.15%. Sau sự ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008, Chính phủ Việt Nam đã có những biện pháp tích cực thúc đẩy sự phục hồi của nền kinh tế nói chung và khuyến khích hoạt động của các doanh nghiệp nói riêng. Chính vì thế, đây là thời kỳ đánh dấu sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam. *Tỷ suất sinh lời* bình quân trong thời kỳ này cũng đạt khá cao, 54.3%. *Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản* của các doanh nghiệp được nghiên cứu là gần 63%, cá biệt có những doanh nghiệp tỷ lệ này là 100%.

Bên cạnh việc thống kê số liệu của toàn bộ mẫu, nghiên cứu cũng thực hiện việc mô tả số liệu theo đặc trưng của từng nhóm ngành, vì những đặc trưng riêng này sẽ ảnh hưởng lớn đến quyết định của nhà quản trị trong việc phân bổ một cơ cấu vốn hợp lý. Trong khuôn khổ nghiên cứu của đề tài, các doanh nghiệp sẽ được phân chia thành hai nhóm: (i) công nghiệp và khai khoáng và (ii) dịch vụ và hàng tiêu dùng:

Trước tiên với nhóm các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp và khai khoáng, số liệu thống kê được mô tả trong bảng 2.5:

	Tổng Nợ/Tài sản	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	Tỷ suất sinh lời	Quy mô	Tỷ trọng tài sản cố định	Tốc độ phát triển	Thuế suất DN
Số quan sát	94	94	94	94	94	94	94	94
Giá trị nhỏ nhất	0.0125	0.0001	0.0000	-3.15	1.6932	0.1209	-0.4781	-0.4591
Giá trị lớn nhất	0.7465	0.6624	0.7487	1.2053	18.1148	1	1.0201	0.5201
Giá trị trung bình	0.5175	0.2938	0.2236	0.0463	14.3638	0.7446	0.0843	0.2316
Độ lệch chuẩn	0.2614	0.2020	0.2002	0.0870	3.8258	0.2452	0.2056	41.8318

Bảng 2.5: Thống kê mô tả các biến số trong nhóm các doanh nghiệp công nghiệp và khai khoáng

Đối với nhóm ngành công nghiệp và khai khoáng, tỷ trọng nợ/tổng nguồn vốn cũng tương đối cân bằng, 51.75%. Tỷ lệ đòn bẩy cao nhất của nhóm này là 74.65%. Trong cấu trúc nợ thì nợ ngắn hạn thường xuyên chiếm tỷ trọng cao hơn, bình quân 29.38% so với 22.36% của nợ dài hạn. Liên quan đến các biến giải thích, có thể thấy *tỷ lệ tài sản cố định* ở mức cao, 74.46%. Điều này cũng hoàn toàn phù hợp với thực tế khi các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp và khai khoáng luôn cần một số lượng lớn vốn đầu tư cho các trang thiết bị máy móc. Cá biệt, có những doanh nghiệp thì tỷ lệ này là 100%. Mặc dù vậy thì *tốc độ phát triển* và *tỷ suất sinh lời* của nhóm các doanh nghiệp này tương đối thấp, với tỷ lệ trung bình tương ứng cho hai thông số trên là 8.43% và 4.63%.

Trong nhóm các ngành hàng tiêu dùng và dịch vụ, có 96 quan sát. Bảng 2.6 mô tả các biến số được nghiên cứu của các doanh nghiệp trong nhóm này:

	Tổng Nợ/Tài sản	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	Tỷ suất sinh lời	Quy mô	Tỷ trọng tài sản cố định	Tốc độ phát triển	Thuế suất DN
Số quan sát	96	96	96	96	96	96	96	96
Giá trị nhỏ nhất	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.5215	0.0126	-0.1547	-25.4591
Giá trị lớn nhất	0.9852	0.7929	5.7266	0.9938	17.5099	1.0000	1.8211	0.5379
Giá trị trung bình	0.4612	0.3032	0.3581	0.5631	14.7898	0.4595	0.5623	0.2982
Độ lệch chuẩn	0.6516	0.1910	0.6248	0.1342	3.1365	0.2220	23.4976	0.4319

Bảng 2.6: Thống kê mô tả các biến số trong nhóm các doanh nghiệp hàng tiêu dùng và dịch vụ

Trong nhóm ngành này, có thể thấy các doanh nghiệp thiên về việc sử dụng vốn chủ sở hữu nhiều hơn, tỷ lệ đòn bẩy tài chính bình quân của nhóm các doanh nghiệp này là 46.12%. Cá biệt, có những doanh nghiệp 100% sử dụng vốn chủ sở hữu và không có vay nợ bên ngoài. Trong cơ cấu nợ, trung bình tỷ lệ nợ ngắn hạn thường xuyên/tổng nguồn vốn là 30.32% trong khi tỷ lệ này ở nợ dài hạn là 35.81%. Tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp trong nhóm ngành hàng tiêu dùng và dịch vụ tương đối cao, ở mức 56.23%. Tỷ trọng trung bình tài sản cố định trên tổng tài sản là 45.95%.

2.4.2. Phân tích hồi quy

2.4.2.1. Ma trận tương quan

	Đòn bẩy tài chính	Tỷ suất sinh lãi	Quy mô	Tỷ trọng tài sản cố định	Tốc độ phát triển	Thuế suất doanh nghiệp
Đòn bẩy tài chính	1.000000	-0.362204	-0.279539	-0.017401	-0.184684	0.018840
Tỷ suất sinh lãi	-0.362204	1.000000	0.032974	-0.120536	-0.039564	0.039478
Quy mô	-0.279539	0.032974	1.000000	0.051708	-0.061695	0.143231
Tỷ trọng tài sản cố định	-0.017401	-0.120536	0.051708	1.000000	-0.160885	-0.066583
Tốc độ phát triển	-0.184684	-0.039564	-0.061695	-0.160885	1.000000	0.006275
Thuế suất doanh nghiệp	0.018840	0.039478	0.143231	-0.066583	0.006275	1.000000

Bảng 2.7: Ma trận tương quan giữa các biến số mô hình hồi quy

Bảng 2.7 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến mỗi hình hồi quy. Số liệu từ bảng này cho chúng ta biết chiều hướng và mức độ quan hệ tuyến tính giữa các biến được sử dụng trong mô hình. Bên cạnh đó, việc phân tích ma trận tương quan còn cho phép chúng ta phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến có thể xảy ra trong mô hình. Nếu như hệ số tương quan cặp giữa hai biến giải thích cao, điều đó thể hiện thông tin của một biến giải thích đã được bao hàm trong thông tin của một biến giải thích khác. Chính vì thế, giá trị ước lượng sẽ bị ảnh hưởng và không đáng tin cậy khi xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

