

Tác động của các nhân tố đến đòn bẩy tài chính doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm từ doanh nghiệp bất động sản và vật liệu xây dựng Việt Nam

Lê Thị Nhung

Khoa Kinh tế, Học viện Chính sách và Phát triển

Ngày nhận: 02/07/2020

Ngày nhận bản sửa: 19/08/2020

Ngày duyệt đăng: 22/09/2020

Tóm tắt: Nghiên cứu nhằm tìm ra các nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp bất động sản và doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết ở Việt Nam. Biến phụ thuộc là đòn bẩy tài chính và 09 biến độc lập gồm: Quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng, đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp, thuế, lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao, thời gian hoạt động của doanh nghiệp. Thông qua việc áp dụng các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng tĩnh, kết hợp với xây dựng, lựa chọn, kiểm định và khắc phục khuyết tật mô hình, nghiên cứu đã lựa chọn được 03 mô hình ứng với ba nhóm dữ liệu: Mô hình với dữ liệu của doanh nghiệp bất động sản, mô hình với dữ liệu của doanh nghiệp vật liệu xây dựng và mô hình dữ liệu gộp chung hai ngành ở Việt Nam dựa trên phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS).

Impact of factors on corporate financial leverage: Empirical evidence from building materials and real estate enterprises in Vietnam

Abstract: The research is to find out factors affecting financial leverage of listed building materials and real estate enterprises in Vietnam. The dependent variable is financial leverage and has nine independent variables including: Enterprise size, tangible assets, liquidity, profitability, growth opportunities, unique, tax, tax shield benefits from depreciation, age. Through the application of static panel data estimation methods, combined with the development, selection, testing and remediation of model defects, the study has selected 3 models for three data groups: The model with data of real estate firms, the model with data of building materials firms and the data model combines two sectors in Vietnam based on the generalized least squares estimation method (GLS). The result of the study is basically consistent with relevant empirical studies. Notably, the data in the research sample is governed by the classification order theory and static trade-off capital structure theory. The research may be useful to financial advisors, investors and corporate financial administrators.

Keywords: Building materials firm, financial leverage, impact factor, real estate firm, Vietnam.

Nhung Thi Le

lethinhung.litf@gmail.com

Academy of Policy and Development

Kết quả bài viết cơ bản nhất quán với những nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Đáng chú ý, dữ liệu trong mẫu nghiên cứu chịu sự chi phối của lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn dạng tĩnh. Bài viết có thể hữu ích đối với các chuyên gia tư vấn tài chính, nhà đầu tư và các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: Đòn bẩy tài chính, doanh nghiệp bất động sản, doanh nghiệp vật liệu xây dựng, nhân tố tác động, Việt Nam.

1. Giới thiệu

Theo Myers (1977, 147), trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp sử dụng vốn vay bù đắp sự thiếu hụt vốn, gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, đồng thời, việc gia tăng vay nợ làm tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính thể hiện mức độ sử dụng vốn vay trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính với hy vọng là sẽ gia tăng lợi nhuận cho cổ đông thường. Từ đó, doanh nghiệp có thể dùng các nguồn vốn có chi phí cố định để tạo ra lợi nhuận lớn hơn chi phí trả cho việc huy động vốn có lợi tức cố định. Phần lợi nhuận còn lại sẽ thuộc về cổ đông thường. Trong nghiên cứu này, đòn bẩy tài chính được định nghĩa như là mức độ sử dụng vốn vay dài hạn trong cơ cấu nguồn vốn huy động của doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Các lý thuyết về đòn bẩy tài chính

2.1.1. Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn của Modigliani và Miller (lý thuyết M&M)

Lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller ra đời vào năm 1958 và sau đó tiếp tục được phát triển vào năm 1963. Nội dung lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề quan trọng: Mệnh đề thứ nhất

nói về giá trị doanh nghiệp, mệnh đề thứ hai nói về chi phí sử dụng vốn. Các mệnh đề này được xem xét trong hai trường hợp là có thuế và không có thuế thu nhập doanh nghiệp. Trong môi trường không có thuế (Modigliani và Miller, 1958), giá trị doanh nghiệp vay nợ và không vay nợ là như nhau. Trong môi trường có thuế (Modigliani và Miller, 1963), giá trị doanh nghiệp có vay nợ cao hơn giá trị doanh nghiệp không sử dụng đòn bẩy tài chính do được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn được xem là lý thuyết hiện đại lý giải được mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Lý thuyết M&M đã làm rõ thêm ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn, giá trị doanh nghiệp.

