

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

ThS. LÊ HOÀNG VINH

(tiếp theo số 36)

V dụ minh họa ứng dụng mô hình kinh tế lượng trong xây dựng cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp:

Để minh họa về ứng dụng mô hình kinh tế lượng trong xây dựng cơ cấu vốn hợp lý đối với các doanh nghiệp, bài viết sử dụng số liệu của 34 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh được xếp vào nhóm doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ. Trong mô hình hồi quy kinh tế lượng minh họa sẽ xác định nhân tố ảnh hưởng và thiết lập phương trình phản ánh mức ảnh hưởng của các nhân tố đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu với 3 biến độc lập:

(1) ROA - hiệu quả kinh doanh xem xét qua khả năng sinh lời của tài sản đo lường bằng chỉ tiêu suất sinh lời trên tài sản.

(2) SIZE - quy mô hoạt động đo lường qua chỉ tiêu doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ.

(3) TAX - thuế TNDN đo lường bằng chỉ tiêu chi phí thuế TNDN hiện hành trên tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay.

Trên đây cũng là những biến độc lập định lượng được quan tâm nhiều nhất trong cuộc khảo sát thực trạng xây dựng cơ cấu vốn tại các doanh nghiệp Việt Nam¹. Số liệu sử dụng cho mô hình hồi quy kinh tế lượng được xử lý từ báo cáo tài chính đã kiểm toán năm 2007 do các doanh nghiệp công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng.

Như vậy, mô hình hồi quy trong ví dụ này sẽ có dạng như sau:

$$DE = B_0 + B_1 \cdot ROA + B_2 \cdot SIZE + B_3 \cdot TAX + E_1$$

Từ những phân tích nêu trên, kỳ vọng của các hệ số b như sau:

- B_0 là hằng số,
- B_1 có thể lớn hơn hoặc nhỏ hơn 0
- B_2 lớn hơn 0
- B_3 lớn hơn 0

Bảng 1 mô tả thống kê biến phụ thuộc và các biến độc lập sử dụng trong mô hình hồi quy như sau:

(1) Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp là 0.8358, có nghĩa là cứ 1 đồng vốn chủ sở hữu thì bình quân mỗi doanh nghiệp sử dụng 0.8358 đồng nợ, điều này cũng phù hợp với phần lớn các doanh nghiệp trong cuộc khảo sát trình bày ở chương 2 luôn duy trì hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu nhỏ hơn 1. Doanh nghiệp có mức độ sử dụng nợ cao nhất là 1.8851 và thấp nhất là 0.1016. Số trung vị là 0.7770 và độ lệch chuẩn là 0.5354.

(2) Suất sinh lời trên tài sản bình quân của các doanh nghiệp là 14.09%, tức cứ 100 đồng tài sản mà không phân biệt nguồn hình thành từ nợ hay vốn chủ sở hữu sẽ tạo ra lợi nhuận trước lãi và sau thuế bình quân là 14.09 đồng. Suất sinh lời trên tài sản đạt mức cao nhất là 57.48% và thấp nhất là 5.97%. Số trung vị là 11.57% và độ lệch chuẩn là 9.77%.

(3) Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ của các doanh nghiệp bình quân là 232,046.4 triệu đồng, mức cao nhất là 1,066,528 triệu đồng và thấp nhất là 32,037 triệu đồng. Số trung vị là 155,679 và độ lệch chuẩn 241,600 triệu đồng.

(4) Tỷ lệ chi phí thuế TNDN hiện hành trên tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay bình quân là 11.05%, cho thấy cứ 100 đồng lợi nhuận trước thuế và lãi vay tạo ra trong năm thì phần dành cho Chính phủ là 11.05 đồng. Tỷ lệ này cao nhất là 26.12% và thấp nhất là 0%. Số trung vị là 10.83% và độ lệch chuẩn là 7.57%.

Bảng 1. Mô tả thống kê các biến

	DE	ROA	SIZE	TAX
Mean	0.835824	0.140906	232046.4	0.110461
Median	0.776983	0.115706	155679.0	0.108336
Maximum	1.885097	0.574842	1066528.	0.261150
Minimum	0.101646	0.059669	32037.00	0.000000
Std. Dev.	0.535439	0.097789	241600.6	0.075688

Nguồn: Tính toán từ chương trình Eviews

¹ <http://www.sdh.ueh.edu.vn/sdh/lythacsi.aspx/lehoangvinh>

Nhìn vào ma trận tương quan giữa các biến trình bày ở bảng 2 cho thấy những mối quan hệ giữa biến phụ thuộc (DE) và các biến độc lập (ROA, SIZE, TAX). Theo đó, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu có mối quan hệ ngược chiều với suất sinh lời trên tài sản nhưng lại cùng chiều với quy mô hoạt động và mức chi phí thuế TNDN hiện hành trên tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay. Kết quả này có nghĩa là doanh nghiệp có quy mô càng lớn hoặc tỷ lệ thuế thu nhập thực sự phải nộp lớn thì sẽ sử dụng nợ nhiều hơn và ngược lại nếu doanh nghiệp có suất sinh lời trên tài sản cao sẽ ít sử dụng nợ hơn.

