

Cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết

ThS. NGUYỄN THỊ PHƯƠNG LUYẾN

Học viện Ngân hàng

Cấu trúc vốn là một trong các chủ đề trọng tâm trong lý thuyết tài chính doanh nghiệp. Lý thuyết về cấu trúc vốn lần đầu tiên được đưa ra bởi Modigliani và Miller (1958). Kể từ đó, một vài lý thuyết đã được phát triển để giải thích sự khác biệt trong lựa chọn cấu trúc vốn của các công ty. Đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở các quốc gia phát triển về chủ đề này, song tại các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam, những nghiên cứu về cấu trúc vốn vẫn còn hạn chế. Câu hỏi đặt ra là những yếu tố ảnh hưởng được chỉ ra trong lý thuyết về cấu trúc vốn có đúng với các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam hay không? Mức độ ảnh hưởng như thế nào? Để trả lời những câu hỏi trên, bài viết đã tổng quan lý thuyết về cấu trúc vốn, xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và kiểm định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam.





Từ khóa: *Cấu trúc vốn, doanh nghiệp niêm yết, tỷ lệ nợ, chi phí nợ.*

1. Lý thuyết cấu trúc vốn

1.1. Tổng quan về cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn đề cập tới cách thức doanh nghiệp tìm kiếm nguồn tài chính thông qua các phương án kết hợp giữa bán cổ phần, quyền chọn mua cổ phần, phát hành trái phiếu và đi vay. Một cấu trúc vốn phù hợp là quyết định quan trọng với mọi doanh nghiệp không chỉ bởi nhu cầu tối đa lợi ích thu được từ các cá nhân và tổ chức liên quan tới doanh nghiệp và hoạt động của doanh nghiệp, mà còn bởi tác động của quyết định này tới năng lực kinh doanh của doanh nghiệp trong môi trường cạnh tranh.

Quan điểm về cấu trúc vốn truyền thống cho rằng, khi một doanh nghiệp bắt đầu vay mượn thì thuận lợi hơn bất lợi. Chi phí nợ thấp, kết hợp với thuận lợi về thuế sẽ khiến chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) giảm khi nợ tăng. Tuy nhiên, khi tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu tăng, buộc các chủ sở hữu tăng lợi tức yêu cầu hay chi phí vốn chủ sở hữu (VCSH) tăng, đồng thời chi phí nợ cũng tăng bởi khả năng doanh nghiệp không trả được nợ là cao hơn (nguy cơ phá sản cao hơn). Như vậy, khi đó đòn bẩy tài chính và WACC sẽ có tương quan tỷ lệ thuận. Quan điểm truyền thống không có một lý thuyết cơ sở để đánh giá chi phí VCSH nên

tăng bao nhiêu do đòn bẩy tài chính tăng hay chi phí nợ nên tăng bao nhiêu do nguy cơ vỡ nợ.

Các nhà nghiên cứu hiện đại đã làm rõ hơn những vấn đề liên quan đến cấu trúc vốn của công ty bằng việc xây dựng các lý thuyết và các mô hình xác định cấu trúc vốn. Mặc dù có rất ít lý thuyết và mô hình đưa ra được một bức tranh toàn cảnh, tổng quan nghiên cứu về lý thuyết cấu trúc vốn cho thấy hai lý thuyết cơ bản cho việc xác định cấu trúc vốn đó là: The static trade off theory (Lý thuyết tĩnh về đánh đổi trong cấu trúc vốn của công ty) và The Pecking order theory (Lý thuyết về trật tự phân hạng trong tài trợ của doanh nghiệp).