2.1.2. Lý thuyết đánh đổi cơ cấu nguồn vốn dạng tĩnh

Dựa trên nền tảng lý thuyết M&M, Lý thuyết đánh đổi là một bước phát triển về lý luận khi xem xét đến tác động của thuế và chi phí khánh kiệt tài chính khi giải thích cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi được khởi xướng bởi Kraus và Litzenberger (1973) và được phát triển bởi Myers (1977). Theo đó, cơ cấu nguồn vốn tối ưu phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế của nợ vay và chi phí khánh kiệt tài chính. Khi doanh nghiệp tăng hệ số nợ thì chi phí khánh kiệt tài chính gia tăng do

tăng xác suất phá sản doanh nghiệp. Đến một điểm nào đó, giá trị tăng lên của tấm lá chắn thuế từ lãi vay sẽ bị bù trừ bởi chi phí phá sản kỳ vọng hay tại điểm đó, chi phí khánh kiệt tài chính sẽ vượt qua lợi ích của lá chắn thuế từ lãi vay. Ở điểm này, giá trị doanh nghiệp bắt đầu giảm, chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp bắt đầu tăng khi doanh nghiệp vay thêm nợ. Lúc này lợi ích của tấm chắn thuế không đủ bù đắp cho chi phí khánh kiệt tài chính.

Lý thuyết đánh đổi cũng hàm ý rằng lợi ích từ việc sử dụng nợ chỉ có ý nghĩa đối với doanh nghiệp trong trường hợp doanh nghiệp có nghĩa vụ về thuế. Do đó, các doanh nghiệp có khoản lỗ lũy kế sẽ có lợi ích rất nhỏ từ lá chắn thuế. Ngoài ra, doanh nghiệp có lợi ích từ lá chắn thuế từ nguồn khác như nguồn khấu hao tài sản cố định có thể nhận được lợi ích thấp hơn từ đòn bẩy tài chính. Thêm vào đó, trong trường hợp các doanh nghiệp có mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp khác nhau thì doanh nghiệp nào có mức thuế suất cao hơn sẽ có động cơ vay lớn hơn. Lý thuyết này cũng ngụ ý rằng, các doanh nghiệp có khả năng gặp khó khăn tài chính cao hơn sẽ sử dụng nợ vay ít hơn các doanh nghiệp ít rủi ro phá sản. Vì vậy, trong điều kiện các yếu tố khác tương đồng, doanh nghiệp có biến động về lợi nhuận trước thuế và lãi vay cao thường vay với tỷ lệ thấp.

Như vậy, Lý thuyết đánh đổi là một bổ sung quan trọng trong việc hoàn thiện hệ thống lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn hiện đại khi xem xét cơ cấu nguồn vốn ở cả hai khía cạnh chi phí và lợi ích thay vì chỉ tính toán đến lợi ích và giả thiết chi phí không tồn tại như trong lý thuyết M&M.

2.1.3. Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng được nghiên cứu bởi Myers và Majluf (1984), nghiên cứu chia nguồn tài trợ thành nguồn vốn bên trong (lợi nhuận giữ lại) và nguồn vốn bên ngoài (vốn vay và phát hành cổ phiếu mới) và giải thích trật tự ưu tiên giữa các nguồn vốn này khi các doanh nghiệp huy động vốn. Theo Myers và Majluf (1984) thì doanh nghiệp ưa thích dùng lợi nhuận giữ lại hơn là sử dụng vốn vay và coi phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn là phương án cuối cùng. Tức là, nguồn vốn bên trong sẽ được ưu tiên sử dụng trước khi tính đến huy động vốn từ bên ngoài. Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích lý do các doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên sử dụng nguồn vốn bên trong và nếu cần phải huy động thêm vốn bên ngoài thì họ sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn vay trước. Phát hành vốn cổ phần mới thường là phương án cuối cùng khi doanh nghiệp đã sử dụng hết khả năng vay nợ, tức là khi xuất hiện mối đe dọa của chi phí khánh kiệt tài chính của doanh nghiệp cho các chủ nợ hiện hữu cũng như các nhà quản lý.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm liên quan

Dựa trên các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn đã nêu ở trên, nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở các nước trên thế giới đã được thực hiện nhằm phát hiện các nhân tố quan trọng tác động đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Nghiên cứu tiêu biểu về chủ đề này là của Titman và Wessels (1988) giới thiệu các nhân tố được xác định từ các lý thuyết khác nhau có ảnh hưởng đến việc lựa chọn hệ số nợ của các doanh nghiệp sản xuất ở Mỹ trong giai đoạn 1974-1982. Những nhân tố này gồm có: Cấu trúc tài sản, lợi ích lá chắn thuế phi nợ, khả năng tăng trưởng, đặc điểm riêng tài sản của DN, phân nhóm ngành công nghiệp, quy

mô DN, biên độ thu nhập, và khả năng sinh lời. Trong đó, nghiên cứu tìm ra mối quan hệ ngược chiều giữa đặc điểm riêng tài sản của DN đến hệ số nợ. Đồng thời, nợ ngắn hạn chịu sự tác động ngược chiều bởi quy mô DN. Tuy nhiên, nghiên cứu không cung cấp được bằng chứng đủ mạnh về tác động đến hệ số nợ do sự ảnh hưởng của lá chắn thuế phi nợ, biên độ thu nhập, cấu trúc tài sản và khả năng tăng trưởng trong tương lai. Ngoài ra, còn có các nghiên cứu của Hatfield và cộng sự (1994) sử dụng dữ liệu từ 183 doanh nghiệp công nghiệp Mỹ trong giai đoạn 1982- 1986; nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995) đã chỉ ra một cách tổng quát, đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp là giống nhau giữa các nước G7...

