

# Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng

Ngày nhận: 05/11/2012  
Ngày nhận lại: 18/04/2013  
Ngày duyệt đăng: 26/04/2013  
Mã số: 11-12-17-L17

**Lê Phương Dung**  
Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng  
lephuongdung191@gmail.com  
**Nguyễn Thị Thùy Trang**  
Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng  
nguyenthuytrang691@gmail.com

## Tóm tắt

Bài báo này sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính quý II/2007 đến quý II/2012 của 50 doanh nghiệp (DN) ngành vật liệu xây dựng (VLXD) niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán VN để xác định nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các DN này bằng cách sử dụng dữ liệu bảng động. Mô hình động với cách tiếp cận theo phương pháp: mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy nhân tố tỉ lệ thuận đến cấu trúc tài chính của các DN ngành VLXD bao gồm: tỉ suất nợ năm trước, quy mô DN và tốc độ tăng trưởng; còn nhân tố hiệu quả kinh doanh và tính thanh khoản tỉ lệ nghịch với cấu trúc tài chính.

**Từ khóa:** Cấu trúc tài chính, ngành vật liệu xây dựng, nhân tố ảnh hưởng, mô hình động.

## Abstract

The paper employs data from financial statements made by 50 listed companies in building materials industry in the period from Quarter II of 2007 to Quarter II of 2012 to identify factors affecting their financial structure by employing dynamic panel data. The dynamic model adopts approaches of two methods of fixed and random effect models. Results of empirical research show that factors directly proportional to corporate financial structure are debt ratio in the previous year, business size and growth rate, while business performance and liquidity are inversely proportional to their financial structure.

**Keywords:** Financial structure, building materials industry, influential factors, dynamic model.

## 1. Giới thiệu

Trong thời gian qua, nhiều nghiên cứu đã phân tích những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính từ nhiều góc độ. Một hướng nghiên cứu mới gần đây là mô hình động (Dynamic models). Mô hình này đã được nhiều nghiên cứu tại các nước phát triển như: Imen Bouallegui (2006) thực nghiệm trên các DN công nghệ cao ở Đức; Viet Anh Dang, Minjoo Kim & Yongcheol Shin (2012) thực nghiệm trên 859 công ty và 5.393 DN Anh; Víctor M. González, Francisco González (2004) thực nghiệm trên 3.439 DN Tây Ban Nha. Nghiên cứu này có điểm mới là mở rộng phạm vi nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng dựa trên mô hình động về cấu trúc tài chính. Ngoài việc cho thấy những nhân tố ảnh hưởng hiện tại trong năm nay, mô hình này còn cho thấy ảnh hưởng tỉ lệ nợ năm trước như thế nào để biết được tỉ lệ điều chỉnh mục tiêu của các DN có linh động nhanh chóng đáp ứng với sự thay đổi nền kinh tế. Theo đó, nghiên cứu này tiếp tục phân tích những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của 50 DN ngành VLXD niêm yết trên cả 2 sàn giao dịch chứng khoán VN.

## 2. Cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

Cấu trúc tài chính là cơ cấu giữa các khoản nợ và vốn chủ sở hữu được tính toán từ bảng cân đối kế toán.

Đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính DN, những nhân tố được xác định bao gồm: tỉ suất nợ của năm trước, quy mô DN, cơ cấu tài sản, hiệu quả kinh doanh, tốc độ tăng trưởng, tính thanh khoản, độ tuổi DN, thuế suất thuế thu nhập DN, vốn nhà nước. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu xu hướng tác động của các nhân tố là không hoàn toàn giống nhau.

**Bảng 1. Tóm tắt một số nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính DN**

Mối quan hệ Nhân tố	Cùng chiều (+)	Ngược chiều (-)	Không có ý nghĩa
Quy mô DN	Francis Chittenden, Graham Hall & Patrick Hutchinson (1996); Dries Heyman, Marc Deloof & Hubert Ooghe (2008)		
Cơ cấu tài sản	Francis Chittenden, Graham Hall & Patrick Hutchinson (1996); Dries Heyman, Marc Deloof & Hubert Ooghe (2008)		
Hiệu quả kinh doanh		Dries Heyman, Marc Deloof & Hubert Ooghe (2008)	

Tốc độ tăng trưởng		José López-Gracia, Sonia Sánchez- Andújar (2007)	Francis Chittenden, Graham Hall & Patrick Hutchinson (1996)
Tính thanh khoản	TS.Võ Thị Thúy Anh & Bùi Phan Nhã Khanh (2012)		
Độ tuổi DN		Francis Chittenden, Graham Hall & Patrick Hutchinson (1996);	
Thuế suất thuế thu nhập DN			Fred Ramb & Alfons J.Weichenrieder (2005)

#### - Quy mô DN

Nghiên cứu trước đây cho thấy rằng DN quy mô lớn hơn thường có mức độ cao hơn đối với các khoản nợ bởi vì các công ty lớn có thể có một lợi thế hơn các công ty nhỏ trong việc tiếp cận các thị trường tín dụng và có thể vay vốn trong điều kiện tốt hơn. Do bất cân xứng thông tin, các công ty nhỏ hơn cũng có khả năng phải đối mặt với chi phí cao hơn để có được vốn từ bên ngoài. Do vậy, cấu trúc tài chính tỉ lệ thuận (+) với quy mô của DN.

#### - Hiệu quả kinh doanh

Theo lý thuyết trật tự phân hạng thì các nhà quản lý thích tài trợ các dự án bằng nguồn vốn nội bộ hơn sau đó đến nguồn vốn bên ngoài. Ngoài ra, các DN có lời không thích huy động thêm vốn chủ sở hữu nhằm tránh việc pha loãng quyền sở hữu. Như vậy, các DN có lời sẽ đạt tỉ lệ nợ vay thấp. Hơn nữa, các DN có dòng tiền tự do hay khả năng sinh lời cao, nợ nhiều sẽ hạn chế tính tùy tiện điều hành của ban quản lý. Do vậy, hiệu quả kinh doanh có tác động (+) hoặc (-) đến cấu trúc tài chính.

