

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRÊN CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP CHẾ TẠO NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HỒ CHÍ MINH

VÕ THỊ THÚY ANH* & BÙI PHAN NHÃ KHANH**

Cấu trúc tài chính và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính luôn là vấn đề thu hút sự quan tâm của các nhà nghiên cứu cũng như các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Bài báo đã nhận diện ra các nhân tố có thể ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp và đề xuất sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định hoặc biến đổi để ước lượng mức độ tác động của các nhân tố này. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên 55 doanh nghiệp (DN) ngành công nghiệp chế tạo trong giai đoạn 2007-2011 cho thấy các DN có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn cao và dùng nợ ngắn hạn tài trợ cho tài sản cố định (TSCĐ). Quy mô DN, khả năng thanh khoản và tăng trưởng của tài sản có tác động tích cực đến tỉ suất nợ nhưng hiệu quả DN lại có tác động nghịch. Do đó, Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước cần có những chính sách hỗ trợ cho DN, đặc biệt là các DN có quy mô nhỏ và vừa nhưng có hiệu quả kinh doanh tốt tăng khả năng huy động vốn qua thị trường chứng khoán và tiếp cận nguồn vốn vay trung và dài hạn của ngân hàng thương mại.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính, DN ngành công nghiệp chế tạo, nhân tố ảnh hưởng.

1. Đặt vấn đề

Xác định cấu trúc tài chính cho DN là vấn đề quan trọng không chỉ đối với nhà quản trị mà còn đối với các nhà hoạch định tài chính nhằm xây dựng cấu trúc tài chính hợp lý nhất. Cấu trúc tài chính hợp lý sẽ vừa đảm bảo khả năng thanh khoản vừa tận dụng hiệu ứng tích cực của đòn cân nợ, nâng cao giá trị DN.

Tại VN, trong thập kỷ vừa qua đã xuất hiện những nghiên cứu về đề tài cấu trúc tài chính và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Một trong những nghiên cứu được đánh giá cao là công trình của Nguyễn Ngọc Vũ (2003) tập trung vào các DN niêm yết, Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran (2006) chú trọng vào các DN vừa và nhỏ. Tuy nhiên, kết quả mô hình nghiên cứu thực nghiệm thường không đồng nhất tùy theo phạm vi nghiên cứu và cách thức ước lượng biến trong mô hình. Theo đó,

nghiên cứu này tiếp tục phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp theo hướng phát triển mối quan hệ giữa mô hình lý thuyết và kết quả thực nghiệm. Cụ thể, nhóm tác giả tập trung vào nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp và ứng dụng vào ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE), đây là ngành có số lượng DN chiếm tỉ trọng nhiều nhất và chiếm tỉ lệ vốn hóa lớn nhất trong tất cả các ngành (theo phân ngành của Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM).

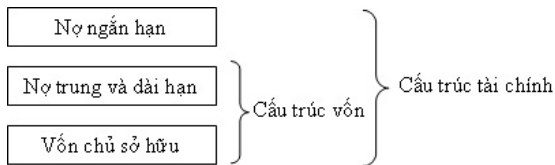
2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cấu trúc tài chính DN và việc xác định cấu trúc tài chính tối ưu

* TS., Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng

** Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng

Email: vothuyanh@yahoo.com, khanhbpn@gmail.com



Cấu trúc tài chính của DN được định nghĩa là sự kết hợp giữa nợ (debt) và vốn cổ phần (equity) trong tổng nguồn vốn mà DN có thể huy động được để tài trợ cho các hoạt động của mình.

Theo lý thuyết, vì tài trợ bằng nợ vay rẻ hơn vốn cổ phần, lãi suất mà DN trả cho nợ được miễn thuế (thuế được đánh sau lãi vay), nên một DN sử dụng nợ sẽ có khả năng tạo được kết quả hoạt động kinh doanh tốt hơn 100% vốn cổ phần do tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế của nợ. Tuy nhiên, đến một mức vay nợ nào đó thì mỗi lượng nợ tăng thêm sẽ trở nên rủi ro hơn và DN sẽ phải đối mặt với những chi phí phát sinh khác như chi phí phá sản, chi phí sử dụng vốn bình quân gia tăng do rủi ro gia tăng... Do đó, DN sẽ dễ rơi vào tình trạng mất khả năng chi trả và đứng trước nguy cơ phá sản. Xây dựng cấu trúc tài chính tối ưu là việc xác định một tỉ lệ hợp lý giữa nợ và vốn chủ sở hữu (VCSH), nhằm mục đích tối đa hoá giá trị DN và tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân cũng như đảm bảo khả năng chi trả của DN.