1.2. Lý thuyết tĩnh về đánh đổi trong cấu trúc vốn của công ty (The static trade off theory)

Tổng quan nghiên cứu về lý thuyết này cho rằng, nợ có vai trò trung tâm trong tài chính công ty. Jensen (1986) lập luận rằng nợ là một phương tiện hiệu quả để giảm chi phí doanh nghiệp liên quan đến vốn chủ sở hữu. Klaus và Litzenberger (1973) cho thấy do lợi thế lá chắn thuế của vốn vay nên cơ cấu vốn tối ưu của một doanh nghiệp phải bao gồm vốn vay. Ross (1977), Leland và Pyle (1977) cho rằng nợ có thể có giá trị như một thiết bị báo hiệu giá trị công ty. Ba giả thuyết chính được sử dụng để giải thích sự khác biệt trong cấu trúc vốn giữa các công ty là giả thuyết chi phí giao dịch, giả

thuyết thông tin bất đối xứng và giả thuyết thuế. Theo Harris và Raviv (1991), đòn bẩy tăng cùng với tài sản cố định, lá chắn thuế, cơ hội đầu tư và quy mô doanh nghiệp, trái lại đòn bẩy giảm theo biến động về chi phí quảng cáo, khả năng phá sản, lợi nhuận và tính độc đáo của sản phẩm.

Lý thuyết tĩnh về đánh đổi trong cấu trúc vốn của công ty cho rằng, tỷ lệ nợ tối ưu của một công ty được xác định bởi sự đánh đổi giữa được và mất của việc vay nợ. Công ty thay thế nợ bằng vốn chủ sở hữu, hoặc vốn chủ sở hữu bằng nợ cho đến khi giá trị của công ty là tối đa. Ưu thế của nợ chủ yếu là ảnh hưởng của lá chắn thuế (tax-shelter effect), phát sinh khi lãi suất trả cho nợ được khấu trừ vào khoản lợi nhuận và thua lỗ. Gốc rễ của lý thuyết tĩnh về đánh đổi trong cấu trúc vốn của công ty có hai giả định bị phá vỡ là giả định không có ưu đãi thuế và giả định không có chi phí phá sản.

Tổng quát hơn, một số tranh luận về lý thuyết cân bằng đã được sử dụng để giải thích cho lý do tại sao các công ty có thể cố gắng để điều chỉnh cấu trúc vốn của mình để đạt một số mục tiêu. Đòn bẩy cũng phụ thuộc vào các hạn chế trong các hợp đồng nợ, khả năng tiếp cận và danh tiếng quản lý. Diamond (1989) cho thấy, các công ty lâu đời với một lịch sử lâu dài của các khoản tín dụng sẽ có xác suất vỡ nợ tương đối thấp và chi phí doanh nghiệp sử dụng vốn vay thấp hơn các doanh nghiệp



mới thành lập. Một lý thuyết ủng hộ quan điểm vay vốn được xây dựng dựa trên lý luận về những lợi thế và bất lợi của nợ. Tuy nhiên, để nghiên cứu đầy đủ về Lý thuyết tính đánh đổi trong cấu trúc vốn của công ty cần nghiên cứu thêm các lý thuyết như: *Lý thuyết ưu đãi về thuế; Ưu đãi phá sản; Vấn đề bồi thường hiệu ứng pha loãng cổ phiếu và thanh toán cổ tức; Cơ cấu vốn và cạnh tranh thị trường sản phẩm; Lý thuyết quản trị doanh nghiệp và hợp đồng tối ưu; Rủi ro chuyển đổi (Thay thế tài sản); Vấn đề thiếu hụt đầu tư; Dòng tiền tự do.*

1.3. Lý thuyết về ưu tiên trong tài trợ hay trật tự phân hạng trong tài trợ của doanh nghiệp (The Perking order theory)

Theo lý thuyết này các công ty sẽ thích tài trợ nội bộ hơn tài trợ bên ngoài và thích nợ hơn vốn khi họ phát hành chứng khoán. Lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ của doanh nghiệp dự đoán không có mục tiêu rõ ràng về cơ cấu nợ trên vốn cổ phần của doanh nghiệp, tuy nhiên có sự phân biệt rõ ràng giữa vốn chủ sở hữu bên trong (nội bộ) và bên ngoài. Một số tác giả Ross (1977), Leland và Pyle (1977) và Myers và Majluf (1984) đã nghiên cứu về vấn đề nêu trên. Myers và Majluf (1984) đã mô tả sở thích của doanh nghiệp như sau: Các công ty thích tài chính nội bộ (sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư), sau đó đến vay nợ (vay ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu) và cuối cùng là thu

hút vốn chủ sở hữu bên ngoài (phát hành cổ phiếu).

