

**KHÓA LUẬN TỐT NGHIỆP**

**CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN  
CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NGÀNH XÂY DỰNG  
NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN  
TP. HCM**

Ngành: **KẾ TOÁN**

Chuyên ngành: **KẾ TOÁN – TÀI CHÍNH**

Giảng viên hướng dẫn : ThS. HÀ MINH PHƯỚC

Sinh viên thực hiện : BẠCH THỊ CẨM DUNG

MSSV: 1154030169      Lớp: 11DKTC1

TP. Hồ Chí Minh, 2015

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của riêng tôi. Các số liệu sử dụng phân tích trong khóa luận có nguồn gốc rõ ràng, đã công bố theo đúng quy định. Các kết quả nghiên cứu trong khóa luận do tôi tự tìm hiểu, phân tích một cách trung thực, khách quan và phù hợp với thực tiễn. Tôi hoàn toàn chịu trách nhiệm trước nhà trường về sự cam đoan này.

*TP. Hồ Chí Minh, ngày ... tháng ... năm 2015*

Tác giả

(ký tên)

## LỜI CẢM ƠN

Lời đầu tiên tôi xin gửi lời cảm ơn đến thầy ThS. Hà Minh Phước đã trực tiếp hướng dẫn và giúp đỡ tôi tận tình trong suốt quá trình thực hiện khóa luận này. Và tôi cũng xin gửi lời cảm ơn đến các thầy cô đã giảng dạy và trang bị cho tôi các kiến thức để tôi có thể hoàn thành nghiên cứu này.

Do thời gian hoàn thành khóa luận có hạn nên những suy nghĩ cũng như sự thể hiện ý không tránh khỏi có những khiếm khuyết. Tôi rất mong được sự động viên và đóng góp ý kiến của các thầy (cô) giáo.

*TP. Hồ Chí Minh, ngày ... tháng ... năm 2015*

Tác giả

(ký tên)

## **DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT**

BCTC	Báo cáo tài chính
EBIT	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
GDP	Tổng sản phẩm nội địa
LBO	Hình thức mua lại và sáp nhập doanh nghiệp bằng nguồn tài chính đi vay
ODA	Hình thức đầu tư nước ngoài
TNDN	Thu nhập doanh nghiệp
TSCĐ	Tài sản cố định
TTCK	Thị trường chứng khoán
VCSH	Vốn chủ sở hữu
WACC	Chi phí sử dụng vốn bình quân

## **DANH MỤC CÁC BẢNG**

Bảng 1.1: Giả thiết nghiên cứu đề tài.....	30
Bảng 2.1: Bảng thống kê mô tả của các tỷ suất nợ với các biến giải thích.....	32
Bảng 2.2: Ma trận tương quan các biến giải thích với các tỷ suất.....	34
Bảng 2.3: Mô hình hồi quy của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản.....	36
Bảng 2.4: Mô hình hồi quy của biến tỷ suất Nợ.....	38
Bảng 2.5: Mô hình hồi quy của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu.....	39
Bảng 2.6: Kiểm định Heteroskedasticity: White .....	40

## **DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ**

Biểu đồ 1.1: Doanh thu và lợi nhuận của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: tỷ đồng) .....	25
Biểu đồ 1.2: Thành phần cấu trúc vốn các doanh nghiệp ngành Xây dựng (đơn vị tính: %).....	26
Biểu đồ 1.3: Tỷ suất nợ của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: %).....	27
Biểu đồ 1.4: Tỷ suất nợ trên VCSH của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: %) .....	28