Cấu trúc tài chính tối ưu phụ thuộc vào rất nhiều nhân tố tác động trong đó có 3 nhóm nhân tố chính. Nhóm nhân tố thứ nhất là các nhân tố đại diện chung như quy mô, hiệu quả hoạt động kinh doanh, cơ cấu tài sản, tốc độ tăng trưởng của DN. Nhóm thứ hai là đặc điểm chung của ngành kinh doanh và đặc điểm riêng của từng DN. Cụ thể, một số ngành đòi hỏi sử dụng TSCĐ hữu hình nhiều hơn các ngành khác như ngành công nghiệp chế tạo có khả năng tỉ suất nợ vay sẽ lớn hơn; hay ở những ngành có rủi ro kinh doanh cao, sản phẩm nhanh chóng thay đổi như ngành công nghệ thông tin, việc duy trì một tỉ suất nợ thấp sẽ đảm bảo an toàn cho hoạt động của DN. Mặt khác, đặc điểm riêng của DN có tác động rất quan trọng trong việc xác định cấu trúc tài chính tối ưu. Trong nghiên cứu này, chúng tôi chỉ dừng lại ở phạm vi xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và nghiên cứu thực nghiệm trên các DN ngành công nghiệp chế tạo nhằm rút ra các khuyến nghị cho các DN trong ngành này khi lựa chọn cấu

trúc vốn tối ưu chứ không xác định cấu trúc vốn tối ưu cho ngành.

2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN

Trên cơ sở các lý thuyết về cấu trúc vốn và kết quả của một số nghiên cứu thực nghiệm, có thể rút ra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN như sau:

Quy mô của DN

Theo lý thuyết M&M (1958) thì quy mô của DN có mối quan hệ tỉ lệ thuận (+) với nợ vay, bởi vì các DN lớn thường có rủi ro phá sản thấp và có chi phí phá sản thấp. Ngoài ra, các DN lớn có chi phí nợ vay thấp, chi phí kiểm soát thấp, ít chênh lệch thông tin hơn so với các DN nhỏ hơn, dòng tiền ít biến động, dễ dàng tiếp cận thị trường tín dụng, và sử dụng nhiều nợ vay hơn để có lợi nhuận hơn từ tầm chắn thuế.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Hiệu quả hoạt động kinh doanh được đo lường bằng hai chỉ tiêu ROA và ROE. Mặc dù nhiều công trình lý thuyết đã được thực hiện từ khi Modigliani và Miller đưa ra lý thuyết liên quan đến cấu trúc vốn năm 1958, giới khoa học tài chính vẫn chưa có một sự thống nhất về quan hệ giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy nợ.

Cơ cấu tài sản

Được đo lường bằng tổng TSCĐ hữu hình trên tổng tài sản. Về quan hệ giữa TSCĐ hữu hình và cấu trúc vốn, các lý thuyết nói chung đều cho rằng TSCĐ hữu hình có quan hệ cùng chiều với đòn bẩy nợ. Điều này có thể giải thích từ lý thuyết chi phí khánh tận tài chính. Nếu một DN có tỉ trọng tài sản hữu hình lớn, DN sẽ sử dụng nợ nhiều hơn các DN có tỉ trọng tài sản vô hình lớn vì các DN trong trường hợp có chi phí khánh tận tài chính thấp hơn trong trường hợp phá sản. Các tài sản vô hình thực sự bị mất giá trị khi việc phá sản xảy ra.

Tốc độ tăng trưởng

Tốc độ tăng trưởng cao dẫn đến việc DN tăng sử dụng nợ. Tuy nhiên, việc này có thể tạo ra những tiềm ẩn về rủi ro cho DN.

