

# MÔ HÌNH HỒI QUY NGHIÊN CỨU CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN TẠI CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

## REGRESSION MODEL FOR RESEARCHING FACTORS THAT AFFECT THE CAPITAL STRUCTURE IN VIETNAMESE ENTERPRISES

**Đường Thị Thanh Hải**

*Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp*

Đến Tòa soạn ngày 30/03/2021, chấp nhận đăng ngày 13/04/2021

**Tóm tắt:** Bài báo phân tích ảnh hưởng của các nhân tố tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp (DN) Việt Nam. Nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng với mẫu gồm 324 công ty cổ phần trong giai đoạn 2017-2020. Kết quả cho thấy rằng cấu trúc vốn chịu sự tác động của các nhân tố hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cụ thể: lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) có tác động cùng chiều và lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn.

**Từ khóa:** Cấu trúc vốn, lý thuyết cấu trúc vốn, doanh nghiệp.

**Abstract:** This article analyzes the influence of these factors on the capital structure of Vietnamese enterprises. The study used a regression model for tabular data with a sample of 324 joint stock companies for the period 2017-2020. The results show that capital structure is influenced by specific firm performance factors: return on equity (ROE) make a positive impact and return on total assets (ROA) has the opposite effect of capital structure

**Keywords:** Capital structure, capital structure theory, enterprise.

### 1. GIỚI THIỆU

Cấu trúc vốn là một trong những khía cạnh quan trọng nhất của quyết định tài chính của một tổ chức kinh tế. Các nhà kinh tế học cho rằng quyết định về cấu trúc vốn hợp lý của một tổ chức kinh tế là một trong những khía cạnh khó hiểu nhất trong tài chính doanh nghiệp hiện đại. Tối ưu hóa cấu trúc vốn của các doanh nghiệp là nhiệm vụ quan trọng của nhà quản trị tài chính, có nhiều lý thuyết hiện đại về cấu trúc vốn để giải thích sự khác biệt trong việc lựa chọn cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở trong bối cảnh kinh tế và môi trường thể chế của Việt Nam đã có những tác động đến việc lựa chọn cấu

trúc vốn tại doanh nghiệp. Bài báo tập trung phân tích cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam để tìm hiểu và phân tích những nhân tố tác động đến việc lựa chọn nguồn tài trợ vốn cho doanh nghiệp một cách tối ưu. Hiện nay xu hướng xây dựng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam vẫn còn là một vấn đề bỏ ngỏ, đang được các nhà quản lý điều hành doanh nghiệp rất quan tâm để tìm cách làm tăng giá trị của doanh nghiệp mình. Vì thế, đây là một vấn đề mang tính thực tiễn rất cao, giúp điều chỉnh hiệu quả hoạt động tài chính của doanh nghiệp, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

## 2. TỔNG QUAN VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN

### 2.1. Cấu trúc vốn và các lý thuyết về cấu trúc vốn

#### 2.1.1. Cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn là thuật ngữ tài chính nhằm mô tả nguồn gốc và phương pháp hình thành nên nguồn vốn để doanh nghiệp có thể sử dụng mua sắm tài sản, phương tiện vật chất và hoạt động kinh doanh. Cấu trúc vốn (còn gọi là cơ cấu vốn) đề cập đến “Mối quan hệ kết hợp giữa các nguồn tài trợ khác nhau trong doanh nghiệp và thường là nhấn mạnh đến sự kết hợp giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu” [2].

Cụ thể hơn, cấu trúc vốn của một doanh nghiệp được định nghĩa là “Sự kết hợp của nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư ở một doanh nghiệp” [3]. Các quyết định cấu trúc vốn là rất quan trọng đối với bất kỳ tổ chức kinh tế do thực tế rằng người quản lý có trách nhiệm đảm bảo rằng lợi ích thu được cho các cổ đông là tối đa và vì quyết định này có những hiệu quả rõ rệt với khả năng cạnh tranh của các tổ chức. Các quyết định về các tỷ lệ tổng nợ trên vốn được coi là một chiến lược cho các nhà quản lý, tức là định hướng trong tương lai và có tác dụng lâu dài. Quyết định cấu trúc vốn trực tiếp ảnh hưởng đến lợi nhuận của các tổ chức, điều này làm cho nó là một quyết định quan trọng và không hề bị xem nhẹ trong tài chính doanh nghiệp.

#### 2.1.2. Các lý thuyết về cấu trúc vốn

**Lý thuyết M & M:** (Modigliani và Miller, 1958) cung cấp các lý thuyết giải thích về cấu trúc vốn và giá trị của các công ty trong giả định điều kiện thị trường vốn hoàn hảo. Lý thuyết này được giả định rằng trong điều kiện

không có chi phí phá sản, thị trường vốn không biến động và không có thuế, giá trị của công ty là độc lập với cấu trúc vốn. Tuy nhiên, khi thuế thu nhập doanh nghiệp và chi phí vốn tồn tại, giá trị thị trường của các công ty đang tích cực liên quan đến các khoản nợ dài hạn được sử dụng trong cấu trúc vốn của họ (Modigliani và Miller, 1963).