#### - Cơ cấu tài sản

Theo lý thuyết đại diện, Jensen & Meckling (1976) cho rằng chi phí đại diện của các khoản nợ tồn tại khi một DN chuyển khoản đầu tư có rủi ro sau khi tăng nợ, và chuyển lợi ích từ người chủ nợ sang người chủ để tận dụng những lợi thế của vốn chủ. Nếu tài sản hữu hình của một DN càng cao, những tài sản này có thể sử dụng làm tài sản thế chấp, giảm rủi ro gánh chịu các chi phí đại diện của khoản nợ của người cho vay. Các DN không có tài sản thế chấp sẽ có chi phí cao khi sử dụng nợ để tài trợ và kết quả là họ sẽ sử dụng vốn chủ để tài trợ. Do vậy, một tỉ lệ tài sản hữu hình cao sẽ có tỉ suất nợ cao.

#### - Tốc độ tăng trưởng

Có hai quan điểm trái ngược nhau về mối quan hệ của các cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy của một DN. Quan điểm đầu tiên cho rằng các DN với các cơ hội tăng trưởng cao trong tương lai dự kiến sẽ sử dụng vốn cổ phần nhiều hơn nữa vì một DN có đòn bẩy cao có thể từ bỏ cơ hội đầu tư sinh lợi mong đợi bằng cách thực hiện dự án mới giá trị cho các chủ nợ hiện tại của DN (Myers, 1977). Quan điểm thứ hai cho rằng một mối quan hệ tích cực tồn tại giữa các cơ hội tăng trưởng và cơ cấu vốn. Điều này được dựa trên lý luận rằng tốc độ tăng trưởng cao hơn ngụ ý một nhu cầu cao hơn đối với

các quỹ, dựa nhiều hơn vào tài chính bên ngoài thông qua các nguồn ưa thích của nợ. Do vậy, tốc độ tăng trưởng cao thường có tác động (+) hoặc (-) đến cấu trúc tài chính.

- Tính thanh khoản

Các DN có tỉ lệ thanh khoản cao có thể sử dụng nhiều nợ vay do DN có thể trả các khoản nợ vay ngắn hạn 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 để tài trợ cho các khoản đầu tư của mình. Do vậy, tính thanh khoản của DN có quan hệ tỉ lệ thuận (+) hoặc tỉ lệ nghịch (-) với đòn bẩy tài chính.

- Độ tuổi DN

Độ tuổi DN là thời gian tính từ năm hiện nay so với năm thành lập và hoạt động của DN. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho rằng mức nợ giảm dần qua tuổi của DN. Ngược lại, một số nghiên cứu cho thấy thấp hơn thông tin về sự mất cân bằng sẽ dẫn đến mức nợ cao hơn Francis Chittenden, Graham Hall & Patrick Hutchinson (1996). Cụ thể, các chủ nợ sẽ có nhiều khả năng cho vay vốn vì đã hiểu rõ những DN lâu năm. Vì vậy, tuổi của DN có thể có một trong hai mối quan hệ tích cực hay tiêu cực với cơ cấu vốn.

- Thuế suất thuế thu nhập

Các công ty sẽ khai thác khấu trừ thuế để giảm hóa đơn thuế của họ bằng cách sẽ khai thác lá chắn thuế của nợ. Theo đó, trong khuôn khổ của lí thuyết đánh đổi, người ta đưa ra giả thuyết một mối quan hệ tiêu cực giữa đòn bẩy và lá chắn thuế. Nhưng theo lí thuyết M&M, thì thuế có tác động tích cực đến cơ cấu vốn. Trong thực tế, bằng chứng thực nghiệm là Carl Chiarella, Toan M. Pham, Ah Boon Sim & Madeleine M.L.Tan (1992).

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu gồm 50 DN ngành VLXD ở VN trong giai đoạn quý II/2007 đến quý II/2012 [1].

Biến phụ thuộc:

Y1 : Nợ phải trả/ Tổng tài sản

Y2: Nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản

Y3: Nợ dài hạn/ Tổng tài sản

Biến quy mô DN:

X1: Logarit tự nhiên doanh thu

X2: Logarit tự nhiên tổng tài sản

X3: Logarit tự nhiên vốn chủ sở hữu

Biến hiệu quả hoạt động kinh doanh:

X4: Lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROA)

X5: Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)

X6: Lợi nhuận trên doanh thu

Biến cơ cấu tài sản:

X7: Tài sản cố định/ Tổng tài sản

Biến khả năng thanh toán

X8: Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn

Biến tốc độ tăng trưởng:

X9: Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản

Biến tuổi:

X10: Biến tuổi của DN

Biến vốn nhà nước:

X11: Vốn nhà nước (1 = có vốn nhà nước, 0 = không có vốn nhà nước)

Biến thuế:

X12: Thuế suất thuế thu nhập DN

### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình hồi quy đơn giản tuyến tính có dạng như sau:

$$Y_{it} = C_{it} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_n X_{nit} + u_{it} \quad (1) \text{ Với } i, t \in N^*$$

Trong đó:  $Y_{it}$  là biến phụ thuộc với  $i$ : thực thể (DN), và  $t$  là thời gian (quý)

$X_{1it}, \dots, X_{nit}$  là giá trị biến độc lập đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN  $i$  vào thời kỳ  $t$ .

$u_{it}$  là phần dư.