# MỤC LỤC

MỞ ĐẦU .....	1
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU .....	3
1.1 Tổng quan về cấu trúc vốn của doanh nghiệp .....	3
1.1.1 Khái niệm .....	3
1.1.2 Thành phần cấu trúc vốn .....	3
1.1.3 Khái niệm cấu trúc vốn tối ưu .....	4
1.2 Các lý thuyết cấu trúc vốn .....	4
1.2.1 Lý thuyết MM .....	4
1.2.2 Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn .....	7
1.2.3 Lý thuyết trật tự phân hạng .....	9
1.2.4 Lý thuyết định thời điểm thị trường .....	11
1.3 Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp .....	13
1.3.1 Đặc điểm nền kinh tế .....	14
1.3.2 Đặc điểm của ngành kinh doanh .....	15
1.3.3 Quy mô hoạt động .....	15
1.3.4 Thời gian hoạt động .....	16
1.3.5 Cấu trúc tài sản .....	16
1.3.6 Thuế suất hiệu lực .....	17
1.3.7 Khả năng sinh lợi .....	17
1.3.8 Tính thanh khoản .....	18
1.3.9 Cơ hội tăng trưởng .....	18
1.3.10 Tỷ lệ sở hữu vốn Nhà nước .....	19
1.3.11 Độc quyền .....	19
1.3.12 Rủi ro kinh doanh .....	19
1.3.13 Triết lý quản lý .....	20
1.4 Mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu .....	20
CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG VỀ CẤU TRÚC VỐN NGÀNH XÂY DỰNG VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU .....	22
2.1 Đặc điểm của ngành Xây dựng ở nước ta trong thời kỳ đổi mới .....	22

2.1.1 Giới thiệu về ngành Xây dựng .....	22
2.1.2 Tình hình hoạt động kinh doanh của ngành Xây dựng trong những năm gần đây .....	23
2.1.2.1 Tình hình hoạt động kinh doanh chung của ngành Xây dựng .....	23
2.1.2.2 Tình hình hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh .....	25
2.2 Thực trạng về cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh .....	26
2.2.1 Đặc điểm thành phần cấu trúc vốn của ngành Xây dựng .....	26
2.2.2 Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành Xây dựng ..	27
2.2.2.1 Tỷ suất nợ .....	27
2.2.2.2 Tỷ suất nợ trên vốn chủ sở hữu .....	28
2.3 Phương pháp nghiên cứu .....	29
2.3.1 Chọn mẫu, thu thập dữ liệu và phương pháp xây dựng mô hình .....	29
2.3.2 Trình tự tiến hành phân tích .....	29
2.3.3 Đo lường các biến .....	30
2.3.3.1 Đối với các biến phụ thuộc .....	30
2.3.3.2 Đối với các biến độc lập .....	30
CHƯƠNG 3: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU – KHUYẾN NGHỊ .....	32
VÀ KẾT LUẬN .....	32
3.1 Kết quả phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh	32
3.1.1 Phân tích thống kê mô tả .....	32
3.1.2 Phân tích hệ số tương quan từng phần r .....	33
3.1.3 Phân tích hồi quy tuyến tính bội giữa biến phụ thuộc và biến độc lập là các nhân tố ảnh hưởng .....	36
3.2 Đánh giá kết quả nghiên cứu cấu trúc vốn và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh .....	42
3.2.1 Kết luận từ kết quả nghiên cứu .....	42

3.2.2 Một số kết quả từ việc nghiên cứu về cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh .....	43
3.3 Một số khuyến nghị hoàn thiện cấu trúc vốn của các Công ty Cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.....	44
3.3.1 Mục tiêu xây dựng cấu trúc vốn.....	44
3.3.2 Một số khuyến nghị đối với doanh nghiệp.....	45
3.3.2.1 Các doanh nghiệp nên hướng tới việc điều chỉnh hệ số nợ tối ưu.....	45
3.3.2.2 Thực hiện chính sách tài trợ linh hoạt, ưu tiên các nguồn vốn nội bộ	46
3.3.2.3 Nâng cao năng lực quản lý tài chính.....	46
3.3.2.4 Ứng dụng các mô hình tài chính trên thế giới cho việc hoạch định cấu trúc vốn của doanh nghiệp .....	47
3.3.3 Một số khuyến nghị khác .....	47
3.3.3.1 Hoàn thiện và phát triển thị trường .....	47
3.3.3.2 Hạn chế việc Ngân hàng cho vay các khoản nợ xấu .....	48
3.3.3.3 Ổn định kinh tế vĩ mô .....	49
KẾT LUẬN .....	50
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO .....	52



# MỞ ĐẦU

## 1. Lý do chọn đề tài

Trong những năm qua, lý thuyết cấu trúc vốn hiện đại mới chỉ được nghiên cứu ở các nước phát triển mà chưa được quan tâm nhiều ở các nước đang phát triển, hoặc chỉ quan tâm ở mức độ chung cho các doanh nghiệp, chưa có nhiều nghiên cứu riêng cho từng ngành công nghiệp cụ thể, đặc biệt là ngành Công nghiệp xây dựng. Trong mỗi ngành đều có những đặc thù riêng, có đặc trưng cấu trúc vốn riêng. Vì vậy, việc tiến hành nghiên cứu cấu trúc vốn riêng cho từng ngành là cần thiết. 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 các công ty.