Lý thuyết này được nêu cụ thể như sau:

“*Mệnh đề I:*

- Trong trường hợp không có thuế thu nhập doanh nghiệp: giá trị công ty có vay nợ ( $V_L$ ) bằng giá trị công ty không vay nợ ( $V_U$ ):  $V_L = V_U$ .

- Trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp: giá trị công ty có vay nợ ( $V_L$ ) bằng giá trị công ty không vay nợ ( $V_U$ ) cộng với hiện giá của lá chắn thuế:  $V_L = V_U + T.D$ .

Trong đó:  $T$  là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp và  $D$  là nợ vay [4].

“*Mệnh đề II:*

- Trong trường hợp không có thuế thu nhập doanh nghiệp, lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần có quan hệ đồng biến với hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu:  $K_e = K_u + (K_u - K_d)(D/E)$ .

Trong đó:  $K_e$ : lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần;  $K_u$ : chi phí sử dụng vốn nếu tổng vốn của công ty là vốn cổ phần;  $K_d$ : chi phí sử dụng nợ;  $D$ : Giá trị của nợ;  $E$ : giá trị vốn cổ phần;  $K_{wacc}$ : chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền.

- Trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp, lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần có quan hệ đồng biến với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và nghịch biến với thuế suất thuế thu nhập DN:

$$K_e = K_u + (K_u - K_d)(1-T)(D/E) \text{ [5].}$$

Lý thuyết này khuyến khích các doanh nghiệp

vay nợ nhiều hơn nhằm tối đa hóa giá trị DN, khi đó cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc được tài trợ hoàn toàn bằng nợ. Đây chính là điểm hạn chế của lý thuyết này do không tính tới rủi ro của việc vay nợ vì khi vay nợ nhiều sẽ phát sinh chi phí, kiệt quệ tài chính, đến một lúc nào đó chi phí kiệt quệ tài chính tăng vượt qua lợi ích thu được từ lá chắn thuế, khi đó chính là lúc giá trị của công ty giảm dần, điều này sẽ được giải quyết ở các lý thuyết về cấu trúc vốn sau này.

**Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory):** Lý thuyết này được kế thừa từ lý thuyết M&M, lý thuyết này cho rằng một công ty trong thực tế phải chấp nhận đánh đổi khi họ ra quyết định về lựa chọn cấu trúc vốn bởi vì ngoài việc xem xét khoản lợi ích có được từ lá chắn thuế được hưởng từ lãi vay họ phải cân nhắc đến nguy cơ kiệt quệ tài chính do sử dụng nợ quá cao như giả định của M&M. Trong nghiên cứu của mình Myers (1984) đã đưa ra kết luận rằng “các doanh nghiệp đi theo cách tiếp cận của lý thuyết đánh đổi sẽ thiết lập một tỷ số nợ mục tiêu dựa trên sự cân bằng giữa khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay và chi phí phá sản, và sau đó, điều chỉnh dần dần cấu trúc vốn theo hướng mục tiêu đó.

Nội dung của lý thuyết đánh đổi là: Giá trị của công ty có vay nợ ( $V_L$ ) bằng giá trị công ty không vay nợ ( $V_U$ ) cộng với hiện giá của lá chắn thuế (T.D) trừ đi chi phí khánh kiệt tài chính:  $V_L = V_U + T.D - \text{Chi phí khánh kiệt tài chính}$  [6].

Như vậy, theo lý thuyết đánh đổi về cấu trúc vốn, các doanh nghiệp sử dụng nợ sẽ nhận được lợi ích tăng thêm nhờ khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay, nhưng cũng dẫn đến phát sinh chi phí kiệt quệ tài chính, do đó các doanh nghiệp cần duy trì đồng thời hai nguồn tài trợ, bao gồm nợ và vốn chủ sở hữu sao cho cân bằng lợi ích nhờ khoản tiết kiệm thuế và chi

phí phá sản để đạt giá trị doanh nghiệp cao nhất, và từ đó lựa chọn được cơ cấu vốn tối ưu.