Các nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính ban đầu chủ yếu tập trung vào đối tượng các doanh nghiệp lớn, có cổ phiếu niêm yết tại các nước phát triển như Mỹ và Châu Âu. Đến năm 2001, nghiên cứu của Booth và cộng sự (2001) mở đầu cho nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính tại các nước đang phát triển và tại các nền kinh tế chuyển đổi nhằm đánh giá khả năng giải thích của lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tại các thị trường này. Có thể kể đến các nghiên cứu của Booth và cộng sự (2001), Bhaduri (2002), Huang và Song (2002), Graham và cộng sự (2004), Kahle và cộng sự (2005), Al- Qaisi (2010), Hijazi và Tariq (2006), Mutalib (2011), Ali và Afzal (2011),... Trong đó, đáng chú ý là nghiên cứu của Hijazi và Tariq (2006) tìm ra các nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ngành xi măng ở Pakistan trong thời gian 1997-2001 gồm: Quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lời và khả năng tăng trưởng. Kết quả nghiên cứu chỉ ra, ngoại trừ nhân tố quy mô doanh nghiệp, các nhân tố khác đều có tác động đáng kể đến đòn

bẩy tài chính. Cùng nghiên cứu về ngành xi măng, Mutalib (2011) tiến hành phân tích thực nghiệm các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các DN xi măng ở Nigeria trong giai đoạn 2000- 2009. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất cho mẫu dữ liệu bảng với 08 biến độc lập. Kết quả cho thấy, có 07 biến độc lập có ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn. Trong đó, khả năng sinh lời, quy mô DN, khả năng thanh toán và biến trễ bậc 1 của hệ số nợ có tác động ngược chiều đến cơ cấu nguồn vốn, ngược lại, khả năng tăng trưởng, tuổi của DN, cơ cấu tài sản có tác động thuận chiều đến tỷ lệ nợ.

Những nghiên cứu về nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp trong những năm gần đây còn bổ sung thêm các yếu tố dẫn đến sự khác biệt giữa các nhóm doanh nghiệp như: Đặc trưng của doanh nghiệp, đặc điểm sở hữu của doanh nghiệp, thời gian hoạt động của doanh nghiệp (Chẳng hạn: Nghiên cứu của Pitman (2002), Bhaduri (2002)...). Đồng thời, các nghiên cứu không chỉ xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp trên một thị trường mà còn mở rộng kết hợp nghiên cứu nhiều thị trường để đánh giá tác động các nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính giữa các quốc gia khác nhau. Chẳng hạn, nghiên cứu đòn bẩy tài chính của 10 nước đang phát triển bao gồm: Ấn Độ, Malaysia, Thái Lan, Zimbabwe, Mexico, Brazil, Thổ Nhĩ Kỳ, Jordan, Pakistan, Hàn Quốc của Booth và cộng sự (2001); nghiên cứu về đòn bẩy tài chính ở các nước ASEAN của Gurcharan (2010).

Tại Việt Nam, trong những năm gần đây, đã có nhiều nghiên cứu về các nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam, được thực hiện bởi:

Tran Dinh Khoi Nguyen và Ramachadran (2006), nghiên cứu đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Qua khảo sát 558 doanh nghiệp trong giai đoạn 1998- 2001, nghiên cứu đã chỉ ra các nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính của mẫu nghiên cứu gồm: Quy mô doanh nghiệp, khả năng tăng trưởng, rủi ro kinh doanh, cơ cấu tài sản và mối quan hệ giữa doanh nghiệp với ngân hàng thương mại trong việc tiếp cận vốn. Ngoài ra, còn có nghiên cứu của Biger, Nam V. Nguyen và Quyen X. Hoang (2008) về đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam; Nghiên cứu của Okuda và Lai Thi Phuong Nhung (2012) nghiên cứu các nhân tố xác định cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh; Nghiên cứu của Nguyen Thi Thuy Dung và cộng sự (2014) xác định cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam, nghiên cứu sử dụng mô hình GMM phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của 116 doanh nghiệp niêm yết phi tài chính tại hai sàn là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2007- 2010.