Ngành Xây dựng là một ngành kinh doanh khá đặc biệt, các doanh nghiệp ngành xây dựng đa số là các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Trải qua khó khăn, vài năm gần đây, ngành Xây dựng Việt Nam bắt đầu hồi phục. Nhiều dự án giao thông được khởi công và đẩy nhanh tiến độ, nhất là các dự án đường cao tốc, các dự án phát triển hạ tầng xã hội sử dụng vốn Nhà nước, vốn ODA.

Trong bối cảnh tình hình thế giới diễn biến rất phức tạp, kinh tế thế giới phục hồi chậm hơn dự báo; trong nước kinh tế vĩ mô cơ bản ổn định, lạm phát được kiểm soát, tăng trưởng kinh tế có bước phục hồi nhưng môi trường kinh doanh và năng suất, hiệu quả của nền kinh tế còn thấp. Với đặc điểm là một ngành đòi hỏi vốn lớn và phụ thuộc rất nhiều vào nguồn vốn vay, thì vấn đề quan tâm của các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp là xây dựng cấu trúc vốn như thế nào để tối đa hóa được lợi nhuận và gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Với những lý do trên, tác giả chọn nghiên cứu đề tài: “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty Cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh” với hy vọng có thể góp phần giúp các doanh nghiệp trong việc xây dựng một cấu trúc vốn tối ưu.

## 2. Mục tiêu nghiên cứu

- Tác giả thực hiện đề tài này nhằm tìm hiểu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với các nhân tố tài chính phản ánh đặc thù doanh nghiệp có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn.

- Lựa chọn và phân tích các nhân tố có tác động đến cấu trúc vốn của các công ty ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) bằng mô hình kinh tế lượng.

- Kiểm định những nhân tố giữ vai trò quan trọng trong cơ cấu vốn của các công ty và rút ra các kết luận. Từ đó đưa ra một cái nhìn tổng quan và thiết thực về cấu trúc vốn cho các doanh nghiệp ngành Xây dựng Việt Nam.

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu:

- Những vấn đề lý luận liên quan đến cấu trúc vốn và các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty.

- Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.

- Sau khi tổng hợp số liệu và hồi quy theo mô hình kinh tế lượng tác giả sẽ tiến hành phân tích kết quả hồi quy nhằm làm rõ hơn sự tác động của các nhân tố.

Phạm vi nghiên cứu:

Đề tài sử dụng số liệu dựa trên các báo cáo tài chính của 32 công ty cổ phần được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM, xử lý và phân tích số liệu năm 2011 - 2014.

### **4. Phương pháp nghiên cứu**

- Tổng hợp và phân tích các dữ liệu định tính.

-Tiến hành *phương pháp nghiên cứu định lượng* phân tích số liệu thống kê tình hình tài chính các doanh nghiệp Xây dựng, đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của các công ty ngành Xây dựng; thống kê, tổng hợp số liệu và hồi quy theo mô hình kinh tế lượng sau đó sẽ tiến hành phân tích kết quả hồi quy nhằm làm rõ hơn sự tác động của các nhân tố.

### **5. Kết cấu của đề tài**

Chương 1: Cơ sở lý thuyết về cấu trúc vốn và mô hình nghiên cứu.

Chương 2: Thực trạng về cấu trúc vốn ngành Xây dựng và phương pháp nghiên cứu.

Chương 3: Kết quả nghiên cứu – Khuyến nghị và kết luận.

# CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Chương này trình bày cách thức một doanh nghiệp phân tích quyết định cấu trúc vốn của mình. Trong phân tích cấu trúc vốn, cần nhấn mạnh đến cấu trúc vốn mục tiêu dài hạn; tức là cấu trúc vốn mà theo đó doanh nghiệp hoạch định các chiến lược tối ưu để hoạt động. Tuy nhiên, trong thực tế đôi khi các doanh nghiệp lại thấy rằng cần phải thay đổi cấu trúc vốn hiện đại sang một cấu trúc vốn mục tiêu khác do có sự thay đổi trong hỗn hợp tài sản của doanh nghiệp. Ở chương này sẽ cho một cách nhìn toàn diện hơn về lý luận và thực tiễn trong việc ra quyết định cấu trúc vốn cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tác giả cũng đề xuất mô hình dự kiến nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp cổ phần ngành Xây dựng niềm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.

## 1.1 Tổng quan về cấu trúc vốn của doanh nghiệp

### 1.1.1 Khái niệm

“Cơ cấu vốn (capital structure) là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty”. (Nguyễn Minh Kiều, Tái bản lần thứ 4, Tài chính doanh nghiệp căn bản, Nhà xuất bản Tài chính, trang 580).

### 1.1.2 Thành phần cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn của một doanh nghiệp gồm hai thành phần chính là nợ (debt) và vốn cổ phần (equity), trong đó:

**Nợ (debt):** Trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp, Nợ bao gồm khoản phải trả ngắn hạn và dài hạn. Vì cấu trúc vốn là dài hạn nên nợ được xem xét ở đây là những khoản phải trả dài hạn.

*Khoản mục phải trả dài hạn (liabilities)* bao gồm các khoản phải trả tài chính (financing liabilities) như phải trả người bán dài hạn, vay và nợ dài hạn (trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi) và khoản phải trả hoạt động (operating liabilities) như các khoản dự phòng mất việc, dự phòng phải trả dài hạn, các khoản thuế thu nhập được hoãn lại... Cả hai loại này đều là nghĩa vụ tài chính dài hạn làm doanh nghiệp sẽ phát sinh một dòng tiền ra trong tương lai

nhưng đối với khoản phải trả tài chính thì doanh nghiệp phải trả phí trong khi khoản phải trả hoạt động là khoản chiếm dụng hợp pháp không tốn phí.

Vì những hạn chế trong việc xác định giá trị thị trường của nợ nên chúng tôi chỉ sử dụng giá trị sổ sách của nợ trong bài nghiên cứu này.

**Vốn cổ phần (equity):** Bao gồm Vốn cổ phần thường, Vốn cổ phần ưu đãi, Lợi nhuận giữ lại được phản ánh chung thành khoản mục vốn chủ sở hữu trong bảng cân đối kế toán.

Cấu trúc vốn của một doanh nghiệp quyết định chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của doanh nghiệp đó. Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp là tỷ suất sinh lợi đòi hỏi tối thiểu đối với mỗi dự án đầu tư của doanh nghiệp, và cũng là tỷ suất chiết khấu để xác định giá trị của doanh nghiệp đó. Vì vậy, cấu trúc vốn có ảnh hưởng rất lớn đến giá trị của một doanh nghiệp. Một cấu trúc vốn hợp lý sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp và ngược lại. Chính vì vai trò quan trọng này mà trên thế giới có rất nhiều bài nghiên cứu về cấu trúc vốn với nhiều trường phái, lý thuyết, quan điểm khác nhau.

### ***1.1.3 Khái niệm cấu trúc vốn tối ưu***

Một cấu trúc vốn được coi là tối ưu khi chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) thấp nhất, khi đó giá trị doanh nghiệp đạt được là lớn nhất.

## **1.2 Các lý thuyết cấu trúc vốn**

### ***1.2.1 Lý thuyết MM***

Lý thuyết cấu trúc vốn hiện đại bắt nguồn từ bài viết của Modigliani và Miller (1958) với tên gọi là học thuyết MM. Theo MM, trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, quyết định tài trợ không ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp.

Lập luận này có vẻ trái với những gì mà các giám đốc tài chính đang làm với cấu trúc vốn của doanh nghiệp mình nhằm tìm kiếm một sự gia tăng trong giá trị doanh nghiệp nhưng lại đúng trong những giả định cụ thể mà hai ông đưa ra.