Tính thanh khoản

Được đo lường bằng tỉ lệ tài sản lưu động/tổng nợ ngắn hạn. Tính thanh khoản này có tác động tỉ lệ thuận (+) và nghịch (-) đến quyết định cơ cấu vốn. Thứ nhất, các DN có tỉ lệ thanh khoản cao có thể sử dụng nhiều nợ vay do DN có thể trả các khoản nợ vay khi đến hạn. Như vậy có nghĩa là tính thanh khoản của DN có quan hệ tỉ lệ thuận (+) với nợ vay. Mặt khác, các DN có nhiều tài sản thanh khoản có thể sử dụng các tài sản này tài trợ cho các khoản đầu tư của mình. Do vậy, tính thanh khoản của DN có quan hệ tỉ lệ nghịch (-) với đòn bẩy tài chính.

Có thể tóm tắt các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN trong bảng sau:

Bảng 1. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN

Biến độc lập	Biến phụ thuộc		
	Nợ phải trả trên tổng tài sản	Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	Nợ dài hạn trên tổng tài sản
Quy mô DN Doanh thu Tổng tài sản VCSH	(+)	(+)	(+)
Biến hiệu quả hoạt động kinh doanh ROA ROE Lợi nhuận / doanh thu	?	?	?
Cơ cấu tài sản TSCĐ trên tổng tài sản	+	+	+
Khả năng thanh khoản TS lưu động trên tổng nợ ngắn hạn	+/-	+/-	+/-
Tốc độ tăng trưởng Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản	+	+	+

2.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng số liệu lấy từ báo cáo tài chính của 55 DN ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên HOSE trong vòng 5 năm từ năm 2007-2011.

2.4. Mô hình nghiên cứu

Như đã nêu ở trên, do mỗi DN là một thực thể riêng biệt nên ngoài những nhân tố chung, cấu trúc tài chính của từng DN còn chịu ảnh hưởng của những đặc điểm riêng biệt này. Với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến các biến độc lập, mô hình FEM (Fixed Effect Model: Mô hình ảnh hưởng cố định) phân tích mối tương quan này giữa phần dư của mỗi thực thể với các biến độc lập qua đó kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt (không đổi theo thời gian) ra khỏi các biến độc lập để chúng ta có thể ước lượng những ảnh hưởng thuần (net effects) của biến độc lập lên biến phụ thuộc. Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effect) dựa vào giả thuyết điểm riêng biệt của các thực thể là ngẫu nhiên.

Ta có mô hình:

$$Y_{it} = C_i + \beta_1 X_{lit} + \dots + \beta_n X_{nit} + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó Y_{it} là giá trị của biến phụ thuộc (tỉ suất nợ) của doanh nghiệp i vào thời gian t . $X_{lit}, \dots, X_{nit}$ là giá trị biến độc lập đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN vào thời kì t .

Hệ số chặn “C” trong công thức (1) được thêm vào chỉ số “i” để phân biệt hệ số chặn của từng DN khác nhau, sự khác biệt này có thể do đặc điểm khác nhau của từng DN hoặc do sự khác nhau trong chính sách quản lí, hoạt động của DN.

Nếu C_i cố định thì mô hình (1) là FEM. Còn nếu $C_i = C + \varepsilon_i$, trong đó ε_i là sai số ngẫu nhiên có trung bình bằng 0 và phương sai là σ_ε^2 thì (1) là REM.

Để lựa chọn giữa hai mô hình, chúng tôi sử dụng kiểm định Hausman.

3. Đặc điểm cấu trúc tài chính của các DN ngành công nghiệp chế tạo VN

3.1. Đặc điểm của các DN ngành công nghiệp chế tạo VN

Ngành công nghiệp chế tạo chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố bên ngoài, trong đó, quan trọng nhất là

yếu tố công nghệ và yếu tố thị trường. Tuy giai đoạn vừa qua (2007-2011), nền kinh tế VN gặp nhiều khó khăn nhưng thị trường hàng tiêu dùng vẫn tăng trưởng ổn định. Điều này là một thuận lợi cho các DN trong ngành công nghiệp chế tạo. Trong giai đoạn 2007-2011, tăng trưởng doanh thu trung bình của ngành tương đối cao, khoảng 24,58%/năm.