**Lý thuyết Trật tự phân hạng (Pecking Order Theory):** Lý thuyết trật tự phân hạng về cấu trúc vốn được đưa ra bởi Myers và Majluf (1984) [7]. Lý thuyết trật tự phân hạng không đề cập đến việc xác định có hay không có một cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp mà đề xuất thứ tự ưu tiên lựa chọn các nguồn tài trợ. Lý thuyết này cho rằng khi một công ty cần một nguồn vốn để đầu tư vào tài chính, họ ưu tiên nguồn lực đầu tiên của họ như là tài chính nội bộ, sau đó phát hành nợ, và cuối cùng phát hành cổ phiếu. Không giống như dự đoán của lý thuyết đánh đổi cho rằng doanh nghiệp nên tận dụng ích lợi thu được từ tấm chắn thuế khi có khả năng sinh lời cao, lý thuyết này không đưa ra một cấu trúc vốn mục tiêu cho các doanh nghiệp mà đề xuất một trật tự tài trợ ưu tiên từ đó giúp cho việc giải thích về việc lựa chọn nguồn tài trợ của các doanh nghiệp và tác động của việc lựa chọn đó đến giá cổ phiếu. Lý thuyết này dựa trên cơ sở thông tin bất cân xứng: doanh nghiệp có được những thông tin mà nhà đầu tư không có, sự tồn tại của vấn đề này có ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp khi lựa chọn nguồn tài trợ từ bên ngoài cho các dự án kinh doanh mới thì vay nợ được các doanh nghiệp ưu tiên hơn so với vốn cổ phần, để tránh cho doanh nghiệp bị thị trường định giá thấp.

## 2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn trong doanh nghiệp

### 2.2.1. Nhân tố bên trong doanh nghiệp

**Quy mô doanh nghiệp:** Theo Lý thuyết đánh đổi thì quy mô của công ty có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay, bởi vì các công ty lớn thường có rủi ro phá sản thấp và có chi phí phá sản thấp.

**Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp:**

Thường được đo lường bằng chỉ số Tobin's Q. Các công ty có triển vọng tăng trưởng trong tương lai thường dựa vào tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Điều này có thể giải thích bằng thuyết chi phí vấn đề người đại diện (agency costs). Theo Myers (1984) "Nếu một công ty có đòn bẩy tài chính cao thì các cổ đông của công ty có khuynh hướng không đầu tư nhiều vào các dự án của công ty bởi vì lợi nhuận từ các khoản đầu tư này sẽ có lợi cho các chủ nợ hơn là cho các cổ đông. Do vậy, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với cơ hội tăng trưởng" [6].

**Khả năng thanh toán của doanh nghiệp:**

các công ty có tỷ lệ thanh khoản cao có thể sử dụng nhiều nợ vay do công ty có thể trả các khoản nợ vay ngắn hạn khi đến hạn. Như vậy có nghĩa là tính thanh khoản của công ty có quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Mặt khác, các công ty có nhiều tài sản thanh khoản có thể sử dụng các tài sản này tài trợ cho các khoản đầu tư của mình. Do vậy, tính thanh khoản của công ty có quan hệ tỷ lệ nghịch với đòn bẩy tài chính.

**Lá chắn thuế của doanh nghiệp:** Trong thực tế kinh doanh, một lợi thế của việc sử dụng vốn vay là tiết giảm được thuế thu nhập doanh nghiệp. Người ta nói rằng vốn vay đã tạo ra một "Lá chắn thuế" cho doanh nghiệp, nhờ đó tạo nên hiệu quả kinh doanh nói chung là cao hơn so với chỉ sử dụng vốn của chính doanh nghiệp, hay còn gọi là vốn chủ sở hữu.

**Nhân tố tài sản hữu hình của doanh nghiệp:** Các công ty có các sản phẩm độc đáo thường có đòn bẩy tài chính thấp bởi vì nếu công ty bị phá sản, thị trường thứ cấp có tính cạnh tranh cho hàng tồn kho và các thiết bị sản xuất của công ty có thể không có. Do vậy, đặc điểm riêng của tài sản công ty tỷ lệ nghịch với đòn bẩy tài chính.

**Chính sách quản lý của lãnh đạo công ty:**

Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers đã cho rằng không có thể không có một cấu trúc vốn mục tiêu riêng. Lý thuyết này hàm ý rằng các doanh nghiệp thích tài trợ nội bộ hơn. Nợ thường sẽ được ưu tiên phát hành đầu tiên và vốn cổ phần bán ra bên ngoài là lựa chọn cuối cùng. Bởi vì, tài trợ nội bộ giúp các doanh nghiệp sẽ không phải công bố thông tin và chịu sự giám sát theo luật như khi bán chứng khoán mới.

**2.2.2. Nhân tố bên ngoài doanh nghiệp**

**Lãi suất kỳ vọng thị trường:** Lãi suất kỳ vọng thị trường càng cao làm cho các nhà đầu tư kỳ vọng vào lợi nhuận của doanh nghiệp cao làm cho các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn trong khi hoạt động sản xuất kinh doanh ngày càng cạnh tranh khốc liệt, kinh doanh ngày càng khó khăn làm cho doanh nghiệp đặt mục tiêu lợi nhuận tăng lên.

**Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp:** Các công ty có mức thuế thực nộp cao sẽ sử dụng nhiều nợ vay để tận dụng tấm chắn thuế, do vậy thuế có quan hệ tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính.