Trật tự ưu tiên đã được giải thích là do truyền thống giao dịch và chi phí phát hành. Lợi nhuận giữ lại ít liên quan đến chi phí giao dịch, phát hành trái phiếu phải gánh chịu chi phí giao dịch thấp hơn so với phát hành cổ phiếu. Vốn vay sẽ được giảm thuế nếu công ty có lợi nhuận chịu thuế. Myers và Majluf (1984) giải thích cho các hiện tượng của lý thuyết về ưu tiên trong tài trợ bằng thông tin bất đối xứng. Những kết quả trong mô hình nghiên cứu dẫn đến một khái niệm về trật tự trong cơ cấu nguồn vốn, trong đó lợi nhuận giữ lại được ưa thích hơn nợ và nợ được ưa thích hơn vốn mới. Mô hình nghiên cứu cho thấy, các công ty có lợi nhuận thấp sẽ thường chọn phát hành cổ phiếu để huy động vốn, trái lại một công ty hoạt động có hiệu quả cao thường phát hành trái phiếu hoặc vay ngân hàng.

Trong lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ của doanh nghiệp, dấu hiệu bất đối xứng thông tin được chú trọng. Thông tin có thể bất đối xứng giữa nhà đầu tư cũ và mới, và các nhà quản lý và nhà đầu tư để “kích hoạt trò chơi” (thông tin mà qua đó nhà đầu tư dự báo thị trường để ra quyết định đầu tư, các nhà quản lý dùng để xây dựng hình ảnh của công ty), nơi các khoản nợ và thời gian của các vấn đề mới có thể nảy sinh được xem như một tín hiệu về hoạt động của công ty. Khi công ty phát hành trái

phiếu có nghĩa công ty ra tín hiệu với thị trường vốn rằng thực chất đây là một công ty tuyệt vời, nhà quản lý không sợ vay tiền, khả năng phá sản được cho là không lớn, đã thể hiện khả năng kiểm soát hiện tại trong quản lý công ty. Ý tưởng của các mô hình tín hiệu mà các cổ đông hoặc người quản lý đưa vào TTCK để điều chỉnh nhận thức của thị trường về sự xuất sắc của công ty.

Tổng quan lý thuyết về cấu trúc vốn đã lý giải những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và trật tự ưu tiên trong tài trợ vốn của các doanh nghiệp. Theo lý thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở các quốc gia phát triển, những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của công ty gồm: Lợi nhuận (profitability); tài sản cố định hữu hình (tangibility); thuế (tax); quy mô công ty (size); cơ hội tăng trưởng (growth opportunities); đặc điểm riêng của tài sản công ty (uniqueness); tính thanh khoản (liquidity). Đây là căn cứ cho những nghiên cứu thực nghiệm để nghiên cứu tiến hành khảo sát cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam và các nhân tố ảnh hưởng.

2. Khảo sát nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.1. Mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Thu thập và xử lý dữ liệu

Nghiên cứu khảo sát cấu trúc vốn và các biến số liên quan



Bảng 1. Tóm tắt mô tả thống kê các biến

Công ty niêm yết

	X1	X2	X3	ROA	TAN	TAX	SIZE	GRO	UNI	LIQ
Mean	0.4224	0.3148	0.1119	10.1133	0.2129	0.1105	23.7625	0.2612	0.8035	2.9781
Median	0.4552	0.2873	0.0482	10.4312	0.1887	0.1102	23.8912	0.2304	0.7893	1.6854
Maximum	0.7915	0.6731	0.6586	41.1000	1.0218	0.2908	29.8156	0.8831	0.9816	20.9472
Minimum	0.0408	0.0392	0.0000	2.9756	0.0034	0.0000	13.7489	-0.8523	0.0029	0.0805
Std. Dev.	0.1918	0.1599	0.1904	8.5668	0.2061	0.1021	1.6033	0.3316	0.2212	3.9217