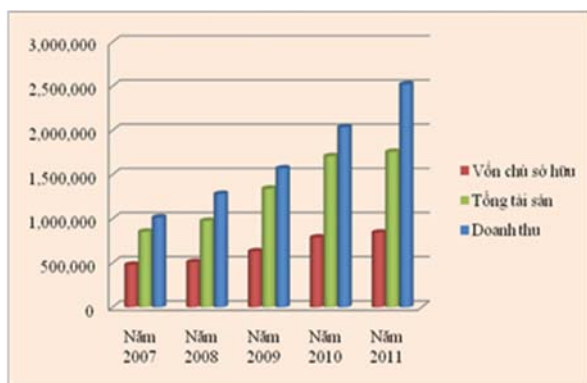
Bảng 2. Các chỉ số về tốc độ tăng trưởng quy mô trung bình của một số ngành trong giai đoạn 2007-2011

Ngành	Tốc độ tăng doanh thu bình quân	Tốc độ tăng VCSH bình quân	Tốc độ tăng tổng tài sản bình quân
Xây dựng	16,05%	8,40%	15,48%
Vận tải	32,20%	20,64%	35,65%
Nông-lâm-ngư nghiệp	21,12%	16,61%	11,43%
Công nghiệp chế tạo	24,58%	17,18%	24,93%

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào số liệu của các DN niêm yết trên HOSE

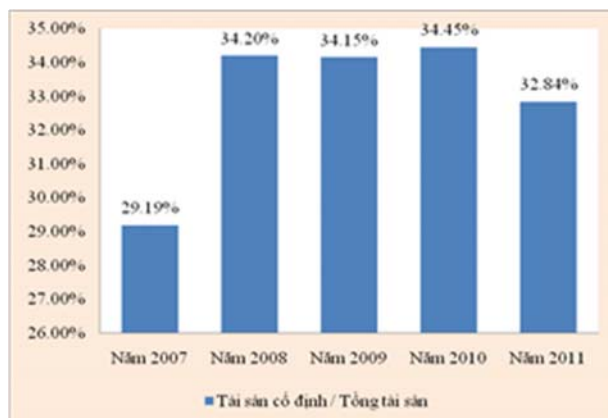
Xét về quy mô, các DN trong ngành này có quy mô bình quân cao và tăng trưởng đều qua các năm (Hình 1).

ĐVT: Triệu đồng



Hình 1. Quy mô bình quân DN của các DN ngành công nghiệp chế tạo

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào báo cáo tài chính của 55 DN khảo sát



Hình 2. Tỷ trọng TSCĐ bình quân của các DN ngành công nghiệp chế tạo

Nguồn: Tính toán của tác giả từ 55 DN khảo sát

Hình 2 cho thấy tỷ trọng TSCĐ bình quân của các DN chế tạo từ năm 2008 đến nay dao động từ gần 30% đến khoảng 34%.

Bảng 3. Tỷ trọng tài sản cố định của các ngành

Ngành	Tỷ trọng TSCĐ bình quân (%)
Công nghiệp chế tạo	34,45
Xây dựng	19,26
Vận tải	67,28
Nông lâm ngư nghiệp	26,69

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào số liệu của các DN niêm yết trên HOSE

Bảng 3 cho thấy tỷ trọng TSCĐ của các DN ngành công nghiệp chế tạo tương đối cao, chỉ thấp hơn ngành xây dựng.

Bảng 4. Tỷ trọng TSCĐ/VCSH của các DN ngành công nghiệp chế tạo

Năm	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011
Tỷ trọng TSCĐ/VCSH	51,78%	65,23%	72,36%	74,40%	64,08%

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào báo cáo tài chính của 55 DN khảo sát

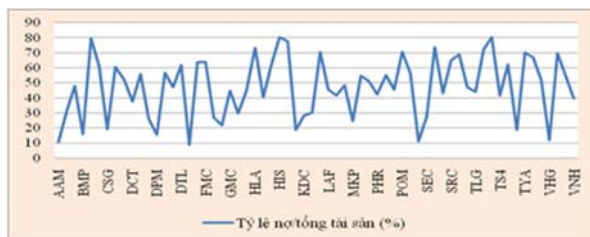
Tỷ trọng TSCĐ/ VCSH của các DN khá cao (Bảng 4). Do đó, để tài trợ cho TSCĐ, bên cạnh VCSH, DN phải dùng đến nợ vay.