Từ kết quả bảng 2.7 thấy mối quan hệ tương quan giữa các biến giải thích là không rõ ràng. Trị tuyệt đối hệ số tương quan r nằm trong khoảng từ 0 đến 0.15. Điều này củng cố cho khẳng định rằng không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích

trong mô hình. Bên cạnh đó, dựa vào hệ số tương quan riêng phần giữa đòn bẩy tài chính và các biến độc lập, chúng ta có thể phỏng đoán các giả thuyết về mối quan hệ của các biến độc lập lên biến phụ thuộc như sau:

Giả thuyết	Nội dung
H_1	Đòn bẩy tài chính và tỷ suất sinh lời có mối quan hệ tỷ lệ nghịch
H_2	Đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ nghịch
H_3	Đòn bẩy tài chính và tỷ trọng tài sản cố định có mối quan hệ tỷ lệ nghịch
H_4	Đòn bẩy tài chính và tốc độ phát triển có mối quan hệ tỷ lệ nghịch
H_5	Đòn bẩy tài chính và thuế suất doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận

Bảng 2.8: Các giả thuyết về đòn bẩy tài chính và các biến giải thích

Nếu như ở chương 1 Cơ sở lý luận đã cho chúng ta những dự báo về sự ảnh hưởng của các nhân tố đến đòn bẩy tài chính. Các lý thuyết khác nhau sẽ có những lập luận cơ sở khác nhau, cùng một biến giải thích nhưng có thể sẽ có những suy đoán khác nhau về mối quan hệ giữa biến số đó và đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, bằng việc lập bảng ma trận hệ số tương quan với những dữ liệu thu thập được từ các công ty có quy mô vốn lớn hơn 300 triệu đô la Mỹ trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã cho chúng ta những cơ sở ban đầu để thiết lập các cặp giả thuyết quan hệ. Nhiệm vụ của những phần sau, trong đó có việc phân tích mô hình hồi quy, là xem xét tính vững và độ tin cậy của các giả thuyết trên. Làm được điều này cũng chính là việc đi tìm câu trả lời cho hai câu hỏi quan trọng của đề tài: (1) Đầu là những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên

sàn chứng khoán Việt Nam? Và (2) Chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố này như thế nào?

Bên cạnh đó, trong mô hình hồi quy sẽ còn có hai biến giả là Tỷ lệ sở hữu Nhà nước và Lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp. Vì không thể thực hiện lập ma trận tương quan giữa các biến giả này với những biến định lượng khác, tác giả sẽ tự đặt ra hai giả thuyết tiếp theo về hai biến giả này:

H_6 : Có tồn tại sự khác nhau trong cấu trúc vốn giữa doanh nghiệp có vốn Nhà nước chiếm hơn 50% và các doanh nghiệp có vốn Nhà nước dưới 50%.

H_7 : Có tồn tại sự khác nhau trong cấu trúc vốn giữa các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp khai khoáng và các doanh nghiệp trong lĩnh vực dịch vụ hàng tiêu dùng.

2.4.2.2. *Kết quả hồi quy*

Kết quả từ phân tích ma trận tương quan bước đầu đã cho chúng ta biết được chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn. Tuy nhiên mức độ ảnh hưởng đó như thế nào, có thực sự đáng kể để xem xét hay không thì vẫn chưa rõ. Để làm được điều này, nghiên cứu tiếp tục sử dụng phân tích mô hình hồi quy để kiểm định các giả thuyết được nêu ra ở trên. Do chúng ta có tất cả 3 mô hình hồi quy ứng với 3 biến giải thích khác nhau nên các trường hợp sẽ được trình bày cụ thể ở phần sau.

Bên cạnh đó, việc phân tích mức độ ảnh hưởng sẽ được thực hiện thông qua kiểm định t và kiểm định F. Kiểm định F giúp ta kiểm định được một mô hình có là phù hợp hay không phù hợp. Nói cách khác, nó cho chúng ta biết được mức độ giải thích của tất cả các biến độc lập trong mô hình. Trong khi đó, kiểm định t lại giúp ta kiểm định mức độ giải thích của từng biến số độc lập. Mức ý nghĩa α sử dụng trong các mô hình của bài nghiên cứu là 0.05.

2.4.2.2a) *Mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp*

Bước 1: Ước lượng mô hình hồi quy gốc

$$TLEV = a_0 + a_1.ROA + a_2.SIZE + a_3.TANG + a_4.GROW + a_5.TAX + a_6.GOV + a_7.IND$$

Dependent Variable: X1

Sample: 1 190

Included observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.108515	0.209629	5.287976	0.0000
X4	-0.593944	0.215025	-2.762200	0.0200
X5	-0.035242	0.013193	-2.671248	0.0083
X6	-0.127036	0.178932	-0.709967	0.4788
X7	-0.000116	6.03E-05	-1.996126	0.0471
X8	0.001057	0.001225	0.863393	0.3892
X9	0.169447	0.116911	1.449370	0.1492
X10	-0.011138	0.056898	-0.195751	0.0159
R-squared	0.592684	Mean dependent var	0.528772	
Adjusted R-squared	0.576021	S.D. dependent var	0.486042	
S.E. of regression	0.442151	Akaike info criterion	1.387494	
Sum squared resid	35.58066	Schwarz criterion	1.536859	
Log likelihood	-107.8557	F-statistic	22.20308	
Durbin-Watson stat	2.069432	Prob(F-statistic)	0.027951	

Bước 2: Kiểm tra hiện tượng tự tương quan trong mô hình

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.190829	Probability	0.826465
Obs*R-squared	0.404983	Probability	0.816693

Có $p - \text{value} = 0.8166 > 0.05$ nên mô hình không xảy ra tự tương quan bậc 2

Bước 3: Kiểm định dạng mô hình

Ramsey RESET Test:

F-statistic	1.947402	Probability	0.272225
Log likelihood ratio	1.808990	Probability	0.178421

Kiểm định cặp giả thuyết H_0 : Mô hình gốc không thiếu biến, dạng hàm đúng

H_1 : Mô hình gốc thiếu biến, dạng hàm sai

Nhận thấy, $P - \text{value} (F - \text{statistic}) = 0.2722 > 0.05$ nên chấp nhận H_0 tức mô hình gốc không thiếu biến, dạng hàm đúng.

Bước 4: Kiểm định bỏ biến X6 (tỷ trọng tài sản hữu hình) và X8 (thuế suất doanh nghiệp ra khỏi mô hình).

Wald Test:

Equation: EQ01

Null Hypothesis: C(6) = 0
C(8) = 0

F-statistic	0.394011	Probability	0.675003
Chi-square	0.788021	Probability	0.674347

Nhận thấy trong kết quả hồi quy mô hình gốc, biến X6 và X8 có p – value > 0.05. Do đó, tiếp tục chúng ta kiểm định rằng có nên loại bỏ cả hai biến này ra khỏi mô hình hay không, ta thực hiện kiểm định sau:

$$H_0: a_6 = a_8 = 0$$

$$H_1: \text{Tồn tại giá trị trong } (a_6, a_8) \text{ khác } 0.$$

Do P – value > 0.05 nên ta kết luận nên loại bỏ đồng thời biến X6 và X8 ra khỏi mô hình.

