

Tác động của độ linh hoạt tài chính đối với kết quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến - chế tạo tại Việt Nam

Nguyễn Đức Hiền

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân - Email: hiennd@neu.edu.vn

Đào Lê Trang Anh

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân - Email: anhdao.online@gmail.com

Nguyễn Hoàng

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân - Email: nhoang.neu@gmail.com

Ngày nhận: 04/08/2014	Tóm tắt
Ngày nhận lại: 09/09/2014	Bài viết nghiên cứu tác động của độ linh hoạt tài chính tạo nên bởi hệ số nợ và lượng tiền mặt nắm giữ đối với kết quả hoạt động, bao gồm sự ổn định thu nhập (IS) và tỉ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) của các doanh nghiệp chế biến - chế tạo (CBCT) tại VN.
Ngày duyệt đăng: 10/09/2014	Nghiên cứu sử dụng ba mô hình: (1) Hồi quy theo phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), (2) Hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effect Model-REM), và (3) Hiệu ứng cố định (Fixed Effect Model-FEM).
Mã số: 0814-G-01	Dữ liệu trong nghiên cứu là dữ liệu bảng không cân bằng của 221 doanh nghiệp (DN) thuộc ngành CBCT niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán (SGDCK) Hà Nội (HNX) và SGDCK TP.HCM (HOSE), dữ liệu được thu thập hàng quý từ quý I/2007 đến quý IV/2012. Kết quả cho thấy tỉ lệ nợ vay có tác động tiêu cực đối với ROE và sự ổn định thu nhập trong khi lượng tiền mặt nắm giữ có mối quan hệ thuận chiều với ROE và sự ổn định thu nhập.
	Abstract:
Từ khóa: Độ linh hoạt tài chính, sự ổn định thu nhập, ngành chế biến - chế tạo.	The paper presents the effects of financial flexibility constituted by debt ratio and cash holdings on corporate performance, including artificial income smoothing and return on equity (ROE), as for the case of Vietnam's processing and manufacturing enterprises. The application of regression model specifically based on such three models as Ordinary Least Square (OLS), Random Effect Model (REM), and Fixed Effect Model (FEM), along unbalanced panel data of 221 enterprises listed on HOSE and HNX collected on the quarterly basis between Q1/2007 and Q4/2012, records key findings: debt ratio negatively affects ROE and income smoothing and cash holdings positively correlate with capital use and income smoothing.
Keywords: Financial flexibility, income smoothing, processing and manufacturing industries	

1. GIỚI THIỆU

Cho đến nay, cuộc khủng hoảng kinh tế bắt đầu từ năm 2008 đã dẫn đến hàng loạt khó khăn về tài chính cho các DN VN. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, năm 2013 có 60.737 DN giải thể hoặc ngừng hoạt động. Trên HNX và HOSE, trong 3 năm 2011-2013, có đến 68 cổ phiếu hủy niêm yết. Năm 2013, mặc dù thị trường đạt mức tăng trưởng ấn tượng song đây cũng là năm đầu tiên có sự sụt giảm về số lượng chứng khoán mới niêm yết (15 cổ phiếu) và sự gia tăng về số lượng chứng khoán hủy niêm yết (41 cổ phiếu). Hầu hết các DN tồn tại hiện nay đều phải tiến hành cắt giảm chi tiêu, thu hẹp quy mô hoạt động.

Trong cơ cấu các ngành kinh tế, ngành CBCT luôn chiếm tỉ trọng cao trong tổng sản lượng công nghiệp của cả nước và là một trong những ngành phát triển mũi nhọn của VN. Tuy vậy, từ năm 2011 trở lại đây, lợi nhuận sau thuế của các DN thuộc ngành CBCT bắt đầu có xu hướng sụt giảm. Điều này đặt ra yêu cầu phải làm rõ các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các DN thuộc ngành để từ đó có các biện pháp cải thiện, tăng sức cạnh tranh của các DN.

Nghiên cứu của DeAngelo (2007) chỉ ra một trong những yếu tố quan trọng quyết định đến kết quả hoạt động của DN là độ linh hoạt tài chính, được định nghĩa là “khả năng DN tiếp cận được các nguồn vốn giá rẻ để có thể ứng phó với những khoản chi phí phát sinh ngoài dự tính hoặc đáp ứng nhu cầu vốn cho những khoản đầu tư tiềm năng”. Độ linh hoạt tài chính được cấu thành từ hai nhân tố: đòn bẩy tài chính và lượng tiền mặt nắm giữ. Trong đó, đòn bẩy tài chính thấp kết hợp với nắm giữ tiền mặt vừa phải tạo thành một chính sách tối ưu về tính linh hoạt. Bates & cộng sự (2009) cũng lập luận việc nắm giữ tiền mặt cao có liên quan đến hệ số nợ thấp, và việc thực hiện đồng thời hai chính sách này cho phép các công ty ngăn chặn khủng hoảng và khó khăn về tài chính. Trong một cuộc điều tra các giám đốc tài chính (CFO) của Graham & Harvey (2001), độ linh hoạt tài chính là yếu tố quan trọng nhất quyết định cấu trúc vốn của DN, nhưng việc đánh giá cao tầm quan trọng của độ linh hoạt tài chính trong chính sách tài chính của DN mới chỉ được đề cập trong thời gian gần đây.

Bài nghiên cứu trả lời hai câu hỏi sau: (1) Độ linh hoạt tài chính có tác động như thế nào đối với kết quả hoạt động của các DN ngành CBCT tại VN? (2) Các DN ngành CBCT cần có những thay đổi gì trong cơ cấu vốn và chính sách nắm giữ tiền mặt để nâng cao kết quả hoạt động của bản thân DN?