Mô hình (1) có thể viết dưới dạng:

$$Y_{it} = C_{it} + \beta' X_{it} + u_{it} \quad (2)$$

Trong điều kiện lí tưởng, đòn bẩy quan sát công ty tại thời điểm  $t$  ( $Y_{it}$ ), bằng với cấu trúc vốn tối ưu  $Y_{it}^* = Y_{it}$ . Trong thiết lập động, điều này ngụ ý rằng sự thay đổi trong đòn bẩy thực tế từ trước đến giai đoạn hiện nay cần được chính xác bằng sự thay đổi cần thiết cho công ty để tối ưu tại thời điểm  $t$ ,  $Y_{it} - Y_{it-4} = Y_{it}^* - Y_{it-4}^*$ . Tuy nhiên, điều chỉnh là rất tốn kém, sau đó DN không thể tìm thấy nó tối ưu để điều chỉnh đầy đủ, hoặc sẽ chỉ điều chỉnh một phần. Quá trình này có thể được đại diện bằng cách sử dụng mô hình điều chỉnh sau:

$$Y_{it} - Y_{it-4} = \lambda (Y_{it}^* - Y_{it-4}^*) \quad (3)$$

Trong đó:  $Y_{it}^*$  tỉ lệ nợ mục tiêu ước tính từ phương trình, và  $\lambda$  là tham số điều chỉnh: Nếu  $\lambda = 1$ , đòn bẩy của công ty tại thời điểm  $t$  là đòn bẩy mục tiêu. Nếu  $\lambda < 1$ , cần thiết điều chỉnh từ năm  $t-4$  để đạt được mục tiêu. Nếu  $\lambda > 1$ , công ty dù có điều chỉnh thế nào thì đòn bẩy mục tiêu vẫn không thay đổi.

Từ (3) ta có:

$$Y_{it} = (1-\lambda)Y_{it-4} + \lambda Y_{it}^* \quad (4)$$

Hệ số chặn “C” trong công thức (1) được thêm vào chỉ số “i,t” 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 (4) là FEM, vì mỗi thực thể có những đặc điểm riêng biệt.

Thay vì  $C_i$  cố định, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) dựa vào giả thuyết rằng sự khác biệt giữa các thực thể được chứa đựng trong phần sai số ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến

giải thích. Do đó, phương pháp giả định  $C_i$  là ngẫu nhiên với giá trị trung bình  $C$ . Khi đó, giá trị hệ số chặn  $C_i = C + \varepsilon_i$ , trong đó  $\varepsilon_i$  là sai số ngẫu nhiên có trung bình bằng 0 và phương sai là  $\sigma^2$ .

Để có cơ sở lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM, sử dụng kiểm định Hausman. Giá trị của kiểm định này được phát hiện bởi kiểm định Hausman có phân phối tiệm cận  $\chi^2$  với

$H_0$ : Ước lượng mô hình FEM và mô hình REM không khác nhau.

$(\text{Prob} > \lambda^2) < 0,05$  thì bác bỏ  $H_0$ .

Nếu bác bỏ  $H_0$ , ta kết luận mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên là không phù hợp và trong trường hợp này mô hình FEM được lựa chọn để sử dụng phân tích.

Trước khi thực hiện kiểm định mô hình động, bằng việc sử dụng dữ liệu bảng yêu cầu phải tiến hành kiểm định nghiệm đơn vị hay kiểm định tính dừng (Stationary Test) của chuỗi thời gian. Kiểm định Augmented Dickey – Fuller (ADF) được triển khai để kiểm định chuỗi dừng cho tất cả các biến với giả thuyết sau:

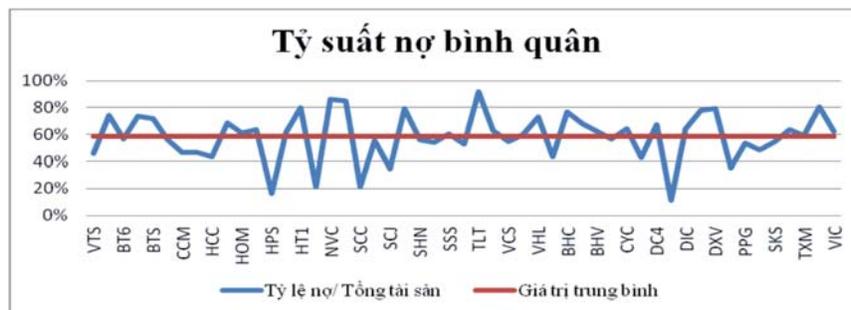
$H_0: \rho = 0 \rightarrow$  Kết luận: có nghiệm đơn vị hoặc chuỗi không dừng;

$H_1: \rho < 1 \rightarrow$  Kết luận: chuỗi không có nghiệm đơn vị hoặc chuỗi dừng.

Giá trị P-value có ý nghĩa thì giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ hoặc biến có tính dừng hoặc không có nghiệm đơn vị. Ngược lại, thì biến có nghiệm đơn vị.

#### 4. Đặc điểm cấu trúc tài chính của các DN ngành VLXD niêm yết trên sàn chứng khoán VN

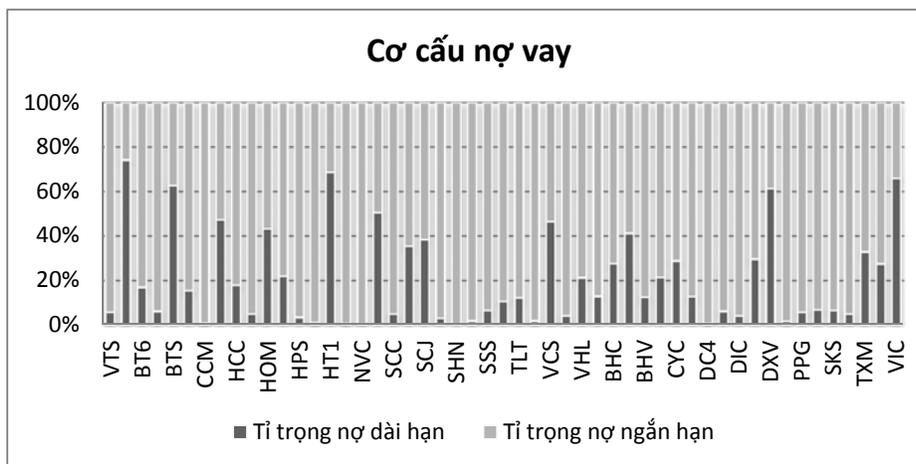
Hình 1 cho thấy tỷ suất nợ bình quân của các DN ngành VLXD là 59%, phần lớn nợ phải trả của DN là nợ ngắn hạn chiếm 80%, tỉ lệ nợ dài hạn thấp.