Bên cạnh đó, từ mô hình gốc ta thấy biến giả GOV không có ý nghĩa về mặt thống kê, p – value = 0.1492 > 0.05. Do đó, ta sẽ loại biến GOV ra khỏi mô hình

Bước 5: Mô hình hồi quy cuối cùng:

$$\text{TLEV} = 0.9447 - 0.4995.\text{ROA} - 0.0285.\text{SIZE} - 9.96.10^{-3}.\text{GROW} + 0.0864.\text{IND}$$

(p-value) (0.000) (0.1304) (0.0213) (0.0465) (0.2425) $R^2 = 0.7328$ Prob (F – statistic) = 0.0145

2.4.2.2b.) Mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn

Bước 1: Ước lượng mô hình hồi quy gốc

$$\text{(MH3): STLEV} = c_0 + c_1.\text{ROA} + c_2.\text{SIZE} + c_3.\text{TANG} + c_4.\text{GROW} + c_5.\text{TAX} + c_6.\text{GOV} + c_7.\text{IND}$$

Dependent Variable: X2

Sample: 1 190

Included observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.304588	0.073688	4.133499	0.0001
X4	-0.385400	0.118477	-3.252956	0.0014
X5	0.012478	0.004638	2.690723	0.0079
X6	-0.325810	0.062897	-5.180049	0.0000
X7	-4.19E-05	2.12E-05	-1.973951	0.0501
X8	0.000482	0.000431	1.118673	0.2650
X9	-0.023916	0.041096	-0.581960	0.5614
X10	0.044182	0.022163	1.993419	0.0345
R-squared	0.622731	Mean dependent var		0.321490
Adjusted R-squared	0.607312	S.D. dependent var		0.184591
S.E. of regression	0.155422	Akaike info criterion		-0.703516
Sum squared resid	4.396430	Schwarz criterion		-0.554151
Log likelihood	66.74355	F-statistic		6.508917
Durbin-Watson stat	0.808870	Prob(F-statistic)		0.000001

Bước 2: Kiểm định dạng mô hình

Ramsey RESET Test:

F-statistic	1.163694	Probability	0.282345
Log likelihood ratio	1.225473	Probability	0.268289

Kiểm định cặp giả thuyết H_0 : Mô hình gốc không thiếu biến, dạng hàm đúng

H_1 : Mô hình gốc thiếu biến, dạng hàm sai

Nhận thấy, P – value (F – statistic) = 0.2823 > 0.05 nên chấp nhận H_0 tức mô hình gốc không thiếu biến, dạng hàm đúng.

Bước 3: Kiểm định bỏ biến X8 (thuế suất doanh nghiệp) ra khỏi mô hình.

Nhận thấy X8 là biến định lượng duy nhất có giá trị p – value = 0.265 > 0.05 nên ra có thể kết luận biến số trên không có ý nghĩa về mặt thống kê và có thể loại bỏ ra khỏi mô hình.

Bên cạnh đó, biến giá X9 (Tỷ lệ sở hữu vốn Nhà nước) có p – value = 0.5614 > 0.05 nên ta cũng loại bỏ biến số này ra khỏi mô hình.

Bước 4: Mô hình hồi quy cuối cùng

$$STLEV = 0.3017 - 0.4016.ROA + 0.0131.SIZE - 0.3392.TANG - 4.18.10^3$$

$$GROW + 0.0271.IND$$

$$(p\text{-value}) (0.0000) (0.0007) (0.0029) (0.0000) (0.0486) (0.2999)$$

$$R^2 = 0.7215 \quad \text{Prob (F – statistic)} = 0.0000$$

2.4.2.2c) Mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính trong dài hạn

Bước 1: Ước lượng mô hình hồi quy gốc

$$LTLEV = b_0 + b_1.ROA + b_2.SIZE + b_3.TANG + b_4.GROW + b_5.TAX + b_6.GOV + b_7.IND$$

Dependent Variable: X3
 Sample: 1 190
 Included observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.803927	0.200449	4.010634	0.0001
X4	-0.208544	0.322286	-0.647077	0.5185
X5	-0.047721	0.012615	-3.782731	0.0002
X6	0.198771	0.171096	1.161755	0.2471
X7	-7.37E-05	5.77E-05	-1.278234	0.2030
X8	0.000576	0.001171	0.491711	0.6236
X9	0.193364	0.098044	1.972203	0.0356
X10	-0.055321	0.100706	-0.549327	0.5836
R-squared	0.210855	Mean dependent var	0.207281	
Adjusted R-squared	0.178210	S.D. dependent var	0.469481	
S.E. of regression	0.422278	Akaike info criterion	1.297930	
Sum squared resid	32.53245	Schwarz criterion	1.447295	
Log likelihood	-100.3771	F-statistic	2.831911	
Durbin-Watson stat	2.155256	Prob(F-statistic)	0.008278	

Bước 2: Kiểm định tự tương quan trong mô hình

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.999897	Probability	0.370248
Obs*R-squared	2.100415	Probability	0.349865

Do $P - \text{value} = 0.3498 > 0.05$ nên mô hình không xảy ra hiện tượng tự tương quan

Bước 3: Kiểm định dạng mô hình

Ramsey RESET Test:

F-statistic	0.886703	Probability	0.347810
Log likelihood ratio	0.934591	Probability	0.333673

Kiểm định cặp giả thuyết H_0 : Mô hình gốc không thiếu biến, dạng hàm đúng

H_1 : Mô hình gốc thiếu biến, dạng hàm sai

Nhận thấy, $P - \text{value} (F - \text{statistic}) = 0.3478 > 0.05$ nên chấp nhận H_0 tức mô hình gốc không thiếu biến, dạng hàm đúng.

Bước 4: Kiểm định bỏ biến X4 (Tỷ suất sinh lời), X6 (tỷ trọng tài sản hữu hình), X7 (Tốc độ phát triển) và X8 (thuế suất doanh nghiệp ra khỏi mô hình).

Wald Test:

Equation: Untitled

Null Hypothesis: $C(4) = C(8)$
 $C(6) = C(8)$
 $C(7) = C(8)$

F-statistic	2.216798	Probability	0.088275
Chi-square	6.650393	Probability	0.083916

Nhận thấy trong kết quả hồi quy mô hình gốc, biến X4, X6, X7 và X8 có p – value > 0.05. Do đó, tiếp tục chúng ta kiểm định rằng có nên loại bỏ cả bốn biến này ra khỏi mô hình hay không, ta thực hiện kiểm định sau:

$$H_0: a_4 = a_6 = a_7 = a_8 = 0$$

H_1 : Tồn tại giá trị trong (a_4, a_6, a_7, a_8) khác 0.

Do P – value > 0.05 nên ta kết luận nên loại bỏ đồng thời biến X4, X6, X7 và X8 ra khỏi mô hình.