	X1	X2	X3	GRO	LIQ	ROA	SIZE	TAN	TAX	UNI
Mean	0.5314	0.3312	0.2012	0.1302	2.7211	13.2431	28.0013	0.2821	0.1032	0.8123
Median	0.5318	0.2441	0.1803	0.1232	1.5123	12.040	27.1465	0.1760	0.0189	0.8501
Maximum	0.8021	0.5991	0.6507	0.4763	12.000	36.3908	29.0031	0.9610	0.2807	0.9412
Minimum	0.2302	0.03976	0.0008	-0.1209	0.1712	3.9769	26.8905	0.0081	0.0000	0.3456
Std. Dev.	0.1906	0.1824	0.2015	0.1703	3.6362	9.0015	0.7801	0.2889	0.1219	0.2102

dựa trên báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và lựa chọn 60 công ty với các điều kiện sau: (i) Công ty đã niêm yết ít nhất được 7 năm (2006- 2013) với đầy đủ thông tin trên báo cáo tài chính. (ii) Các công ty không thuộc nhóm ngành kinh doanh mang tính đặc thù như: Công ty chứng khoán, các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính. (iii) Các công ty đại diện cho ngành và nhóm ngành theo tiêu chí phân loại.

Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với phần mềm Eviews 8.0. Đặc điểm và mối quan hệ tương quan giữa các biến nghiên cứu được đánh giá qua phân tích thống kê mô tả. Trên cơ sở đó phương pháp hồi quy đa biến được ứng dụng để xác định mối quan hệ giữa các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

Định nghĩa các biến trong

mô hình

Nghiên cứu sử dụng giá trị sổ sách của đòn bẩy tài chính là biến phụ thuộc, các biến giải thích khác là các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty bao gồm:

- Đòn bẩy tài chính: Đo lường bằng giá trị sổ sách của tổng nợ/tổng tài sản (X1); nợ vay ngắn hạn/tổng tài sản (X2); nợ dài hạn/tổng tài sản (X3).

- Lợi nhuận (ROA): Đo lường bằng lợi nhuận trên tổng tài sản.

- Tài sản cố định hữu hình (TAN): Đo lường bằng tổng tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản.

- Thuế (TAX): Đo lường bằng khoản thuế công ty phải nộp trên thu nhập trước thuế và lãi vay (EBIT) của công ty.

- Quy mô của công ty (SIZE): Đo lường bằng giá trị logarithm của tổng tài sản.

- Các cơ hội tăng trưởng (GRO): Đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản.

- Đặc điểm riêng về tài sản (UNI): Tỷ lệ giá vốn hàng bán/

tổng doanh thu thuần.

- Tính thanh khoản (LIQ): Đo lường bằng tỷ lệ tài sản lưu động/tổng nợ ngắn hạn.

Mô hình xem đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết như sau:

$X1; X2; X3 = f(ROA, TAN, TAX, SIZE, GRO, UNI, LIQ)$

Từ kết quả thống kê các biến cho thấy:

- Tổng nợ vay/tổng tài sản bình quân của các công ty niêm yết là 42,24% thấp trong đó tổng nợ vay cao nhất là 79,15% và thấp nhất là 4,08%.

- Tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản bình quân là 31,48% trong đó cao nhất là 67,31% và thấp nhất là 3,92%. Tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản bình quân của các công ty niêm yết là 11,19%.

