

Nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa tại TP. Hồ Chí Minh

TRẦN THỊ THÙY LINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - linhtcdn@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

27/08/2014

Ngày nhận lại:

30/01/2015

Ngày duyệt đăng:

25/07/2015

Mã số:

2014-G-S2

Tóm tắt

Mục đích của nghiên cứu nhằm xem xét mức độ ảnh hưởng của các nhân tố: Sở hữu nhà nước, quy mô, tài sản hữu hình, tốc độ tăng trưởng, tỉ suất sinh lời, thuế thu nhập doanh nghiệp, và khả năng thanh khoản đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa tại TP.HCM theo nghiên cứu của Jong (2008), Liu & cộng sự (2011). Tác giả sử dụng dữ liệu bảng và phương pháp hồi quy Pooled OLS, FEM và REM với dữ liệu của 165 công ty cổ phần có vốn nhà nước được phân loại thành 3 nhóm, giai đoạn 2008–2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA, tính thanh khoản đều có tương quan âm với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn ở 3 nhóm doanh nghiệp. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp có tương quan dương với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn ở nhóm 1, nhóm 2 nhưng tương quan âm với tỉ số nợ ngắn hạn ở nhóm 3.

Abstract

Từ khóa:

Cấu trúc vốn, sở hữu nhà nước, đòn bẩy tài chính, doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa.

Keywords:

Capital structure, state ownership, financial leverage, equitized SOEs.

Using panel data along the application of Pooled OLS regression, FEM, and REM, this study conducts an investigation into the effects of a series of factors, namely state ownership and size, tangible assets, growth speed, return on assets (ROA), corporate income taxes, and liquidity, on capital structure of 165 HCMC-based equitized SOEs categorized into three groups in the 2008–2012 period. As suggested by the findings, tangible assets, ROA, and liquidity are negatively related to debt-to-asset and short-term debt ratios for the three groups of enterprises. In case of firm size, there exists a positive correlation with the ratios for Group 1 and 2, whereas the case of Group 3 reflects a negative correlation.

1. Giới thiệu

Trong quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước (DNNN) thì cổ phần hóa (CPH) là hình thức phổ biến nhất, mang lại hiệu quả kinh tế cao nhất, giúp đa dạng hóa sở hữu từ đó làm thay đổi cấu trúc vốn và nâng cao được hiệu quả sử dụng vốn của DNNN. Chính phủ đã ban hành Quyết định số 929/QĐ-TTg, ngày 17/7/2012 phê duyệt Đề án tái cơ cấu DNNN, trọng tâm là các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước giai đoạn 2011–2015. Kế hoạch đến năm 2015, CPH 531 doanh nghiệp (DN); sáp nhập, hợp nhất 25 DN; giải thể, phá sản 16 DN; giao bán 10 DN. Tuy nhiên, tiến trình cổ phần hóa đang hết sức chậm. Năm 2012, cả nước chỉ cổ phần hóa được 13 DN (bằng 14% kế hoạch) và trong 7 tháng đầu năm 2013 cũng chỉ cổ phần hóa 16 DN. Ngoài ra, tình trạng nợ đang ở mức cảnh báo của DNNN.

Hiện nay, có nhiều lí thuyết và nghiên cứu thực nghiệm về phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và quyết định tài trợ vốn cho doanh nghiệp, tiêu biểu như Dewenter & Malatesta (2001), Jong (2008), Firth & cộng sự (2009), Li & cộng sự (2009), Liu & cộng sự (2011). Do đó, việc nghiên cứu cấu trúc vốn của các DNNN CPH (hay CTCP có vốn nhà nước (VNN)) là cần thiết nhằm đánh giá việc tái cấu trúc các nguồn lực tài chính của các DN này. Nghiên cứu tập trung phân tích mức độ ảnh hưởng của các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các CTCP có VNN tại TP.HCM, cụ thể là: (1) Cơ cấu sở hữu nhà nước có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các CTCP có VNN tại TP.HCM? (2) Những nhân tố nào ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN này? và (3) Có sự khác biệt nào về ảnh hưởng của các nhân tố lên cấu trúc vốn giữa 3 nhóm CTCP có VNN tại TP.HCM?

2. Cơ sở lí thuyết và nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Cơ sở lí thuyết

Lí thuyết cấu trúc vốn của Modigliani & Miller (1958) cho rằng các quyết định tài trợ không tác động đến cấu trúc vốn trong thị trường vốn hoàn hảo, và giá trị DN độc lập với cấu trúc vốn. Giá trị DN được xác định bằng tài sản thực chứ không phải bằng chứng khoán mà doanh nghiệp phát hành. Lí thuyết đánh đổi cấu trúc vốn của Scott (1977) chỉ ra 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. Lí thuyết đánh đổi đã thành công trong việc giải thích sự khác biệt cấu trúc vốn giữa các ngành, các DN có

lợi nhuận càng cao nên lựa chọn cấu trúc vốn có tỉ lệ nợ cao. Lí thuyết trật tự phân hạng của Myers & Majluf (1984) được mở rộng bởi Lucas & McDonald (1990) làm rõ các DN sử dụng tài trợ nội bộ khi có sẵn và chọn nợ hơn là vốn cổ phần khi cần đến tài trợ từ bên ngoài. Phát hành vốn cổ phần mới thường là phương án cuối cùng khi khả năng vay nợ của DN đã hết và kiệt quệ tài chính đang đe dọa. Vì vậy, các DN thường ưu tiên tài trợ từ nguồn vốn nội bộ, chủ yếu là từ lợi nhuận giữ lại rồi mới đến vay nợ và cuối cùng mới là phát hành vốn cổ phần mới. Lí thuyết chi phí đại diện (The Agency Theory) của Fama & Miller (1972) được phát triển bởi Jensen & Meckling (1976) và Jensen (1986), lí thuyết này xem xét tác động của các chi phí đại diện lên cấu trúc vốn trong bối cảnh những xung đột lợi ích khác nhau giữa các cổ đông và nhà quản lí; giữa các cổ đông và các chủ nợ khi sử dụng hoặc nợ hoặc cổ phần. Cấu trúc vốn tối ưu được xác định bởi chi phí đại diện, là kết quả đánh đổi giữa quyền lợi (quyền quản lí) và chi phí (rủi ro của cổ đông) trong việc tài trợ nợ.

2.2 Các nghiên cứu thực nghiệm

Mackie-Mason (1990) cũng đưa ra kết quả nghiên cứu phù hợp với lí thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, vì các công ty phải nộp thuế thích sử dụng nợ để tận dụng tấm chắn thuế. Do vậy, thuế thu nhập DN sẽ có quan hệ tỉ lệ thuận với đòn bẩy tài chính.

Dewenter & cộng sự (2001) cho rằng DNNN sử dụng đòn bẩy tài chính lớn hơn công ty tư nhân, có mối tương quan cùng chiều giữa sở hữu nhà nước và đòn bẩy tài chính. Jong (2008), Tugba Bas (2009), Chen (2003) thực hiện nghiên cứu ở Trung Quốc, và Wald (1999) ở các nước đang phát triển chỉ ra mối tương quan âm giữa đòn bẩy tài chính và tốc độ tăng trưởng của DN. Các công ty có triển vọng tăng trưởng thường dùng tài trợ bằng vốn chủ sở hữu hay các công ty có lợi nhuận cao sẽ có xu hướng sử dụng ít hơn nguồn tài trợ bên ngoài.