**Đánh giá xếp hạng doanh nghiệp:** Các nhà cho vay và cơ quan xếp hạng trái phiếu thường định ra các giới hạn cho việc lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp như là một điều kiện để cung cấp tín dụng hay trì xếp hạng của trái phiếu hoặc cổ phần ưu đãi.

**Các tiêu chuẩn của ngành kinh doanh:** Cấu trúc vốn giữa các ngành công nghiệp khác nhau rất nhiều. Một số nghiên cứu cho thấy các ngành càng sinh lợi cao, càng có khuynh hướng sử dụng ít nợ vay. Một số nghiên cứu khác cho thấy tỷ lệ đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn có tương quan phủ định với tần suất phá sản trong ngành.

**Tác động của tín hiệu thị trường:** Các nghiên cứu cho thấy, khi doanh nghiệp lựa chọn nguồn tài trợ vốn cho doanh nghiệp từ nợ vay hay phát hành cổ phiếu thì nó sẽ cho thấy viễn cảnh tương lai của công ty. Khi doanh nghiệp phát hành cổ phiếu thì giá cổ phiếu sẽ giảm. Việc mua lại cổ phần thường sẽ làm tăng thu nhập trên một cổ phiếu.

**Chính sách quản lý của nhà nước:** Phần lớn các công ty cổ phần của Việt Nam hiện nay được cổ phần hóa từ các doanh nghiệp nhà nước đều đó làm ảnh hưởng đến vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp. Các chính sách quản lý điều tiết vĩ mô của Nhà nước ảnh hưởng đến nguồn vốn vay của doanh nghiệp. Điều này làm ảnh hưởng đến quyết định tài trợ vốn đầu tư của các doanh nghiệp.

### 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

##### 3.1.1. Đối tượng nghiên cứu

Ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

##### 3.2.2. Phạm vi nghiên cứu

- Phạm vi nghiên cứu về nội dung:
  - + Các lý thuyết về cấu trúc vốn, các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp.
  - + Xác định ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Phạm vi không gian và thời gian nghiên cứu: Bài viết này thực hiện thông qua nghiên cứu định lượng, với việc thu thập số liệu báo cáo tài chính từ năm 2017-2020 của 324 công ty cổ phần trong tất cả các ngành như: thủy sản, vận tải, bảo hiểm, cơ khí, xây dựng, hàng tiêu dùng... được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam[1].

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài báo sử dụng phương pháp phân tích, so sánh, đối chiếu và thống kê mô tả cùng với phân tích hồi quy ước lượng mức độ tác động của các yếu tố giải thích đến biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy đề xuất bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) và sử dụng dạng dữ liệu bảng chạy trên phần mềm Eviews 5.1. Dựa trên kết quả nghiên cứu thu được, tác giả rút ra các hàm ý và đề ra các khuyến nghị về mặt chính sách và quản trị.

##### 3.2.1. Mô hình hồi quy các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn

###### a. Xác định các biến của mô hình

Để chạy được mô hình hồi qui ta phải xác định được các biến trong mô hình và xem xét các biến có ảnh hưởng như thế nào đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp Việt Nam hiện nay.

**Bảng 1. Mô tả các biến nghiên cứu**

Ký hiệu	Tên biến	Cách tính
<b>BIẾN PHỤ THUỘC</b>		
LIA	Liability	Tổng nợ / vốn chủ sở hữu
<b>BIẾN ĐỘC LẬP</b>		
TFA	Tangible fixed asset	Tài sản cố định hữu hình / tổng tài sản,
LIQ	Liquidity	Tài sản ngắn hạn / nợ ngắn hạn
IFA	Intangible fixed asset	Tài sản cố định vô hình / tổng tài sản
ROA	Return on total assets	Lợi nhuận ròng / tổng tài sản
ROE	Return on equity	Lợi nhuận ròng/ vốn chủ sở hữu
ROS	Return on sales	Lợi nhuận ròng/ doanh thu
GRO	Growth	Giá trị tăng trưởng tổng tài sản /số sách của doanh nghiệp

Ký hiệu	Tên biến	Cách tính
TAX	Tax	Chi phí thuế hiện hành phải nộp

Nguồn: Tác giả

#### b. Phương trình hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn

Về mặt nghiên cứu thực tế, trên thế giới đã có rất nhiều các học giả nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn tại các quốc gia phát triển như Huang và Song (2006)[8], Margaritis và Psillaki (2007)[9], Booth (2009) [10]..., trên cơ sở tổng quan các nghiên cứu đồng thời có sự điều chỉnh để phù hợp hơn với đặc điểm thị trường tại Việt Nam, mô hình hồi quy có dạng:

$$LIA = \beta_1 \times ROA + \beta_2 \times ROE + \beta_3 \times ROS + \beta_4 \times GRO + \beta_5 \times IFA + \beta_6 \times TFA + \beta_7 \times TAX + \beta_8 \times LIQ + \beta$$

#### 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm được trình bày trên ba góc độ: thống kê mô tả, phân tích hồi quy và kết luận rút ra từ việc phân tích thực nghiệm.