Bảng 2. Ma trận tương quan giữa các biến

Variable	DE	ROA	SIZE	TAX
DE	1.000000	-0.328665	0.452453	0.568300
ROA	-0.328665	1.000000	-0.124039	-0.041825
SIZE	0.452453	-0.124039	1.000000	0.203917
TAX	0.568300	-0.041825	0.203917	1.000000

Nguồn: Tính toán từ chương trình Eviews

Sau khi nhập dữ liệu và kiểm tra mối tương quan giữa biến độc lập và biến phụ thuộc, kết quả hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu có được từ chương trình Eviews thể hiện trong bảng 3.

Để quyết định có thể sử dụng kết quả hồi quy hay không, cần tiến hành kiểm định giả thiết về sự phù hợp và mức độ ý nghĩa của mô hình.

Theo bảng 3 thì giá trị Coefficient của các biến độc

Bảng 3. Kết quả hồi quy về tác động của các biến độc lập đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

Dependent Variable: DE				
Method: Least Squares				
Date: 08/12/08 Time: 15:36				
Sample: 1 34				
Included observations: 34				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TAX	3.480954	0.921625	3.776976	0.0007
SIZE	7.07E-07	2.91E-07	2.430327	0.0213
ROA	-1.470386	0.703782	-2.089263	0.0453
C	0.494551	0.168655	2.932326	0.0064
R-squared	0.512140	Mean dependent var	0.835824	
Adjusted R-squared	0.463354	S.D. dependent var	0.535439	
S.E. of regression	0.392242	Akaike info criterion	1.076256	
Sum squared resid	4.615614	Schwarz criterion	1.255827	
Log likelihood	-14.29635	F-statistic	10.49769	
Durbin-Watson stat	2.123553	Prob(F-statistic)	0.000070	

Nguồn: Tính toán từ chương trình Eviews

lập ROA, SIZE, TAX lần lượt là -1.470386, 7.07.10⁻⁷ và 3.480954 có nghĩa là các hệ số b đều khác 0 nên có thể kết luận rằng suất sinh lời trên tài sản, quy mô hoạt động và thuế TNDN có ảnh hưởng đến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu.

Theo phép kiểm định F với mức ý nghĩa 5% thì $T_{inv} = 2.03224$. Khi đó nếu biến độc lập có $|t\text{-Statistic}|$ lớn hơn T_{inv} thì nó sẽ có ý nghĩa trong mô hình.

- Đối với biến độc lập ROA có $|t\text{-Statistic}| = 2.089263 > T_{inv}$, do đó chấp nhận biến độc lập ROA trong mô hình hồi quy.

- Đối với biến độc lập SIZE có $|t\text{-Statistic}| = 2.430327 > T_{inv}$, do đó chấp nhận biến độc lập SIZE trong mô hình hồi quy.

- Đối với biến độc lập TAX có $|t\text{-Statistic}| = 3.776976 > T_{inv}$, do đó chấp nhận biến độc lập TAX trong mô hình hồi quy.

(tiếp theo trang 61)





So sánh tổng thu ngân sách trước ngày 01/01/2009 và mức thu đề xuất

Trị giá tính thuế			Tổng thu		
			Trước 01/01/2009 với 30% giao dịch chính thức		100% giao dịch chính thức theo mức thuế đề xuất
Giao dịch thực tế	Theo Giá của ND STCT (0% giá trị thuế)	Theo bảng giá đất hiện tại (0% giá trị thuế)	Thu (4%) theo Giá của ND STCT	Thu 4% theo bảng giá dự kiến (0% giá trị thuế)	1% theo giá trị thuế
100.000.000	20.000.000	60.000.000	240.000	720.000	1.000.000

Nguồn: tính toán của tác giả

giá giao dịch thực tế), nếu với mức hành thu trước ngày 01/01/2009 là 4% doanh số và có đến 70% giao dịch ngầm thì mức thu là 240.000 đồng theo khung giá Nghị định 87/CP (1), hoặc 720.000 đồng theo bảng giá đất hiện tại (2); nếu hành thu theo mức thuế đề xuất là 1% doanh số với 100% giao dịch theo giá thực tế, thì mức thu là 1.000.000 đồng, gấp 1,38 lần so với (2) và gấp 4,16 lần so với (1).