Jong (2008) khi phân tích các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn của DN phát hiện các yếu tố như: Tài sản cố định hữu hình, quy mô DN có tương quan dương với đòn bẩy; các yếu tố khác như rủi ro DN, khả năng sinh lợi, tốc độ tăng trưởng, tính thanh khoản, thuế thu nhập DN tương quan âm với đòn bẩy, phù hợp với lí thuyết cấu trúc vốn. Theo Tugba Bas (2009), Chen (2004), Rajan, Zingales (1995) và Ozkan (2002) có tương quan dương giữa đòn bẩy và tỉ lệ tài sản cố định hữu hình của DN ở các nước đang phát triển và Rataporn Deesomsak (2004) ở khu vực châu Á Thái Bình Dương.

Tương tự, Li & cộng sự (2009), Firth & cộng sự (2009), Liu & cộng sự (2011) nghiên cứu mối quan hệ cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn tại Trung Quốc. Kết quả cho

thấy sở hữu nhà nước là một yếu tố quan trọng trong quyết định của cấu trúc vốn các công ty Trung Quốc và yếu tố này có mối tương quan dương với đòn bẩy dài hạn và tương quan âm với đòn bẩy ngắn hạn. Những DNN (SOEs) có đòn bẩy tài chính cao hơn những DN không có sở hữu nhà nước (non-SOEs).

Hidenobu Oku & Lai Thi Phuong Nhung (2010) nghiên cứu các nhân tố quyết định huy động vốn của các công ty niêm yết VN có sở hữu nhà nước. Kết quả chỉ ra để vay dài hạn thì khả năng về tài sản thế chấp rất quan trọng, ngay cả đối với các công ty niêm yết đủ điều kiện.

Nadeem & Wang (2011) khi nghiên cứu tính thanh khoản ảnh hưởng đến đòn bẩy tìm thấy đòn bẩy tài chính với tính thanh khoản có mối tương quan âm.

Ở VN, Nguyên & Ramachandran (2006) nghiên cứu mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và cấu trúc vốn của các DN vừa và nhỏ. Kết quả cho thấy SOEs sử dụng đòn bẩy lớn hơn Non-SOEs do công ty có sở hữu nhà nước càng cao thì càng dễ dàng tiếp cận vốn vay hơn.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ Sở Tài chính TP.HCM, Chi cục Tài chính DN, theo Thông tư 220/2013/TT-BTC ngày 31/12/2013 của Bộ Tài chính về hướng dẫn thực hiện Nghị định 71/2013/NĐ-CP ngày 11/07/2013 của Chính phủ về đầu tư VNN vào DN và quản lý tài chính đối với DN do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ. Mẫu nghiên cứu sơ bộ ban đầu gồm 226 công ty thuộc 11 tổng công ty và 7 nhóm công ty TNHH một thành viên trong giai đoạn 2008–2012. Do có một số DN không báo cáo tài chính hoặc báo cáo không đầy đủ (một số DN không niêm yết nên không bắt buộc công bố thông tin theo quy định của HOSE), các DN không thuộc diện nhà nước sở hữu nên mẫu sau khi được loại trừ chỉ còn 165 công ty. Số liệu thứ cấp do Chi cục Tài chính DN TP.HCM tổng hợp nên số liệu nghiên cứu của năm 2013 chưa có. Dữ liệu mỗi công ty được xử lý trên phần mềm Microsoft Excel và Eview 6.0.

Nhóm tác giả theo phương pháp nghiên cứu của Jong (2008), Liu & cộng sự (2011) sử dụng dữ liệu bảng (Panel data) dựa trên báo cáo tài chính do người đại diện VNN tại các CTCP có VNN báo cáo, được phân loại làm 3 nhóm theo Quyết định số

15/2006/QĐ-BTC ngày 20/3/2006 để thấy sự khác biệt về cấu trúc vốn khi có sự chi phối sở hữu của nhà nước, gồm:

- Nhóm các công ty cổ phần nhà nước chiếm chi phối từ 51% /vốn điều lệ: 51 DN.
- Nhóm các công ty cổ phần nhà nước chiếm từ 30% đến 50% /vốn điều lệ: 46 DN
- Nhóm các công ty cổ phần nhà nước chiếm dưới 30% /vốn điều lệ: 68 DN.

3.2. Mô tả các biến và giả thiết nghiên cứu

Các biến đại diện cho nghiên cứu của đề tài, được lựa chọn và phân tích từ nghiên cứu của Jong (2008), Liu & cộng sự (2011) cụ thể:

Nhóm biến phụ thuộc:

- Tỷ số nợ (LEV): Tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản. Tỷ số nợ được sử dụng để xác định nghĩa vụ nợ của chủ sở hữu đối với các chủ nợ trong cấu trúc vốn.

- Tỷ lệ nợ ngắn hạn (STDR): Tính bằng tổng nợ ngắn hạn trên tổng tài sản. Tỷ lệ nợ này cho thấy ảnh hưởng của khả năng thanh khoản và quyết định đầu tư của DN khi người đại diện muốn kiểm soát rủi ro hiệu quả hoạt động.

- Tỷ lệ nợ dài hạn (LTDR): Tính bằng tổng nợ dài hạn trên tổng tài sản. Tỷ số này phản ánh mức độ sử dụng đòn bẩy của DN; những DN tăng trưởng mạnh thì tỷ số này càng cao và đặc biệt các DN có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao.

Nhóm biến độc lập:

- Sở hữu nhà nước: Tác giả đã chọn mẫu là các công ty cổ phần có sở hữu nhà nước và được phân loại làm 3 nhóm nghiên cứu theo lý giải mục 3.1 nên biến này thể hiện đặc trưng trong mẫu, dữ liệu nghiên cứu.

- Tài sản hữu hình (TANG): Tính bằng tổng tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản. Theo lý thuyết đánh đổi (Scott, 1977), Jong (2008) thì các DN có tỷ trọng tài sản hữu hình lớn sẽ sử dụng nhiều nợ hơn các DN có tỷ trọng tài sản vô hình cao vì các chủ nợ thường đòi hỏi phải có thể chấp cho các khoản vay.

- Quy mô DN (SIZE): Lấy log của tổng tài sản, nhằm đánh giá mối quan hệ giữa đầu tư và tài trợ. Theo Liu & cộng sự (2011), các DN lớn thường sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn trong khi các DN nhỏ chủ yếu sử dụng nợ vay ngắn hạn. Những đặc tính trên dẫn đến quy mô có quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính.

- Tốc độ tăng trưởng (GRO): Tính bằng tốc độ tăng doanh thu. Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Scott, 1977), lý thuyết trật tự phân hạng Myers & Majluf (1984), Jong

(2008) các DN có cơ hội tăng trưởng cao thì các nguồn vốn nội bộ ưu tiên sử dụng trước nên dẫn đến tốc độ tăng trưởng có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính.

- Tỷ suất sinh lợi (ROA): Được đo lường bằng lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản. Theo lý thuyết trật tự phân hạng Myers & Majluf (1984), Wald (1999), Jong (2008), cho rằng các DN có lợi nhuận cao sẽ có xu hướng ít sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài.

- Thuế thu nhập DN (TAX): Tính bằng tổng số thuế đã nộp của công ty với tổng tài sản. Theo lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani & Miller (1963), các DN chịu thuế suất biên tế cao hơn sẽ có xu hướng sử dụng nợ vay nhiều hơn để hưởng lợi từ tấm chắn thuế. Jong (2008) kết luận có quan hệ cùng chiều giữa thuế thu nhập DN và đòn bẩy tài chính.

- Tính thanh khoản (LIQUID): Tính bằng tỉ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng nợ ngắn hạn. Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Scott, 1977), cho rằng công ty có tính thanh khoản cao có thể vay nợ nhiều. Theo, lý thuyết trật tự phân hạng Myers & Majluf (1984), DN có nhiều tài sản thanh khoản có thể sử dụng tài sản này tài trợ cho các khoản đầu tư của mình.