Theo kết quả tính ma trận tương quan các biến giải thích và đòn bẩy tài chính cho thấy mối quan hệ giữa các biến giải thích và biến phụ thuộc, có một số điểm đáng lưu ý sau:

- Tốc độ tăng trưởng tài sản và quy mô công ty tỷ lệ nghịch



Bảng 2. Ma trận tương quan các biến giải thích và đòn bẩy tài chính

Biến	X1	X2	X3	GRO	LIQ	ROA	SIZE	TAN	TAX	UNI
X1	1.00									
X2	0.71	1.00								
X3	0.50	-0.27	1.00							
GRO	-0.07	0.12	-0.21	1.00						
LIQ	-0.63	-0.56	-0.16	0.14	1.00					
ROA	-0.62	-0.40	-0.36	-0.10	0.28	1.00				
SIZE	0.49	0.21	0.38	0.19	-0.31	-0.29	1.00			
TAN	0.05	-0.36	0.46	-0.45	-0.08	0.06	-0.05	1.00		
TAX	-0.19	-0.14	-0.09	0.16	0.19	-0.10	-0.17	-0.15	1.00	
UNI	0.07	0.41	-0.40	0.05	0.00	-0.25	0.00	-0.18	-0.02	1.00

với ROA, trái lại tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản tỷ lệ thuận với ROA. Như vậy các công ty lớn có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn tốc độ tăng trưởng của tài sản, còn các công ty có lợi nhuận cao thì sử dụng nhiều tài sản cố định.

- Tốc độ tăng trưởng tỷ lệ thuận với nợ ngắn hạn và tỷ lệ nghịch với nợ dài hạn nghĩa là các công ty tăng trưởng cao sẽ có khuynh hướng sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ.

- Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản tỷ lệ thuận với nợ dài hạn và tỷ lệ nghịch với nợ ngắn hạn, như vậy các công ty có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản có khuynh hướng sử dụng nợ vay dài hạn.

- Tính thanh khoản và ROA tỷ lệ nghịch với nợ dài hạn và nợ ngắn hạn, như vậy các công ty có thuế phải nộp, lợi nhuận và tính thanh khoản cao ít sử dụng nợ vay.

- Quy mô công ty tỷ lệ thuận với nợ dài hạn và nợ ngắn hạn, điều này có nghĩa là các công ty có quy mô lớn sử dụng nhiều nợ vay.

- Cuối cùng, điểm đặc biệt

của tài sản (giá vốn hàng bán/doanh thu thuần) tỷ lệ thuận với nợ ngắn hạn và tỷ lệ nghịch với nợ dài hạn, điều này có nghĩa là các công ty có tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần cao ít sử dụng nợ dài hạn và sử dụng nhiều nợ ngắn hạn.

2.2. Phân tích kết quả mô hình

Từ kết quả chạy mô hình, mối quan hệ giữa các biến giải thích với tổng nợ/tổng tài sản; tổng nợ ngắn hạn/tổng tài sản và tổng nợ dài hạn/tổng tài sản (Bảng 3,4,5) cho thấy:

Thứ nhất, tính thanh khoản tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay/tổng tài sản và tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản; tính thanh khoản tuy tỷ lệ thuận với nợ dài hạn nhưng giá trị không có ý nghĩa thống kê. Do vậy, xét về mặt tổng thể thì tính thanh khoản tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay/tổng tài sản. Như vậy, các công ty có tính thanh khoản cao sẽ ít sử dụng nợ vì các tài sản có tính thanh khoản cao của công ty đã được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của công ty.

Thứ hai, ROA tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay/tổng tài sản;

tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản và tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản song đều không có ý nghĩa thống kê, điều này đúng với Lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ của công ty, nghĩa là các công ty hoạt động có lời nhiều sẽ có nhiều nguồn vốn giữ lại để tài trợ cho các hoạt động của mình, do vậy sẽ ít sử dụng nợ vay hơn.

Thứ ba, quy mô công ty tỷ lệ thuận với tổng nợ vay/tổng tài sản; tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản và tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản. Điều này đúng với lý thuyết tĩnh về cấu trúc vốn, tức là các công ty có quy mô càng lớn thì càng dễ tiếp cận với các nguồn vốn vay mượn hơn các công ty có quy mô nhỏ.