Nhìn chung, tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan đã chỉ ra các nhân tố: Quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lời, thuế, lợi ích lá chắn thuế phi nợ, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh toán, đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp và thời gian hoạt động có ảnh hưởng tới đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Trong bài viết này, tác giả sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng tĩnh để xác định các nhân tố tác động tới đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp bất động sản (BDS) và vật liệu xây dựng (VLXD), như một đóng góp cho các phương pháp định lượng xác định tác động của các nhân tố tới

đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Kế thừa các mô hình của Titman và Wessels (1988), kết hợp với mô hình của Hijazi và Tariq (2006) và mô hình của Mutalib (2011), nghiên cứu đi tìm bằng chứng thực nghiệm về tác động của các nhân tố tới đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp BDS và VLXD ở Việt Nam. Sở dĩ tác giả lựa chọn ngành VLXD và ngành BDS vì những thuận lợi trong việc lấy số liệu của các nhóm doanh nghiệp này trong quá trình nghiên cứu, đồng thời, việc sử dụng đòn bẩy tài chính được ưa chuộng đối với các doanh nghiệp này ở Việt Nam hiện nay. Nghiên cứu này chỉ tập trung làm rõ sự ảnh hưởng từ các nhân tố phản ánh đặc điểm riêng biệt của doanh nghiệp BDS và VLXD đến đòn bẩy tài chính. Các biến phản ánh sự tác động của các nhân tố bên ngoài như lãi suất, tỷ lệ lạm phát,... không được xét đến trong nghiên cứu này.

Nghiên cứu sử dụng ba phương pháp phổ biến trong ước lượng dữ liệu bảng tĩnh gồm: Phương pháp bình phương nhỏ nhất dạng gộp (Pooled OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Trong đó:

Xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính được xây dựng trong nghiên cứu này thông qua mô hình hồi quy bằng phương pháp Pooled OLS được xác định như sau:

$$FL_{it} = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 UNIQUE_{it} + \beta_8 TAX_{it} + \beta_9 NDTs_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + U_{it}, (t =$$

$1:5, i = 1:79$)

Trong đó:

FL_{it} : Là biến phụ thuộc đo lường đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp i trong năm t .

$SIZE_{it}$: Quy mô doanh nghiệp i trong năm t .

$TANG_{it}$: Cơ cấu tài sản doanh nghiệp i trong năm t .

$LIQUID_{it}$: Khả năng thanh toán doanh nghiệp i năm t .

ROA_{it} : Khả năng sinh lời doanh nghiệp i năm t .

$GROWTH_{it}$: Tỷ lệ tăng trưởng doanh nghiệp i năm t .

$UNIQUE_{it}$: Đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp i năm t .

TAX_{it} : Thuế doanh nghiệp i năm t .

$NDTS_{it}$: Lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao doanh nghiệp i năm t .

AGE_{it} : Thời gian hoạt động doanh nghiệp i năm t .

Tuy nhiên, mô hình Pooled OLS xem xét các doanh nghiệp là đồng nhất, điều này thường không phản ánh đúng thực tế vì mỗi doanh nghiệp là một thực thể riêng biệt, có những đặc điểm riêng hoàn toàn khác nhau mà có thể ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính. Do đó, mô hình này có thể dẫn đến các ước lượng bị sai lệch khi không kiểm soát được các tác động riêng biệt này.

Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) hoặc ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) có thể khắc

phục được hạn chế này, cụ thể như sau:

$$FL_{it} = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 UNIQUE_{it} + \beta_8 TAX_{it} + \beta_9 NDTS_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \mu_{it}, (t = 1:5, i = 1:79)$$

Để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM thì kiểm định Hausman được nghiên cứu sử dụng với tiêu chuẩn kiểm định là thống kê khi bình phương (χ^2).

Để lựa chọn giữa hai mô hình Pooled OLS và mô hình REM, nghiên cứu sử dụng kiểm định Breusch-Pagan (Breusch và Pagan, 1980) với cặp giả thuyết sau:

H_0 : Phương sai của sai số ngẫu nhiên giữa các thực thể bằng không ($Var(U_i) = 0$).

H_1 : Phương sai của sai số ngẫu nhiên giữa các thực thể khác không.

Nếu bác bỏ giả thuyết H_0 thì sử dụng mô hình REM, ngược lại sử dụng mô hình Pooled OLS.

Để đảm bảo tính vững của mô hình, nghiên cứu thực hiện kiểm tra các khuyết tật của mô hình được lựa chọn gồm: Khuyết tật phương sai sai số thay đổi và khuyết tật tự tương quan. Trong trường hợp mô hình có khuyết tật, phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát (Generalized least squares-GLS) được nghiên cứu sử dụng để khắc phục các khuyết tật trên.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu về tình hình tài chính của 31 công ty cổ phần (CTCP) ngành VLXD và 48 CTCP ngành kinh doanh BĐS có cổ phiếu niêm yết trên HOSE và HNX. Dữ liệu được thu thập từ