Giả thuyết nghiên cứu

Kết hợp lý thuyết và kết quả các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả đưa ra các giả thuyết nghiên cứu sau:

H1: Có quan hệ cùng chiều giữa tỉ lệ tài sản hữu hình và đòn bẩy tài chính

H2: Có quan hệ cùng chiều giữa quy mô và đòn bẩy tài chính

H3: Có quan hệ cùng chiều giữa tốc độ tăng trưởng và đòn bẩy tài chính

H4: Có quan hệ ngược chiều giữa tỉ suất sinh lời và đòn bẩy tài chính

H5: Có mối quan hệ cùng chiều giữa thuế thu nhập DN và đòn bẩy tài chính

H6: Có mối quan hệ ngược chiều giữa tính thanh khoản và đòn bẩy tài chính

3.3. Mô hình nghiên cứu

Nhân tố sở hữu nhà nước được tác giả phân loại DN làm 3 nhóm ở mục 3.1. Do đó, mô hình nghiên cứu là 3 phương trình (1), (2) và (3) sẽ được kiểm định cho mỗi nhóm DN như sau:

- *Phương trình 1:* Biến phụ thuộc là tổng nợ trên tổng tài sản:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot TANG_{i,t} + \beta_2 \cdot SIZE_{i,t} + \beta_3 \cdot GROWTH_{i,t} + \beta_4 \cdot ROA_{i,t} + \beta_5 \cdot TAX_{i,t} + \beta_6 \cdot LIQUID_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

- *Phương trình 2*: Biến phụ thuộc là tổng nợ ngắn hạn trên tổng tài sản:

$$\text{STDR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{TANG}_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \cdot \text{TAX}_{i,t} + \beta_6 \cdot \text{LIQUID}_{i,t} + \varepsilon_i \quad (2)$$

- *Phương trình 3*: Biến phụ thuộc là tổng nợ dài hạn trên tổng tài sản:

$$\text{LTDR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{TANG}_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \cdot \text{TAX}_{i,t} + \beta_6 \cdot \text{LIQUID}_{i,t} + \varepsilon_i \quad (3)$$

$\text{LEV}_{i,t}$: Tổng nợ trên tổng tài sản của công ty i vào cuối năm t .

$\text{STDR}_{i,t}$: Tổng nợ ngắn hạn trên tổng tài sản của công ty i vào cuối năm t .

$\text{LTDR}_{i,t}$: Tổng nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty i vào cuối năm t .

$\text{TANG}_{i,t}$: Tổng tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản của công ty i vào cuối năm t .

$\text{SIZE}_{i,t}$: Quy mô của công ty i vào cuối năm t .

$\text{GROWTH}_{i,t}$: Tốc độ tăng trưởng của công ty i vào cuối năm t .

$\text{ROA}_{i,t}$: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của công ty i vào cuối năm t .

$\text{TAX}_{i,t}$: Thuế thu nhập DN của công ty i vào cuối năm t .

$\text{LIQUID}_{i,t}$: Tổng nợ ngắn hạn trên tổng tài sản của công ty i vào cuối năm t .

Tác giả sử dụng phương pháp định lượng mô hình hồi quy quy pooled OLS, phân tích thống kê mô tả, phân tích tương quan giữa các biến tác động, kết hợp với hồi quy để tìm ra nhân tố tác động có ý nghĩa thống kê. Tác giả thực hiện kiểm định Durbin-Watson, kiểm định White, Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey để khắc phục các vi phạm của hồi quy Pooled OLS. Ngoài ra, tác giả sử dụng thêm hồi quy theo mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) cho dữ liệu bảng. Tác giả kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình thích hợp là FEM hay REM.

4. Đánh giá cấu trúc vốn của các CTCP có vốn nhà nước tại TP.HCM

4.1 Thực trạng cấu trúc vốn của CTCP có vốn nhà nước tại TP.HCM

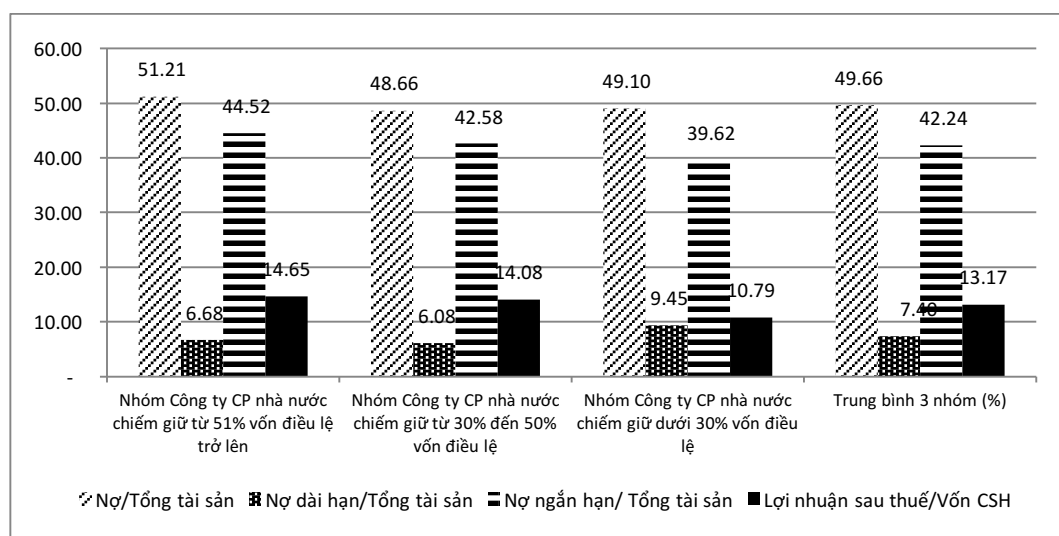
Theo thống kê của Chi cục Tài chính DN TP.HCM, tình hình đầu tư VNN và nợ của các DN này như sau:

Bảng 1

Tỉ số nợ bình quân của các CTCP có VNN từ năm 2008–2012

Nhóm DN phân loại theo tỉ lệ sở hữu nhà nước	Nợ/ Tổng tài sản (%)	Nợ dài hạn/ Tổng tài sản (%)	Nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản (%)	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (%)
1. Nhóm CTCP có VNN chiếm giữ từ 51% vốn điều lệ trở lên	51,21	6,68	44,52	14,65
2. Nhóm CTCP có VNN chiếm giữ từ 30% đến 50% vốn điều lệ	48,66	6,08	42,58	14,08
3. Nhóm CTCP có VNN chiếm giữ dưới 30% vốn điều lệ	49,1	9,45	39,62	10,79
Trung bình 3 nhóm (%)	49,66	7,4	42,24	13,17

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ Chi cục Tài chính DN TP.HCM .

**Hình 1.** Tỉ số nợ của các CTCP có VNN từ năm 2011–2012

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ Chi cục Tài chính DN TP.HCM .

Theo Bảng 1, tỉ lệ nợ bình quân của 3 nhóm DN đều xấp xỉ là 49,66%, nên việc tài trợ bằng vốn cổ phần và tài trợ bằng nợ là tương đương nhau. Kết quả nghiên cứu gần với kết quả hệ số nợ bình quân của DN VN là 47% của Oduka & Lai Thi Phương Nhung (2010). Nguồn vốn nợ của các DN chủ yếu là nợ ngắn hạn, nhóm 1, 2, 3 có tỉ lệ

nợ ngắn hạn bình quân lần lượt là 44,52%; 42,58% và 39,62% nên tài trợ nợ chủ yếu là nợ ngắn hạn, tỉ lệ nợ ngắn hạn của 3 nhóm này khá cao đều trên 40%.

Tỉ lệ nợ dài hạn các CTCP có VNN bình quân là 7,4%, chỉ có nhóm 3 là 9,45%. Tỉ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE bình quân của 3 nhóm DN là 13,17% nhưng các DN nhóm 3 có tỉ suất sinh lời là 10,79%, lại thấp hơn so với DN thuộc nhóm 1,2. Tỉ suất sinh lời ROA của 3 nhóm DN lần lượt là 6,48%; 7,14% và 5,64%, cho thấy sở hữu nhà nước có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và hiệu quả của 3 nhóm DN.

