



Hội nhập kinh tế quốc tế là cơ hội để các doanh nghiệp mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm, tiếp cận và ứng dụng công nghệ, quy trình sản xuất hiện đại hoặc học tập kinh nghiệm từ các nước phát triển trong điều hành, quản trị doanh nghiệp và thu hút nhân lực có trình độ cao. Nhưng ngược lại, đối với một số doanh nghiệp thì quá trình mở cửa, hội nhập kinh tế khu vực và thế giới lại trở thành mối đe dọa đến khả năng tồn tại và phát triển của họ, đặc biệt là những doanh nghiệp có năng lực tài chính yếu, khả năng cạnh tranh thấp và chưa có chiến lược quản trị tài

# Xây dựng mô hình cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp Việt Nam

ThS. LÊ HOÀNG VINH

Kể từ khi chính thức trở thành thành viên thứ 150 của Tổ chức Thương mại Thế giới, nền kinh tế Việt Nam ghi nhận nhiều sự kiện quan trọng, tốc độ tăng trưởng kinh tế nước ta năm 2007 đạt mức 8,48%, cao nhất trong 11 năm qua và cũng là tốc độ tăng trưởng thuộc nhóm cao so với các nước trong khu vực. Cùng với xu hướng phát triển chung của nền kinh tế, các doanh nghiệp Việt Nam cũng liên tục gia tăng hiệu quả kinh doanh, tuy nhiên khả năng sinh lời vẫn còn ở mức thấp<sup>1</sup> và nguyên nhân mấu chốt của vấn đề xuất phát từ năng lực quản trị tài chính chưa thật sự mang tính chuyên nghiệp và hợp lý mà trong đó quyết định tài trợ có thể nói là vấn đề đáng báo động nhất hiện nay.

Trong năm 2006 và 2007, nhiều doanh nghiệp đưa ra quyết định huy động vốn mà ít cân nhắc với quyết định đầu tư mà chưa có chiến lược huy động vốn rõ ràng, chủ yếu mang tính cơ hội, chẳng hạn như tranh thủ sự phát triển “nóng” của thị trường chứng khoán (TTCK) các doanh nghiệp niêm yết liên tục phát hành cổ phiếu nhằm kiếm khoản thặng dư vốn cổ phần khá lớn. Nhưng cũng từ những đợt phát hành “ồ ạt” đó đã làm phá vỡ cơ cấu vốn của nhiều doanh nghiệp, vốn chủ sở hữu huy động được rất nhiều nhưng khả năng hấp thụ của hoạt động kinh doanh chính thì lại không tương xứng và thế là các doanh nghiệp đầu tư tài chính kể cả ngắn hạn lẫn dài hạn – một hoạt động đầu tư trái ngành mà nhiều doanh nghiệp Việt Nam vẫn chưa đảm bảo đủ tính chuyên nghiệp, chưa có bộ phận chuyên trách nên sẽ tiềm ẩn rủi ro rất cao và nếu thua lỗ thì hoạt động kinh doanh chính không thể bù đắp nổi, dẫn đến sự sụt giảm đáng kể về hiệu quả kinh doanh nói chung, điều này thể hiện khá rõ nét trong báo cáo kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008 của các công ty niêm yết có hoạt động đầu tư tài chính.

Bên cạnh đó, sự sụt giảm đáng kể của TTCK trong năm 2008 khiến cho việc huy động vốn cổ

<sup>1</sup> Tỷ suất lợi nhuận trên vốn kinh doanh bình quân chỉ đạt xấp xỉ 5%

phân lại trở nên khó khăn, trở lại với thị trường tín dụng thì lãi suất cũng ở mức khá cao dẫn đến khả năng tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng không dễ dàng; kết quả là các doanh nghiệp rơi vào tình trạng thiếu hụt vốn đầu tư hoạt động kinh doanh chính, tài trợ cho các dự án đầu tư khả thi.