**Hình 1. Tỷ suất nợ bình quân của các DN ngành VLXD giai đoạn từ quý II/2007 đến quý II/2012**

*Nguồn:* Tính toán của tác giả

Trong 50 DN được quan sát thì có 11 DN có tỉ suất nợ dưới 50%, đáng chú ý là DIC với tỉ suất nợ chỉ với 11%. Số DN còn lại có tỉ suất nợ cao, trong khoảng từ 50% - 99,85%. Tiêu biểu nhất là cổ phiếu TLT 99,85%, cho thấy các DN đã sử dụng nợ vay khá lớn để đầu tư phục vụ hoạt động kinh doanh. Hình 1 cho thấy Tỷ suất nợ ở các DN có sự khác biệt rõ rệt với độ lệch chuẩn lên đến 17,32. Trong từng DN, có những DN như VCS, SDN thể hiện chính sách vay nợ ổn định trong khoảng thời gian nghiên cứu nhưng bên cạnh đó cũng có những DN như VTS, VHL chính sách vay nợ liên tục thay đổi, điều này ảnh hưởng đến hoạt động cũng như hiệu quả kinh doanh của DN khi mà nhà quản trị chưa tìm ra một cấu trúc tài chính tối ưu.



**Hình 2. Cơ cấu nợ vay bình quân của các DN ngành VLXD**

*Nguồn:* Tính toán của tác giả

Với những đặc điểm cấu trúc TCDN như trên thì sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các DN ngành VLXD. Cụ thể là, đòn bẩy tài chính chủ yếu được áp dụng trong thời kỳ thị trường tăng trưởng nhằm mục đích để tăng cường hiệu quả hoạt động của DN. Nhưng với tình hình VN nói riêng và thế giới nói chung, nếu các DN ngành VLXD vẫn duy trì tỉ lệ đòn bẩy cao như thế sẽ gặp một số khó khăn nhất định. Ngành VLXD đang chịu ảnh hưởng trực tiếp từ sự trầm lắng của thị trường xây dựng và thị trường bất động sản, vì vậy khả năng để có tỉ suất sinh lời trên tài sản đủ cao phù hợp với kỳ vọng của các DN là rất khó, dẫn đến kết quả kinh doanh xấu hơn. Đòn bẩy tài chính là con dao hai lưỡi, nó có thể khuếch đại lợi nhuận lên, nhưng cũng có thể làm tình hình hoạt động của DN xấu hơn nhiều.

Hình 2 cho thấy cơ cấu nợ vay không theo một xu hướng nhất định, có nhiều DN chủ yếu sử dụng nợ vay ngắn hạn như VTS, SHN, NVC... và cũng có một vài DN có tỉ trọng nợ vay dài hạn trên 60% như BBC, BTS, HTI. Tỉ lệ vay dài hạn trung bình là thấp, cho thấy một phần các DN khó có thể tiếp cận vốn vay dài hạn ngân hàng do các ngân hàng có khuynh hướng cho vay nợ ngắn hạn hơn dài hạn, hai là thị trường chứng khoán VN hiện nay vẫn còn nhiều bất ổn khiến DN không thể huy động vốn trên kênh này. Một trong những lí do quan trọng khiến DN khó vay là tình hình các DN hoạt động không tốt lắm, hàng tồn kho tăng, chi phí đầu vào cao (như giá xăng, dầu, điện, chi phí lãi vay...)

## 5. Kết quả nghiên cứu

### 5.1. Kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test)

Giả thuyết  $H_0$  các biến không có tính dừng, đã được thử nghiệm bằng cách sử dụng trung bình nhóm thử nghiệm bằng kiểm định nghiệm đơn vị. Trong nghiên cứu này, thực hiện các kiểm định nghiệm đơn vị theo phương pháp tiếp cận ADF Levin-Lin-Chu (Levin & cộng sự, 2002) và ADF IPS (Im & cộng sự, 2003).

**Bảng 2. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho các biến**

Biến	LLC		IPS	
	t-statistic	P-value	t-statistic	P-value
Y1 <sub>it</sub>	-6,46132	0,0000***	-3,45643	0,0003***
Y2 <sub>it</sub>	-4,21094	0,0000***	-2,83400	0,0023***
Y3 <sub>it</sub>	-200,026	0,0000***	-42,5587	0,0000***
X1 <sub>it</sub>	-6,02924	0,0000***	-4,64178	0,0000***
X4 <sub>it</sub>	-5,81542	0,0000***	-4,79218	0,0000***
X7 <sub>it</sub>	-4,10042	0,0000***	-1,58172	0,0569*
X8 <sub>it</sub>	-6,54939	0,0000***	-3,98616	0,0000***
X9 <sub>it</sub>	-9,25294	0,0000***	-8,70589	0,0000***
X12 <sub>it</sub>	-9,48538	0,0000***	-7,26615	0,0000***

Ghi chú: LLC và IPS đại diện cho kiểm định nghiệm đơn vị tương ứng theo Levin & cộng sự (2002) và Im & cộng sự (2003). Các biến Y1<sub>it</sub>, Y2<sub>it</sub>, Y3<sub>it</sub>, X1<sub>it</sub>, X4<sub>it</sub>, X7<sub>it</sub>, X8<sub>it</sub>, X9<sub>it</sub>, X12<sub>it</sub> đại diện lần lượt cho tỉ lệ nợ trên tài sản, tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản, quy mô, hiệu quả kinh doanh, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, tốc độ tăng trưởng, thuế suất thuế TNDN của công ty i vào thời gian t. \*\*\*, \*\* và \* cho biết ý nghĩa tương ứng là 0,1%, 5% và mức 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả Bảng 2 cho thấy bác bỏ H<sub>0</sub>, tức là các biến đều có tính dừng.