4.2. Phân tích thống kê mô tả các biến

Phân tích thống kê mô tả các biến

Trên cơ sở dữ liệu của 165 DNNN CPH trong giai đoạn từ năm 2008–2012, chúng ta có 825 quan sát được đưa vào phân tích (nhóm 1 là 255 quan sát, nhóm 2 là 230, nhóm 3 là 340). Kết quả phân tích thống kê mô tả như sau:

Bảng 2

Thống kê mô tả các biến của các DN thuộc nhóm 1

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
Giá trị trung bình	0,5121	0,4452	0,0668	0,1901	4,8945	0,1843	0,0648	0,1084	2,4199
Giá trị trung vị	0,5557	0,4140	0,0081	0,1355	4,9159	0,0944	0,0574	0,0697	1,5397
Giá trị lớn nhất	0,9831	0,9155	0,5266	0,7099	5,9073	4,7820	0,3702	0,8932	24,9557
Giá trị nhỏ nhất	0,0612	0,0247	0,0000	0,0008	3,5181	-0,7101	-0,3920	0,0000	0,3372
Độ lệch chuẩn	0,2461	0,2565	0,1189	0,1870	0,5128	0,6908	0,0714	0,1338	2,3607
Độ bất đối xứng	-0,1553	0,1439	2,2665	0,9069	-0,1557	4,1468	-0,4620	3,1556	4,7896
Độ nhọn	1,8182	1,6076	7,4475	2,8615	2,1841	24,5083	10,9706	15,9698	37,9409
Mẫu	255	255	255	255	255	255	255	255	255

Nguồn: Tổng hợp của tác giả và tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Theo Bảng 2, giá trị trung bình của tỉ lệ tổng nợ là 51,2%, tỉ lệ nợ ngắn hạn trung bình là 44,5%, tỉ lệ nợ dài hạn trung bình là 6,68%. Kết quả cho thấy các CTCP có VNN trên 51% chủ yếu sử dụng tài trợ từ nợ ngắn hạn và vốn chủ sở hữu, tỉ lệ nợ dài hạn rất thấp, kết quả tương đồng như Liu & cộng sự (2011). Ngoài ra, tỉ suất sinh lời ROA nhìn chung rất thấp so lãi suất ngân hàng cùng kì, các DN kinh doanh lỗ bắt đầu

năm 2010 như: CTCP Vận tải biển Sài Gòn, CTCP Cơ khí & đúc kim loại Sài Gòn, v.v..

Bảng 3

Thống kê mô tả các biến của các DN thuộc nhóm 2

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
Giá trị trung bình	0,4866	0,4258	0,0608	0,1754	4,6001	0,1575	0,0714	0,1034	3,9036
Giá trị trung vị	0,4988	0,4055	0,0085	0,1050	4,6114	0,0361	0,0531	0,0630	1,8701
Giá trị lớn nhất	0,9922	0,9555	0,8731	0,8908	5,6240	4,7820	0,7887	0,9176	27,7273
Giá trị nhỏ nhất	0,0158	0,0093	0,0000	0,0000	3,3103	-0,8197	-0,7702	-0,0012	0,3372
Độ lệch chuẩn	0,2740	0,2820	0,1289	0,1908	0,5041	0,7167	0,1229	0,1334	5,6660
Độ bất đối xứng	-0,0722	0,2188	3,5336	1,5466	-0,0450	3,7639	-0,1932	3,0784	3,0468
Độ nhọn	1,8022	1,7643	17,6349	5,2379	2,6461	21,4741	19,4800	15,5048	11,8493
Mẫu	230	230	230	230	230	230	230	230	230

Nguồn: Tổng hợp của tác giả và tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Theo Bảng 3, giá trị trung bình của tỉ lệ tổng nợ là 48,66%, tỉ lệ nợ ngắn hạn trung bình là 42,58%, tỉ lệ nợ dài hạn trung bình là 6,08% và thấp nhất là 0. Kết quả phân tích cho thấy các CTCP có VNN từ 30%-50% chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn và vốn chủ sở hữu, tỉ lệ nợ dài hạn rất thấp. Ngoài ra, tỉ suất sinh lời ROA có giá trị trung bình là 7,14%, giá trị cao nhất là 78,87% và thấp nhất là -77,02%, có công ty lỗ rất cao, các DN lỗ bất đầu năm 2010 như CTCP Cơ khí ô tô Thủ Đức, CTCP Cơ khí ngành in, v.v..

Bảng 4

Thống kê mô tả các biến của các DN thuộc nhóm 3

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
Giá trị trung bình	0,4910	0,3962	0,0945	0,1915	5,0555	0,2263	0,0564	0,0527	3,2654
Giá trị trung vị	0,5011	0,3669	0,0164	0,1184	5,0265	0,0687	0,0466	0,0251	1,8367
Giá trị lớn nhất	0,9912	0,9910	0,7246	0,9446	6,6957	4,7820	0,4700	0,9362	27,7273
Giá trị nhỏ nhất	0,0273	0,0061	0,0000	0,0000	3,4467	-0,8197	-0,1711	-0,0086	0,3372
Độ lệch chuẩn	0,2523	0,2582	0,1491	0,2010	0,6077	0,7308	0,0720	0,0881	3,8034
Độ bất đối xứng	0,0247	0,4095	2,0958	1,4189	0,1961	3,3288	0,9742	5,0800	3,1305
Độ nhọn	1,9445	2,1129	7,2329	4,5632	3,2772	18,4549	7,8565	40,0444	15,2596

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
Mẫu	340	340	340	340	340	340	340	340	340

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Kết quả cho thấy các DN nhóm 3 có giá trị trung bình của tỉ lệ tổng nợ là 49,1%, tỉ lệ nợ ngắn hạn trung bình là 39,62%, tỉ lệ nợ dài hạn trung bình là 9,45%. Các CTCP có VNN dưới 30% chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn và vốn chủ sở hữu, tỉ lệ nợ dài hạn rất thấp nhưng cao hơn so nhóm 1, nhóm 2, còn nợ ngắn hạn thì thấp hơn so nhóm 1, nhóm 2. Ngoài ra, tỉ suất sinh lời ROA giá trị cao nhất là 47% và thấp nhất là -17,11%, cho thấy tỉ suất sinh lời ROA nhìn chung rất thấp so lãi suất ngân hàng nhưng lợi nhuận lỗ các DN nhóm 3 đã giảm nhiều so DN nhóm 2, như Công ty Ngọc Lan Đình. Các DN lỗ bắt đầu năm 2010 như CTCP Xây dựng số 3, CTCP Imexco, CTCP nhựa Tân Hóa, v.v..

Phân tích ma trận tương quan các biến

Phân tích tương quan giữa các biến nghiên cứu như sau:

Bảng 5

Ma trận tương quan các biến của các DN thuộc nhóm 1

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
LEV	1,00000								
STDR	0,88894	1,00000							
LTDR	0,15159	-0,31799	1,00000						
TANG	-0,45890	-0,59390	0,33175	1,00000					
SIZE	0,21107	0,11705	0,18430	-0,00316	1,00000				
GROW	0,11045	0,09354	0,02676	-0,07918	-0,04604	1,00000			
ROA	-0,38570	-0,32230	-0,10284	-0,18656	0,02317	0,03607	1,00000		
TAX	-0,25754	-0,20140	-0,09847	0,03946	-0,10801	0,05652	0,31093	1,00000	
LIQUID	-0,52952	-0,57300	0,14048	0,07070	-0,20975	-0,06184	0,23157	0,13741	1,00000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Theo Bảng 5, hệ số tương quan giữa các biến đều nhỏ hơn 0,8 nên các biến đưa vào mô hình có thể chấp nhận. Tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan cùng chiều với

quy mô, tăng trưởng với hệ số là 0,2110, 0,117 (biến quy mô) nhưng tương quan ngược chiều với biến tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA, thuế thu nhập DN, tính thanh khoản. Tỉ số nợ dài hạn có tương quan cùng chiều với 4 biến tài sản hữu hình, biến quy mô, biến tăng trưởng, biến thanh khoản. nhưng tương quan ngược chiều với tỉ suất sinh lời ROA, thuế thu nhập DN.