##### 4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu khái quát bằng các chỉ số thống kê như số quan sát số trung bình, số lớn nhất, nhỏ nhất, độ lệch chuẩn như bảng sau:

**Bảng 2. Bảng thống kê mô tả**

Tên biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
LIA	1.607	2.499	0.002	22.49
ROA	0.072	0.077	8.5E-	0.423
ROE	0.133	0.116	0.0001	0.506
ROS	0.093	0.121	4.32E-	0.903
GRO	1.124	0.255	0.150	2.18
IFA	0.017	0.032	0.000	0.242
TFA	0.206	0.213	0.0016	0.976

Tên biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
TAX	0.194	0.133	0.000	0.948
LIQ	2.644	4.326	0.281	45.08

Nguồn: Tác giả xử lý bằng Eviews

#### 4.2. Phân tích hồi quy

##### 4.2.1. Mô hình hồi quy

Từ mô hình kinh tế lượng trên tác giả dùng Eview 5.1 chạy mô hình hồi qui cho biến tỷ suất tổng nợ trên vốn chủ sở hữu (LIA) được bằng xuất mô hình sau:

**Bảng 3. Mô hình hồi qui của biến tỷ suất tổng nợ/vốn chủ sở hữu**

	Coef.	Std. Err.	F-Statistic	Prob
C	0.25	0.89	0.28	0.77
ROA	-29.31	4.2	-6.96	0.00
ROE	16.95	2.7	6.27	0.00
ROS	1.36	1.94	0.7	0.48
GROW	0.84	0.7	1.2	0.23
IFA	-1.83	5.25	-0.34	0.72
TFA	1.24	0.82	1.51	0.13
TAX	-0.04	1.33	-0.03	0.97
LIQ	-0.02	0.04	-0.55	0.57

Nguồn: tác giả xử lý bằng Eviews

Từ bảng xuất mô hình ta có phương trình kinh tế lượng theo phương pháp (OLS) sau:

$$LIA = -29.31 ROA + 16.95 ROE + 1.36 ROS + 0.84 GRO - 1.83 IFA + 1.245 TFA - 0.04 TAX - 0.02 LIQ + 0.25$$

##### 4.2.2. Ma trận hệ số tương quan

Hệ số tương quan chỉ ra mối quan hệ hai chiều giữa từng cặp biến với nhau. Hệ số tương quan càng lớn cho thấy mối quan hệ giữa hai biến càng chặt và ngược lại khi hệ số tương quan thấp diễn tả mối quan hệ giữa hai biến không chặt. Đồng thời với hệ số dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều

giữa các cặp biến, hệ số âm cho thấy quan hệ ngược chiều giữa hai biến. Kết quả cho thấy biến LIA có tương quan mạnh nhất

với ROA (-0.24) và tương quan yếu nhất với TAX (0.03).

**Bảng 4. Ma trận hệ số tương quan**

	GRO	IFA	LIQ	ROA	ROE	ROS	TFA	TAX	LIA
GRO	1								
IFA	0.06	1							
LIQ	-0.04	-0.01	1						
ROA	0.09	0.02	0.13	1					
ROE	0.2	-0.02	-0.03	0.81	1				
ROS	0.11	-0.01	0.48	0.52	0.38	1			
TFA	-0.06	-0.03	-0.16	-0.06	0.02	-0.09	1		
TAX	-0.07	-0.003	-0.08	-0.21	-0.18	-0.24	0.02	1	
LIA	0.16	-0.06	-0.18	-0.24	0.09	-0.13	0.18	0.03	1

*Nguồn: Tác giả xử lý bằng Eviews*

#### 4.2.3. Kiểm chứng các biến không có ý nghĩa trong mô hình

Sau khi chạy được mô hình hồi qui tổng nợ trên vốn chủ sở hữu và đọc được ý nghĩa của từng biến trong mô hình, tác giả nhận thấy có một số biến có lẽ không phù hợp với ý nghĩa thực tế, vì thế tác giả đã kiểm chứng lại các biến không cần thiết trong mô hình để loại bỏ được hiện tượng đa cộng tuyến làm cho mô hình không còn hợp lý với thực tế. Để kiểm chứng các biến không có ý nghĩa trong mô hình tác giả chạy lại mô hình Eview 5.1 với mức ý nghĩa 5% kiểm chứng lại bằng cách loại bỏ ra từng biến trong mô hình sau đó đọc ý nghĩa của mô hình xuất ra.

Cụ thể các bước kiểm định sự phù hợp hàm hồi quy trong OLS bằng công cụ t- test:

- Xác định giả thiết  $H_0 = 0$ ,  $H_1 \neq 0$
- Tính giá trị thống kê,
- Dò giá trị vừa tìm được với giá trị trong bảng: Nếu  $F > P$  thì bác bỏ giả thiết  $H_0$  và ngược lại.