Bảng 1. Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Dấu của hệ số tương quan kỳ vọng
<i>Biến phụ thuộc</i>			
Đòn bẩy tài chính	FL	Nợ dài hạn/ Tổng nguồn vốn	
<i>Biến độc lập</i>			
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln (Giá trị tổng tài sản)	+/-
Cơ cấu tài sản	TANG	Giá trị tài sản cố định hữu hình/ Giá trị tổng tài sản	+/-
Khả năng thanh toán	LIQUID	Giá trị tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn	+/-
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản bình quân	+/-
Khả năng tăng trưởng	GROWTH	(Giá trị tổng tài sản năm t - Giá trị tổng tài sản năm t-1)/ Giá trị tổng tài sản năm t-1	+/-
Đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp	UNIQUE	Giá vốn hàng bán/ Doanh thu thuần	-
Thuế	TAX	Thuế/ Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	+
Lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao	NDTS	Khấu hao tài sản cố định/ Tổng giá trị tài sản	-
Thời gian hoạt động của doanh nghiệp	AGE	Ln (năm 2017- năm thành lập doanh nghiệp)	+/-

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
FL	395	0,5315	0,1997	0,0110	0,9642
SIZE	395	20,8668	1,6804	17,4633	26,0883
TANG	395	0,1734	0,2100	0	0,8086
LIQUID	395	2,1612	2,0088	0,0072	18,6706
ROA	395	0,0433	0,0857	-0,4919	0,8391
GROWTH	395	3,2319	61,8601	-0,9990	1.229,546
UNIQUE	395	0,8068	0,5120	-0,1523	10,2218
TAX	395	0,6093	4,2968	-18,4653	61,9453
NDTS	395	0,2093	0,4719	0,0001	7,8367
AGE	395	2,8542	0,6335	0	4,0776

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 12

báo cáo tài chính (BCTC) của các doanh nghiệp trong giai đoạn 2013- 2017. Trong đó, số liệu tính toán các biến trong mô hình được tính theo giá trị sổ sách dựa trên

BCTC doanh nghiệp sau kiểm toán. Mẫu dữ liệu của nghiên cứu bao gồm 395 quan sát chia hai nhóm ngành là nhóm doanh nghiệp VLXD và nhóm doanh nghiệp BĐS, đây là

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

	FL	SIZE	TANG	LIQUID	ROA	GROWTH	UNIQUE	TAX	NDTS	AGE
FL	1									
SIZE	0,395	1								
TANG	0,122	-0,059	1							
LIQUID	-0,266	-0,046	-0,291	1						
ROA	-0,322	-0,184	-0,095	0,178	1					
GROWTH	0,033	-0,010	-0,035	-0,094	-0,022	1				
UNIQUE	0,020	-0,010	-0,011	-0,106	-0,099	-0,015	1			
TAX	0,080	0,007	-0,026	-0,050	-0,035	0,006	-0,018	1		
NDTS	-0,020	-0,200	0,303	-0,150	0,010	-0,023	-0,067	-0,037	1	
AGE	-0,030	-0,321	0,194	-0,101	0,137	-0,073	0,046	-0,043	0,190	1

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 12

dữ liệu dạng bảng cân bằng. Các biến được lựa chọn trong mô hình nghiên cứu và kỳ vọng mối quan hệ với biến phụ thuộc dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm liên quan được mô tả trong Bảng 1.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích ban đầu với dữ liệu

Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả tại Bảng 2 chỉ ra giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của tất cả các biến đưa vào mô hình. Biến số FL cho thấy rằng, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trung bình của các doanh nghiệp là 53,15%, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính tối đa là 96,42% và mức tối thiểu là 1,10%, cho thấy mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có độ biến động rất lớn. Các biến giải thích cơ bản có giá trị biến thiên gần nhau.

Ma trận hệ số tương quan

Số liệu Bảng 3 về ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình cho thấy giữa các

Bảng 4. Kết quả nhân tử phóng đại phương sai

Biến	VIF	1/VIF
SIZE	1,28	0,78
UNIQUE	1,28	0,78
TANG	1,21	0,83
AGE	1,20	0,83
LIQUID	1,19	0,84
ROA	1,18	0,85
NDTS	1,17	0,85
GROWTH	1,02	0,99
TAX	1,01	0,99
Trung bình VIF	1,17	

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 12

biến độc lập và biến phụ thuộc FL đều có quan hệ tương quan tuyến tính, đây là cơ sở để xây dựng mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên đây mới chỉ là tương quan cặp giữa các biến, để kiểm định thêm về hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích, nghiên cứu tiến hành kiểm tra hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập trong mô hình với số liệu thu được ở Bảng 4.