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Cơ sở lý thuyết

Một trong những lý thuyết cổ điển nhất về độ linh hoạt tài chính là lý thuyết đánh đổi (Trade-Off Theory). Về phương diện cấu trúc vốn, Kraus & Litzenberger (1973) cho rằng các công ty cần phải cân bằng tỉ lệ giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu để tối ưu hóa lợi ích từ lá chắn thuế và các chi phí phát sinh từ nợ. Về phương diện lượng tiền mặt nắm giữ, lý thuyết này xác định lượng tiền mặt tối ưu của DN dựa trên cân bằng giữa chi phí và lợi ích cận biên. Việc nắm giữ lượng tiền mặt lớn có thể giúp DN kịp chi trả các khoản nợ đến hạn, giảm chi phí phát hành vốn cũng như tận dụng được cơ hội đầu tư.

Sau lý thuyết đánh đổi là sự ra đời của lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) với quan điểm không tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu cho DN, thay vào đó các nhà quản trị của DN sẽ huy động vốn dựa vào việc phân hạng thị trường, ban đầu sử dụng nguồn tài chính nội bộ, tiếp đến mới sử dụng nợ vay và cuối cùng phát hành vốn. Myers & Majluf (1984) cũng coi tiền mặt như một công cụ trung chuyển giữa lợi nhuận giữ lại và cơ hội mở rộng đầu tư. DN có nhiều tiền mặt sẽ ưu tiên sử dụng nguồn tài chính tự có trước khi sử dụng nợ vay hay phát hành vốn.

Ngoài ra, Jensen (1986) công bố lý thuyết dòng tiền mặt tự do xây dựng mối quan hệ giữa tiền mặt, nợ vay và chi phí đại diện. Ngược lại với lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng có quan điểm ủng hộ nắm giữ lượng tiền mặt cao, Jensen (1986) nhận định khi DN nắm giữ một lượng tiền mặt lớn, người điều hành sẽ có xu hướng lựa chọn những dự án đầu tư có khả năng sinh lợi thấp. Do đó, để giảm lượng tiền mặt nắm giữ, phương pháp được Jensen (1986) áp dụng là tăng tỉ lệ nợ nhằm tăng áp lực vận hành DN có hiệu quả đủ để trả nợ vay và sinh lợi cho chủ sở hữu.

Như vậy, các lý thuyết trên đều tập trung phân tích ảnh hưởng của cấu trúc vốn và lượng tiền mặt nắm giữ, hay gọi chung là độ linh hoạt tài chính, với kết quả hoạt động của DN. Từ sự hình thành các lý thuyết cơ bản, rất nhiều nghiên cứu về mối liên hệ giữa các nhân tố riêng rẽ trong độ linh hoạt tài chính và kết quả hoạt động kinh doanh của DN đã được thực hiện. Kết quả hoạt động của DN được xem xét dưới hai góc độ: (1) Tỉ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity - ROE); và (2) sự ổn định thu nhập (Income Smoothing - IS).

Khi tiến hành kiểm định tác động của độ linh hoạt tài chính đối với ROE, các nhà kinh tế phát hiện ra ROE có mối quan hệ nghịch chiều với tỉ lệ nợ vay và mối quan hệ thuận chiều với lượng tiền mặt nắm giữ. Cụ thể, về mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ và ROE, Rajan & Zingales (1995) đã nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến kết quả hoạt động kinh doanh của 4.557 công ty niêm yết tại các quốc gia: Mỹ, Nhật, Pháp, Đức, Ý, Anh và Canada và kết luận rằng tỉ lệ nợ vay có mối quan hệ nghịch chiều với ROE của các DN. Tương tự, Zeitun & Tian (2007) đã tìm ra mối quan hệ nghịch chiều giữa tỉ lệ nợ vay và ROE của 167 DN tại Jordan. Đồng nhất với hai kết quả ở trên, Pouraghajan & cộng sự (2012) đã khẳng định hệ số nợ có tác động tiêu cực đến hiệu quả sử dụng vốn của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Tehran của Iran.

Về ảnh hưởng của lượng tiền mặt nắm giữ đối với kết quả hoạt động của DN, Naoki (2012) nghiên cứu tác động của chính sách nắm giữ tiền mặt lên tỉ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) và đưa ra kết luận trong ngắn hạn, các DN tại Nhật có chính sách nắm giữ một lượng tiền mặt ở mức cao có kết quả tài chính tốt hơn. Các kết quả trên đồng nhất với nghiên cứu của Ferreira & Vilela (2004) chỉ ra rằng tỉ lệ nợ vay và lượng tiền mặt nắm giữ có mối quan hệ nghịch chiều với nhau. Tương tự, Gatchev & cộng sự (2010) cũng kết luận tỉ lệ nợ vay và chính sách lượng tiền mặt nắm giữ có mối tương quan qua lại, vì thế DN có thể có được sự linh hoạt cao khi có được lượng tiền mặt lớn và vay nợ ít.