Từ phân tích thực trạng trên cho thấy một đòi hỏi mang tính cấp thiết có ý nghĩa cả về lý thuyết lẫn thực tiễn là các doanh nghiệp cần xây dựng được mô hình cơ cấu vốn hợp lý trong từng giai đoạn phát triển của hoạt động sản xuất kinh doanh, đảm bảo hướng đến mục tiêu gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Để xây dựng mô hình cơ cấu vốn hợp lý thì các doanh nghiệp cần tiến hành theo trình tự như sau: *thứ nhất*, xác định nhân tố ảnh hưởng đến mô hình cơ cấu vốn hợp lý; *thứ hai*, dự kiến xu hướng và mức độ tác động của từng nhân tố; *thứ ba*, căn cứ các kết hợp khác nhau giữa các nhân tố tiến đến xác lập một hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu hợp lý. Kinh tế lượng ứng dụng chính là công cụ đặc lực hỗ trợ cho các nhà quản trị tài chính thực hiện công việc nói trên.

Mô hình kinh tế lượng được sử dụng trong xây dựng cơ cấu vốn cho doanh nghiệp trình bày một cách tổng quát theo phương trình sau:

$$Y = B_0 + B_1 \cdot X_1 + E_1$$

trong đó:

Y - hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E)

$X_1$  - các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định xây dựng D/E

$B_1$  - tham số của mô hình – hệ số đo độ dốc đường hồi quy

$B_0$  - hằng số

$E_1$  - thành phần của mô hình

**Ứng dụng mô hình kinh tế lượng để giải quyết bài toán cơ cấu vốn hợp lý là vấn đề cần thiết và**

**mang lại những lợi ích nhất định cho doanh nghiệp trên các khía cạnh như sau:**



*Thứ nhất*, tùy theo đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp cũng như khả năng tiếp cận các nguồn vốn mà các nhà quản trị tài chính có thể đưa ra những nhân tố ảnh hưởng thích hợp nhằm hướng đến xây dựng cơ cấu vốn hợp lý, từ đó đảm bảo hoàn thành tốt nhất mục tiêu sinh lời và mục tiêu an toàn, xa hơn nữa đó là gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Có thể thấy rằng bắt đầu từ cuối năm 2007 đến nay, sự sụt giảm mạnh của TTCK làm giảm tính thanh khoản của thị trường thứ cấp cùng những ảnh hưởng không tốt đến tâm lý, niềm tin của nhà đầu tư đã hạn chế khả năng huy động vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp trên thị trường sơ cấp, bên cạnh đó, lãi suất trên thị trường tín dụng cũng liên tục tăng kết hợp với những quy định ngày càng khắt khe hơn, chặt chẽ hơn từ phía ngân hàng thương mại đã làm cho việc tìm kiếm nguồn huy động từ bên ngoài của các doanh nghiệp lại càng khó khăn. Chính vì vậy, các nhà quản trị doanh nghiệp cần quan tâm đến khai thác một cách triệt để nguồn lực bên trong, chẳng hạn như tăng cường kiểm soát chặt chẽ hơn về chi phí sản xuất kinh doanh nhằm góp phần gia tăng khả năng sinh lời, tăng khả năng tích lũy vốn và khi đó doanh nghiệp vẫn có thể tạo được nguồn vốn phục vụ cho hoạt động kinh doanh từ lợi nhuận giữ lại.

*Thứ hai*, thông qua ứng dụng mô hình kinh tế lượng, các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp có thể xác định được ảnh hưởng của từng nhân tố đến mức độ sử dụng nợ, từ đó giúp doanh nghiệp xây dựng được một cơ cấu vốn hợp lý cho từng thời kỳ, từng giai đoạn phát triển cụ thể. Hơn thế nữa, doanh nghiệp còn nhận thấy được rất rõ ràng về mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro, giữa rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính,...từ đó tìm kiếm biện pháp kiểm soát rủi ro, hạn chế tổn thất trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp.

*Thứ ba*, trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng mạnh mẽ nhưng năng lực tài chính của các doanh nghiệp còn yếu kém mà nổi bật là sự mất cân đối trong cơ cấu vốn do khả năng hoạch định tài chính còn yếu, mô hình kinh tế lượng có thể hỗ trợ doanh nghiệp xây dựng một hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu mục tiêu cho kỳ kế hoạch trên

cơ sở các thông tin kế hoạch tài chính khác. Để thực hiện ước lượng một hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu, các nhà quản trị tài chính chỉ cần thay giá trị của các biến số  $X_i$  vào phương trình để xác định  $Y$ , kết quả là một hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu dự kiến và từ đây, sẽ tiến hành xây dựng biện pháp thực hiện, định hướng công tác tổ chức huy động vốn cho kỳ kế hoạch.