Bảng 4 cho thấy, trung bình hệ số VIF là

Bảng 5. Tổng hợp kết quả ước lượng bằng phương pháp GLS của ba nhóm doanh nghiệp

Biến độc lập	Nhóm doanh nghiệp gộp chung		Nhóm ngành BĐS		Nhóm ngành VLXD	
	Hệ số hồi quy	Xác suất P	Hệ số hồi quy	Xác suất P	Hệ số hồi quy	Xác suất P
SIZE	0,0451	0,000	0,0346	0,000	0,0366	0,000
TANG	0,0510	0,254	-0,1733	0,064	-0,0414	0,387
LIQUID	-0,0179	0,000	-0,0656	0,200	-0,1042	0,000
ROA	-0,5317	0,000	-0,3604	0,011	-0,4320	0,001
GROWTH	0,0001	0,464	0,0009	0,534	0,1111	0,001
UNIQUE	-0,0091	0,592	-0,0067	0,708	0,2245	0,031
TAX	0,0027	0,172	0,0030	0,150	0,0976	0,000
NDTS	-0,0011	0,954	-0,0077	0,740	-0,0921	0,002
AGE	0,0320	0,030	0,0031	0,895	0,0078	0,601
Hệ số chặn	-0,4425	0,001	-0,1628	0,440	-0,1979	0,204
Số quan sát	395		240		155	
Kiểm định Wald	153,53		37,44		592,36	
Xác suất P (Wald)	0,0000		0,0000		0,0000	

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm Stata 12

1,17, khi VIF nhỏ hơn 2 thì mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến (Menard, 1995).

4.2. Kiểm định lựa chọn và xây dựng lại mô hình

Nghiên cứu tiến hành kiểm định lựa chọn và kiểm tra khuyết tật mô hình xác định các nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính đối với: Các doanh nghiệp gộp chung của ngành BĐS và VLXD ở Việt Nam; và các doanh nghiệp trong từng ngành.

Kết quả như sau: Nghiên cứu thực hiện ước lượng các doanh nghiệp gộp chung hai ngành và doanh nghiệp ngành BĐS bằng mô hình REM, ước lượng mô hình doanh nghiệp ngành VLXD bằng mô hình FEM. Kết quả kiểm tra khuyết tật cho thấy, cả ba mô hình này đều có khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Do

đó, nghiên cứu tiến hành khắc phục khuyết tật của ba mô hình bằng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS). Kết quả ước lượng mô hình bằng phương pháp GLS của các nhóm doanh nghiệp được tổng hợp trong Bảng 5.

5. Thảo luận kết quả

Từ số liệu Bảng 5 cho thấy: Thông qua kết quả kiểm định Wald, cả ba mô hình đều phù hợp. Cụ thể:

Đối với nhóm doanh nghiệp gộp chung: Có 04 biến là SIZE, LIQUID, ROA và AGE tác động tới đòn bẩy tài chính. Trong đó, tác động cùng chiều tới đòn bẩy tài chính được nhìn thấy qua biến SIZE và AGE; trong khi đó sự tác động của LIQUID và ROA tới đòn bẩy tài chính là ngược chiều.

Đối với nhóm ngành *BDS*: Có 02 nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính, sự tác động ngược chiều tới đòn bẩy tài chính được nhìn thấy ở ROA, trong khi SIZE có tác động cùng chiều tới biến phụ thuộc.

Đối với nhóm ngành *VLXD*: Có 07 nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính, trong đó, đòn bẩy tài chính tăng khi LIQUID, ROA và NDTs giảm, ngược lại, khi các nhân tố SIZE, GROWTH, UNIQUE và TAX tăng thì đòn bẩy tài chính tăng.

Đáng chú ý, kết quả cả 3 mô hình đều cho thấy: SIZE có tác động tích cực và cùng chiều đến đòn bẩy tài chính, kết quả nhất quán với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh và tương đồng với nghiên cứu của Titman và Wessels (1988), Tran Dinh Khoi Nguyen và Ramachandran (2006), Bhaduri (2002). Điều đó chứng tỏ các doanh nghiệp quy mô lớn có khả năng tiếp cận vốn vay dễ dàng, giảm được chi phí giao dịch khi phát hành các khoản nợ vay dài hạn làm tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính. Ngược lại, ROA có tác động ngược chiều và lớn nhất đến đòn bẩy tài chính trong 3 mô hình. Kết quả này đồng nhất với lý thuyết trật tự phân hạng. Thực tế cho thấy, những doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường dùng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho nhu cầu vốn của mình. Kết quả tương tự được chỉ ra tại các nghiên cứu của Myers và Majluf (1984), Rajan và Zingales (1995).

GROWTH được nhìn thấy có tác động cùng chiều tới đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp ngành VLXD ở Việt Nam. Điều này gợi ý rằng, những doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng trong ngành VLXD ở Việt Nam thường sử dụng nhiều nợ hơn vốn chủ sở hữu để tài trợ cho các dự án mới. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng và nghiên cứu của Drobetz

và Fix (2003). Tuy nhiên, kết quả này trái ngược với nghiên cứu của Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995). Trong khi đó, nhân tố này không tác động đến đòn bẩy tài chính ở các doanh nghiệp gộp chung và các doanh nghiệp ngành BDS ở mức ý nghĩa 5%.