Nhiều nhà nghiên cứu cũng đã tìm hiểu mối liên quan giữa độ linh hoạt tài chính và sự ổn định thu nhập. Sự ổn định thu nhập là sự ít biến động của thu nhập. Một DN có thu nhập ổn định sẽ giúp giá cổ phiếu ổn định và nhà đầu tư có thể dự đoán được các dòng thu nhập trong tương lai. Sự ổn định thu nhập được chia thành hai loại: ổn định tự nhiên và ổn định nhân tạo (sự ổn định có tác động bởi một số kỹ thuật kế toán sổ sách). Sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng về các DN niêm yết tại SGDC Tehran trong giai đoạn 2005-2010, Mohammadi & cộng sự (2012) đã chứng minh được mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa tỉ lệ nợ vay và lượng tiền mặt nắm giữ với sự ổn định nhân tạo của thu nhập. Tương tự như trong mối quan hệ với ROE, tỉ lệ nợ vay có tác động tiêu cực và lượng tiền mặt có ảnh hưởng tích cực lên sự ổn định thu nhập của DN. Tại Indonesia, Yusuf & Soraya (2004) cũng tìm thấy mối quan hệ thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa tỉ lệ nợ vay và sự ổn định thu nhập. Về mối quan hệ giữa chính sách lượng tiền mặt nắm giữ và sự ổn định thu nhập, Namazi & Khansalar (2011) cũng đồng quan điểm với Mohammadi & cộng sự (2012) khi cho

rằng các nhà quản lý nắm giữ lượng tiền mặt lớn (không ở trong tình trạng khó khăn về tài chính) sẽ có xu hướng ổn định dòng tiền DN hơn.

Tại VN, một số nghiên cứu đã chỉ ra một số yếu tố ảnh hưởng đến kết quả hoạt động DN như cơ cấu vốn trong nghiên cứu của Lê Đức Hoàng & cộng sự (2014), dòng tiền tự do trong nghiên cứu của Võ Xuân Vinh & Đoàn Thị Lệ Chi (2014), tuy nhiên chưa có một nghiên cứu mang tính hệ thống về vai trò của độ linh hoạt tài chính.

Tóm lại, các nghiên cứu trước đây đều cho rằng đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tiêu cực đối với khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu và sự ổn định nhân tạo của thu nhập trong khi lượng tiền mặt nắm giữ lại có tác dụng ngược lại.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Giả thuyết nghiên cứu

Như đã phân tích, tác giả tập trung đánh giá tác động của độ linh hoạt tài chính đối với kết quả hoạt động kinh doanh của các DN ngành CBCT tại VN. Trong đó, độ linh hoạt tài chính được cấu thành bởi hai nhân tố: tỉ lệ nợ vay và lượng tiền mặt nắm giữ (DeAngelo, 2007). Kết quả hoạt động của DN có thể được đo lường bằng các hệ số tài chính như ROE (Pouraghajan & cộng sự, 2012), ROA (Naoki, 2012). Tuy nhiên, tiếp cận trên góc độ chủ sở hữu, trong nghiên cứu này, ROE được sử dụng để đo lường kết quả hoạt động của các DN ngành CBCT tại VN sẽ hợp lý hơn.

Dựa vào lí thuyết đánh đổi (Kraus & Litzenberger, 1973), lí thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) và nghiên cứu của Naoki (2012) phân tích lợi ích của việc nắm giữ lượng tiền mặt lớn đối với kết quả hoạt động của DN, cùng với việc kế thừa kết quả nghiên cứu của Pouraghajan & cộng sự (2012) về mối quan hệ giữa hệ số nợ với ROE, kế thừa kết quả nghiên cứu của Mohammadi & cộng sự (2012) về tác động của tỉ lệ nợ và lượng tiền mặt nắm giữ lên sự ổn định nhân tạo của thu nhập, tác giả tiến hành kiểm chứng bốn giả thuyết đối với các DN ngành CBCT tại VN, đó là:

- *Giả thuyết H1: Có mối quan hệ nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê giữa tỉ lệ nợ vay và ROE của các công ty*
- *Giả thuyết H2: Có mối quan hệ thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa lượng tiền mặt nắm giữ và ROE của các công ty.*
- *Giả thuyết H3: Có mối quan hệ nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê giữa tỉ lệ nợ vay và sự ổn định thu nhập của các công ty*

- Giả thuyết H4: Có mối quan hệ thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa lượng tiền mặt nắm giữ và sự ổn định thu nhập của các công ty

2.2.2. Mô hình nghiên cứu

Từ giả thuyết H1 và giả thuyết H2, đồng thời dựa trên nghiên cứu của Pouraghajan & cộng sự (2012) và kế thừa có điều chỉnh mô hình nghiên cứu của Naoki (2012), tác giả đề xuất mô hình hồi quy dữ liệu bảng phân tích mối liên hệ giữa độ linh hoạt tài chính và ROE của các doanh nghiệp ngành CBCT tại VN là Mô hình 1 - Mối quan hệ giữa độ linh hoạt tài chính và ROE:

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_1 (CH_{it}) + \beta_2 (LEV_{it}) + \beta_3 (SIZE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Từ giả thuyết H3 và giả thuyết H4, cùng với sự kế thừa từ mô hình của Mohammadi & cộng sự (2012), mô hình hồi quy dữ liệu bảng đánh giá tác động của độ linh hoạt tài chính lên sự ổn định nhân tạo của thu nhập của các DN ngành CBCT tại VN là Mô hình 2 - Mối quan hệ giữa độ linh hoạt tài chính và sự ổn định thu nhập:

$$IS_{it} = \alpha_i + \beta_1 (CH_{it}) + \beta_2 (LEV_{it}) + \beta_3 (SIZE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Các biến trong hai mô hình được định nghĩa như sau:

ROE và IS là hai biến phụ thuộc đại diện cho kết quả hoạt động của các DN ngành CBCT tại VN. Cụ thể, ROE_{it} là tỉ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của công ty i tại thời điểm t , được đo bằng tỉ lệ giữa lợi nhuận sau thuế và vốn chủ sở hữu của công ty (Pouraghajan & cộng sự, 2012); IS_{it} là sự ổn định thu nhập của công ty i tại thời điểm t , được xác định bằng logarit tỉ lệ giữa độ lệch chuẩn của dòng tiền hoạt động (OCF) và độ lệch chuẩn của thu nhập sau thuế của DN (EAT) trong 8 quý liên tiếp, với điều kiện là ít nhất 4 quý có dữ liệu. Trong đó, dòng tiền hoạt động bằng tổng của thu nhập trước thuế và khấu hao trừ đi thuế và thu nhập hoạt động là thu nhập sau thuế (Mohammadi & cộng sự, 2012).