**Xác định nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn để ứng dụng mô hình kinh tế lượng:**

Tùy theo nhu cầu và điều kiện cụ thể của từng doanh nghiệp mà một cơ cấu vốn thường được xây dựng dựa trên nhiều cơ sở, tiêu chí cũng như nhân tố ảnh hưởng khác nhau, nhưng nhìn chung, có những nhân tố cơ bản được nhiều doanh nghiệp thường xuyên cân nhắc khi quyết định huy động vốn cũng như xác lập cơ cấu vốn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh đã kiểm chứng về mặt lý luận và thực tiễn, đó là:

*Một là, rủi ro kinh doanh do đặc điểm ngành nghề của mỗi doanh nghiệp.* Các ngành nghề khác nhau sẽ tạo cho doanh nghiệp một đòn bẩy hoạt động tương ứng mà thông qua đó cho biết khi doanh thu biến động thì lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính sẽ biến động như thế nào và từ đó nó cũng sẽ chi phối đến quyết định xây dựng cơ cấu vốn.

Đối với một doanh nghiệp có đòn bẩy hoạt động cao cho biết lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính sẽ biến động mạnh khi có sự thay đổi doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ, nghĩa là rủi ro kinh doanh cao, và do đó các nhà quản trị tài chính thường chỉ duy trì một mức độ sử dụng nợ thấp, nghĩa là hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ nhỏ nhằm đảm bảo kiểm soát rủi ro tài chính; và ngược lại. Chỉ tiêu được sử dụng để đo lường tác động của đòn bẩy hoạt động đến lợi nhuận là độ bẩy hoạt động (DOL – Degree of Operating Leverage) với công thức xác định như sau:

$$\text{Độ bẩy hoạt động (DOL) tại mức sản lượng (hoặc doanh thu)} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi EBIT}}{\text{Phần trăm thay đổi doanh thu hoặc sản lượng}}$$

Sự biến động của hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ ngược chiều với độ bẩy hoạt động, nghĩa là hệ số  $B < 0$ .

*Hai là, hiệu quả sử dụng tài sản trong kinh doanh.* Nói về hiệu quả sử dụng tài sản thì đầu tiên phải nhắc đến đó chính là khả năng tạo ra doanh

thu từ việc sử dụng tài sản mà không phân biệt tài sản hình thành từ nợ hay vốn chủ sở hữu, thể hiện qua chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản:

$$\text{Vòng quay tổng tài sản} = \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

Khi vòng quay tổng tài sản tăng lên, tức 100 đồng tài sản sẽ tạo ra nhiều doanh thu hơn, nếu hiệu quả tiết kiệm chi phí không đổi hay nói cách khác đòn bẩy hoạt động không đổi thì sẽ làm gia tăng suất sinh lời trên tài sản. Khi doanh nghiệp có suất sinh lời trên tài sản cao hơn mà nhất là khi nó lớn hơn chi phí sử dụng nợ thì tác động của nợ sẽ làm tăng suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, đây là cơ sở gia tăng giá trị doanh nghiệp, chính vì vậy, một doanh nghiệp có suất sinh lời trên tài sản cao sẽ huy động nợ nhiều hơn để tận dụng lợi ích từ đòn bẩy tài chính và ngược lại, doanh nghiệp sẽ duy trì đòn bẩy tài chính thấp nếu hiệu quả kinh doanh thấp, thậm chí không vay nợ nếu hiệu quả kinh doanh thấp hơn chi phí sử dụng nợ. Như vậy, kỳ vọng về dấu của nhân tố hiệu quả sử dụng tài sản là dương (hệ số B > 0).

Tổng hợp hai nhân tố hiệu quả sử dụng tài sản và hiệu quả tiết kiệm chi phí (chịu ảnh hưởng bởi đòn bẩy hoạt động) sẽ được phản ánh trong mô hình kinh tế lượng thông qua chỉ tiêu suất sinh lời trên tài sản (ROA – Return On Assets):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Chi phí lãi vay đã khấu trừ thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}} = \frac{\text{EAT} + \text{I} \cdot (1 - t)}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

Khi đó, suất sinh lời trên tài sản có thể ảnh hưởng cùng chiều hoặc ngược chiều đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu. Điều này có thể giải thích theo hai khía cạnh:

- Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các nhà quản trị doanh nghiệp thường ưu tiên tài trợ cho hoạt động kinh doanh từ nguồn vốn bên trong, rồi sau đó mới đến nguồn vốn bên ngoài bao gồm huy động nợ hoặc huy động thêm vốn chủ sở hữu. Như vậy, theo lý thuyết này doanh nghiệp có được khi suất sinh lời trên tài sản cao sẽ có khả năng tích lũy vốn từ lợi nhuận giữ lại mà ít huy động vốn từ bên ngoài và sẽ dẫn đến việc duy trì hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu thấp.