### 5.2. Thống kê mô tả các biến

**Bảng 3. Trình bày thống kê mô tả mẫu công ty thuộc nhóm ngành VLXD**

	Y1	Y2	Y3	X1	X4	X7	X8	X9	X10	X11	X12
Mean	0,580536	0,445602	0,132531	4,881518	0,023202	0,338004	1,753735	1,049974	25,38073	0,720329	3.149,407
Median	0,602313	0,453211	0,055270	4,839107	0,016671	0,300880	1,267204	1,034040	19,00000	1,000000	434,0000
Maximum	0,998498	0,977715	0,667409	6,674444	0,297392	0,854198	15,25225	1,957606	54,00000	1,000000	605,422,0
Minimum	0,047266	0,041526	-0,000632	1,361728	-0,136938	0,002113	0,295247	0,000901	5,000000	0,000000	-20,361,00
Std. Dev.	0,202205	0,194814	0,170593	0,664545	0,034035	0,212888	1,582882	0,135525	14,50633	0,449101	25,656,86
Skewness	-0,587473	0,091074	1,513703	-0,290599	1,467943	0,526439	3,776893	1,069365	0,692995	-0,981776	18,35651
Kurtosis	2,944265	2,573483	4,345394	4,297661	12,13453	2,326630	22,59309	13,47721	2,168551	1,963885	390,7253
Jarque-Bera	49,06023	7,626888	389,1649	71,68662	3264,261	55,38524	15,635,32	4,054,522	92,62701	174,7767	5,378,275
Probability	0,000000	0,022072	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
Sum	494,0363	379,2073	112,7840	4154,172	19,74483	287,6415	1.492,428	893,5279	21.599,00	613,0000	2.680,145
Sum Sq. Dev.	34,75400	32,25957	24,73674	375,3770	0,984619	38,52328	2.129,688	15,61187	178,868,6	171,4383	5,60E+11

Ghi chú: Std. Dev. biểu thị độ lệch chuẩn, kiểm định phân phối chuẩn qua phép kiểm định Jarque-Bera. Các biến Y1<sub>it</sub>, Y2<sub>it</sub>, Y3<sub>it</sub>, X1<sub>it</sub>, X4<sub>it</sub>, X7<sub>it</sub>, X8<sub>it</sub>, X9<sub>it</sub>, X12<sub>it</sub> đại diện lần lượt cho tỉ lệ nợ trên tổng tài sản, tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản, quy mô, hiệu quả kinh doanh, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, tốc độ tăng trưởng tài sản, độ tuổi, vốn nhà nước, thuế suất thuế TNDN cho DN i vào thời gian t.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả thống kê mô tả ở Bảng 3 cho thấy đòn bẩy nợ hay tỉ lệ nợ trên tổng tài sản (Y1) của tất cả các DN ngành VLXD là 58,05%. Có nghĩa rằng từ quý II/2007 đến quý II/2012, 58,05%, các khoản nợ tài chính của các DN được tạo ra để tài trợ cho tài sản của các công ty này. Và tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản tương ứng là 44,56%; 13,25%. Độ lệch chuẩn của đòn bẩy nợ, tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản tương ứng là 20,22%; 19,48%; và 17,06%, giá trị của đòn bẩy tối thiểu là 4,73% và giá trị tối đa là 99,85%. Tương tự như vậy, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, tối thiểu và tối đa cho tất cả các biến độc lập được đưa ra trong Bảng 3. Bảng 3 cho thấy trị số P rất nhỏ, cho thấy mức độ ảnh hưởng càng có ý nghĩa và độ tin cậy của kết luận về ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc càng cao.