LEV và CH là hai biến độc lập đại diện cho độ linh hoạt tài chính của các DN ngành CBCT tại VN. LEV_{it} là tỉ lệ nợ vay của công ty i tại thời điểm t , được xác định bằng tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty i thời điểm t (Mohammadi & cộng sự, 2012); CH_{it} là lượng tiền mặt nắm giữ của công ty i thời điểm t , được tính bằng logarit tự nhiên của tổng giá trị tiền mặt, các khoản tương đương tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn (Mohammadi & cộng sự, 2012).

Riêng biến SIZE là biến kiểm soát trong mô hình. $SIZE_{it}$ là quy mô hay tổng tài sản của công ty i thời điểm t , được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản (Mohammadi & cộng sự, 2012).

Với hai mô hình trên, tác giả tiến hành kiểm định mức độ ảnh hưởng của độ linh hoạt tài chính đối với kết quả hoạt động của các DN ngành CBCT tại VN nói riêng, sau đó so sánh kết quả với các nghiên cứu trước đây về mối liên hệ giữa độ linh hoạt tài chính và kết quả hoạt động của các DN nói chung. Phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu là phương pháp thống kê mô tả kết hợp với hồi quy để tìm ra nhân tố tác động có ý nghĩa thống kê. Sau khi phân tích các đặc điểm thống kê của mẫu và phân tích tương quan giữa các biến tác động, tác giả ước lượng mô hình tác động dựa trên mô hình hồi quy theo phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effect Model) và hiệu ứng cố định (Fixed Effect Model).

2.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được khai thác từ cơ sở dữ liệu của StoxPlus, bao gồm 221 DN thuộc ngành công nghiệp CBCT hiện đang niêm yết trên SGDCK Hà Nội và SGDCK TP.HCM trong khoảng thời gian 6 năm kể từ Quý I/2007 đến Quý IV/2012. Về cơ cấu mẫu nghiên cứu, có 117 DN ngành CBCT niêm yết trên HNX, và 104 DN niêm yết trên HOSE. Trong đó, cơ cấu doanh nghiệp phân theo ngành CBCT như sau: Dệt may - Giày da (8 DN); Hóa chất - Dược phẩm (22 DN); Kim loại và các sản phẩm từ khoáng phi kim loại (63 DN); Máy móc - Phương tiện vận tải (9 DN); Nội ngoại thất và các sản phẩm liên quan (7 DN); Sản phẩm dầu mỏ tinh chế và than cốc (2 DN); Sản phẩm giấy và in ấn (15 DN); Sản phẩm từ gỗ (1 DN); Sản phẩm từ nhựa và cao su (19 DN); Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông (20 DN); Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá (51 DN); Sản phẩm khác như thiết bị y tế, đồ chơi, trang sức... (4 DN). Loại bỏ các quan sát không có ý nghĩa, tác giả thu thập được bảng dữ liệu không cân đối với 4.072 quan sát có ý nghĩa.

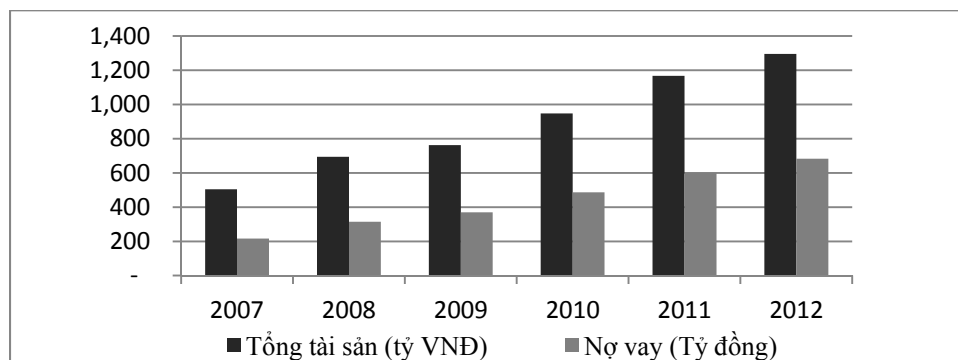
3. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

3.1. Thực trạng DN ngành CBCT niêm yết trên TTCK VN

Hiện nay, tổng số các công ty thuộc ngành CBCT đang được niêm yết trên 2 SGDCK là 221, trong đó có 117 công ty được niêm yết trên sàn HNX, và 104 công ty niêm yết trên sàn HOSE. Số năm hoạt động trung bình của 221 công ty này là 15 năm, trong đó công ty lâu năm nhất là 58 năm và công ty mới nhất là 5 năm.

3.1.1. Tổng tài sản và nợ vay

Kết quả tổng hợp và phân tích số liệu lấy từ các báo cáo tài chính và dữ liệu do công ty StoxPlus cung cấp, tổng tài sản bình quân và tổng nợ vay bình quân của tất cả các công ty đã được niêm yết thuộc ngành CBCT tại VN tăng dần qua các năm.