Bên cạnh đó, biến giá X10 (Lĩnh vực kinh doanh) có p – value = 0.5836 > 0.05 nên ta cũng loại bỏ biến số này ra khỏi mô hình.

Bước 5: Mô hình hồi quy cuối cùng:

$$LTLEV = 0.7691 - 0.0414 \cdot SIZE + 0.1681 \cdot GOV$$

(p-value) (0.0000) (0.0003) (0.0297)

$$R^2 = 0.8602 \quad \text{Prob (F – statistic)} = 0.0006$$

2.4.3. Đánh giá kết quả

Trước khi phân tích tác động của từng nhân tố tới cấu trúc vốn, đòn bẩy tài chính ngắn hạn, đòn bẩy tài chính dài hạn, có một số kết luận chung được rút ra từ ba mô hình hồi quy:

Thứ nhất, không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình.

Thứ hai, không xảy ra hiện tượng tự tương quan trong các mô hình hồi quy.

Thứ ba, bằng kiểm định Ramsey, chúng ta có thể khẳng định dạng mô hình hồi quy là đúng. Điều này củng cố cho các nghiên cứu của các tác giả trước đó như như Fox (1991), Huberty (1989), Tien (2014) khi các tác giả này cũng sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính để nghiên cứu sự ảnh hưởng của các nhân tố tới cấu trúc vốn.

Như vậy, các kết quả phân tích hồi quy là đáng tin cậy. Các hệ số ước lượng là các ước lượng tuyến tính, không chệch.

Phân tiếp theo sẽ bàn luận cụ thể hơn sự ảnh hưởng của các nhân tố tới cấu trúc vốn. Hay nói cách khác, sẽ giúp chúng ta trả lời 7 giả thuyết đặt ra ở phần trước, và sau cùng sẽ tìm ra câu trả lời cho hai câu hỏi của đề tài nghiên cứu: (1) Đây là những nhân tố

ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam?, và (2) Chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố này như thế nào?

2.4.3.1. Tỷ suất sinh lời

Từ kết quả của 3 mô hình, ta thấy tỷ suất sinh lời là một nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, ngoại trừ đòn bẩy tài chính trong dài hạn. Sự ảnh hưởng này mang tính nghịch chiều, tức là khi doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời ngày càng cao, họ sẽ có xu hướng giảm sử dụng vốn vay nợ hơn, thay vào đó họ sẽ sử dụng phần lợi nhuận giữ lại bổ sung vào nguồn vốn cho doanh nghiệp. Điều này hoàn toàn phù hợp với quan điểm của lý thuyết trật tự phân hạng và trùng khớp với giả thuyết H1 được đặt ra ở những phần trước. Do đó, giả thuyết:

H1: Đòn bẩy tài chính và tỷ suất sinh lời có mối quan hệ tỷ lệ nghịch là đúng.

2.4.3.2. Quy mô doanh nghiệp

Quy mô là nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và có ý nghĩa về mặt thống kê ở cả 3 mô hình. Tuy nhiên, sự ảnh hưởng này ở từng cấu trúc là hoàn toàn khác nhau. Trong cấu trúc vốn nói chung và đòn bẩy tài chính dài hạn nói riêng, quy mô ảnh hưởng nghịch chiều, có nghĩa doanh nghiệp có quy mô càng lớn sẽ ưa thích sử dụng vốn chủ sở hữu hơn vốn vay nợ. Điều này ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng, khi các công ty có quy mô lớn đồng nghĩa với lợi nhuận giữ lại và lượng tiền nhàn rỗi sẽ cao hơn. Do đó, họ sẽ tận dụng triệt để lượng vốn sẵn có này.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, quy mô lại tác động thuận chiều đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Điều này ủng hộ cho quan điểm của lý thuyết chi phí trung gian: các doanh nghiệp quy mô lớn có tính lợi thế về kinh tế, lượng thông tin cũng minh bạch hơn do đó họ dễ dàng tiếp cận được vốn vay hơn các doanh nghiệp nhỏ. Mặt khác, trong ngắn hạn, doanh nghiệp chưa thể đảm bảo được sự thành công vì kết quả của dự án phải đến trong dài hạn. Chính vì thế mà trong ngắn hạn, các doanh nghiệp quy mô lớn sẽ tận dụng lợi thế của mình để vay vốn. Khi dự án dài hạn của họ thành công, họ sẽ chuyển sang dùng phần lợi nhuận giữ lại để đầu tư tiếp cho các dự án khác. Như vậy kết quả nghiên cứu của đề tài là hoàn toàn không mâu thuẫn. Do đó, giả thuyết:

H2: Đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ nghịch đúng trong dài hạn nhưng không đúng trong ngắn hạn.

2.4.3.3. Tỷ trọng tài sản cố định

Theo như lý thuyết cân bằng và lý thuyết chi phí trung gian, tỷ trọng tài sản cố định có mối quan hệ tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính. Doanh nghiệp có nhiều tài sản cố định đồng nghĩa họ có nhiều khả năng thế chấp các khoản vay của mình, chính vì thế cơ hội tiếp cận với vốn vay sẽ cao hơn. Tuy nhiên, kết quả phân tích các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam cho thấy, tài sản cố định chỉ ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn, còn trong dài hạn tác động này là không đáng kể. Do đó, giả thuyết:

H3: Đòn bẩy tài chính và tỷ trọng tài sản cố định có mối quan hệ tỷ lệ nghịch đúng trong ngắn hạn với số liệu mẫu quan sát.

2.4.3.4. Tốc độ tăng trưởng

Tốc độ tăng trưởng có sự ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn. Kết quả trong mô hình đòn bẩy tài chính trong dài hạn chưa cho thấy được vai trò của tốc độ tăng trưởng trong quyết định quản trị vốn của doanh nghiệp. Điều này cũng hoàn toàn trùng khớp với quan điểm lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết chi phí trung gian. Khi doanh nghiệp được dự báo có tốc độ tăng trưởng cao trong tương lai, các cổ đông có xu hướng muốn tận dụng triệt để lợi ích của những cơ hội này và không muốn san sẻ quyền lợi cho những đối tượng khác. Chính vì thế, họ sẽ tài trợ vốn hoàn toàn bằng nguồn vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên trong dài hạn thì tốc độ tăng trưởng chưa phải là nhân tố chính ảnh hưởng tới đòn bẩy tài chính. Điều này thể hiện tâm lý e ngại của các cổ đông khi không muốn chịu những rủi ro có thể xảy đến trong dài hạn mà họ không chắc chắn. Chính vì thế, những dự án đầu tư được dự báo có tốc độ tăng trưởng dương chưa thực sự là động lực để sử dụng phần lợi nhuận giữ lại của công ty. Do đó, giả thuyết:

H4: Đòn bẩy tài chính và tốc độ phát triển có mối quan hệ tỷ lệ nghịch chỉ đúng trong ngắn hạn.