Tóm lại, các DN trong ngành công nghiệp chế tạo của VN có quy mô tương đối cao, tăng trưởng ổn

định, tỉ trọng TSCĐ tương đối cao. Do đó, xét về lý thuyết, các DN ngành này sẽ có khả năng tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn và phải tài trợ một phần đáng kể TSCĐ bằng nợ vay.

3.2. Cấu trúc tài chính và xu hướng tài trợ của các DN ngành công nghiệp chế tạo VN

Tỉ suất nợ bình quân của các DN chế tạo là 40,35%. Phần lớn nợ phải trả của các DN là nợ ngắn hạn chiếm khoảng 90%, tỉ lệ nợ dài hạn thấp.



Hình 3. Tỉ suất nợ bình quân của các DN ngành công nghiệp chế tạo giai đoạn 2007-2011[1]

Trong tổng số 55 DN được nghiên cứu, 35 DN có tỉ suất nợ bình quân trên tổng tài sản thấp hơn 50%, trong đó DTT, SBT chỉ sử dụng 10% nguồn vốn vay nợ từ bên ngoài. DTT là DN có quy mô nhỏ, ROA và ROE đều thấp; trong khi đó SBT là DN quy mô lớn, doanh thu cao, lợi nhuận hoạt động tốt. Các DN trong nhóm này chủ yếu dùng VCSH để tài trợ cho hoạt động của DN. Số DN còn lại có tỉ suất nợ cao, trong khoảng từ 50% - 80%. Tiêu biểu là HIS và TRI với tỉ suất nợ 80%. HIS và TRI là hai doanh nghiệp có quy mô trung bình, lợi nhuận thấp nên phải tìm kiếm nguồn tài trợ từ bên ngoài. Tỉ suất nợ ở các DN trong ngành có sự khác biệt rõ rệt với độ lệch chuẩn lên đến 20,01%. Có những DN như BMP, RDP thể hiện chính sách vay nợ ổn định trong khoảng thời gian nghiên cứu nhưng bên cạnh đó cũng có những DN như CSG, VN, chính sách vay nợ liên tục thay đổi, điều này có thể ảnh hưởng đến hoạt động cũng như hiệu quả kinh doanh của DN khi nhà quản trị chưa tìm ra một cấu trúc tài chính tối ưu.

Giá trị trung bình của tỉ suất nợ trên VCSH bình quân của các DN ngành công nghiệp chế tạo là 123%. Giá trị này cho thấy các DN trong ngành có khả năng chịu áp lực về nợ phải trả và rủi ro thanh toán cao. Phần lớn các DN có tỉ suất nợ/VCSH khá ổn định, dưới 100%. Tuy nhiên, có những DN tỉ suất nợ/VCSH lên đến trên 200%, tiêu biểu như HIS với tỉ suất nợ/VCSH bằng 410%, POM với 240%... Điều này làm tăng rủi ro mất khả năng thanh toán, DN có thể đối mặt với nguy cơ phá sản. Tuy nhiên, nếu tỉ suất nợ trên VCSH quá thấp như DTT 9,5%, SBT 12%... có thể sẽ làm giảm hiệu ứng tích cực của đòn cân nợ. Chính vì vậy, việc tìm ra một chính sách vay nợ hợp lý phù hợp với đặc điểm của DN là vô cùng quan trọng và cần thiết đối với nhà quản trị để góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của DN.



Hình 4. Cơ cấu nợ vay bình quân của các DN ngành CN chế tạo

Đồ thị trên cho thấy các DN đều sử dụng phần lớn các khoản vay là ngắn hạn. Tỉ lệ vay dài hạn trung bình là 8%, tỉ suất này quá thấp trong khi tỉ trọng TSCĐ tương đối cao có nghĩa là DN đang sử dụng nợ ngắn hạn tài trợ cho TSCĐ. Điều này có thể do các DN đang gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn trung và dài hạn. Việc sử dụng vốn vay ngắn hạn tài trợ cho TSCĐ dễ dẫn đến nguy cơ mất khả năng thanh khoản của DN.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê từ 55 DN khảo sát cho thấy, quy mô của DN càng cao thì việc tài trợ bằng nợ càng cao (Bảng 5). Ngược lại, hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN càng thấp thì DN càng có xu hướng tài trợ bằng nợ.