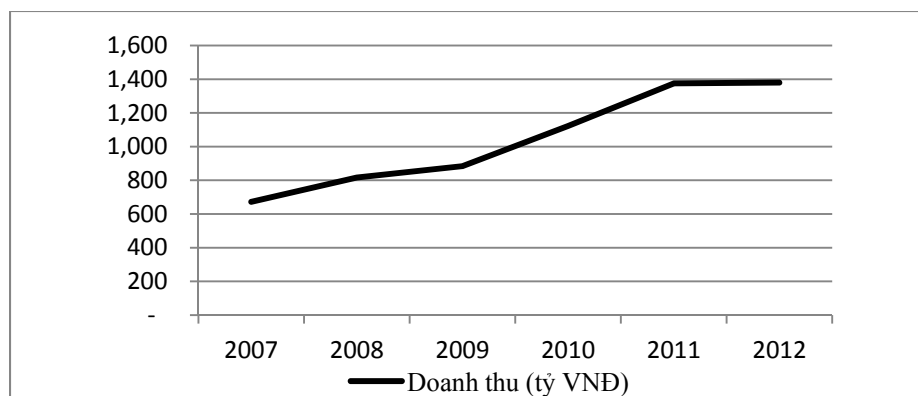
Hình 1. Tổng tài sản bình quân và nợ vay bình quân của các công ty niêm yết thuộc ngành công nghiệp CBCT tại VN giai đoạn 2007-2012

Nguồn: Xử lý của tác giả trên bộ số liệu của StoxPlus Corporation (2013)

Tổng tài sản bình quân vào năm 2012 là 1.295 tỉ đồng, tăng 10,9% so với năm 2011 và tăng 156,7% so với năm 2007. Trong số 221 DN, công ty cổ phần tập đoàn Masan có tổng tài sản lớn nhất, đạt 39.000 tỉ đồng năm 2012. Tổng nợ bình quân của các DN năm 2012 là 682,75 tỉ đồng, tăng 13,74% so với năm 2011 và tăng 215,36% so với 2007. Như vậy, nhìn chung các DN thuộc ngành công nghiệp CBCT có tăng trưởng nguồn vốn và nợ vay ổn định trong các năm từ 2007 đến 2012, tuy nhiên tăng trưởng vay nợ nhanh và mạnh hơn tăng trưởng của tổng nguồn vốn.

3.1.2. Doanh thu thuần

Từ năm 2007 đến năm 2012, doanh thu của các DN CBCT được niêm yết trên TTCK VN liên tục tăng trưởng.



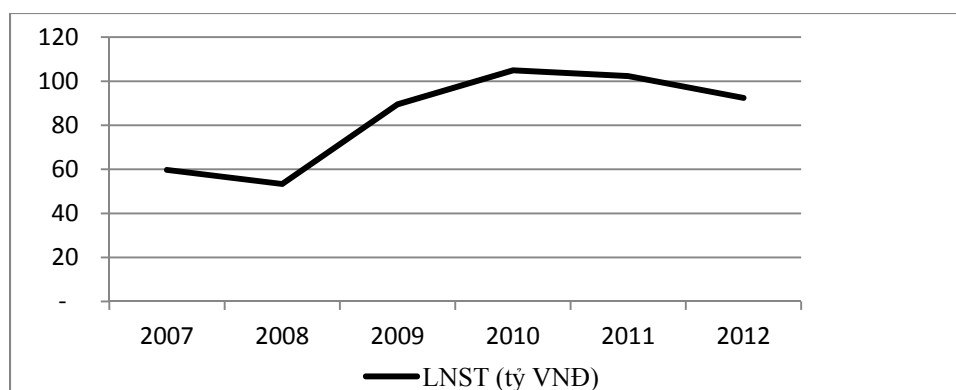
Hình 2. Doanh thu bình quân của các công ty niêm yết thuộc ngành công nghiệp CBCT tại VN giai đoạn 2007-2012

Nguồn: Xử lý của tác giả trên bộ số liệu của Stoxplus

Cụ thể, doanh thu bình quân năm 2011 của các DN này là 1.375 tỉ đồng, tăng 23% so với doanh thu bình quân năm 2010 và tăng 100% so với năm 2007. Tuy nhiên, sang đến năm 2012, tăng trưởng doanh thu của các DN thuộc ngành công nghiệp CBCT đột ngột chững lại, doanh thu bình quân năm 2012 chỉ tăng 0,36% so với 2011.

3.1.3. Lợi nhuận sau thuế

Trong giai đoạn 2007-2012, lợi nhuận sau thuế bình quân của các DN ngành CBCT liên tục biến động. Kết quả tổng hợp và phân tích số liệu lấy từ các báo cáo tài chính và dữ liệu do công ty StoxPlus cung cấp, lợi nhuận sau thuế bình quân chỉ tăng trưởng trong hai năm liên tiếp là 2009 và 2010. Sang năm 2011, lợi nhuận sau thuế của các DN bắt đầu sụt giảm. Năm 2012, lợi nhuận sau thuế bình quân của các DN CBCT niêm yết trên TTCK VN là 92 tỉ đồng, giảm 10% so với năm 2011 và chỉ bằng 88% so với năm 2010 - năm đạt mức lợi nhuận cao nhất (105 tỉ đồng) tính trong giai đoạn 5 năm 2007-2012.