*Kết quả kiểm chứng các biến không có ý nghĩa trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu*

a. Đặt  $H_0$ : với  $H_0 = 0$  là biến không cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu

b. Các giả thuyết

**Giả thuyết 1:**  $H_1 \neq 0$  biến ROA trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Bảng 5. Bảng kiểm chứng biến ROA**

F-statistic = 48.48276 > Probability = 0,00				
	Coef.	Std. Err.	t-Statistic	Prob
C	-0.59	1.02	-0.58	0.56
ROE	2.28	1.95	1.1	0.24
ROS	-2.71	2.14	-1.2	0.2
GROW	1.68	0.8	2.1	0.03
IFA	-5.28	6.04	-0.8	0.38
TFA	1.88	0.94	1.9	0.04
TAX	0.44	1.5	0.29	0.77
LIQ	-0.04	0.05	-0.86	0.38

*Nguồn: Tác giả xử lý bằng Eviews*

Từ bảng kiểm chứng biến không cần thiết

trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu ta thấy

F-statistic = 48.48276 > Probability = 0, như vậy ta bác bỏ  $H_0$  tức là biến ROA là biến cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Giả thuyết 2:**  $H_2 \neq 0$  là biến ROE trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Bảng 6. Bảng kiểm chứng biến ROE**

F-statistic = 39.43290 > Probability = 0,00				
	Coef.	Std. Err.	t-Statistic	Prob
C	-0.01	1.01	-0.01	0.98
ROA	-8.68	2.96	-2.92	0.004
ROS	1.5	2.19	0.6	0.48
GRO	1.8	0.77	2.3	0.01
IFA	-4.8	5.8	-0.8	0.4
TFA	1.8	0.92	1.9	0.048
TAX	-0.1	1.5	-0.11	0.91
LIQ	-0.08	0.05	-1.6	0.09

*Nguồn: Tác giả xử lý bằng Eviews*

F-statistic = 39.43290 > Probability = 0, như vậy ta bác bỏ  $H_0$  tức là biến ROE là biến cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Giả thuyết 3:**  $H_3 \neq 0$  là biến ROS trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Bảng 7. Bảng kiểm chứng biến ROS**

F-statistic = 0.495135 > Probability = 0.482806				
	Coef.	Std. Err.	t-Statistic	Prob
C	0.23	0.8	0.26	0.78
ROA	-28.4	4	-7.09	0.00
ROE	16.9	2.69	6.29	0.00
GROW	0.9	0.69	1.28	0.19
IFA	-1.9	5.24	-0.37	0.7
TFA	1.2	0.82	1.52	0.13
TAX	-0.1	1.32	-0.13	0.89
LIQ	-0.01	0.04	-0.24	0.8

*Nguồn: Tác giả xử lý bằng Eviews*

F-statistic = 0.495135 > Probability = 0.482806, như vậy ta bác bỏ  $H_0$  tức là biến ROS là biến cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Giả thuyết 4:**  $H_4 \neq 0$  là biến GRO trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Bảng 8. Bảng kiểm chứng biến GRO**

F-statistic = 1.444096 > Probability = 0.231492				
	Coef.	Std. Err.	t-Statistic	Prob
C	1.17	0.4	2.5	0.01
ROA	-30	4.1	-7.2	0.00
ROE	17	2.6	6.7	0.00
ROS	1.6	1.9	0.8	0.4
IFA	-1.3	5.2	-0.2	0.7
TFA	1.15	0.8	1.4	0.16
TAX	-0.09	1.3	-0.07	0.9
LIQ	-0.03	0.04	-0.6	0.5

*Nguồn: tác giả xử lý bằng Eviews*

F-statistic = 1.444096 > Probability = 0.231492, như vậy ta bác bỏ  $H_0$  tức là biến Growth là biến cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

Tương tự các giả thuyết  $H_5, H_6, H_7, H_8$  như sau:

**Giả thuyết 5:**  $H_5 \neq 0$  là biến IFA trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

F-statistic = 0.121811 < Probability = 0.727600, như vậy ta chấp nhận  $H_0$  tức là biến IFA là biến không cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Giả thuyết 6:**  $H_6 \neq 0$  là biến TFA trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

F-statistic = 2.290902 > Probability = 0.132373, như vậy ta bác bỏ  $H_0$  tức là biến TFA là biến cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.



**Giả thuyết 7:**  $H_7 \neq 0$  là biến Tax trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

F-statistic = 0.001022 < Probability = 0.974540, như vậy ta chấp nhận  $H_0$  tức là biến Tax là biến không cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

**Giả thuyết 8:**  $H_8 \neq 0$  là biến LIQ trong mô hình tổng nợ trên vốn cổ phần.

F-statistic = 0.310967 < Probability = 0.577972, như vậy ta chấp nhận  $H_0$  tức là biến LIQ là biến không cần thiết trong mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu.