Tương tự, UNIQUE và TAX tác động cùng chiều tới đòn bẩy tài chính ở nhóm doanh nghiệp ngành VLXD. Cả hai nhân tố này đều không có đủ căn cứ kết luận về tác động đến đòn bẩy tài chính tại nhóm doanh nghiệp gộp chung và doanh nghiệp BDS (với mức ý nghĩa 5%). Tác động cùng chiều của UNIQUE đến đòn bẩy tài chính cho thấy kết quả trái ngược với nghiên cứu của Titman (1984) và Bhaduri (2002). Trong khi đó, tác động cùng chiều của thuế đến đòn bẩy tài chính là nhất quán với nghiên cứu của Graham (2003) và Bancel và Mittoo (2004).

Đối với nhân tố AGE, kết quả tại mô hình dữ liệu gộp chung cho thấy tác động cùng chiều của nhân tố này đến đòn bẩy tài chính với mức ý nghĩa 5%, sự tác động này là không có ý nghĩa tại hai nhóm doanh nghiệp còn lại. Kết quả ước lượng này là đồng nhất với nghiên cứu được công bố bởi Myers (1977) và Pittman (2002). Điều đó chứng tỏ tên tuổi của doanh nghiệp tốt được xây dựng qua nhiều năm là nền tảng để doanh nghiệp có khả năng đáp ứng tốt được các nghĩa vụ tài chính khi sử dụng đòn bẩy tài chính.

LIQUID có tác động ngược chiều tới đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp gộp chung và doanh nghiệp ngành VLXD. Điều này cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng các tài sản thanh khoản để tài trợ cho hoạt động đầu tư thay vì vay nợ. Kết quả này nhấn mạnh kết luận của lý

thuyết trật tự phân hạng. Mỗi quan hệ này cũng được xác nhận trong các nghiên cứu của Lipson và Mortal (2009) và Sarlija và Harc (2012).

Cuối cùng, NDTs tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp VLXD, hai mô hình còn lại tác động này không có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả này tương tự công bố của Bhaduri (2002), Graham và cộng sự (2004). Điều đó chứng tỏ lá chắn thuế từ khấu hao là một phương án thay thế tốt cho lá chắn thuế từ vay nợ, do đó, doanh nghiệp VLXD với lá chắn thuế từ khấu hao lớn có xu hướng vay nợ giảm.

6. Kết luận

Nghiên cứu xác định các nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành BĐS và VLXD ở Việt Nam cho giai đoạn 2013- 2017. Thông qua việc phân tích ban đầu với dữ liệu và áp dụng các phương pháp ước lượng mô hình dữ liệu bảng tĩnh, nghiên cứu đã xây dựng mô hình, lựa chọn, kiểm định các khuyết tật và khắc phục khuyết tật của mô hình bằng phương pháp GLS. Từ đó, nghiên cứu đã chọn ra 03 mô hình áp dụng cho các dữ liệu gồm: dữ liệu gộp chung, dữ liệu ngành VLXD và dữ liệu ngành BĐS, các kết quả thu được cơ bản nhất quán với cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan.

Đối với mô hình dữ liệu gộp chung, nghiên cứu tìm ra 04 nhân tố có tác động đến đòn bẩy tài chính. Mô hình ngành BĐS cho kết quả chỉ có SIZE và ROA tác động đến đòn

bẩy tài chính. Mô hình ngành VLXD có 07 nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính.

Kết quả ở cả 03 mô hình đều cho thấy chiều hướng tác động của các nhân tố đến đòn bẩy tài chính là thống nhất, trong đó tác động của ROA đến đòn bẩy tài chính là mạnh nhất. Đáng chú ý, nghiên cứu một lần nữa thực chứng sự chi phối của lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh đối với dữ liệu các doanh nghiệp ngành VLXD và BĐS ở Việt Nam trong giai đoạn 2013- 2017. Sự tác động của ROA, LIQUID, GROWTH đến đòn bẩy tài chính là nhất quán với lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Trong khi đó, lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh chi phối sự tác động của SIZE, AGE, TAX, NDTs tới việc lựa chọn nợ vay của doanh nghiệp BĐS và VLXD Việt Nam. Chiều hướng tác động của UNIQUE đến đòn bẩy tài chính thu được trong nghiên cứu này đi ngược lại với các nghiên cứu thực nghiệm trước đó.

Nghiên cứu này chứa đựng ít nhất hai giới hạn. *Một là*, nghiên cứu được xây dựng trên cơ sở dữ liệu từ các doanh nghiệp phi tài chính trong lĩnh vực VLXD và BĐS. *Hai là*, mô hình ước lượng sử dụng số liệu đòn bẩy tài chính tính theo giá trị sổ sách đóng vai trò là biến phụ thuộc và 09 biến độc lập. Trong những nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng theo hướng đưa thêm biến đòn bẩy tài chính tính theo giá trị thị trường và một số biến độc lập như dòng tiền, biến động thu nhập,... vào mô hình ước lượng và nên mở rộng dữ liệu nghiên cứu trong các doanh nghiệp ở Việt Nam. ■

Tài liệu tham khảo

Al-Qaisi, K. (2010). "The capital structure choice of listed firms on two stock markets and one country". *The Business Review, Cambridge*, 16(2), 155–160.