2.4.3.5. Thuế thu nhập doanh nghiệp

Thuế thu nhập mà các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu dao động từ 20 đến 22%. Mức thuế suất này nhìn chung là ổn định qua các năm trong mẫu nghiên cứu đề tài. Theo nguyên lý cân bằng thì thuế thu nhập doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính. Thực tế thì các doanh nghiệp Việt Nam cũng luôn tận dụng triệt để lợi ích từ thuế thu nhập. Tuy nhiên, trong thời gian nghiên cứu của mẫu thuế thu nhập doanh nghiệp là không đổi nên khó có thể xem xét được tác động của nhân tố này đến cấu trúc vốn. Do đó, giả thuyết:

H5: Đòn bẩy tài chính và thuế suất doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận bị bác bỏ.

2.4.3.6. Tỷ lệ sở hữu vốn Nhà nước

Đây là biến định tính được lượng hóa bằng biến giả D trong mô hình hồi quy. Thực tế cho thấy không có sự khác biệt về cấu trúc vốn giữa doanh nghiệp có trên 50% sở hữu của Nhà nước và doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước dưới 50% trong ngắn hạn. Tuy nhiên, trong dài hạn thì lại có một sự khác biệt. Dựa vào mô hình hồi quy 3 có thể thấy ý nghĩa của biến giả Tỷ lệ sở hữu vốn Nhà nước có ý nghĩa về mặt thống kê. Điều đó chứng tỏ, trong dài hạn, các doanh nghiệp Nhà nước thường mạnh dạn trong việc sử dụng vốn vay. Do đó, giả thuyết:

H6: Có tồn tại sự khác nhau trong cấu trúc vốn giữa doanh nghiệp có vốn Nhà nước chiếm hơn 50% và các doanh nghiệp có vốn Nhà nước dưới 50% sẽ chỉ đúng trong cơ cấu vốn dài hạn.

2.4.3.7. Lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp

Kết quả phân tích hồi quy cho thấy, đặc điểm về lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn. Có tồn tại sự khác biệt trong đòn bẩy tài chính ngắn hạn giữa các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp khai khoáng và các doanh nghiệp dịch vụ hàng tiêu dùng. Do đó, giả thuyết:

H₇: Có tồn tại sự khác nhau trong cấu trúc vốn giữa các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp khai khoáng và các doanh nghiệp trong lĩnh vực dịch vụ hàng tiêu dùng đúng trong cơ vốn nợ ngắn hạn.

Như vậy, từ các kết quả của 3 mô hình hồi quy, ta thấy, nhìn chung sự ảnh hưởng của các nhân tố tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam tuân theo các dự báo trong lý thuyết cân bằng, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết chi phí trung gian. Biểu hiện của các nhân tố ảnh hưởng này rõ nét nhất trong đòn bẩy tài chính ngắn hạn. Tuy nhiên trong dài hạn, sự ảnh hưởng các nhân tố là không rõ ràng. Có thể giải thích hiện tượng trên bởi vì trong dài hạn, quyết định tài trợ vốn còn chịu ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố chưa có trong mô hình như sự ưa thích rủi ro, sự không chắc chắn, các yếu tố về chính trị, tâm lý...

Chương 3: Một số giải pháp nâng cao hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp tại Việt Nam

Sẽ khó có thể đưa ra được đâu là một tỷ lệ tối ưu vốn vay nợ trên tổng nguồn vốn cho tất cả các doanh nghiệp. Bởi lẽ, sự khác biệt trong đặc điểm doanh nghiệp, môi trường hoạt động sẽ ảnh hưởng lớn đến quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính của nhà quản trị. Chương này sẽ tập trung đánh giá những rủi ro và bất cập trong quá trình sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam. Đồng thời từ đó sẽ đề ra những kiến nghị để hoàn thiện chính sách tài trợ cho các doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay.

3.1. Những bất cập trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay

3.1.1. Những vấn đề trong tương quan với các nhân tố ảnh hưởng

Từ kết luận của chương trước, ta thấy, nhìn chung sự ảnh hưởng của các nhân tố tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam tuân theo các dự báo trong lý thuyết cân bằng, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết chi phí trung gian. Biểu hiện của các nhân tố ảnh hưởng này rõ nét nhất trong đòn bẩy tài chính ngắn hạn. Tuy nhiên, sự tác động của các nhân tố ảnh hưởng này đôi khi có thể gây nên những rủi ro trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

Trước tiên, đó là sự tác động thuận chiều của quy mô đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Các doanh nghiệp quy mô lớn có tính lợi thế về kinh tế, lượng thông tin cũng minh bạch hơn do đó họ dễ dàng tiếp cận được vốn vay hơn các doanh nghiệp nhỏ. Mặt khác, trong ngắn hạn, doanh nghiệp chưa thể đảm bảo được sự thành công vì kết quả của dự án phải đến trong dài hạn. Chính vì thế mà trong ngắn hạn, các doanh nghiệp quy mô lớn sẽ tận dụng lợi thế của mình để vay vốn. Điều này thể hiện ở kết quả hồi quy đòn bẩy tài chính ngắn hạn, hệ số hồi quy của biến quy mô là 0.0131 với giá trị $p - \text{value} = 0.0029$. Tuy nhiên, chính đặc điểm này có thể mang lại rủi ro cho chính bên cho vay và doanh nghiệp cho vay. Sự tự tin vào quy mô đôi khi có thể bị đánh giá một cách không thực sự chính xác. Các doanh nghiệp có quy mô lớn đôi khi cũng có những dự án đứng trước

những rủi ro thất bại trong tương lai. Tuy nhiên do chi phí trung gian của những doanh nghiệp này thấp hơn các doanh nghiệp vừa và nhỏ khác, nên các doanh nghiệp quy mô lớn sẽ dễ dàng tiếp cận được các khoản vay, đồng nghĩa với tính rủi ro mà cả doanh nghiệp và bên cho vay sẽ phải gánh chịu tăng lên. Với những khoản vay ngắn hạn với số vốn lớn, khi rủi ro kinh doanh xảy ra có thể khiến cho doanh nghiệp mất khả năng thanh khoản nhanh chóng.

Bên cạnh đó, theo như kết quả phân tích ở chương 2, tốc độ tăng trưởng có quan hệ nghịch với đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn, nhưng trong dài hạn thì mối quan hệ này lại không rõ ràng. Như vậy, có thể nói, cơ cấu vốn vay dài hạn/vốn chủ sở hữu không có mối liên hệ với tốc độ tăng trưởng. Trong khi một trong những yếu tố đầu vào quan trọng để phát triển hoạt động kinh doanh của công ty là vốn. Điều này thể hiện sự thiếu linh hoạt trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Việt Nam, và đây cũng là nguyên nhân lớn khiến cho việc tăng trưởng của các doanh nghiệp bị hạn chế. Đặc điểm này thể hiện một thực trạng đó là vấn đề cấu trúc vốn ở Việt Nam, đặc biệt là cấu trúc vốn trong dài hạn vẫn chưa được các doanh nghiệp quan tâm một cách đúng đắn.