Bảng 6

Ma trận tương quan các biến của các DN thuộc nhóm 2

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
LEV	1,00000								
STDR	0,89298	1,00000							
LTDR	0,17226	-0,28955	1,00000						
TANG	-0,42552	-0,53170	0,25875	1,00000					
SIZE	0,45618	0,47433	-0,06800	-0,07640	1,00000				
GROW	-0,11162	-0,08197	-0,05796	0,07893	-0,04560	1,00000			
ROA	-0,35340	-0,32759	-0,03459	0,16993	-0,01221	0,18060	1,00000		
TAX	-0,14367	-0,11596	-0,05174	0,03959	-0,14051	0,12847	0,41136	1,00000	
LIQUID	-0,59063	-0,56916	-0,01039	0,04027	-0,42269	0,12121	0,09599	-0,02528	1,00000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan cùng chiều với quy mô với hệ số là 0,45618, 0,47433 và tương quan âm với tốc độ tăng trưởng, tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA, thuế thu nhập DN, tính thanh khoản. Tỉ số nợ dài hạn các DN nhóm 2 chỉ có tương quan cùng chiều với tài sản hữu hình.

Bảng 7

Ma trận tương quan các biến của các DN thuộc nhóm 3

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
LEV	1,00000								
STDR	0,82923	1,00000							
LTDR	0,25273	-0,33075	1,00000						
TANG	-0,11958	-0,13590	0,03044	1,00000					
SIZE	0,17472	0,00703	0,28232	-0,28046	1,00000				

	LEV	STDR	LTDR	TANG	SIZE	GROW	ROA	TAX	LIQUID
GROW	0,09103	0,10335	-0,02229	-0,06460	-0,06457	1,00000			
ROA	-0,37617	-0,26743	-0,17088	-0,26415	-0,02839	-0,02806	1,00000		
TAX	-0,07367	0,00388	-0,13030	-0,06768	-0,09567	0,04581	0,22274	1,00000	
LIQUID	-0,49556	-0,61656	0,23045	-0,06866	-0,11092	0,02549	0,24261	-0,00589	1,00000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Hệ số tương quan giữa các biến đều nhỏ hơn 0,8 nên các biến đưa vào mô hình phù hợp.

Tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan cùng chiều với quy mô, tốc độ tăng trưởng và tương quan ngược chiều với tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA, thuế thu nhập DN, tính thanh khoản. Tỉ số nợ dài hạn chỉ có tương quan cùng chiều với tài sản hữu hình, quy mô, tính thanh khoản.

4.3. Kết quả kiểm định mô hình

Tác giả đã nghiên cứu 3 phương trình cho mỗi nhóm DN ở mục 3.3, với 3 biến phụ thuộc là: LEV, STDR, TDR.

Kết quả kiểm định mô hình theo Pooled OLS

Kết quả kiểm định mô hình các DN nhóm 1

Bảng 8

Tóm tắt kết quả hồi quy theo Pooled OLS các DN nhóm 1

	LEaV		STDR		LTDR	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0,493893***	0	0,727073***	0	-0,233162***	0,0009
TANG	-0,652419***	0	-0,853379***	0	0,20098***	0
SIZE	0,066651***	0,0007	0,015227	0,3652	0,051419***	0,0002
GROWTH	0,025687*	0,0691	0,011529	0,3438	0,014154	0,1543
ROA	-1,313883***	0	-1,201482***	0	-0,112312	0,2877
-0,107394	0,1639	-0,020322		0,76	-0,087078*	0,0912
LIQUID	-0,037998***	0	-0,048012***	0	0,009985***	0,0012

	LEaV		STDR		LTDR	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
R-squared	0,619963		0,73901		0,192481	
F-statistic	67,4279		117,0381		9,852263	
(Prob)	(0,0000)		(0,0000)		(0,0000)	

*, **, *** có mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Kết quả cho thấy tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có mối tương quan âm, ý nghĩa về mặt thống kê là 1% với tài sản hữu hình, tính thanh khoản, tỉ suất sinh lời ROA, cụ thể 2 tỉ số nợ này tăng 1% thì tài sản hữu hình giảm lần lượt là 65,3%, 85,45%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H1, H4, H6 và phát hiện của Deesomsak (2004), Jong (2008), Tugba Bas (2009), Liu & cộng sự (2011); nhưng tỉ lệ nợ dài hạn có mối tương quan dương, về ý nghĩa thống kê là 1% với tài sản hữu hình.

Quy mô DN có mối tương quan dương, về ý nghĩa thống kê là 1% với tỉ số nợ, tỉ số nợ dài hạn phù hợp giả thuyết H2 và Deesomsak (2004), Jong (2008), Liu & cộng sự (2011), Hidenobu Oku & Lai Thi Phuong Nhung (2010).

Ngoài ra, thuế thu nhập DN thì không có ý nghĩa thống kê cao đối với 3 tỉ số nợ. Các DN nhóm 1 có tỉ lệ nợ ngắn hạn rất cao theo Bảng 1, nhưng thuế thu nhập DN lại chỉ có ý nghĩa thống kê là 10% đối với tỉ lệ nợ dài hạn. Điều này cho thấy nhân tố thuế không ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các CTCP có VNN trên 51%.

Kết quả kiểm định mô hình các DN nhóm 2

Bảng 9

Tóm tắt kết quả hồi quy theo Pooled OLS các DN nhóm 2

	LEV		STDR		LTDR	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0,119028	0,3432	-0,012014	0,3186	0,131035	0,1491
TANG	-0,501076***	0	-0,683055***	0	0,181958***	0,0001
SIZE	0,12651***	0	0,14574***	0	-0,019227	0,3005
GROWTH	0,010781	0,5113	0,022133	0,1508	-0,011349	0,3386

	LEV		STDR		LTDR	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
ROA	-0,553131***	0	-0,504241***	0	-0,048898	0,5227
TAX	0,021147	0,827	0,024021	0,791	-0,045153	0,5183
LIQUID	-0,022155***	0	-0,021198***	0	-0,000957	0,5613
R-squared	0,611208		0,677764		0,082956	
F-statistic	58,4285		78,17308		3,62118	
(Prob)	(0,0000)		(0,0000)		(0,0000)	

*, **, *** có mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Kết quả chỉ ra tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan âm, ý nghĩa thống kê là 1% với tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA, tính thanh khoản phù hợp với giả thuyết H1, H4, H6 và Deesomsak (2004), Jong (2008) và Ozkan (2002), Liu & cộng sự (2011), và không có ý nghĩa thống kê với tỉ số nợ dài hạn (ngoại trừ tài sản hữu hình có tương quan dương, về ý nghĩa thống kê là 1%), phù hợp với kết quả của Hidenobu Oku & Lai Thi Phuong Nhung (2010).

Quy mô DN có mối tương quan dương, ý nghĩa thống kê là 1% với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn, phù hợp giả thuyết H2 và Jong (2008), Liu & cộng sự (2011), và không có ý nghĩa thống kê với tỉ số nợ dài hạn.