#### 4.2.4. Kết luận

Từ các kiểm chứng các biến không cần thiết trên tác giả nhận thấy có 3 biến không ảnh hưởng đến mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu là biến IFA, TAX, LIQ (tác giả chạy lại mô hình với các biến có ý nghĩa còn lại với mức ý nghĩa 5%, nếu biến nào có mức ý nghĩa thấp hơn 5% thì loại bỏ ra khỏi mô hình cho đến khi tìm được mô hình phù hợp, cuối cùng mô hình phù hợp sau:

**Bảng 9. Bảng mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu phù hợp**

	Coef.	Std. Err.	t-Statistic	Prob
C	1.345	0.259	5.188	0.000
ROA	-30.242	3.742	-8.079	0.000
ROE	18.495	2.511	7.363	0.000

*Nguồn: Tác giả xử lý bằng Eviews*

Phương trình hồi qui theo phương pháp OLS của tổng nợ trên vốn chủ sở hữu như sau:

$$LIA = -30.242ROA + 18.495ROE + 1.345$$

#### Ý nghĩa:

- Khi doanh nghiệp có ROA tăng lên 1 lần thì doanh nghiệp có tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu giảm 30.24 lần.

- Khi doanh nghiệp có ROE tăng lên 1 lần thì doanh nghiệp có tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu tăng 18.49 lần.

- Khi doanh nghiệp có ROA và ROE không đổi thì doanh nghiệp có tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu tăng 1.35 lần.

#### 4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu ảnh hưởng các nhân tố đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam dựa trên các công cụ phân tích định lượng. Tác giả đã sử dụng tỷ số LIA (Tổng nợ/ tổng vốn chủ sở hữu) để đo lường sự biến động của cấu trúc vốn và đồng thời đưa các yếu tố nội sinh như: ROA, ROE, ROS, IFA, TFA, TAX, LIQ để xác định mức độ ảnh hưởng của các nhân tố này đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Sau khi thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính đã kiểm toán trong giai đoạn từ năm 2017- 2020, mẫu nghiên cứu gồm 324 doanh nghiệp niêm yết và sử dụng phần mềm Eviews 5.1 để chạy các số liệu các kết quả thu được như sau:

*Thứ nhất:* Việc lựa chọn mô hình OLS là phù hợp để nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Kết quả cụ thể là trong bảy biến độc lập đưa vào mô hình LIA chỉ có ba biến không ảnh hưởng đến mô hình tổng nợ trên vốn chủ sở hữu là biến IFA, TAX, LIQ.

*Thứ hai:* Cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam nghiêng về nợ hơn là vốn chủ sở hữu, điều này thể hiện rõ ở biến nghiên cứu cấu trúc vốn LIA. Việc cấu trúc nguồn vốn mà trong đó tỷ lệ vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng nhỏ hay là hệ số nợ cao đem đến những thách thức cho doanh nghiệp Việt Nam.

*Thứ ba:* Kết quả nghiên cứu hai nhân tố ROA và ROE đều chỉ hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhưng lại có tác động trái ngược nhau đến biến cấu trúc vốn: điều này có thể giải thích như sau:

- Kết quả nghiên cứu về tác động của nhân tố ROE ảnh hưởng đến cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp Việt nam này phù hợp với các nghiên cứu theo cách tiếp cận lý thuyết M&M và lý thuyết đánh đổi: đó là đòn bẩy tài chính càng cao thì hiệu quả của các doanh nghiệp càng lớn, đây gần như là kiến thức phổ biến được công nhận trong rất nhiều lĩnh vực cả tài chính và phi tài chính.

- Kết quả nghiên cứu về tác động của nhân tố ROA ảnh hưởng đến cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp Việt nam phù hợp với các nghiên cứu được giải thích bằng lý thuyết trật tự phân hạng đó là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong cấu trúc nguồn vốn có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

## **5. MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ VÀ GIẢI PHÁP NHẪM NÂNG CAO HIỆU QUẢ VIỆC SỬ DỤNG ĐÒN BẢY TÀI CHÍNH CHO CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM**

### **5.1. Khuyến nghị về thị trường vốn**

*Cần hình thành và phát triển thị trường vay tài chính một cách chuyên nghiệp:* Thị trường vay tài chính còn khá mới mẻ ở Việt Nam. Sự tiếp cận của các doanh nghiệp này chưa nhiều, thậm chí sự hiểu biết về những sản phẩm như thế này còn hạn chế. Ngay cả các công ty cho thuê tài chính, cung cấp vay tài chính cũng chưa thực sự chuyên nghiệp tại Việt Nam. Các văn bản, quy định hoạt động của thị trường này chưa thực sự hoàn thiện. Vì vậy vấn đề đặt ra là cần sớm xây dựng và phát triển hoàn thiện thị trường vay tài chính tại Việt Nam.