Bảng 5. Tổng hợp các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN ngành công nghiệp chế tạo

Nhân tố		Xu hướng tỉ suất nợ từ thấp đến cao	
Quy mô DN	Dưới 500 tỉ đồng	Từ 500 tỉ đồng đến 1.000 tỉ đồng	Trên 1.000 tỉ đồng
Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA)	Trên 10%	Từ 5% đến 10%	Dưới 5%
Cơ cấu tài sản (TSCĐ/Tổng tài sản)	Từ 20% đến 40%	Trên 40%	Dưới 20%
Khả năng thanh khoản (Tài sản lưu động/Tổng nợ ngắn hạn)	Dưới 0,5	Từ 0,5 đến 1	Trên 1

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ báo cáo tài chính của DN

Bảng 6. Kết quả của mô hình FEM [2]

Biến độc lập	Tỉ suất nợ	Tỉ suất nợ ngắn hạn	Tỉ suất nợ dài hạn
Quy mô (log(Doanh thu (triệu đồng)))	+11,192* (4,123)	+5,239** (2,522)	+5,955** (2,355)
Hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA) (%)	-0,308* (0,090)	-0,227** (0,056)	-0,125*** (0,073)
Cơ cấu tài sản (Tỉ trọng TSCĐ/Tổng tài sản (%))		-0,415* (0,039)	+0,343* (0,049)
Thanh khoản (Tỉ trọng tài sản lưu động/Tổng nợ ngắn hạn (%))	+23,64* (2,340)	+26,35* (2,008)	
Tốc độ tăng trưởng (Tăng trưởng của tài sản (%))	0,932** (0,477)		1,236* (0,382)

Ảnh hưởng của tỉ trọng TSCĐ trong tổng tài sản lên xu hướng sử dụng tài trợ bằng nợ của DN là không có quy luật rõ ràng. Các DN có tỉ trọng TSCĐ dưới 20% có xu hướng tài trợ bằng nợ cao nhất. Trong khi đó, các DN có tỉ trọng TSCĐ trên 40% lại có xu hướng tài trợ bằng nợ thấp hơn nhóm có tỉ trọng dưới 20% và nhóm có tỉ lệ nợ thấp nhất lại là nhóm có tỉ trọng TSCĐ từ 20-40%. DN VN trong giai đoạn vừa qua gặp rất nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn dài hạn. Do đó, DN có tỉ trọng TSCĐ cao thường tài trợ TSCĐ bằng VCSH. Vì vậy, đối với nhóm DN này, tỉ trọng TSCĐ có tác động tỉ lệ nghịch với tỉ suất nợ. Ngược lại, ở nhóm có tỉ trọng TSCĐ vừa hoặc thấp, các DN có xu

hướng tài trợ TSCĐ bằng nợ ngắn hạn nên tác động của tỉ lệ này lên tỉ suất nợ là dương.

Để thấy rõ hơn tác động của các nhân tố lên cấu trúc tài chính của DN, nhóm tác giả sử dụng mô hình (1) trong hai trường hợp, ảnh hưởng riêng biệt của từng DN là cố định (FEM) và ảnh hưởng riêng biệt của từng DN là ngẫu nhiên (REM). Sau khi xử lý vấn đề đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai không đồng nhất và loại bỏ những biến không có ý nghĩa trong mô hình, chúng tôi sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa hai mô hình FEM và REM. Kết quả cho thấy, mô hình FEM tốt hơn trong trường hợp của các DN ngành công nghiệp chế tạo.