Ngoài ra, số liệu phân tích ở chương 2 cũng chỉ ra rằng, có sự khác biệt trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính dài hạn giữa các doanh nghiệp có vốn sở hữu Nhà nước trên 50% và các doanh nghiệp có vốn sở hữu Nhà nước dưới 50%. Kết quả trên cũng được củng cố bởi báo cáo của Bộ Tài chính năm 2014, khi khảo sát các tập đoàn doanh nghiệp có vốn Nhà nước, tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn tại 55 doanh nghiệp được khảo sát là từ 70% đến 85%, 49 doanh nghiệp có tỷ lệ từ 50% đến dưới 70%. Trong khi đó, theo khảo sát 9,400 doanh nghiệp FDI của cả nước, thì tỷ lệ nợ/tổng tài sản bình quân là 36.33%, các doanh nghiệp thương mại trong nhóm này thì tỷ lệ là 60%. Điều này cho thấy việc sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp Nhà nước cao hơn khối các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, đây lại là một vấn đề cần phải xem xét nhìn nhận một cách nghiêm túc. Các doanh nghiệp có vốn Nhà nước thường hiệu quả quản lý hoạt động kinh doanh chưa cao. Nhưng sự ưu đãi trong “tín dụng mềm” về cơ chế, lãi suất, khoản vay, các điều khoản vay, và cả xử lý nợ xấu đã tạo điều kiện cho các doanh nghiệp này dễ dàng tiếp cận với các

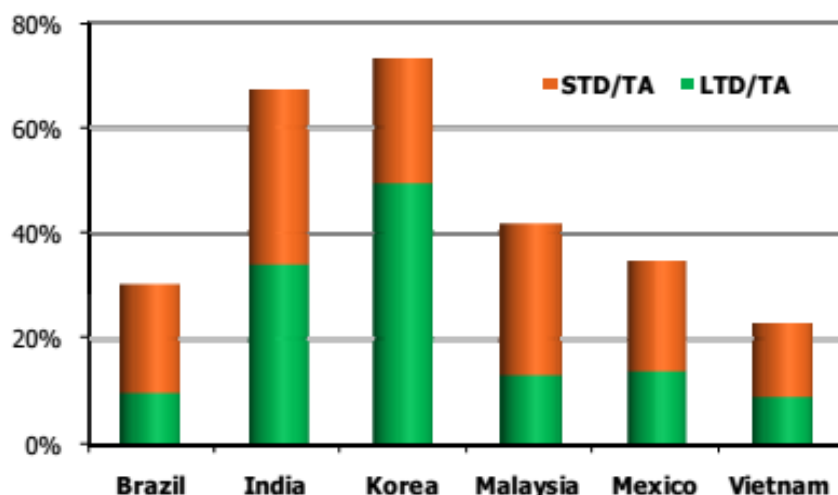
nguồn vốn. Chính vì vậy, vấn đề nảy sinh ở đây đó là làm thế nào để quản lý thật hiệu quả nguồn vốn cho các doanh nghiệp Nhà nước vay, tránh để xảy ra tình trạng đánh giá tín dụng không đúng dẫn đến xử lý nợ xấu về sau.

3.1.2. Vốn cổ phần vẫn chiếm ưu thế trong cấu trúc vốn, nợ ngắn hạn được sử dụng nhiều hơn nợ dài hạn

Theo số liệu của Ủy Ban chứng khoán Việt Nam, tính đến 12/2014 tỷ lệ nợ trên tổng vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam đang là 32%. Đây là hệ quả của việc bùng nổ phát hành cổ phiếu công ty trong giai đoạn thị trường hưng thịnh vào những năm 2006 – 2007 khi các công ty tận dụng triệt để cơ hội có được khi phát hành chứng khoán vào thời điểm đó. Tuy nhiên, vốn cổ phần lớn sẽ tạo áp lực phải chi trả cổ tức cho cổ đông của công ty. Mặt khác, việc sử dụng vốn cổ phần nhiều sẽ làm giảm lợi ích từ lá chắn thuế mà doanh nghiệp có thể tận dụng được khi sử dụng vốn vay.

Bên cạnh đó, việc sử dụng vốn vay ở Việt Nam đang thiên về sử dụng vốn ngắn hạn, trong khi vốn dài hạn được các doanh nghiệp sử dụng ít hơn. Việc sử dụng vốn vay ngắn hạn có ưu điểm là dễ tiếp cận, ít rủi ro hơn vay dài hạn nhưng rủi ro về khả năng thanh khoản lại cao hơn. Trong khi đó, nợ dài hạn mang đến những ưu điểm cho doanh nghiệp như khả năng linh hoạt cao cùng với chi phí thấp hơn. Tuy nhiên thực tại ở Việt Nam, theo hình 3.1 ta thấy tỷ lệ nợ dài hạn (LTD/TA) đang chiếm một tỷ lệ thấp hơn so với các quốc gia đang phát triển khác. Đây cũng là một bất lợi cho quá trình phát triển của các doanh nghiệp Việt Nam. Về vấn đề nợ dài hạn ít được sử dụng hơn nợ ngắn hạn có thể được hiểu theo những nguyên nhân sau đây: Thứ nhất, xuất phát từ chính thói quen tâm lý của doanh nghiệp khi huy động vốn. Các doanh nghiệp thường tìm giải pháp huy động vốn dễ dàng, dễ tiếp cận, vay trong ngắn hạn theo từng giai đoạn của dự án. Thứ hai, sự thiếu đa dạng của sản phẩm Nợ trên thị trường tài chính. Bên cạnh vốn vay từ các ngân hàng hoặc tổ chức tài chính, các doanh nghiệp có thể vay từ công chúng bằng cách phát hành trái phiếu doanh nghiệp hoặc có thể sử dụng các công cụ thuê tài chính. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu cũng như các công cụ thuê tài chính ở Việt Nam hiện nay thực sự chưa

phát triển. Điều này đã làm hạn chế phần nào kênh tài trợ vốn vay của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay.



Hình 3.1: Cấu trúc vốn vay của các doanh nghiệp tại các nước phát triển năm 2014

(Nguồn: Trâm L, N. 2014)[29,63]

3.2. Một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp tại Việt Nam

Các kiến nghị được xây dựng trên cơ sở hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận được với nguồn vốn vay, khai thác hiệu quả lợi ích từ lá chắn thuế đồng thời giảm thiểu các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải khi sử dụng công cụ đòn bẩy tài chính.