### 5.3. Ma trận hệ số tương quan

**Bảng 4. Ma trận hệ số tương quan**

	Y1 <sub>it</sub>	Y2 <sub>it</sub>	Y3 <sub>it</sub>	X1 <sub>it</sub>	X2 <sub>it</sub>	X3 <sub>it</sub>	X4 <sub>it</sub>	X5 <sub>it</sub>	X6 <sub>it</sub>	X7 <sub>it</sub>	X8 <sub>it</sub>	X9 <sub>it</sub>	X10 <sub>it</sub>	X11 <sub>it</sub>	X12 <sub>it</sub>
Y1 <sub>it</sub>	1,000														
Y2 <sub>it</sub>	0,6374	1,000													
Y3 <sub>it</sub>	0,4584	-0,3841	1,000												
X1 <sub>it</sub>	0,4789	0,1624	0,3999	1,000											
X2 <sub>it</sub>	0,5124	-0,0116	0,6278	0,8055	1,000										
X3 <sub>it</sub>	0,1707	-0,2728	0,5211	0,7199	0,9117	1,000									
X4 <sub>it</sub>	-0,4363	-0,2731	-0,2015	-0,1968	-0,3091	-0,1601	1,000								
X5 <sub>it</sub>	-0,1534	-0,1407	-0,0224	0,0094	-0,0743	0,0554	0,5616	1,000							
X6 <sub>it</sub>	-0,0373	-0,0271	-0,0129	-0,2528	0,0227	0,0417	0,0671	0,0339	1,000						
X7 <sub>it</sub>	0,2667	-0,2824	0,6306	0,1473	0,3259	0,2393	-0,1149	-0,0733	-0,0357	1,000					
X8 <sub>it</sub>	-0,6232	-0,6111	-0,0359	-0,1812	-0,1302	0,0588	0,2362	0,0655	-0,0038	-0,2383	1,000				
X9 <sub>it</sub>	0,0054	-0,0793	0,0931	0,0772	0,1191	0,1395	0,1624	0,0989	0,0222	-0,0319	0,1184	1,000			
X10 <sub>it</sub>	-0,2683	-0,3541	0,0616	-0,1496	-0,1173	-0,0273	0,2353	0,0635	0,0028	0,2577	0,1068	0,0179	1,000		
X11 <sub>it</sub>	-0,1769	-0,2169	0,0613	-0,1761	-0,2367	-0,2253	0,1335	0,0224	0,0162	0,1460	0,0905	-0,0693	0,1724	1,000	
X12 <sub>it</sub>	0,0467	-0,0634	0,1307	0,1942	0,2536	0,2562	0,1104	0,1150	0,0104	-0,0308	0,0395	0,0377	-0,0785	-0,1237	1,000

*Nguồn:* Tính toán của tác giả

Bảng 4 cho thấy mối quan hệ giữa các biến giải thích và biến phụ thuộc: Các biến độc lập có hệ số tương quan cao đều thuộc các biến của cùng một nhân tố như biến X1, X2 và X3 trong nhân tố quy mô DN và X4, X5 trong nhân tố hiệu quả kinh doanh. Để tránh hiện tượng đa cộng tuyến trong khi thực hiện hồi quy cần phải loại bỏ biến trong cùng một nhân tố.

Sau khi phân tích tương quan để kiểm định mối quan hệ giữa các biến, để đánh giá mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến tỉ suất nợ dài hạn của các DN, nghiên cứu cần phải lựa chọn các biến theo nguyên tắc: mỗi nhân tố chỉ chọn một biến đại diện có quan hệ chặt chẽ nhất với tỉ suất nợ dài hạn, nếu hai biến trong cùng một nhân tố có tương quan chặt chẽ với tỉ suất nợ dài hạn thì sẽ chọn biến có quan hệ chặt chẽ hơn.

## 6. Kết quả nghiên cứu

Sau khi chạy mô hình và kiểm định Hausman cho giá trị P-value = 0,0000 < 0,05 bác bỏ H<sub>0</sub> nên kết quả hồi quy theo phương pháp FEM là lựa chọn phù hợp thể hiện ảnh hưởng của các nhân tố đến

cấu trúc tài chính của các DN ngành VLXD. Trong mô hình FEM, biến tuổi, thuế thu nhập doanh nghiệp và sở hữu nhà nước không thỏa mãn giả thuyết quan hệ tuyến tính với biến phụ thuộc nên bị loại ra khỏi mô hình FEM.

**Bảng 5. Tóm tắt kết quả nghiên cứu mô hình FEM**

<b>Biến độc lập</b>	<b>Tỉ suất nợ</b>	<b>Tỉ suất nợ ngắn hạn</b>	<b>Tỉ suất nợ dài hạn</b>
<b>Biến phụ thuộc</b>			
Tỉ suất nợ năm trước	0,080 (2,8316 <sup>***</sup> )	0,1111 (3,4424 <sup>***</sup> )	0,2031 (6,8636 <sup>***</sup> )
Quy mô DN	0,0386 (4,7624 <sup>***</sup> )	0,0367 (4,458 <sup>***</sup> )	0,0283 (5,361)
Hiệu quả kinh doanh	-0,6220 (-7,2303 <sup>***</sup> )	-0,3270 (-3,7387 <sup>***</sup> )	-0,2968 (-4,0522 <sup>***</sup> )
Cơ cấu tài sản	0,0390 (1,3434)	-0,2354 (-7,9827 <sup>***</sup> )	0,2472 (9,6899 <sup>***</sup> )
Tính thanh khoản	-0,0278 (-9,6577 <sup>***</sup> )	-0,0519 (-18,0764 <sup>***</sup> )	0,0257 (10,7762 <sup>***</sup> )
Tốc độ tăng trưởng	0,0681 (3,7689 <sup>***</sup> )	0,0189 (1,0316)	0,0495 (3,2156 <sup>***</sup> )

Ghi chú: (t-Statistic) \*\*\* có ý nghĩa thống kê ở mức 0,1%; \*\* có ý nghĩa thống kê ở mức 5%; và \* có ý nghĩa thống kê ở mức 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

$$\text{Tỉ suất nợ} \quad Y1 = 0,325 + 0,08Y1_{it-4} + 0,0386X1 - 0,622X4 - 0,0278X8 + 0,0681X9$$

$$\text{Tỉ suất nợ ngắn hạn} \quad Y2 = 0,369 + 0,1111Y2_{it-4} + 0,0367X1 - 0,327X4 - 0,2354X7 - 0,0519X8$$

$$\text{Tỉ suất nợ dài hạn} \quad Y3 = -0,062 + 0,2031Y3_{it-4} - 0,2968X4 + 0,2472X7 + 0,0257X8 + 0,0495X9$$

Kết quả của mô hình trên cho thấy tỉ suất nợ năm trước, quy mô và tốc độ tăng trưởng có quan hệ thuận chiều (+) với cấu trúc tài chính, hiệu quả HĐKD và khả năng thanh khoản có quan hệ nghịch chiều (-) với cấu trúc tài chính.