*Hoàn thiện cơ chế quản lý thông tin doanh nghiệp niêm yết, các chuẩn mực báo cáo tài chính của các doanh nghiệp.* Biện pháp này ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng thông tin công bố từ các doanh nghiệp. Nếu như các chuẩn mực được xây dựng trên một cơ sở

khoa học chặt chẽ, sẽ nâng cao được sự minh bạch thông tin từ hoạt động của doanh nghiệp đến với công chúng, nâng cao niềm tin cho nhà đầu tư.

### **5.2. Nhóm giải pháp đối với doanh nghiệp**

*Xác định cấu trúc vốn mục tiêu hợp lý:* việc xác định một cấu trúc vốn tối ưu sẽ phải xem xét đến rủi ro kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng đến nó. Tiếp theo đó là lợi ích từ “lá chắn thuế”. Tài trợ vốn bằng các khoản vay nợ sẽ có lợi ích từ lá chắn thuế cho các doanh nghiệp đi vay. Ngoài ra, lá chắn thuế còn làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, không phải vì lợi ích từ lá chắn thuế sẽ khuyến khích các doanh nghiệp vay càng nhiều. Bởi lẽ, không phải tất cả các doanh nghiệp làm ăn đều có lãi, và ngay cả khi làm ăn thua lỗ thì doanh nghiệp vẫn phải có nghĩa vụ chi trả các khoản lãi vay.

*Nâng cao vai trò của quản trị tài chính trong doanh nghiệp:* Nâng cao chất lượng đội ngũ quản lý doanh nghiệp. Như đã phân tích ở trên các nhà quản lý doanh nghiệp ít để ý đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Do đó để mô hình có thể ứng dụng thực tế các nhà quản lý cần phải nâng cao hiểu biết của mình về tầm quan trọng về cấu trúc vốn. Các nhà quản lý nên theo học những lớp đào tạo về tài chính. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nên có bộ phận phụ trách riêng biệt về việc huy động vốn của doanh nghiệp. Bộ phận này sẽ theo sát các biến động trên thị trường tài chính, kết hợp với các kế hoạch đầu tư của công ty để việc huy động vốn có lợi nhất cho doanh nghiệp.

*Hoàn thiện hệ thống kiểm soát nội bộ tại các doanh nghiệp:* Kiểm soát nội bộ giúp doanh nghiệp nhận diện được các rủi ro kinh doanh, rủi ro hoạt động, rủi ro tài chính của mình. Trên cơ sở đó có những biện pháp điều chỉnh kịp thời trong hoạt động cũng như trong các mục tiêu kế hoạch tài chính của doanh nghiệp.

*Sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro tài chính.* Một trong những công cụ hiệu quả ở đây đó chính là các sản phẩm tài chính phái sinh. Các sản phẩm này là những công cụ hiệu quả bảo vệ doanh nghiệp khỏi những tổn thất tài chính từ các rủi ro lãi suất, rủi ro hoạt động.

Tuy nhiên, hiện tại các sản phẩm phái sinh ở Việt Nam chưa thực sự phát triển. Một phần nguyên do từ phía khách quan thị trường nhưng cũng một phần nguyên do từ nhận thức của các doanh nghiệp về các sản phẩm phái sinh tài chính là chưa cao.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Báo cáo tài chính các công ty nghiên cứu giai đoạn 2017-2020.
- [2] Nguyễn Minh Kiều, "Tài chính công ty" (*Lý thuyết và thực hành quản lý ứng dụng cho các công ty Việt Nam*), Nhà xuất bản Thống kê, (2006).
- [3] Trần Ngọc Thơ, "Tài chính doanh nghiệp hiện đại", Nhà xuất bản thống kê, (2010).
- [4] Modigliani, F. and Miller, M., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol.48, No.3, June, pp.261-297, (1958).
- [5] Modigliani, F. and Miller, M., "Corporate income taxes and the cost of capital: A Correction", *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 443-453, (1963).
- [6] Myers, S.C. "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, 39, pp.575- 592, (1984).
- [7] Myers, S.C. & Majluf, N.S. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp.187-221, (1984).
- [8] Huang, G., & Song, F. M. "The determinants of capital structure: evidence from China", *China Economic Review*, 17(1), pp.14-36. (2006).
- [9] Margaritis, D. & Psillaki, M. "Capital structure and firm efficiency". *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), pp. 1447-1469. (2007).
- [10] Booth et al, "Capital structure in developing countries". *The Journal of Finance*, 56(1), pp. 87 - 130, (2009).

---

Thông tin liên hệ: **Đường Thị Thanh Hải**

Điện thoại: 0916680586 - Email: Dtthai@uneti.edu.vn

Khoa: Tài chính ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp.