Hình 3. Lợi nhuận sau thuế bình quân của các công ty niêm yết thuộc ngành công nghiệp CBCT tại VN giai đoạn 2007-2012

Nguồn: Xử lý của tác giả trên bộ số liệu của Stoxplus

Như vậy, trong giai đoạn 2007-2012, mặc dù tổng tài sản và tổng nợ vay của các DN đại chúng ngành CBCT không ngừng tăng lên, nhưng do những biến động và khó khăn chung của nền kinh tế: lạm phát tăng cao, rủi ro tín dụng lớn, chi phí đầu vào tăng, khiến doanh thu và lợi nhuận không tăng trưởng ổn định, thậm chí lợi nhuận bị sụt giảm đáng kể trong hai năm liên tiếp 2011 và 2012.

3.2. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

3.2.1. Kết quả thống kê mô tả

Bảng 1. Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
ROE	4.010	0,04	0,07
IS	2.652	0,09	0,46
SIZE	4.072	26,57	1,39
LEV	4.072	25,72	1,61
CH	4.072	23,39	1,76

Dữ liệu thống kê cho thấy ROE trung bình của tất cả 221 công ty trong 6 năm từ 2007 đến 2012 là 4%/quý, tương đương 16%/năm. Tỷ lệ này là cao hơn so với ROE trung bình năm 2011 và 2012 trên HNX (năm 2011 là 10%, năm 2012 là 10,9%)

nhưng thấp hơn ROE trung bình trên HOSE (năm 2011 là 17,2% và năm 2012 là 18,9%). Giá trị logarit tự nhiên của tổng tài sản (SIZE), của tỉ lệ nợ vay (LEV), và của lượng tiền mặt nắm giữ (CH) lần lượt là 26,57; 25,72 và 23,39, tương ứng với giá trị trung bình của tài sản, nợ vay và tiền mặt là 952 tỉ đồng, 485 tỉ đồng, và 86,67 tỉ đồng. So với tổng nguồn vốn, nợ của các DN này đang chiếm tỉ lệ khá cao (51%), trong khi tiền mặt chỉ chiếm 9,1% tổng tài sản.

3.2.2. Ma trận hệ số tương quan

Ma trận hệ số tương quan biểu diễn mối quan hệ giữa các biến độc lập và phụ thuộc được thể hiện trong Bảng 2:

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

Các biến	ROE	IS	CH	LEV	SIZE
ROE	1,000				
IS	-0,023	1,000			
CH	0,210	0,025	1,000		
LEV	-0,380	0,049	-0,093	1,000	
SIZE	0,059	-0,010	0,699	0,211	1,000

Bảng 2 cho thấy hệ số tương quan nhỏ nhất là -0,023 giữa hai biến phụ thuộc IS và ROE, hệ số tương quan lớn nhất là 0,699 thể hiện mối quan hệ giữa biến CH (đại diện cho lượng tiền mặt nắm giữ) và biến SIZE (đại diện cho tổng tài sản). Như vậy, giá trị tuyệt đối của tất cả các hệ số tương quan giữa hai biến khác nhau đều nhỏ hơn 0,8, chứng tỏ không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình.

3.2.3. Kiểm định đơn vị (Unit Root)

Bảng 3. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị

	Kiểm định đơn vị Fisher-type dựa trên kiểm định Dickey-Fuller		Kiểm định đơn vị Fisher-type dựa trên kiểm định Phillips-Perron	
ROE	1.413,66	0,0000	2.023,66	0,0000
IS	1.514,63	0,0000	1.180,62	0,0000
CH	1.133,02	0,0000	1.719,69	0,0000
LEV	972,67	0,0000	1.108,64	0,0000

SIZE	972,19	0,0000	967,36	0,0000
------	--------	--------	--------	--------

Bảng 3 cho thấy các kiểm định đơn vị đã lần lượt bác bỏ giả thuyết H_0 vì trị số p đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Do đó, các biến phụ thuộc và biến giải thích có tính dừng, với giá trị trung bình và phương sai không đổi theo thời gian. Kết luận này thoả mãn các giả thiết cho mô hình hồi quy cổ điển và hồi quy bảng.

3.2.4. Kết quả kiểm định mối quan hệ giữa độ linh hoạt tài chính và ROE

Để quan sát mối quan hệ giữa độ linh hoạt tài chính và ROE, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy với phương pháp bình phương tối thiểu OLS, mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên REM, và mô hình hiệu ứng cố định FEM cho dữ liệu bảng và thu được các kết quả như sau:

Bảng 4. Kết quả mô hình hồi quy theo dữ liệu bảng với biến phụ thuộc ROE

Các biến	ROE_OLS	ROE_REM	ROE_FEM
C	-0,00267 (0,0202)	0,06140 (0,0383)	0,45081*** (0,0769)
LEV	-0,01077*** (0,0007)	-0,01736*** (0,0009)	-0,02009*** (0,0011)
CH	0,00719*** (0,0009)	0,00652*** (0,0010)	0,00657*** (0,0011)
SIZE	-0,00430*** (0,0012)	-0,00576*** (0,0017)	-0,02031*** (0,0031)

Ghi chú: Có ý nghĩa thống kê khi * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Trước tiên, đối với mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ vay và ROE, cả ba phương pháp đều cho hệ số hồi quy âm (-0,01077; -0,01736; -0,02009) và kết quả có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều đó chứng tỏ giả thuyết H1 được chấp nhận. Nói cách khác, khi tỉ lệ nợ vay của DN càng cao thì tỉ suất sinh lợi của vốn chủ sở hữu càng thấp. Kết quả này cũng tương tự như các kết luận trước đây của Rajan & Zingales (1995), Zeitun & Tian (2007), Pouraghajan & cộng sự (2012).