Áp dụng mức thuế thu nhập từ chuyển quyền sử dụng đất đề xuất là 10% trên thu nhập hoặc 1% trên doanh số thực tế, cần có giải pháp hỗ trợ nhằm thực hiện thu đủ với mọi giao dịch. Với phương thức thanh toán qua ngân hàng có thể kiểm soát được giá cả, cần có luật định bắt buộc thanh toán theo phương thức chuyển khoản đối với các giao dịch về

BDS, bên cạnh đó cũng cần có quy định hạn mức lưu chuyển tiền mặt trong mỗi giao dịch với ngân hàng, để khống chế việc thanh toán tiền mặt trong các giao dịch ngầm.

Kỳ vọng vào những cải cách chính sách tài chính đối với BDS, có lộ trình thích hợp với các chính sách hành thu về nhà – đất, kết hợp đồng bộ hệ thống giải pháp phát triển thị trường BDS sẽ sớm khắc phục tình trạng giao dịch ngầm, nhằm phát triển bền vững thị trường BDS để khai thác sử dụng có hiệu quả nguồn tài nguyên khan hiếm quốc gia

Tài liệu tham khảo:

- 1- Chính Phủ, Nghị định 87/2000/NĐ-CP ngày 17/08/1994 quy định về khung giá các loại đất.
- 2- Chính Phủ, Nghị định 38/2000/NĐ-CP ngày 23/08/2000 về thu tiền sử dụng đất.
- 3- Chính phủ, Nghị định 142/2005/NĐ-CP ngày 14/11/2005 về thu tiền thuê đất, thuê mặt nước.
- 4- Chính Phủ, Nghị định 80/2008/NĐ-CP ngày 29/07/2008 về điều chỉnh lệ phí trước bạ.
- 5- Quốc hội nước cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, "Luật thuế thu nhập cá nhân"
- 6- Tổng cục Thống kê, "Niên giám thống kê năm 2007", NXB Thống kê

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

Mặc dù các hệ số b đã xác định khác 0 và $t-Statistic / > T_{inv}$, tức đã vượt qua được kiểm định giả thiết nhưng cũng chưa chắc đó là mô hình hồi quy tốt. Một mô hình hồi quy tốt phải đảm bảo phù hợp với dữ liệu, nghĩa là các quan sát phải tập trung quanh đường hồi quy, nói cách khác là sai số của mô hình phải nhỏ và điều này thể hiện thông qua chỉ tiêu R-squared.

Kết quả hồi quy đã thực hiện ở trên cho thấy R-squared có giá trị 0.512140, nghĩa là 51.214% sự biến động hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (DE) được giải thích bởi sự thay đổi của suất sinh lời trên tài sản (ROA), quy mô hoạt động (SIZE) và mức thuế thu nhập thực sự phải nộp (TAX). Như vậy, mô hình hồi quy được chấp nhận với phương trình như sau:

$$DE = 7.07 \cdot 10^{-7} \cdot SIZE - 1.470386 \cdot ROA + 3.480954 \cdot TAX + 0.494551$$

Từ phương trình trên cho thấy:

- Khi SIZE thay đổi 1 triệu đồng thì DE sẽ thay đổi $7.07 \cdot 10^{-7}$ theo hướng cùng chiều, cụ thể là nếu doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ tăng 100 tỷ đồng thì hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng thêm 0.0707 trong điều kiện các nhân

tố khác còn lại trong mô hình không đổi.

- Khi ROA thay đổi 1% thì DE sẽ thay đổi 0.01470386 theo hướng ngược chiều, cụ thể là nếu suất sinh lời trên tài sản tăng 1% thì hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ giảm bớt 0.01470386 trong điều kiện các nhân tố khác còn lại trong mô hình không đổi.

- Khi TAX thay đổi 1% thì DE sẽ thay đổi 0.03480954 theo hướng cùng chiều, cụ thể là nếu tỷ lệ chi phí thuế TNDN hiện hành trên tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay tăng 1% thì hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ tăng thêm 0.03480954 trong điều kiện các nhân tố khác còn lại trong mô hình không đổi.

Tóm lại, để xác định một hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu đạt mức hợp lý, các doanh nghiệp cần hướng đến ứng dụng mô hình hồi quy kinh tế lượng – một công cụ khá hiện đại có thể lý giải và đo lường cụ thể tác động của các nhân tố đến quyết định tài chính nói chung, quyết định tài trợ nói riêng; từ đó góp phần nâng cao hiệu quả các quyết định, cải thiện năng lực tài chính và gia tăng hiệu quả kinh doanh, đảm bảo năng lực cạnh tranh khi quá trình hội nhập kinh tế của Việt Nam ngày càng sâu rộng hơn