- Hệ số ước lượng  $\beta$  của tỉ suất nợ, tỉ suất nợ ngắn hạn, tỉ suất nợ dài hạn năm trước đều dương, với hệ số xác định trên 90%; chứng tỏ rằng tỉ suất nợ của các DN ngành VLXD năm trước có quan hệ chặt chẽ đến cấu trúc tài chính năm nay. Kết quả này giống với nghiên cứu của Imen Bouallegui (2006) trên những DN công nghệ cao ở Đức. Cụ thể, giá trị ước tính của các tham số liên quan đến tỉ suất nợ là 0,08, cho thấy các hệ số điều chỉnh là 0,92. Giá trị cao hệ số điều chỉnh này cho thấy tốc độ điều chỉnh cao của các doanh nghiệp ngành công nghiệp VLXD là rất gần với đòn bẩy mục tiêu.

- Hơn nữa quá trình điều chỉnh là một sự đánh đổi giữa chi phí điều chỉnh hướng tới đòn bẩy mục tiêu và chi phí của sự mất cân bằng. Nếu chi phí của sự mất cân bằng lớn hơn chi phí điều chỉnh thì hệ số ước lượng sẽ gần với 0. Ngược lại, hệ số ước lượng sẽ gần với 1. Vì vậy, các DN ngành VLXD có chi phí điều chỉnh lớn hơn chi phí của sự mất cân bằng.

- Quy mô DN (Logarit doanh thu) tỉ lệ thuận (+) với tỉ suất nợ và tỉ suất nợ ngắn hạn. Kết quả thực nghiệm đã khẳng định giả thuyết 1 với mối quan hệ chặt chẽ giữa quy mô DN với chính sách vay nợ của DN.

- Hiệu quả hoạt động kinh doanh ROA tỉ lệ nghịch (-) với cấu trúc vốn đúng với giả thuyết 2 và hệ số này có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 0,1%. Điều này đúng với lí thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ của DN. Nghiên cứu của Rajan & Zingales (1995) và Bevan, A.A. & Danbolt, J. (1999) về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các DN ở Anh cũng cho rằng cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động kinh doanh có mối tương quan nghịch.

- Cơ cấu tài sản tỉ lệ nghịch với tỉ suất nợ ngắn hạn và tỉ lệ thuận với tỉ suất nợ dài hạn. Quan hệ giữa cơ cấu tài sản và tỉ suất nợ không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này giống với nghiên cứu của Huang & Song (2002). Có thể giải thích như sau, việc đầu tư nhiều vào Tài sản cố định sẽ làm khả năng thanh toán ngắn hạn của DN bị ảnh hưởng trong khi đó khoản nợ phải trả của các DN phần lớn đều là nợ vay ngắn hạn, nếu sử dụng nguồn nợ vay này để tài trợ, DN sẽ dễ gặp rủi ro phá sản do áp lực thanh toán ngắn hạn. Bên cạnh đó, Huang & Song (2002) cho rằng các khoản nợ ngắn hạn không cần tài sản thế chấp như các khoản nợ dài hạn.

- Tính thanh khoản tỉ lệ nghịch (-) với tỉ suất nợ, tỉ suất nợ ngắn hạn và tỉ lệ thuận (+) với tỉ suất nợ dài hạn. DN có khả năng thanh khoản cao sẽ có tỉ suất nợ ngắn hạn thấp, điều này có nghĩa DN duy trì một lượng tiền mặt lớn sử dụng để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh vì vậy DN không sử dụng vốn vay ngắn hạn nhiều.

- Tốc độ tăng trưởng tỉ lệ thuận (+) với cấu trúc tài chính và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 0,1%. Điều này chứng tỏ rằng các DN có cơ hội tăng trưởng nhanh có khuynh hướng sử dụng nợ cao hơn các DN có cơ hội tăng trưởng thấp.

## 7. Kết luận và gợi ý chính sách

### 7.1. Kết luận

Bài báo nghiên cứu sự năng động của cấu trúc tài chính bằng cách sử dụng kĩ thuật dữ liệu bảng. Dữ liệu nghiên cứu gồm 50 DN ngành VLXD được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán VN giai đoạn từ quý II/2007 đến quý II/2012.

Tỉ suất nợ bình quân của các DN ngành VLXD là 59%, phần lớn nợ phải trả của DN là nợ ngắn hạn chiếm 80%, tỉ lệ nợ dài hạn thấp. Điều này cho thấy thị trường vốn của VN chưa phát triển, kênh huy động vốn của DN chủ yếu là vốn vay ngân hàng với chi phí cao gây ra nhiều hoạt động trở ngại cho DN.

Kết quả nghiên cứu cho thấy các DN có cấu trúc tài chính chịu ảnh hưởng của tỉ suất nợ năm trước với hệ số điều chỉnh cao cho thấy tốc độ điều chỉnh cao của các doanh nghiệp ngành công nghiệp VLXD là rất gần với đòn bẩy mục tiêu. Bên cạnh đó cũng cho thấy các DN ngành VLXD có chi phí điều chỉnh lớn hơn chi phí của sự mất cân bằng. Nhân tố quy mô DN và tốc độ tăng trưởng có mối quan hệ tỉ lệ thuận với cấu trúc tài chính; nhân tố hiệu quả kinh doanh và tính thanh khoản tỉ

lệ nghịch với cấu trúc tài chính. Tất cả các quan hệ này đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Các mối quan hệ này có thể được giải thích một phần bởi lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn của Modigliani & Miller. Tuy nhiên không thể bỏ qua ảnh hưởng của những đặc điểm riêng biệt của từng DN trong mối quan hệ với cấu trúc tài chính cũng như ảnh hưởng của môi trường thể chế đang hoạt động.