- Nhưng đối với các doanh nghiệp khi vay nợ tài trợ cho hoạt động kinh doanh sẽ tạo ra lá chắn thuế và đó chính là khoản lợi nhuận hàng năm của doanh nghiệp, vay nợ càng nhiều thì lá chắn thuế càng lớn. Như vậy, theo quan điểm này thì doanh nghiệp có khả năng sinh lời của tài sản cao sẽ vay nợ nhiều nhằm tạo ra lá chắn thuế lớn, bên cạnh đó nợ vay có thể làm tăng suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu khi lợi nhuận tạo ra từ nợ vay lớn hơn lãi vay mà doanh nghiệp gánh chịu.

*Ba là, quy mô hoạt động của doanh nghiệp.* Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ là chỉ tiêu được sử dụng để đo lường quy mô hoạt động của doanh nghiệp nhằm làm căn cứ xác định nhân tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn cơ cấu vốn. Một doanh nghiệp có doanh thu càng cao, tức quy mô hoạt động càng lớn cho thấy rủi ro phá

sản thấp nên khả năng vay nợ cao hơn và do đó sẽ sử dụng nợ nhiều hơn nhằm tận dụng khoản tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp vì lúc này chi phí kiệt quệ tài chính đã được kiểm soát tốt hơn.

Ngoài ra, đối với những doanh nghiệp đạt quy mô hoạt động lớn thì chi phí đại diện của nợ thấp do đảm bảo nguồn thu, dòng tiền ít biến động và tình trạng bất cân xứng thông tin cũng trở nên ít hơn so với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn. Không những thế, khi doanh nghiệp đạt được doanh thu cao hơn thì khả năng gia tăng lợi nhuận hoạt động càng cao, bởi vì lúc này phần doanh thu tăng lên chỉ dùng để bù đắp phần chi phí biến đổi gia tăng tương ứng và phần còn lại là lợi nhuận tăng thêm; doanh nghiệp tạo được vùng đệm an toàn tốt, rủi ro kinh doanh thấp nên có thể sử dụng đòn bẩy tài chính lớn hơn.

Như vậy, theo kỳ vọng trong mô hình kinh tế lượng, nhân tố quy mô có ảnh hưởng cùng chiều với hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (hệ số b > 0).

*Bốn là, thuế TNDN.* Đối với doanh nghiệp, thuế thu nhập là một khoản chi phí trong năm tài chính, được tính trên cơ sở thu nhập chịu thuế sau khi đã trừ các chi phí hợp lý, nó thể hiện trên báo cáo kết quả kinh doanh qua chỉ tiêu chi phí thuế TNDN hiện hành. Vì vậy, các quyết định tài chính thường xuyên được cân nhắc xem xét trong môi trường thuế và xuất phát từ lý do lãi vay phát sinh được ghi nhận vào chi phí trước khi tính thu nhập chịu thuế nên các doanh nghiệp luôn có xu hướng vay nợ nhiều để lá chắn thuế lớn hơn và lợi nhuận dành cho doanh nghiệp sẽ gia tăng, đảm bảo được mục tiêu của quản trị tài chính. Tuy nhiên điều này sẽ không còn ý nghĩa đối với những doanh nghiệp đang được miễn, giảm thuế và họ sẽ có xu hướng ít sử dụng nợ hơn.

Để phản ánh mối quan hệ ảnh hưởng của thuế TNDN đến quyết định cơ cấu vốn cần xác định rõ khoản thuế thực sự mà doanh nghiệp phải chịu trong năm và chỉ tiêu được sử dụng để đo lường là tỷ lệ chi phí thuế TNDN hiện hành trên tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay. Kỳ vọng về dấu của hệ số b đối với biến độc lập này là dương, tức tỷ lệ thuế mà doanh nghiệp thực sự gánh chịu lớn thì đòn bẩy tài chính sẽ cao và ngược lại.