Thứ tư, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản tỷ lệ nghịch với tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản và tỷ lệ thuận với tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản. Như vậy các công ty có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản cao sẽ sử dụng ít nợ ngắn hạn. Có thể là do tính chất phù hợp về thời hạn giữa món vay và tính chất của tài sản, và tài sản cố định hữu hình đóng vai trò là vật thế chấp trong các khoản vay dài hạn.

Thứ năm, đặc điểm riêng của tài sản hay tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần tỷ lệ thuận với tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản và tỷ lệ nghịch với tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản. Như vậy các công ty có các sản phẩm đặc biệt sẽ sử dụng ít nợ vay



Bảng 3. Tác động các biến giải thích đến tổng nợ vay/tổng tài sản

Dependent Variable: X1

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GRO	0.009301	0.059026	0.176141	0.8516
LIQ	-0.022047	0.006132	-4.510161	0.0003
ROA	-0.014351	0.002493	-5.207345	0.0004
SIZE	0.024513	0.003003	7.602139	0.0001
TAN	-0.024807	0.088716	-0.282367	0.8011
TAX	-0.173723	0.183269	-1.047605	0.4010
UNI	-0.054611	0.090021	-0.700213	0.5800
R-squared	0.701026	Durbin-Watson stat		2.137982
Adjusted R-squared	0.642056	F-statistic		12.20618
		Prob(F-statistic)		0.000000

Bảng 4. Tác động các biến giải thích đến tổng nợ ngắn hạn/tổng tài sản

Dependent Variable: X2

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GRO	0.037895	0.070110	0.601028	0.5679
LIQ	-0.030113	0.005402	-4.330214	0.0002*
ROA	-0.004616	0.002598	-1.405391	0.1805
SIZE	0.010871	0.003787	3.104982	0.0051*
TAN	-0.268105	0.100389	-2.499817	0.0171**
TAX	-0.109666	0.196923	-0.570018	0.6027
UNI	0.260452	0.102171	2.918228	0.0100*
R-squared	0.548941	Durbin-Watson stat		2.091088
Adjusted R-squared	0.501290	F-statistic		6.910062
		Prob(F-statistic)		0.000020

Bảng 5. Tác động các biến giải thích đến tổng nợ dài hạn/tổng tài sản

Dependent Variable: X3

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GRO	-0.028034	0.047990	-0.598118	0.5653
LIQ	0.001501	0.003994	0.370332	0.6918
ROA	-0.008922	0.002011	-4.503220	0.0002*
SIZE	0.015002	0.002861	5.452093	0.0000*
TAN	0.237655	0.072963	3.001566	0.0060*
TAX	-0.079045	0.164207	-0.537730	0.6020
UNI	-0.304589	0.069992	-4.602201	0.0002*
R-squared	0.611295	Durbin-Watson stat		2.061283
Adjusted R-squared	0.581002	F-statistic		9.053021
		Prob(F-statistic)		0.000003

* Thống kê với mức ý nghĩa 1%

** Thống kê với mức ý nghĩa 5%

dài hạn vì trong trường hợp công ty bị phá sản có thể không có thị trường thứ cấp mang tính cạnh tranh cho việc thanh lý các hàng tồn kho và các thiết bị sản xuất của công ty. Trái lại, vì các khoản mục cấu thành giá vốn hàng bán có tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần cao sử dụng nhiều nguồn tài trợ từ các khoản vay ngắn hạn, phải trả người bán.

Điểm đáng lưu ý cuối cùng là, kết quả kiểm định F và giá Prob (F-statistic) bằng 0 của các kết quả hồi quy cho thấy hệ số của các biến không đồng thời bằng không.