Ngược lại, khi xem xét mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và ROE, các kết quả đều cho thấy một mối quan hệ thuận chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% giữa hai biến. Như vậy, giả thuyết H2 được chấp nhận. Kết quả này thống nhất với phát

hiện trước đây của Naoki (2012) khi đã tìm thấy rằng trong ngắn hạn lượng tiền mặt DN nắm giữ càng cao thì kết quả hoạt động của doanh nghiệp càng lớn.

Về biến kiểm soát, cả ba mô hình hồi quy đều đồng nhất kết quả về mối quan hệ ngược chiều (hệ số hồi quy âm) và có ý nghĩa thống kê giữa độ lớn của tổng tài sản (SIZE) và hiệu quả sử dụng vốn.

Bảng 5. Kết quả R^2 và F-statistic của mô hình hồi quy theo dữ liệu bảng với biến phụ thuộc ROE

	ROE_OLS	ROE_REM	ROE_FEM
R^2	0,093	0,105	0,335
Giá trị thống kê kiểm định F	136,453	157,156	8,621
Giá trị xác suất kiểm định F	0,000	0,000	0,000

Tuy ba mô hình được áp dụng (OLS, REM, FEM) cho các kết quả tương tự nhau, các số liệu ở Bảng 5 cho thấy trong ba mô hình này, mô hình FEM là hiệu quả hơn cả vì khả năng giải thích của mô hình đạt 33,5% (so với 9,3% của mô hình OLS và 10,5% của mô hình REM), Ngoài ra, khi tiến hành kiểm định F với giả thuyết Ho là có ít nhất một trong các biến độc lập có hệ số hồi quy bằng 0, giả thuyết Ho đã bị bác bỏ vì xác suất có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy, tất cả các biến độc lập trong mô hình đều có hệ số khác 0, đồng nhất với các kết luận ở phía trên.

3.2.5. Kết quả kiểm định mối quan hệ giữa độ linh hoạt tài chính và sự ổn định thu nhập

Với ba mô hình hồi quy theo 3 mô hình khác nhau (OLS, REM, FEM), nghiên cứu đánh giá tác động của độ linh hoạt tài chính đối với sự ổn định thu nhập (IS) như sau:

Bảng 6. Kết quả mô hình hồi quy theo dữ liệu bảng với biến phụ thuộc IS

Các biến	IS_OLS	IS_REM	IS_FEM
C	0,29940*	-1,08201***	-5,82126***
	(0,1773)	(0,3849)	(0,8622)
LEV	0,02207***	0,00112	-0,01767***
	(0,0063)	(0,0076)	(0,0088)
CH	0,02539***	0,01642***	0,01445*

	(0,0076)	(0,0082)	(0,0088)
SIZE	-0,03118***	0,02961*	0,20885***
	(0,0098)	(0,0164)	(0,0334)

Ghi chú: có ý nghĩa thống kê * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Đối với mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ vay và sự ổn định thu nhập, các mô hình khác nhau cho những kết quả khác nhau. Mô hình OLS và mô hình REM cho hệ số hồi quy của biến tỉ lệ nợ vay (LEV) dương, trong khi mô hình theo phương pháp hiệu ứng cố định FEM cho hệ số hồi quy âm. Xét về mặt thống kê, chỉ có mô hình OLS và mô hình FEM cho kết quả có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy, chỉ có mô hình FEM có kết quả đồng nhất với phát hiện trước đây của Mohammadi & cộng sự (2012) khi kết luận tỉ lệ nợ vay có ảnh hưởng tiêu cực đối với sự ổn định thu nhập.

Đối với mối quan hệ giữa lượng tiền mặt nắm giữ và sự ổn định thu nhập, các hệ số hồi quy ở các phương pháp đều có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê ở các mức độ khác nhau. Như vậy, giả thuyết H4 được chấp nhận. Kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu của Mohammadi & cộng sự (2012) cho rằng lượng tiền mặt nắm giữ và IS có mối quan hệ tích cực, thuận chiều.

Về biến kiểm soát SIZE, các mô hình cũng tìm ra các hệ số hồi quy có dấu ngược chiều nhau. Theo mô hình OLS, tổng tài sản có ảnh hưởng tiêu cực đối với sự ổn định thu nhập. Theo hai mô hình REM và FEM, tổng tài sản lại tác động tích cực đối với IS.

Bảng 7. Kết quả R^2 và F-statistic của mô hình hồi quy theo dữ liệu bảng với biến phụ thuộc IS

	IS_OLS	IS_REM	IS_FEM
R^2	0,007	0,005	0,465
Giá trị thống kê kiểm định F	5,995	4,548	9,982
Giá trị xác suất kiểm định F	0,000	0,003	0,000

Bảng 6 cho thấy, hệ số xác định R^2 của ba phương pháp đã xác nhận mô hình FEM cho kết quả đáng tin cậy nhất do các biến độc lập trong mô hình đã giải thích được 46,5% sự tác động đối với biến phụ thuộc trong khi R^2 của hai mô hình còn lại chỉ đạt

7% và 5%. Đồng thời, kết quả giá trị thống kê kiểm định F cũng khẳng định các hệ số hồi quy trong mô hình đều khác 0, tương đồng với các kết quả đã tìm thấy.