*Năm là, năng lực quản trị và trách nhiệm của người điều hành.*

Đây là nhân tố định tính có ảnh hưởng đến xây dựng cơ cấu vốn cho doanh nghiệp, cụ thể như sau:

nếu người điều hành không có khả năng kiểm soát và quản lý tốt hoạt động kinh doanh, tức năng lực quản trị kém hoặc luôn ra quyết định trên cơ sở lợi ích cá nhân, thiếu trách nhiệm trong quản lý thì doanh nghiệp đó tiềm ẩn rủi ro tổn thất lớn do liên quan đến người đại diện, rủi ro mất vốn cao, do đó họ chỉ duy trì hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu thấp.

Năng lực quản trị tốt sẽ đặt ra những động lực phù hợp cho người điều hành theo đuổi các mục tiêu nằm trong lợi ích của doanh nghiệp và các chủ sở hữu, tạo điều kiện cho việc theo dõi, giám sát hiệu quả, giảm thiểu gian lận. Điều này sẽ giúp xây dựng nên mức độ tin tưởng cần thiết đối với những chủ thể liên quan, mà qua đó doanh nghiệp có thể huy động vốn dễ dàng hơn, có thể sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao hơn.

Như vậy, người điều hành có năng lực, uy tín và nhận thức tốt trách nhiệm khi ra quyết định tài chính liên quan đến hoạt động kinh doanh sẽ là cơ sở để doanh nghiệp có thể sử dụng nợ nhiều hơn và ngược lại, từ đó cho thấy kỳ vọng của mô hình là đòn bẩy tài chính sẽ biến động cùng chiều với năng lực quản trị và trách nhiệm của người điều hành ( $B > 0$ ).

*Sáu là, mức độ phát triển và tính hiệu quả của thị trường tài chính.* Đây là nhân tố định tính thứ hai thể hiện khá rõ nét ở Việt Nam trong thời gian gần đây, đặc biệt là những biểu hiện trên TTCK. Khi có sự phát triển vượt trội của TTCK, các doanh nghiệp liên tục phát hành cổ phiếu để huy động vốn hoặc tích lũy vốn thông qua trả cổ tức bằng cổ phiếu cũng được rất nhiều nhà đầu tư ưa thích trong thời gian này nên dẫn đến cơ cấu vốn nghiêng về vốn chủ sở hữu. Hoặc xét trên thị trường tín dụng của hệ thống các tổ chức tín dụng nói chung, ngân hàng thương mại nói riêng, việc tăng lãi suất quá cao và đưa ra những biện pháp không hợp lý như ký quỹ, tính lãi trên dư nợ ban đầu mà không tính theo dư nợ thực tế... đã làm hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng của các doanh nghiệp và hệ quả là mức độ sử dụng nợ sẽ giảm.

Bên cạnh đó, tính hiệu quả về mặt thông tin trên thị trường tài chính cũng rất quan trọng đối với việc huy động vốn của doanh nghiệp. Một khi sự bất cân xứng thông tin quá lớn trên thị trường tài chính, nhà đầu tư tiếp nhận thông tin từ doanh nghiệp cung cấp nhưng không hoàn toàn tin tưởng thì họ cũng khó chấp nhận bỏ vốn đầu tư vào doanh nghiệp và như thế hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cũng thấp.

Theo kỳ vọng trong mô hình, sự biến động giữa đòn bẩy tài chính và mức độ phát triển, tính hiệu quả của thị trường tài chính có thể cùng chiều hoặc ngược chiều, tức hệ số  $b$  có thể âm hoặc dương.

*Bảy là, vị thế tín dụng của doanh nghiệp.*

Vị thế tín dụng là nhân tố định tính liên quan đến việc thực hiện đúng hạn và đầy đủ những

cam kết của doanh nghiệp đối với người cho vay. Vị thế tín dụng của doanh nghiệp phụ thuộc vào lịch sử giao dịch của doanh nghiệp trong quá khứ, năng lực tài chính hiện tại, kế hoạch phát triển và những rủi ro có thể gặp phải. Xét mối quan hệ ảnh hưởng của vị thế tín dụng đến cơ cấu vốn, nếu doanh nghiệp được đánh giá với mức độ tín nhiệm càng cao thì khả năng huy động vốn bên ngoài cao và dẫn đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên và ngược lại (hệ số  $b > 0$ ).