3. Kết luận

Căn cứ vào những vấn đề mà lý thuyết về cấu trúc vốn đặt ra, bài viết đã sử dụng số liệu của 60 công ty đang niêm yết trên HOSE để khảo sát và xác định các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn. Các biến độc lập được sử dụng trong nghiên cứu này để giải thích tỷ lệ đòn bẩy tài chính hay cấu trúc vốn của 60 công ty trên. Kết quả nghiên cứu cho thấy:

Một là, quyết định cấu trúc vốn của các công ty tại Việt Nam các công ty đang niêm yết trên HOSE phù hợp với lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn và lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ.

Hai là, tỷ trọng nợ vay dài hạn của các công ty niêm yết thấp. Điều này là do thị trường trái phiếu công ty tại Việt Nam chưa phát triển. Nguồn tài trợ của các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào vốn chủ sở hữu, các khoản vay ngắn hạn



từ ngân hàng và các khoản tín dụng thương mại. Số lượng các doanh nghiệp gặp khó khăn, giải thể hoặc phá sản, nợ xấu của hệ thống ngân hàng trong thời gian kinh tế suy thoái đã minh chứng cho vấn đề này. Theo kết quả từ những nghiên cứu trước, mức độ vay ngân hàng-đòn bẩy của các doanh nghiệp-chịu ảnh hưởng của mức biên động lãi suất hay những thay đổi trong chính sách điều hành kinh tế vĩ mô. Như vậy để các doanh nghiệp phát triển bền vững cần có nhiều nguồn tài trợ hơn cho các doanh nghiệp nên việc đẩy mạnh phát triển thị trường trái phiếu công ty là vô cùng cần thiết ở Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. Khi thị trường trái phiếu công ty đã có cơ chế hoạt động tốt, các doanh nghiệp niêm yết có khả năng tận dụng lợi thế phát hành trái phiếu dài hạn để huy động vốn và xây dựng cấu trúc vốn hợp lý. ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. E. F. Fama & K. R. French, *Capital Structure Choices, Working papers series University of Chicago - Finance and Dartmouth College - Tuck School of Business, 2008.*
2. G. Gemmill, *Capital Structure and Firm Value A Study of Split-Capital Closed-End Funds in the UK, 2011*
3. Lazaridis & D. Tryfonidis, *The relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange*, 2011.
4. J. H. Binsbergen, J. R. Graham and J. Yang, *Optimal Capital Structure, 2011.*
5. M. Z. Frank & V. K. Goyal, *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*, 2007.
6. P. Fernández, *Optimal Capital Structure: Problems with the Harvard and Damodaran Approaches, 2013.*
7. P. Fernández, *A more realistic valuation: APV and WACC with constant book leverage ratio, 2007.*
8. P. Fernández, *Levered and Unlevered Beta, 2008.*
9. R. S. Harris & S. Chaplinsky, *Capital Structure Theory: A Current Perspective, Working papers series, University of Virginia (UVA) - Darden School of Business, 2008.*
10. S. Frydenberg, *Theory of capital Structure – A review, 2004.*
11. M. Z. Frank, V.K. Goyal, *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, Working papers series, 2005.*
12. L. S. Sunder, S. C. Myers, *Testing static trade off against pecking order models of capital structure, Journal of Financial Economics 51 (1999) 219- 244.*

SUMMARY

The capital structure of listed enterprises in Vietnam

This study investigates into the determinants of the capital structure and financial performance using the data obtained from the financial statements of 60 listed enterprises in Vietnam (during the years 2006- 2013). The approach of multiple regression analysis using Eviews 8.0 was applied. Empirical results show that the debt ratio of listed enterprises in Vietnam has negative relationships with liquidity and ROA but positive relationships with the size of an enterprise. Moreover, short term debt/ total asset has positive relationships with COGS /Net sales but negative with Tangible fixed assets/Total assets while long term debt /total asset have reverse relationships with them.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Nguyễn Thị Phương Luyện, Thạc sỹ

Đơn vị công tác: Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Đầu tư tài chính, quản trị rủi ro tài chính- ngân hàng, tài chính doanh nghiệp

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng, Tạp chí Tài chính – ngân hàng SEACEN

Email: luyen74@gmail.com