Thuế thu nhập DN, tốc độ tăng trưởng lại không có ý nghĩa thống kê với các tỉ số nợ của các DN nhóm 2. Đây là nhóm có tỉ lệ nợ thấp, trung bình là 48,66% so với nhóm 1, 3. Do đó, kết quả cho thấy các CTCP có VNN ít quan tâm đến lợi ích tầm chắn thuế khi sử dụng đòn bẩy tài chính, vì tài trợ nợ chủ yếu là nợ ngắn hạn.

Kết quả kiểm định mô hình các DN nhóm 3

Bảng 10

Tóm tắt kết quả hồi quy theo Pooled OLS các DN nhóm 3

	LEV		STDR		LTDR	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0,562532***	0	0,906943***	0	-0,342937***	0

	LEV		STDR		LTDR	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
TANG	-0,265852***	0	-0,332568***	0	0,065052*	0,1000
SIZE	0,025991	0,1749	-0,055891***	0,0022	0,081506***	0
GROWTH	0,029042*	0,0547	0,031002	0,0304	-0,001469	0,8834
ROA	-1,123149***	0	-0,690346***	0	-0,42901***	0,0001
TAX	-0,048749	0,7039	0,02654	0,2827	-0,074803	0,3806
LIQUID	-0,028375***	0	-0,041033***	0	0,012682***	0
R-squared	0,377628		0,467473		0,212334	
F-statistic	33,67501		48,7201		14,96131	
(Prob)	(0,0000)		(0,0000)		(0,0000)	

*, **, *** có mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Kết quả hồi quy cho thấy tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan âm, ý nghĩa thống kê là 1% với tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA, tính thanh khoản phù hợp với giả thuyết H1, H4, H6 và Myers & Majluf (1984), Deesomsak (2004), Jong (2008), Liu & cộng sự (2011).

Tỉ số nợ dài hạn có tương quan dương với tài sản hữu hình, quy mô, tính thanh khoản nhưng có tương quan âm với tỉ suất sinh lời ROA. Đây là điểm khác biệt so với các DN nhóm 2, nhóm 3.

Thuế thu nhập DN, tốc độ tăng trưởng lại không có ý nghĩa thống kê với các tỉ số nợ của DN nhóm 3. Quy mô DN có tương quan dương, ý nghĩa thống kê là 1% với tỉ số nợ dài hạn phù hợp giả thuyết H2 và Liu & cộng sự (2011), Hidenobu Oku & Lai Thi Phuong Nhung (2010) nhưng có tương quan âm, ý nghĩa thống kê là 1% với tỉ số nợ ngắn hạn. Do đó, các DN nhóm 3 có sở hữu nhà nước thấp, quy mô càng lớn thì đòn bẩy tài chính (nợ dài hạn) càng cao.

Kiểm định tự tương quan và phương sai thay đổi

Kiểm định tự tương quan

Tự tương quan là hiện tượng giữa các u_i có tương quan với nhau. Khi xảy ra hiện tượng này thì các ước lượng của hồi quy OLS không còn hiệu quả nên tác giả sử dụng kiểm định Durbin- Watson dựa vào các kết quả hồi quy Pooled OLS của 3 mô hình.

Bảng 11

Kết quả kiểm tra hiện tượng tự tương quan

Biến phụ thuộc	Durbin- Watson		
	DN nhóm 1	DN nhóm 2	DN nhóm 3
LEV	0,927737	0,919241	0,753334
STDR	1,188293	0,876427	1,013132
LTDR	0,777873	0,848219	0,872391

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Hệ số Durbin-Watson cho cả 3 mô hình của 3 nhóm DN đều nhỏ hơn 1, chỉ có mô hình biến STDR của nhóm 1, nhóm 3 xấp xỉ bằng 1 nên có thể kết luận cả 3 mô hình đều bị hiện tượng tự tương quan.

Kiểm định phương sai thay đổi

Tác giả sử dụng kiểm định White, Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan với giả thuyết là:

H_0 : Phương sai của sai số ngẫu nhiên của mô hình không đổi

Nếu $p\text{-value} > 0,05$, chấp nhận giả thuyết H_0 , kết luận không có phương sai thay đổi.

Nếu $p\text{-value} < 0,05$, bác bỏ giả thuyết H_0 , kết luận có phương sai thay đổi.

Bảng 12

Tóm tắt kết quả kiểm tra phương sai thay đổi

	Breusch-Pagan					
	DN nhóm 1		DN nhóm 2		DN nhóm 3	
	Obs*R-squared	Prob	Obs*R-squared	Prob	Obs*R-squared	Prob
LEV	176,5288	0	114,7298	0	299,0376	0
STDR	88,1339	0	154,328	0	192,9789	0

	Breusch-Pagan					
	DN nhóm 1		DN nhóm 2		DN nhóm 3	
	Obs*R-squared	Prob	Obs*R-squared	Prob	Obs*R-squared	Prob
LTDR	273,0679	0	91,5806	0	159,2814	0

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Kết quả, cho thấy hệ số p-value của 3 mô hình đều nhỏ hơn 0,05 nên bác bỏ giả thuyết H_0 , kết luận 3 mô hình đều có phương sai thay đổi. Do đó, kết quả kiểm định Pooled OLS không còn phù hợp vì kết quả ước lượng không đúng nên tác giả sử dụng kiểm định hồi quy theo mô hình FEM và REM.

Kiểm định Hausman, kết quả hồi quy theo FEM

Vì kết quả kiểm định theo mô hình Pooled OLS đều bị hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi nên tác giả sử dụng mô hình FEM, REM và kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM. Giả thuyết cho kiểm định Hausman là:

H_0 : Ước lượng của FEM và REM không khác nhau.

H_1 : FEM phù hợp hơn REM.

Bảng 13

Tóm tắt kết quả kiểm định Hausman

	DN thuộc nhóm 1		DN thuộc nhóm 2		DN thuộc nhóm 3	
	Chi ²	Prob	Chi ²	Prob	Chi ²	Prob
LEV	60,648106	0	39,816212	0	69,397995	0
STD	106,936853	0	40,977935	0	69,637622	0
LTDR	53,907026	0,0286	13,632837	0,034	61,98211	0,041

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Dựa vào kết quả hồi quy chi tiết theo mô hình FEM và REM, kết quả Hausman cho thấy p-value đều bé hơn 0,05 nên bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết H_1 , hay mô hình FEM cho kết quả tốt hơn.

Kết quả kiểm định hồi quy theo phương pháp FEM.

Sau khi kiểm định Hausman, tác giả chọn mô hình hồi quy theo FEM (Panel EGLS (Cross-Section Weights)). Kết quả hồi quy theo mô hình FEM cho 3 mô hình nghiên cứu ở mục 3.3, có kết quả như sau:

Bảng 14

Tóm tắt kết quả hồi quy theo FEM các DN nhóm 1

	LEV	STDR	LTDR
	Coefficient	Coefficient	Coefficient
C	-0,407308***	-0,125207	-0,073158***
TANG	-0,107165***	-0,193211***	0,023372***
SIZE	0,207119***	0,140551***	0,027367***
GROWTH	0,005411***	0,01145***	-0,000362
ROA	-0,55756***	-0,5543***	0,002403
TAX	-0,043328	-0,047818	0,00467
LIQUID	-0,014115***	-0,017256***	0,000418
R-squared	0,993392	0,98904	0,905924
F-statistic	531,567	319,0687	34,04774
(Prob)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
Durbin-Watson	1,873888	2,016869	1,898335

*, **, *** có mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Kết quả hồi quy cho thấy tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan dương với quy mô và tốc độ tăng trưởng nhưng có tương quan âm với tài sản hữu hình, tính thanh toán, tỉ suất sinh lời ROA, thu nhập DN. Điều này cho thấy nhân tố thuế không ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các CTCP có VNN trên 51% và quy mô, tài sản hữu hình có tác động rất lớn đến việc sử dụng đòn bẩy của các DN nhóm 1. Kết quả hồi quy theo FEM có điểm tương đồng so với Pooled OLS, phù hợp với Jong (2008), Liu & cộng sự (2011) và Nguyen & Ramachandran (2006), nhưng kết quả đối với tỉ số nợ dài hạn có ý nghĩa cao hơn và hệ số R² hiệu chỉnh cho thấy các biến cùng giải thích

cao hơn là 99,33%; 98,9%; 90,6% sự thay đổi các tỉ số nợ, hệ số Durbin- Watson cho thấy mô hình không còn tự tương quan.