Kết quả của mô hình cho thấy, tỉ suất nợ của DN, cả ngắn hạn lẫn dài hạn chịu tác động tích cực của

quy mô DN. DN quy mô lớn có dòng tiền khá ổn định, tính thanh khoản tốt, năng lực sử dụng vốn cao tạo lợi thế cũng như uy tín hơn các doanh nghiệp nhỏ trong việc thỏa thuận hợp đồng vay nợ, thời hạn thanh toán, lãi suất... Chính vì vậy, những DN này có nhiều cơ hội nhận được vốn vay từ ngân hàng, tín dụng thương mại từ nhà cung cấp hay các nguồn vốn khác từ thị trường.

Tỉ suất nợ của DN trong ngành không chịu tác động của tỉ trọng TSCĐ. Điều này có thể lý giải qua kết quả thống kê ở Bảng 5. Tác động của tỉ trọng TSCĐ lên tỉ suất nợ là khác nhau ở các ngưỡng giá trị khác nhau. Hay nói cách khác, tác động này là phi tuyến tính trong khi mô hình sử dụng là mô hình hồi quy tuyến tính. Kết quả mô hình khẳng định tỉ trọng TSCĐ có mối quan hệ thuận chiều với nợ dài hạn và nghịch chiều với nợ ngắn hạn. Điều này là hoàn toàn hợp lý do thực tế việc sử dụng nợ ngắn hạn tài trợ TSCĐ có thể dẫn đến rủi ro thanh khoản. Trong khi đó, các DN có TSCĐ nhiều thường có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay trung và dài hạn hơn do tại VN hiện nay, bên cạnh nguồn VCSH, hầu như DN chỉ có thể tiếp cận nguồn vốn này từ các NHTM và các NHTM rất chú trọng đến tài sản đảm bảo khi cho vay trung và dài hạn.

Ảnh hưởng của hiệu quả hoạt động kinh doanh có tác động nghịch đến tỉ suất nợ của DN, kể cả tỉ suất nợ ngắn hạn lẫn dài hạn. Điều này đúng với lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ DN, nghĩa là các DN hoạt động có nhiều lợi nhuận 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. Mặt khác, như đã nêu ở trên, tỉ suất nợ của các DN chịu tác động tích cực của quy mô. Tuy nhiên, điều này cũng có nghĩa là các DN ngành công nghiệp chế tạo có quy mô vừa và nhỏ có lợi nhuận ổn định khó tiếp cận được các nguồn vay nợ, mà chủ yếu là vốn ngân hàng

Khả năng thanh khoản tỉ lệ thuận (+) với tỉ suất nợ, tỉ suất nợ ngắn hạn nhưng không có tác động đến tỉ suất nợ dài hạn. Kết quả phù hợp thực tế, những DN có khả năng thanh khoản cao có tỉ suất nợ (chủ yếu là nợ ngắn hạn) lớn hơn các DN khác do đáp ứng được nhu cầu thanh toán trong ngắn hạn, đây là một nhân tố được các tổ chức tín dụng quan tâm để đảm bảo cho các khoản vay nợ của DN sẽ được thanh toán đúng hạn

trong tương lai. Ngược lại, khả năng thanh khoản ngắn hạn không có ý nghĩa khi xét tương quan giữa nó với tỉ suất nợ dài hạn.

Tốc độ tăng trưởng của tài sản có tác động đến tỉ suất nợ dài hạn nhưng không có tác động đến tỉ suất nợ ngắn hạn của các DN ngành công nghiệp chế tạo. Điều này khá phù hợp với thực trạng hiện nay tại VN. Các DN gần như không có khả năng huy động được vốn dài hạn bằng các công cụ nợ trên thị trường chứng khoán mà chỉ có thể vay ở ngân hàng. Trong khi các ngân hàng quá chú trọng đến tài sản đảm bảo trong cho vay trung và dài hạn. Do đó, tỉ suất nợ dài hạn chịu tác động thuận chiều của tăng trưởng tài sản của DN.

5. Kết luận và khuyến nghị về chính sách

Bài báo đã giải thích rõ hơn về chính sách tài trợ của doanh nghiệp ngành công nghiệp chế tạo cũng như những nhân tố nào ảnh hưởng đến chính sách đó. Đồng thời, nghiên cứu xác định các nhân tố ảnh hưởng có thể góp phần tạo tiền đề cho việc xác định cấu trúc vốn tối ưu.

Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các DN ngành công nghiệp chế tạo tuy có tỉ trọng TSCĐ/VCSH tương đối cao nhưng lại gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận vốn trung và dài hạn. Tỉ suất nợ ngắn hạn cao và DN dùng nợ ngắn hạn tài trợ cho TSCĐ. Điều này dễ dẫn đến mất cân bằng tài chính DN. Chính vì vậy, trong tương lai các DN cần chú ý chủ động thay đổi cơ cấu nợ, gia tăng nguồn vốn thường xuyên, cả về nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn, để tăng tính tự chủ về tài chính cũng như đảm bảo khả năng thanh toán và giảm rủi ro cho doanh nghiệp. Ngoài ra, các DN nên xem xét đến các phương án tài trợ dài hạn khác như hình thức cho thuê tài chính – tài trợ bằng TSCĐ hay phát hành trái phiếu công ty. Để tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn cho DN qua Thị trường chứng khoán, Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước cần phải có những chính sách nhằm phát triển thị trường chứng khoán, tạo điều kiện thuận lợi cho các DN huy động vốn qua thị trường chứng khoán thông qua việc phát hành các công cụ vốn và công cụ nợ.

Mặt khác, kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô của DN có tác động tích cực đến tỉ suất nợ trong khi hiệu quả kinh doanh lại có tác động nghịch chiều

đến nợ. Điều này có nghĩa là các DN ngành công nghiệp chế biến có quy mô nhỏ và vừa nhưng hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt sẽ gặp bất lợi trong việc tiếp cận các nguồn tài trợ nợ. Kết quả này là do các khoản nợ hiện nay chủ yếu từ các NHTM nhưng các NHTM hiện nay quá chú trọng đến tài sản đảm bảo. Tháng 3/2011, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quy chế bảo lãnh cho DN nhỏ và vừa vay vốn tại ngân hàng thương mại theo quyết định 03/2011/QĐ-TTg, theo đó Ngân hàng Phát triển VN có thể bảo lãnh một phần hoặc toàn bộ khoản vay của DN tại ngân hàng thương mại, mức bảo lãnh tối đa bằng 85% tổng mức vốn đầu tư dự án trên cơ sở kết quả thẩm định dự án sản xuất kinh doanh của DN và khả năng tài chính của các bên. Điều này mở ra khả năng tiếp cận nguồn vốn ngân hàng cho các DN có quy mô nhỏ và vừa nhưng hiệu quả kinh doanh tốt. Tuy nhiên, thực tế hiện nay các DN rất khó có thể tiếp cận được dịch vụ bảo lãnh của ngân hàng phát triển. Do đó, cần phải có cơ chế để phát triển hoạt động

bảo lãnh này.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các nhân tố quy mô DN, tốc độ tăng trưởng và khả năng thanh khoản có mối quan hệ tỉ lệ thuận với cấu trúc tài chính trong khi nhân tố hiệu quả hoạt động kinh doanh và cơ cấu tài sản tác động tỉ lệ nghịch đến cấu trúc tài chính. Các tác động này có thể được giải thích một phần bởi lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn của Modigliani và Miller và lý thuyết chi phí đại diện.

Hạn chế của bài báo là chỉ nghiên cứu thực nghiệm ở phạm vi các DN ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên HOSE nên tính đặc trưng không cao. Trong tương lai, nghiên cứu có thể mở rộng ra các ngành nghề khác hay trên các sàn giao dịch khác ngoài HOSE ■

CHÚ THÍCH

[1] Tên các DN được lấy theo mã chứng khoán của DN.

[2] Số trong ngoặc đơn là độ lệch chuẩn của tham số. *: hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 0,1\%$. **: hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$. ***: hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Báo cáo tài chính của các DN trong giai đoạn 2007-2011, đăng trên www.cophieu68.com.

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, p261-297.

Nguyễn Ngọc Vũ (2003), *Determinants of Capital Structure for Listed Firms in the Vietnam Stock Exchange Market*, Danang University Press, Danang, Vietnam.

Nguyen, TDK. & Ramachandran, N. (2006), "Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam", *ASEAN Economic Bulletin*, 23 (2), p192-211.