4. KẾT LUẬN VÀ CÁC KHUYẾN NGHỊ

4.1. Kết luận

Nghiên cứu có các kết luận như sau:

Thứ nhất, tỉ lệ nợ vay có tác động tiêu cực đối với cả hiệu quả sử dụng vốn và sự ổn định nhân tạo của thu nhập của các doanh nghiệp ngành CBCT tại VN. Điều này có thể giải thích như sau: Khi hệ số nợ càng tăng, rủi ro càng tăng, khiến chi phí nợ vay và chi phí vốn chủ sở hữu tăng lên, vượt quá khả năng sinh lợi của nợ vay. Từ đó, kết quả hoạt động kinh doanh của DN bị giảm sút, hay ROE và IS đều giảm.

Thứ hai, lượng tiền mặt nắm giữ có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả sử dụng vốn và sự ổn định thu nhập của các doanh nghiệp ngành CBCT tại VN, đồng nhất với kết quả tìm được của các nghiên cứu trước đây. Nguyên nhân của mối quan hệ này là: khi DN nắm giữ một lượng tiền mặt càng lớn, DN càng có thể chủ động trong việc chi trả các khoản chi phí ngoài dự kiến hoặc đầu tư vào các dự án hứa hẹn. Từ đó, kết quả hoạt động kinh doanh của DN tăng lên, ROE và IS đều tăng.

Như vậy, kết quả nghiên cứu tương đồng với bốn giả thuyết H1, H2, H3, H4 đề xuất ở phần trên, xác định được mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa độ linh hoạt tài chính và kết quả hoạt động của các DN niêm yết thuộc ngành công nghiệp CBCT tại VN.

4.2. Một số khuyến nghị

Đứng trước những khó khăn thách thức cũng như những cơ hội của nền kinh tế, ngành công nghiệp CBCT VN cần có những đổi mới trên nhiều khía cạnh, nhằm thúc đẩy toàn bộ nền công nghiệp của cả nước. Xét trên khía cạnh quản trị tài chính, cụ thể hơn là về góc độ của sự linh hoạt tài chính, nghiên cứu có những khuyến nghị như sau:

Một là, cần giảm hệ số nợ của các DN ngành CBCT tại VN. Hiện tại các DN CBCT đang nắm giữ một tỉ lệ nợ khá cao (trên 50% tổng nguồn vốn), điều này khiến các DN gặp phải rất nhiều rủi ro trong điều hành quản lý DN và khó khăn trong việc huy động vốn. Để giảm chi phí nợ vay cũng như chi phí vốn, các DN ngành CBCT tại VN cần phải giảm tỉ lệ nợ vay, tăng vốn chủ sở hữu, từ đó làm tăng lợi nhuận và hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu.

Hai là, tăng lượng tiền mặt nắm giữ của các DN ngành CBCT tại VN. Với tỉ lệ nắm giữ tiền mặt ở mức trung bình 9%, các DN ngành công nghiệp CBCT cần tăng lượng

tiền mặt của DN mình thông qua các biện pháp như: Tăng tỉ lệ lợi nhuận giữ lại, cân đối giữa tiền mặt và các tài sản có tính thanh khoản thấp hơn trong bảng cân đối kế toán... Với những thay đổi này, các DN CBCT có thể tăng thêm lượng tiền mặt nắm giữ, từ đó nâng cao kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh và gia tăng lợi nhuận■

Tài liệu tham khảo

- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009), “Why Do US Firms Hold So Much More Cash than They Used to?”, *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2007), “Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility”, *Marshall School of Business Working Paper*, No. FBE 02-06, [<http://ssrn.com/abstract=916093>].
- Gatchev, V. A., Pulvino, T., & Tarhan, V. (2010), “The Interdependent and Intertemporal Nature of Financial Decisions: An Application to Cash Flow Sensitivities”, *Journal of Finance*, 65(2), 725-763.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004), “Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries”, *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001), “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field”, *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973), “A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage”, *Journal of Finance*, 28, 923-931.
- Lê Đức Hoàng, Tạ Thu Phương, Thái Thu Thủy, & Nguyễn Chí Dũng (2014), “Tác động của cấu trúc sở hữu tới kết quả hoạt động của các DN xây dựng thuộc lĩnh vực xây dựng niêm yết trên sàn HOSE”, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển (II)*, (201), 29-41.
- Mohammadi, S., Maharlouie, M. M., & Mansouri, O. (2012), “The Effect of Cash Holdings on Income Smoothing”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research Business*, 4(2), 523-532.
- Myers, S. C., & 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.
- Namazi, M., & Khansalar, E. (2011), “An Investigation of the Income Smoothing Behavior of Growth and Value Firms (Case Study: Tehran Stock Exchange Market)”, *International Business Research*, 4(4), 84-93.
- Naoki, S. (2012), “Firms’ Cash Holdings and Performance: Evidence from Japanese Corporate Finance”, *RIETI Discussion Paper*, Series 12-E-031.

- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Mohammadpour Bagheri, M. (2012), “The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange”, *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995), “What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- StoxPlus Corporation (2013), *Data of StoxPlus (Pro: Investors)* [<http://www.stoxplus.com>].
- Tổng cục thống kê (2013), *Niên giám thống kê các năm*.
- Võ Xuân Vinh, & Đoàn Thị Lệ Chi (2014), “Dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các DN VN”, Tạp chí *Phát triển kinh tế*, (280), 61-77.
- Yusuf, M., & Soraya, S. (2004), “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Praktik Perataan Laba Pada Perusahaan Asing dan Non Asing di Indonesia”, *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 8(1) [<http://journal.uui.ac.id/index.php/JAAI/article/view/837>].
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). “Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan”, *The Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 40-61