3.2.1. Nhóm các giải pháp về thị trường vốn

Đa dạng hóa các sản phẩm trên thị trường vốn, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp tiếp cận được những sản phẩm của thị trường, đồng thời có các cơ chế quản lý giám sát hiệu quả là những tiêu chí đề ra cho nhóm giải pháp về thị trường vốn. Các biện pháp cụ thể trong nhóm giải pháp này gồm có:

Thứ nhất, đẩy mạnh việc phát triển thị trường trái phiếu tại Việt Nam. Mặc dù thị trường trái phiếu đã có những bước phát triển đáng ghi nhận, tuy nhiên, quy mô của thị trường này là nhỏ khi so sánh với quy mô của thị trường cổ phiếu xét về số lượng các công ty phát hành và khối lượng giao dịch. Đa phần các trái phiếu là trái phiếu Chính phủ, số lượng các doanh nghiệp phát hành trái phiếu vẫn ở mức thấp so với tiềm năng. Điều này

cũng ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, khi kênh huy động vốn vay bằng việc phát hành trái phiếu chưa thực sự hiệu quả. Các biện pháp cụ thể của giải pháp này gồm có: Thành lập tổ chức định mức tín dụng chuyên nghiệp để đánh giá một cách khách quan uy tín cũng như năng lực tài chính của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Điều này sẽ tạo tâm lý yên tâm cho nhà đầu tư khi tham gia mua bán các loại trái phiếu của doanh nghiệp. Ngoài ra, cần có những cơ chế phát triển thị trường trái phiếu thứ cấp. Khi thị trường này thật sự phát triển, khả năng thanh khoản trái phiếu tăng lên sẽ giúp doanh nghiệp dễ dàng hơn trong việc phát hành trái phiếu mới.

Thứ hai, sớm hình thành và phát triển thị trường vay tài chính một cách chuyên nghiệp. Thị trường vay tài chính còn khá mới mẻ ở Việt Nam. Sự tiếp cận của các doanh nghiệp này chưa nhiều, thậm chí sự hiểu biết về những sản phẩm như thế này còn hạn chế. Ngay cả các công ty cho thuê tài chính, cung cấp vay tài chính cũng chưa thực sự chuyên nghiệp tại Việt Nam. Các văn bản, quy định hoạt động của thị trường này chưa thực sự hoàn thiện. Chính vì lý do đó, một kiến nghị đặt ra là cần sớm xây dựng và phát triển hoàn thiện thị trường vay tài chính tại Việt Nam.

Thứ ba, hoàn thiện cơ chế quản lý thông tin doanh nghiệp niêm yết, các chuẩn mực báo cáo tài chính của các doanh nghiệp. Biện pháp này ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng thông tin công bố từ các doanh nghiệp. Nếu như các chuẩn mực được xây dựng trên một cơ sở khoa học chặt chẽ, sẽ nâng cao được sự minh bạch thông tin từ hoạt động của doanh nghiệp đến với công chúng, nâng cao niềm tin cho nhà đầu tư. Ngược lại, khi thông tin công bố bị làm sai lệch đi so với thực tế sẽ giảm sút niềm tin vào nhà đầu tư, và sẽ là khó khăn lớn của doanh nghiệp trong việc huy động vốn từ công chúng qua cả hai kênh trái phiếu và cổ phiếu.

3.2.2. Nhóm giải pháp đối với doanh nghiệp

Các giải pháp đối với doanh nghiệp được chia làm hai nhóm giải pháp: xác định cấu trúc vốn mục tiêu hợp lý và nâng cao vai trò của quản trị tài chính trong doanh nghiệp.

3.2.2.1. Xác định cấu trúc vốn mục tiêu hợp lý

Việc xác định cấu trúc vốn mục tiêu cần phải quan tâm tới những yếu tố sau:

Thứ nhất đó chính là các *rủi ro hoạt động*: Rủi ro này bao gồm hai loại: rủi ro cá biệt và rủi ro hệ thống. Trước tiên, rủi ro cá biệt, có khi được gọi là rủi ro không hệ thống, là rủi ro của riêng công ty. Thứ hai là các rủi ro hệ thống, hay còn được gọi là rủi ro thị trường, xảy ra trong phạm vi của cả nền kinh tế và đe dọa sự hoạt động của tất cả các ngành, các doanh nghiệp. Rủi ro kinh doanh phản ánh sự rủi ro của doanh nghiệp dựa trên những đặc điểm riêng của doanh nghiệp. Tỷ lệ lợi tức yêu cầu của nhà đầu tư và chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) được xác định bởi loại rủi ro này. Bởi lẽ đó, xác định một cấu trúc vốn tối ưu sẽ phải xem xét đến rủi ro kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng đến nó.

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 vốn giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu là cả một nghệ thuật.

Vị thế tài chính của doanh nghiệp cũng là một nhân tố cần xem xét khi xác định một cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp. 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. Họ cần phải tính toán xem một bên là lợi ích từ lá chắn thuế nhưng đồng nghĩa với áp lực chi trả chi phí vốn vay với một bên là áp lực chi trả cổ tức. Chính mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông cũng sẽ là nhân tố ảnh hưởng đến quyết định của nhà quản trị tài chính.

3.2.2.2. Nâng cao vai trò của quản trị tài chính trong doanh nghiệp

Trước tiên, nâng cao chất lượng nguồn nhân lực tham gia vào quá trình quản trị tài chính của doanh nghiệp. Nhiều người và thậm chí tại nhiều doanh nghiệp vẫn còn sự gộp

chung chức năng tài chính và kế toán. Chính điều này đã làm hạn chế vai trò của giám đốc tài chính trong việc quản lý các vấn đề trong đó có cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Nâng cao vai trò quản trị tài chính ở đây được hiểu theo nghĩa về nhân sự và chất lượng nhân sự có thể đảm nhận vai trò công việc một cách hiệu quả.

Bên cạnh đó, hoàn thiện hệ thống kiểm soát nội bộ tại các doanh nghiệp. Kiểm soát nội bộ giúp doanh nghiệp nhận diện được các rủi ro kinh doanh, rủi ro hoạt động, rủi ro tài chính của mình. Trên cơ sở đó có những biện pháp điều chỉnh kịp thời trong hoạt động cũng như trong các mục tiêu kế hoạch tài chính của doanh nghiệp.

Sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro tài chính. Một trong những công cụ hiệu quả ở đây đó chính là các sản phẩm tài chính phái sinh. Các sản phẩm này là những công cụ hiệu quả bảo vệ doanh nghiệp khỏi những tổn thất tài chính từ các rủi ro lãi suất, rủi ro hoạt động. Tuy nhiên, hiện tại các sản phẩm phái sinh này ở Việt Nam chưa thực sự phát triển. Một phần nguyên do từ phía khách quan thị trường nhưng cũng một phần nguyên do từ nhận thức của các doanh nghiệp về các sản phẩm phái sinh tài chính là chưa cao.

KẾT LUẬN CHUNG

Đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” được thực hiện với mục đích tìm ra các nhân tố ảnh hưởng tới sự lựa chọn sử dụng vốn vay hay vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Việt Nam trong ngắn hạn và dài hạn, đánh giá chiều hướng của sự tác động qua từng nhân tố để từ đó đề xuất các biện pháp nâng cao hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp. Cơ sở lý luận của đề tài được dựa trên các lý thuyết cân bằng, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết chi phí trung gian và lý thuyết Modigliani và Miller. Đề tài sử dụng phương pháp thống kê mô tả kết hợp với việc sử dụng các mô hình kinh tế lượng.