Bảng 15

Tóm tắt kết quả hồi quy theo FEM các DN nhóm 2

	LEV	STDR	LTDR
	Coefficient	Coefficient	Coefficient
C	-0,581999***	-0,650492***	0,073657***
TANG	-0,215174***	-0,193233***	-0,008766
SIZE	0,251038***	0,251893***	-0,003508
GROWTH	0,011256***	0,009251	0,000217
ROA	-0,488119***	-0,318531***	-0,032267*
TAX	0,181937***	0,169167***	0,007185*
LIQUID	-0,00875***	-0,011461***	0,001631***
R-squared	0,989981	0,992455	0,95144
F-statistic	344,8608	459,0842	68,38434
(Prob)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
Durbin-Watson	1,919323	1,984279	1,938398

*, **, *** có mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Theo Bảng 15, tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan dương với quy mô, tốc độ tăng trưởng và thuế thu nhập DN nhưng có mối tương quan âm với tài sản hữu hình, tính thanh khoản, tỉ suất sinh lời ROA, đều có ý nghĩa thống kê rất cao 1%, tốt hơn so với phương pháp Pooled OLS. Tỉ số nợ dài hạn kết quả hồi quy đều không có ý nghĩa thống kê cao (vì các DN nhóm 2 chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn), ngoại trừ tính thanh khoản. Hệ số R² hiệu chỉnh cho thấy các biến cùng giải thích cao hơn là 98,99%; 99,25%; 95,14% sự thay đổi các tỉ số nợ, mô hình không còn tự tương quan.

Bảng 16

Tóm tắt kết quả hồi quy theo FEM các DN nhóm 3

	LEV	STDR	LTDR
	Coefficient	Coefficient	Coefficient
C	-1,626031***	-0,779721***	-0,177446***
TANG	-0,04197***	-0,131764**	0,038579***
SIZE	0,433189***	0,2484***	0,05318***
GROWTH	0,010278***	0,014519***	-0,001333
ROA	-0,24116***	-0,0128	-0,154277***
TAX	-0,215484***	-0,125371**	-0,076653**
LIQUID	-0,012942***	-0,015495***	0,002683***
R-squared	0,99052	0,984507	0,882432
F-statistic	380,7088	231,5415	27,34971
(Prob)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
Durbin-Watson	1,832683	1,930951	1,827668

* , ** , *** có mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả tính toán trên phần mềm Eviews 8.0

Kết quả làm rõ tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan dương với quy mô, tốc độ tăng trưởng với ý nghĩa thống kê là 1%. Tỉ số nợ dài hạn có mối tương quan dương với tài sản hữu hình, quy mô, tính thanh khoản nhưng có tương quan âm với tỉ suất sinh lời ROA, thuế thu nhập DN. Kết quả hồi quy của DN nhóm 3, có ý nghĩa thống kê cao hơn so với phương pháp Pooled OLS. Các nhân tố tác động đến tỉ số nợ dài hạn đều có ý nghĩa thống kê 1%, ngoại trừ tốc độ tăng trưởng. Hệ số R^2 hiệu chỉnh khá cao cho thấy các biến cùng giải thích cao hơn là 99,0%; 98,45%; 88,24% sự thay đổi các tỉ số nợ và 3 mô hình không có tự tương quan.

Thảo luận các kết quả nghiên cứu

Kết quả kiểm định tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các CTCP có VNN theo 3 nhóm DN theo mô hình FEM. Kết quả nghiên cứu có sự khác

biệt đến cấu trúc vốn của các DN nhóm 1, nhóm 2 và nhóm 3, có sự đồng nhất và không đồng nhất như sau:

- Các DN có VNN thì việc sử dụng đòn bẩy bị tác động rất lớn bởi các nhân tố như: quy mô, tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA và tính thanh khoản, phù hợp với Jong (2008). Nhưng các DN nhóm 1, 2 có tỉ số nợ dài hạn ít bị ảnh hưởng bởi các nhân tố nghiên cứu. Vì các nhân tố có sở hữu nhà nước cao thường được ưu tiên khi tài trợ nợ.

- Tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA đều có tương quan âm với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn ở 3 nhóm DN nhưng kết quả trái chiều với giả thuyết H1, cùng chiều với H4; nhưng có mối tương quan dương với tỉ số nợ dài hạn ở nhóm 1, nhóm 3 phù hợp với nghiên cứu Myers & Majluf (1984), Jong (2008), Tugba Bas (2009), Ozkan (2002), Liu & cộng sự (2011). Vì vậy, các DNNN CPH có tỉ lệ tài sản hữu hình càng lớn thì đòn bẩy tài chính sẽ càng thấp hay tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao, và tỉ suất sinh lời ROA không ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính dài hạn.

- Quy mô DN có tương quan dương với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn ở cả 3 nhóm DN và phù hợp với Myers (1984), Deesomsak (2004), Hidenobu Oku & Lai Thi Phuong Nhung (2010). Kết quả cho thấy tác động quy mô DN đến đòn bẩy tài chính của 3 nhóm có sự khác biệt hay các CTCP có VNN có tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao thì quy mô DN có ảnh hưởng tích mạnh đến đòn bẩy tài chính.

- Tốc độ tăng trưởng có ý nghĩa thống kê cao với tỉ số nợ ở 3 nhóm.

- Thuế thu nhập DN, lại không có ý nghĩa thống kê với các tỉ số nợ của các DN ở nhóm 1 nhưng có ý nghĩa thống kê với doanh nghiệp nhóm 2, nhóm 3. Do đó, kết quả cho thấy các CTCP có VNN cao ít quan tâm đến lợi ích tầm chắn thuế, tài trợ nợ chủ yếu là nợ ngắn hạn và tốc độ tăng trưởng không ảnh hưởng đến cấu trúc vốn.

- Tính thanh khoản có ý nghĩa thống kê 1% với các tỉ số nợ dài hạn của các DN ở nhóm 2, 3 và có tương quan âm, ý nghĩa thống kê 1% với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn ở 3 nhóm. Vì nợ chủ yếu của các DNNN CPH là nợ ngắn hạn nên khi tính thanh khoản cao sẽ giúp cho DN có khả năng trả nợ, phù hợp với Deesomsak (2004), Jong (2008).

5. Kết luận và giải pháp

5.1. Kết luận

Các tranh luận về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn đã được nghiên cứu nhiều ở các quốc gia (Trung Quốc, Pakistan, Thái Lan,...). Nghiên cứu này nhằm phân

tích tác động ảnh hưởng của các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các CTCP có VNN theo 3 nhóm. Kết quả làm rõ tài sản hữu hình, tỉ suất sinh lời ROA, tính thanh khoản đều có mối tương quan âm, ý nghĩa thống kê 1% với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn ở 3 nhóm DN phù hợp với Myers & Majluf (1984), Liu & cộng sự (2011).

Ngược lại, quy mô DN, tốc độ tăng trưởng có tương quan dương, ý nghĩa thống kê 1% với tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn ở cả 3 nhóm phù hợp với Myers & Majluf (1984), Deesomsak (2004), Hidenobu Oku & Lai Thi Phuong Nhung (2010). Nhân tố thuế thu nhập DN không có ý nghĩa thống kê với các tỉ số nợ ở DN nhóm 1, nhưng lại có ý nghĩa với các DN nhóm 2, 3.