- Ali, R. và Afzal, M. (2011). "Post Financial Deregulations Era and Efficiency of Pakistan Banking Sector". *Interdisciplinary Journal of Contemporary research in business*, 3(8), 1177–1187.
- Bancel, F. và Mittoo, U. R. (2004). "Cross- Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms". *Financial Management*, 33(4), 103–132.
- Bhaduri, S. N. (2002). "Determinants of corporate borrowing: Some evidence from the Indian corporate structure". *Journal of Economic and Finance*, 26, 200–215.
- Biger, N., Nguyen, N. V. và Hoang, Q. X. (2008). "The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam". *International Finance Review*, 8, 307–326.
- Booth, L. V., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. và Maksimovic, V. (2001). "Capital structure in developing countries". *The Journal of Finance*, 1(1), 87–130.
- Breusch, T. S. và Pagan, A. R. (1980). "The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics". *The review of economic studies*, 47(1), 239–253.
- Drobtz, W. và Fix, R. (2003). "What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland". *Swiss Journal of Economics and Statistics (SJES)*, 141(1), 71–113.
- Graham, J. R. (2003). "Taxes and Corporate Finance: A review". *Review of Financial Studies*, 16(4), 1075–1129.
- Graham, John, R., Lang, Mark, H., Shackelford và Douglas, A. (2004). "Employee Stock Options, Corporate Taxes, and Debt Policy". *Journal of Finance*, 59(4), 1585–1618.
- Gurcharan, S. (2010). "A review of Optimal capital structure determinant of selected ASEAN countries". *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 30–41.
- Hatfield, G. B., Cheng, L. T. W. và Davidson, W. N. (1994). "The determination of optimal capital structure: The effect of firm and industry debt ratios on market value". *Journal of Financial and Strategic Decision*, 7(3), 1–14.
- Hijazi, S. T. và Tariq, Y. B. (2006). "Determinants of Capital Structure: A case for the Pakistani Cement Industry". *The Lahore Journal of Economics*, 11(1), 63–80.
- Huang, S. G. và Song, F. M. (2001). "The determinants of capital structure in the service industry: Evidence from China". *School of Economics and Finance and Center for China Financial Research, The University of Hong Kong Press for SSRN*.
- Kahle, Kathleen, M., Shastri và Kuldeep (2005). "Firm Performance, Capital Structure, and the Tax Benefit of Employee Stock Options". *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 40(1), 135–160.
- Kraus, A. và Litzenberger, R. H. (1973). "A State- Preference model of Optimal Financial Leverage". *Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Lipson, M. L. và Mortal, S. (2009). "Liquidity and Capital Structure". *Journal of Financial Markets*, 12(4), 611–644.
- Menard, S. (1995). *Applied logistic regression analysis*. Sage University series on Quantitative applications in the Social Sciences, 106, 2nd Edition, 66.
- Mutalib Anifowose (2011). "Determinants of Capital Structure in Cement Industry: A case of Nigerian listed Cement firms". *Electronic Journal*.
- Modigliani, F. và Miller, M. H. (1958), "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review*, 48(3), trang 261- 297.
- Modigliani, F. và Miller, M. H. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction", *American Economic Review*, 53, trang 433- 443.
- Myers, S. C. (1977). "Determinants of Corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Myers, S.C. và Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nguyen Thi Thuy Dung, Diaz-Rainey, I. và Gregoriou, A. (2014). "Determinants of the Capital Structure of Listed Vietnamese Companies". *Journal of Southeast Asian Economies (JSEAE)*, 31(3), 412–431.
- Okuda, H. và Lai Thi Phuong Nhung (2010). "The determinants of the Fundraising structure of listed companies in Vietnam: Estimation of the effects of Government ownership". *Global COE Hi-Stat Discussion paper series* 110.
- Pittman, J. A. (2002). "The Influence of Firm Maturation on Tax- Induced Financing and Investment Decisions". *Journal of the American Taxation Association (JATA)*, 24(2), 35–59.
- Rajan, R. G. và Zingales, L. (1995). "What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Sarlija, N. và Harc, M. (2012). "The impact of Liquidity on the Capital Structure: A case study of Croatian firms". *Business Systema Research*, 13(1), 30–36.
- Titman, S. và Wessels, R. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance*, 43(1), 1–18.
- Tran Dinh Khoi Nguyen và Ramachadran, N. (2006). "Capital structure in small and medium- sized enterprises: The case of Vietnam". *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192–211.