*Tám là, chu kỳ kinh doanh.* Một doanh nghiệp có chu kỳ kinh doanh được rút ngắn hơn có thể sử dụng nợ ít hơn, tức sự biến động của hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu có xu hướng cùng chiều với chu kỳ kinh doanh, hệ số  $b > 0$ . Chu kỳ kinh doanh là khoảng thời gian trung bình kể từ khi doanh nghiệp mua nguyên vật liệu, hàng hóa cho đến khi bán được sản phẩm, hàng hóa và thu được tiền bán hàng, nếu khoảng thời gian này được rút ngắn có nghĩa là doanh nghiệp có thể đẩy nhanh tốc độ luân chuyển vốn lưu động, từ đó làm tăng khả năng sinh lời, tăng khả năng thanh toán và giảm mức độ phụ thuộc vào các khoản nợ vay.

*Chín là, những nhân tố khác,* chẳng hạn như một doanh nghiệp có tỷ lệ nắm giữ vốn của Nhà nước cao sẽ sử dụng nợ nhiều hơn vì khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng dễ dàng hơn hoặc để nâng cao hơn nữa trách nhiệm của người đại diện; hay có một nhân tố khác nữa là tỷ lệ lạm phát của nền kinh tế, tốc độ tăng giá tiêu dùng cao sẽ dẫn đến lãi suất cho vay cao để đảm bảo lãi suất thực dương và dẫn đến doanh nghiệp không thể vay nợ hoặc vay ít hơn, kết quả là hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu giảm;... Như vậy, hệ số  $b$  trong trường hợp này có thể âm hoặc dương tùy theo việc xác định và lựa chọn nhân tố của nhà quản trị tài chính doanh nghiệp.

**Như vậy, phương trình biểu diễn mối quan hệ giữa hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu với các nhân tố ảnh hưởng được cụ thể hóa như sau:**

Trên cơ sở nhận định về các nhân tố ảnh hưởng đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu, mô hình kinh tế lượng được cụ thể hóa theo phương trình như sau:

$$DE = \beta_0 + \beta_1 \cdot ROA + \beta_2 \cdot SIZE + \beta_3 \cdot TAX + \beta_4 \cdot AC + \beta_5 \cdot FM + \beta_6 \cdot CR + \beta_7 \cdot OC + \beta_8 \cdot OTHER + \epsilon_i$$

trong đó:

(1) DE được gọi là biến phụ thuộc, thể hiện hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

(2) ROA là biến độc lập định lượng, thể hiện khả năng sinh lời của tài sản, DE có thể cùng chiều hoặc ngược chiều với ROA, tức  $B_1 > 0$  hoặc  $B_1 < 0$ .

(3) SIZE là biến độc lập định lượng, thể hiện quy mô hoạt động của doanh nghiệp, DE biến động cùng chiều với SIZE, tức  $B_2 > 0$ .

(4) TAX là biến độc lập định lượng, thể hiện mức thuế thu nhập thực sự doanh nghiệp phải nộp

thông tin tín dụng, sổ giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán, hoặc có thể sử dụng cả ý kiến từ các chuyên gia, nhà nghiên cứu về tài chính.

**Bước 3:** Xử lý số liệu và thiết lập phương trình hồi quy

Trên cơ sở dữ liệu đã được tập hợp, ứng dụng phần mềm Microsoft Office Excel hoặc Eviews để xác định các hệ số  $b$  cho mô hình hồi quy kinh tế lượng. Kết quả có được sau khi chạy chương trình sẽ tiến hành thiết lập phương trình các nhân tố ảnh hưởng đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Bước 4:** Ứng dụng mô hình hồi quy kinh tế lượng

Với phương trình đã được thiết lập, thay thế những kết hợp khác nhau giữa các biến độc lập để xác định hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu. Và để có thể lựa chọn được cơ cấu vốn hợp lý, cần tiến hành đánh giá tác động của từng cơ cấu vốn đã xác định đến khả năng sinh lời và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Một hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu được xem là hợp lý phải đảm gia tăng suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và kiểm soát được rủi ro thanh toán, đảm bảo chi trả đầy đủ và đúng hạn nhưng phải nằm trong khả năng tìm kiếm nguồn tài trợ.