5.2. Giải pháp

Từ thực trạng cấu trúc vốn của các CTCP có VNN cho thấy nguồn vốn chủ yếu của các DN thuộc 3 nhóm là vốn chủ sở hữu (công ty nhựa Phú Thọ có tỉ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản bình quân là 95,52%, công ty cấp nước Bến Thành là 89,43%) và nợ ngắn hạn (Công ty CPDP và DVYT Khánh Hội có tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản bình quân là 87,1%, công ty CPXNK y tế là 88,9%). Do đó, cần tái cơ cấu nguồn vốn cho các DN này, nhằm tăng lợi nhuận cho DN.

Chuyển đổi hình thức tài trợ nợ vay

Các CTCP có VNN thuộc 3 nhóm đều có tỉ trọng nợ ngắn hạn lớn hơn so với nợ dài hạn. Vì vậy, vấn đề đặt ra là các giám đốc tài chính cần phải tính toán xem thời điểm thích hợp để chuyển nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn: Vay dài hạn ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu, nhằm tận dụng các lợi thế lãi suất dài hạn thấp khi dự báo lạm phát gia tăng trong tương lai, lợi ích từ tấm chắn thuế do tài trợ nợ.

Các DN này có thể chuyển các khoản vay này sang cho nhà đầu tư dưới dạng trái phiếu thu nhập dài hạn, nhờ đó có thể hoán chuyển các khoản nợ ngắn hạn thành các khoản nợ dài hạn đối với các trái chủ, và chênh lệch thời gian đáo hạn nợ cũng được tháo gỡ. Ngoài ra, các DN này có thể phát hành trái phiếu được bảo đảm với các khoản vay thế chấp (CDO- Collaterallized Debt Obligation). Khung pháp lý về phát hành trái phiếu DN đã được Chính phủ, ban hành ở Nghị định 90/2011/NĐ-CP ngày 14/10/2011 các quy định pháp lý này đã thông thoáng, tạo điều kiện cho các DN tăng vốn, cơ cấu lại các khoản nợ của DN.

Vấn đề người đại diện và hiệu quả hoạt động

Tại các DNNN CPH, tình hình hoạt động kinh doanh thất thoát, thua lỗ trong việc đầu tư ra ngoài ngành nghề kinh doanh chính, nhiều tập đoàn kinh tế quản lý quỹ thiếu chặt chẽ, sai quy định, không thực hiện đầy đủ quyền quản lý, giám sát với vai trò là Người đại diện (NDD) của chủ sở hữu vốn đầu tư ở các công ty con, công ty thành viên. Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 21/2014/TT-BTC hướng dẫn về chế độ hoạt động của NDD, ngày 14-02-2014. Do đó, các DN cần triển khai hướng dẫn và quán triệt thực hiện cơ chế giám sát thông qua NDD tại các CTCP có VNN sẽ góp phần siết chặt quản lý tài chính, hạn chế vi phạm, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng VNN tại DN này.

Vấn đề tỉ lệ sở hữu vốn nhà nước tại các DNNN CPH

Kết quả nghiên cứu về sở hữu VNN ở các DN thuộc 3 nhóm cho thấy DN có VNN chi phối từ 51% /vốn điều lệ chiếm 30,9% trên mẫu. Các DN này vẫn còn được Nhà nước đầu tư vốn với tỉ lệ cao nên tài sản cố định là những khu đất có vị trí đắc địa tốt, tài sản vô hình cao, giá thuê đất, nhà rẻ, có sự ưu ái trong kinh doanh và hỗ trợ tín dụng.

Do đó, vấn đề giảm tỉ lệ VNN ở các DNNN CPH cần thực hiện thoái VNN ở những DN hoạt động thua lỗ, định hướng cho thoái vốn dưới mệnh giá sau khi đã bù trừ dự phòng tổn thất khoản đầu tư tài chính theo quy định; chuyển nhượng các khoản đầu tư tại CTCP chưa niêm yết có giá trị lớn theo mệnh giá; phương thức thoái vốn, lựa chọn tổ chức tài chính trung gian. Bên cạnh đó, SCIC xem xét, mua các khoản đầu tư ngoài ngành kinh doanh chính vào lĩnh vực bảo hiểm, ngân hàng của các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước, công ty 100% VNN.

Vấn đề nhân lực tại các DNNN CPH

Để đảm bảo cho bộ máy quản lý ở các DNNN CPH, cần xây dựng nguồn nhân lực chất lượng cao, đặc biệt là nhân lực quản lý và điều hành của DNNN CPH. Tầm quan trọng của đội ngũ này sẽ góp phần quản trị DN theo thông lệ kinh tế thị trường, tăng cường quản lý và giám sát DN hoạt động có hiệu quả để các DN có thể chủ động sử dụng các nguồn tài trợ. Để có thể tìm được người tài về DNNN, cần tiến hành công khai, minh bạch việc thi tuyển, bổ nhiệm tổng giám đốc, hoặc thực hiện thuê, thi tuyển đối với chức danh tổng giám đốc, nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh và sử dụng hiệu quả các nguồn lực.

Hiện nay, vấn đề Nhà nước quan tâm là các tập đoàn, tổng công ty khi cổ phần hóa DNNN thì Nhà nước chiếm giữ một tỉ lệ như thế nào là tối ưu nhất có hiệu quả kinh tế và hài hòa được các mục tiêu kinh tế xã hội là câu hỏi chưa kiểm chứng cần nghiên cứu tiếp theo■

Tài liệu tham khảo

- Báo cáo tổng kết, *Tài cơ cấu doanh nghiệp nhà nước giai đoạn 2011–2013, nhiệm vụ, giải pháp đến năm 2015* của Ban Chỉ đạo đổi mới và phát triển DN.
- Báo cáo tổng kết, *Tổng hợp chỉ tiêu tài chính năm 2012 của doanh nghiệp khác có VNN thuộc UBNDTP theo Thông tư 117/2010/TT-BTC của Bộ Tài chính*, Chi cục Tài chính DN TP.HCM.
- Deesomsak, R., & Paudyal, K., Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia pasific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 4-5(14), 387-405.
- Dewenter, K., & Pettway, R. H. (2001). Visibility versus complexity in business groups: Evidence from Japanese Keiretsu. *Journal of Business*, 74, 79-100.
- Firth, M., & Linb, C., Liua, P., Wonga, S. M. L. (2009). Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. *Journal of Banking and Finance*, 33(6), 1144-1155.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jong, A. D., & Kabir, R., Thuy, T. N. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants really matter? *Journal of Banking and Finance*, 32, 1954-1969.
- Li, K. H., & Yue, L., Zhao (2009). Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37, 471-490.
- Liu, Q., & Tian, G., Wang, X. (2011). The effect of ownership structure on leverage decision: New evidence from Chinese listed firms. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 16(2), 254-276.
- MacKei-Mason (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? *Working Paper series, Office of Tax Policy Research*, WP 1990-11 November 30, 1989.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-275.
- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

- Nadeem A. S., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.
- Nguyen, T. D. K. (2006). Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192-211.
- Oku, H. & Nhung, L. T. P. (2010). The determinants of the fundraising structure of listed companies in Vietnam: Estimation of the effects of government ownership. *CCES Discussion Paper Series*, 25, January 2010.
- Ozkan, A. (2002). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212.
- 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.
- Scott, Jr. J. H. (1977). Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure. *Journal of Finance*, 32(1), 1-19.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.
- Trần Ngọc Thơ. (2007). *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*. NXB Thống kê.
- Tugba, B., & Gulnr, M., Kate, P. (2009). Detrminas of capital structure in developing countries. *Case Business School*, 106 Bunhill Row, London EC1Y 8TZ, U.K.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristic affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.