### **7.2. Gợi ý chính sách**

Dựa vào kết quả nghiên cứu, một số kiến nghị được đề xuất như sau:

Các DN ngành VLXD tuy có tỉ trọng Tài sản cố định/vốn chủ sở hữu 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 Tài sản cố định, 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 tài sản cố định 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 sản xuất VLXD 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 ngân hàng thương mại nhưng các ngân hàng thương mại hiện nay quá chú trọng đến tài sản đảm bảo. Các ngân hàng thương mại cần mở rộng khả năng tiếp cận nguồn vốn ngân hàng cho các DN có quy mô nhỏ và vừa nhưng hiệu quả kinh doanh tốt.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các nhân tố quy mô DN, tốc độ tăng trưởng và cơ cấu tài sản có mối quan hệ tỉ lệ thuận với cấu trúc tài chính trong khi nhân tố hiệu quả hoạt động kinh doanh và tính thanh khoản 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 & Miller và lý thuyết chi phí đại diện. Ứng dụng lý thuyết này trong hoạch định cấu trúc tài chính là một giải pháp phù hợp đối với các DN trong giai đoạn hiện nay. Các DN nên sử dụng thu nhập giữ lại để tái đầu tư là ưu tiên hàng đầu, sau đó sử dụng tín dụng thuê mua tài chính và cuối cùng sử dụng nguồn vốn tín dụng từ các ngân hàng thương mại.

### **7.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo**

Nghiên cứu vẫn còn có một số hạn chế như sau: thứ nhất, mặc dù số liệu thực nghiệm được lấy từ báo cáo tài chính của các DN được công bố trên website chứng khoán nhưng trên thực tế vẫn không có tính chính xác tuyệt đối. Điều này có thể dẫn đến sự sai lệch trong việc xây dựng và kiểm định mô hình. Thứ hai, bài báo chỉ nghiên cứu về các nhân tố vi mô tác động đến cấu trúc tài chính DN, chưa tính đến các yếu tố vĩ mô như lãi suất, lạm phát... để nghiên cứu vào mô hình. Thứ ba, bài báo chưa tính đến yếu tố chi phí vốn của DN, đây cũng là yếu tố vô cùng quan trọng cũng có ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Thứ tư, bài báo là chỉ nghiên cứu thực nghiệm ở phạm vi các DN ngành

công nghiệp sản xuất VLXD nên tính đặc trưng không cao. Bài báo chưa nghiên cứu đến đặc điểm ngành của các doanh nghiệp trong mô hình, biến giả đại diện ngành là một biến vô cùng quan trọng vì nó sẽ có ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Cuối cùng, nghiên cứu chưa áp dụng các mô hình để xây dựng cấu trúc tài chính tối ưu nhằm giảm thiểu chi phí và nâng cao giá trị thị trường của cổ phiếu cho các cổ đông của DN. Do đó, các vấn đề này có thể được xem như một định hướng của các nghiên cứu tiếp theo trong tương lai ■

---

### Chú thích

[1] Tác giả lấy từ kho dữ liệu trên web <http://www.cophieu68.com>.

### Tài liệu tham khảo

- Antonios Antoniou, Yilmaz Guney & Krishna Paudyal (2002), *Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries*: 15.
- Bevan, A.A. & Danbolt, J. (1999), *Capital Structure in the United Kingdom 1991-1997*, A Dynamic, Cross – Sectional Approach paper presented at the ACE project workshop Financial Flows and Debt Structures in Transition and Market Economic: Bulgaria, Hungary and United Kingdom, Budapest, 15<sup>th</sup> May.
- Chiarella, Carl., Joan M. Pham, Ah Boon Sim, & Madeleine, M. L. Tan (1992), "*Determinants of Corporate Capital Structure: Australian Evidence*", Pacific-Basin Capital Market Research, Vol. 3, pp. 139-158.
- Dries Heyman, Marc Deloof & Hubert Ooghe (2008), "The Financial Structure of Private Held Belgian Firms"; *Small Business Economics*: 30, 301-313
- Francis Chittenden, Granham Hall & Patrick Hutchinson (1996), "Small Firm Growth, Access to Capital Market and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation"; *Small Business Economics* 8: 59-67
- Fred Ramb & Alfons J. Weichenrieder (2005), "Taxes and the Financial Structure of German Inward FDI", *Kiel Institute for World Economics, Review of World Economics*: vol. 141
- Huang, S. & Song, F. (2002) *The Determinants of Capital Structure: Evidence from China*, Working paper, The University of Hong Kong: 2-7.
- Imen Bouallegui (2006), *The Dynamics of Capital Structure: Panel Data Analysis Evidence from New High-Tech German Firms*, Research Paper: 13-16.
- Im, K., Pesaran, M. & Shin, Y. (2003), "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics* 115, pp. 53-74.
- Jensen, M.C & W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*: 3, 305-360.
- José López-Gracia, Sonia Sánchez-Andújar (12/2007), "Financial Structure of The Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms", *Family Business Review*: vol. XX, no. 4.
- Levin, A. Lin, C. & Chu, C. (2002), "Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and finite sample properties", *Journal of Econometrics*, Vol. 108, pp.1-24
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 145-175
- Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*: vol. L, No. 5
- Rajan, R.G., Zingales, L. (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*: 50, 1421-1461.
- Chương trình giảng dạy Kinh tế FullBright, *Nhập môn kinh tế lượng với các ứng dụng*, chương 10, 6.
- TS. Võ Thị Thúy Anh & Bùi Phan Nhã Khanh (7/2012), "Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính DN: Nghiên cứu thực nghiệm trên các DN ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên Hose", Tạp chí *Phát triển kinh tế*.

Víctor M. González, Francisco González (2004), Firm Size and Capital Structure: Evidence Using Dynamic Panel Data, Research Paper, 11-12.

Viet Anh Dang, Minjoo Kim, & Yongcheol Shin (2012), *Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models*, Research Paper: 5-7.