Kết quả phân tích số liệu trong mẫu khảo sát đã chỉ ra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam gồm có:

- (i) tỷ suất sinh lời có mối quan hệ tương quan nghịch (-) với đòn bẩy tài chính
- (ii) quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tương quan nghịch (-) với đòn bẩy tài chính dài hạn
- (iii) tỷ trọng tài sản cố định có mối quan hệ tương quan nghịch (-) với đòn bẩy tài chính ngắn hạn
- (iv) tốc độ phát triển có mối quan hệ tương quan nghịch (-) với đòn bẩy tài chính trong ngắn hạn.
- (v) Có tồn tại sự khác nhau trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính dài hạn giữa doanh nghiệp có vốn Nhà nước chiếm hơn 50% và các doanh nghiệp có vốn Nhà nước dưới 50%.
- (vi) Có tồn tại sự khác nhau trong cấu trúc vốn giữa các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp khai khoáng và các doanh nghiệp trong lĩnh vực dịch vụ hàng tiêu dùng đúng trong cơ vốn nợ ngắn hạn.

Bên cạnh đó, đề tài cũng chỉ ra những bất cập của các doanh nghiệp Việt Nam khi sử dụng đòn bẩy tài chính hiện nay gồm có:

- (i) Có sự khác biệt trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính dài hạn giữa các doanh nghiệp có vốn sở hữu Nhà nước trên 50% và các doanh nghiệp có vốn sở hữu Nhà nước dưới 50%.
- (ii) Chưa tận dụng được lợi thế từ đòn bẩy tài chính dài hạn cho mục tiêu tăng trưởng của doanh nghiệp.
- (iii) Vốn cổ phần vẫn chiếm ưu thế trong cấu trúc vốn, nợ ngắn hạn được sử dụng nhiều hơn nợ dài hạn.

Từ những bất cập kể trên, đề tài đã đề xuất một số giải pháp để nâng cao hiệu quả việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho các doanh nghiệp Việt Nam bao gồm:

- (i) Các nhóm giải pháp hoàn thiện thị trường vốn.
- (ii) Xác định một cấu trúc vốn hợp lý và nâng cao hiệu quả quản trị tài chính trong doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Abor, J. (2008). *Determinants of the capital structure of Ghanaian firms* (No. RP_176). African Economic Research Consortium.
2. Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *the Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
3. Bennett, M., & Donnelly, R. (1993). The determinants of capital structure: some UK evidence. *The British Accounting Review*, 25(1), 43-59.
4. Berger, A. N. & Udell, B. P. (2006). “Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry”. *Journal of Banking and Finance* 30.4: 1065 – 1102.
5. Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK-a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159-170.
6. Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK-a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159-170.
7. Booth et al. (2009). “Capital structure in developing countries”. *The Journal of Finance* 56.1: 87 – 130.
8. Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
9. Chen, J. J., 2003. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *The Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351.
10. Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.
11. Cochrane, John H., 2001, *Asset Pricing* (Princeton University Press, Princeton).
12. DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial Economics*, 8(1), 3-29.

13. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
14. Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37.
15. Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
16. International Monetary Fund (2007). *Việt Nam và các vấn đề nổi bật, 2007*, 32 – 35
17. Jan, B. & Mateus, C. (2008). Taxes and corporate debt policy: evidence for unlisted firms of sixteen European countries.
18. Kester, W. C. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial management*, 5-16.
19. MacKIE-MASON, J. K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions?. *The Journal of Finance*, 45(5), 1471-1493.
20. Majumdar, S. K. & Pradeep, C. (1999). “Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance”. *Public Choice* 98.3: 287 – 305.
21. Margaritis, D. & Psillaki, M. (2007). “Capital structure and firm efficiency”. *Journal of Business Finance & Accounting* 34.9 – 10: 1447 – 1469.
22. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
23. Nickell, S., Daphne, N. & Neil, D. (1997). “What makes firms perform well?”. *European Economic Review* 41.3: 783-796.
24. Onaolapo, A. A. & Sunday, O. K. (2010). “Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria”. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* 25: 70 – 82.
25. Pushner, G. M. (1995). “Equity ownership structure, leverage, and productivity: Empirical evidence from Japan”. *Pacific-Basin Finance Journal* 3.2: 241 – 255.
26. Rajan, R. G., and Zingales, L., (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

27. Tien, T. D. (2014). “The determinant of capital structure: Evidence from Chinese publicly listed firms”. MSc. Dissertation of Finance and Accounting Department, the University of Greenwich.
28. Titman, S., and Wessels, R., (1988), The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
29. Trâm, L. N. (2010). Phân tích các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp Việt Nam. Luận văn thạc sỹ Kinh tế.
30. Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial research*, 22(2), 161-187.
31. Zheka, V. (2010). The impact of corporate governance practices on dynamic adjustment of capital structure of companies in Ukraine. No. 10/07e. EERC Research Network, Russia and CIS, 2010.
32. Hamada, R.S. (1969). Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance. *Journal of Finance* March, 13 -31.
33. Donaldson, G., (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.
34. Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-339.
35. Fox, J. (Ed.). (1991). Regression diagnostics: An introduction (Vol. 79).
36. Huberty, C. J., & Morris, J. D. (1989). Multivariate analysis versus multiple univariate analyses. *Psychological bulletin*, 105(2), 302.

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1: Danh sách các công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam với tổng số vốn hơn 4,500 tỷ đồng tính đến 12/2015

STT	Công ty	STT	Công ty
1	Nhựa Bình Minh (BMP)	21	CTCP Tài nguyên Ma San
2	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh	22	CTCP Đầu tư Thế giới Di động
3	CTCP Xây dựng COTEC	23	CTCP Phát triển Đô thị Nam Hà Nội
4	CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	24	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
5	CTCP Dược Hậu Giang	25	CTCP Cảng Hải Phòng
6	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	26	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận
7	CTCP Dược Hậu Giang	27	CTCP Nhiệt điện Phả Lại
8	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	28	Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí
9	CTCP FPT	29	CTCP PVI
10	Tổng Công ty khí Việt Nam	30	Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam
11	CTCP Gemadept	31	CTCP Cơ điện lạnh
12	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	32	CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh
13	CTCP Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai	33	CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng
14	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	34	CTCP Khoáng sản Sài Gòn – Quy Nhơn
15	CTCP Tập đoàn Hoa Sen	35	Tổng Công ty Thép Việt Nam
16	CTCP Xi Măng Hà Tiên 1	36	Tổng CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam

17	Tổng Công ty Phát triển Đô Thị Kinh Bắc	37	CTCP VICOSTONE
18	CTCP Tập đoàn KiDo	38	CTCP Trung tâm Hội chợ Triển lãm Việt Nam
19	CTCP Tập đoàn MaSan	39	Tập đoàn Vingroup
20	CTCP Sữa Việt Nam		