Hoặc có thể căn cứ vào thông tin về giá trị các biến độc lập của kỳ kế hoạch thay thế vào mô hình sẽ giúp doanh nghiệp dự kiến được cơ cấu vốn trong tương lai, từ đó dự báo những vấn đề có thể phát sinh, biết được điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội, thách thức đối với doanh nghiệp trong kỳ kế hoạch và trên cơ sở đó xây dựng các biện pháp thực hiện, quản lý thích hợp nhằm đảm bảo các quyết định tài chính đi đúng mục tiêu của quản trị tài chính.

**Điều kiện sử dụng mô hình:**

Để vận dụng mô hình hồi quy kinh tế lượng trong các quyết định tài chính nói chung và xây dựng cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp nói riêng thì đòi hỏi phải đáp ứng một số điều kiện cơ bản sau:

- **Điều kiện kỹ thuật:** Người thực hiện phải có kỹ năng sử dụng máy vi tính, đặc biệt nắm vững quy trình, những thao tác xử lý kỹ thuật cơ bản đối với phần mềm Microsoft Office Excel hoặc Eviews.

- **Điều kiện chuyên môn:** Khả năng nhận diện được biến độc lập ảnh hưởng đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, như vậy điều kiện này đòi hỏi người thực hiện có năng lực chuyên môn về lĩnh vực tài chính doanh nghiệp nói chung và cơ cấu vốn nói riêng.

- **Điều kiện về nguồn thông tin:** Các doanh nghiệp cần có hệ thống lưu trữ thông tin mang tính dài hạn, đầy đủ, chính xác và có thể sử dụng một cách nhanh chóng, kịp thời khi cần thiết; khả năng thu thập khai thác các nguồn thông tin bên ngoài tốt. Điều kiện này có ý nghĩa rất quan trọng vì nó sẽ ảnh hưởng đến mức độ tin cậy của mô hình hồi quy

(xem tiếp số 37)



cho ngân sách nhà nước, đo lường thông qua tỷ lệ chi phí thuế TNDN trên tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay. DE biến động cùng chiều với TAX, tức  $B_3 > 0$ .

(5) AC là biến độc lập định tính, thể hiện năng lực quản trị và trách nhiệm của người điều hành, DE biến động cùng chiều với AC, tức  $B_4 > 0$ .

(6) FM là biến độc lập định tính, thể hiện mức độ phát triển và tính hiệu quả của thị trường tài chính, DE có thể biến động cùng chiều hoặc ngược chiều với FM, tức  $B_5 > 0$  hoặc  $B_5 < 0$ .

(7) CR là biến độc lập định tính, phản ánh vị thế tín dụng của doanh nghiệp và DE có biến động cùng chiều với CR, tức  $B_6 > 0$ .

(8) OC là biến độc lập định lượng, phản ánh chu kỳ hoạt động hay còn gọi là chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp và nó có ảnh hưởng cùng chiều với DE, tức  $B_7 > 0$

(9) OTHER là biến độc lập khác, có thể định tính hoặc định lượng, DE có thể biến động cùng chiều hoặc ngược chiều với OTHER, tức  $B_8 > 0$  hoặc  $B_8 < 0$  tùy trường hợp cụ thể.

(10)  $B_0$  là hằng số của mô hình hồi quy.

(11)  $E_i$  là sai số của mô hình hồi quy.

**Trình tự thực hiện mô hình kinh tế lượng trong xây dựng cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp:**

**Bước 1:** Chọn các biến độc lập

Mô hình kinh tế lượng được xây dựng ở trên có thể sử dụng để xác định cơ cấu vốn trung bình cho một ngành, một nhóm doanh nghiệp hay một doanh nghiệp cụ thể. Với mỗi mục đích nhất định sẽ lựa chọn các biến độc lập thích hợp trong số các biến đã nêu trên hoặc có thể bổ sung thêm những biến khác tùy theo điều kiện cụ thể.

**Bước 2:** Tập hợp dữ liệu

Sau khi xác định được các biến độc lập phù hợp, nhà quản trị cần căn cứ vào nguồn dữ liệu lưu trữ: báo cáo thường niên, báo cáo tài chính, sổ kế toán chi tiết, các số liệu thống kê và kế hoạch tài chính, hoặc cũng có thể là thu thập từ đối tác, các doanh nghiệp cùng ngành, chính sách của Nhà nước, hoặc những đánh giá, nhận định của các cơ quan quản lý, các tổ chức khác có liên quan như trung tâm