#### ***Những giả định của MM:***

- Không có các chi phí giao dịch khi mua bán chứng khoán.
- Có đủ số người mua và người bán trên thị trường, vì vậy không có nhà đầu tư riêng lẻ nào có ảnh hưởng lớn đối với giá cả chứng khoán.
- Có sẵn thông tin liên quan cho tất cả các nhà đầu tư và không phải mất tiền.

- Tất cả các nhà đầu tư đều có thể vay và cho vay với cùng lãi suất. Đây là một giả định quan trọng của lý thuyết MM. Với giả định này thì doanh nghiệp không còn lợi thế hơn cá nhân nhà đầu tư trong việc sử dụng đòn bẩy nữa, doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy hay không không có gì quan trọng vì đây là việc mà nhà đầu tư nào cũng làm được.

- Tất cả các nhà đầu tư đều hợp lý và có kỳ vọng thuần nhất về lợi nhuận của các doanh nghiệp. Giả định này một phần có cơ sở từ giả định thông tin có sẵn và không phải mất tiền; các nhà đầu tư tiếp cận với thông tin như nhau và giả định tất cả họ đều có suy nghĩ và tính toán hợp lý như nhau sẽ cho ra kết quả giống khi nhận định về một công ty nào đó. Đây là con đường dẫn đến kỳ vọng thuần nhất.

- Giả định rủi ro thuần nhất: các doanh nghiệp hoạt động dưới điều kiện tương đương nhau sẽ có cùng mức độ rủi ro kinh doanh.

✱ Lý thuyết MM trong trường hợp không có thuế

Với những giả định như trên, nội dung của lý thuyết MM được phát biểu thành 2 mệnh đề như sau:

● Mệnh đề I – Giá trị công ty:

Trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ ( $V_L$ ) bằng giá trị của công ty không có vay nợ ( $V_U$ ), nghĩa là  $V_U = V_L$ . Mệnh đề này có thể phát biểu theo cách khác là trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ và không vay nợ là như nhau, do đó, cơ cấu nợ/vốn (B/S) không có ảnh hưởng gì đến giá trị công ty. Vì vậy, không có cơ cấu vốn nào là tối ưu và công ty cũng không thể nào tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn.

● Mệnh đề II – Chi phí sử dụng vốn:

Phát biểu rằng: Lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ. Về mặt toán học, mệnh đề MM số II có thể được biểu diễn bởi công thức:

$$r_S = r_0 + (r_0 - r_B) \frac{B}{S}$$

Trong đó:

$r_S$  = Lợi nhuận yêu cầu hay lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần

$r_B$  = Lãi suất vay hay chi phí sử dụng nợ

$r_0$  = Chi phí sử dụng vốn nếu công ty sử dụng 100% vốn cổ phần

$B$  = Giá trị của nợ hay trái phiếu của công ty phát hành

$S$  = Giá trị của vốn cổ phần của công ty

Các giả định trên đặt các nhà đầu tư trong một “thế giới phẳng”. Vì thế giá cả các chứng khoán đi về đâu hoàn toàn là do bản thân doanh nghiệp đáng giá như vậy. Đó là một thị trường “hoàn hảo” để định giá doanh nghiệp.

Trở lại với lý thuyết cấu trúc vốn của MM, hai ông cho rằng giá trị của doanh nghiệp được xác định bằng các tài sản thực chứ không phải bằng các chứng khoán mà doanh nghiệp phát hành. Như vậy, khi quyết định đầu tư được cố định thì việc quyết định cấu trúc vốn không liên quan đến giá trị doanh nghiệp. Lập luận của MM cũng giống với quy tắc bảo tồn giá trị: khi ta chia tài sản của công ty ra thành nhiều phần thì tổng tài sản vẫn không đổi.

Hai ông cũng đã hỗ trợ lý thuyết của mình bằng lập luận mua bán song hành. Nếu có một số nhà đầu tư nào đó định giá cao hơn cho doanh nghiệp có vay nợ thì với thị trường hoàn hảo, không có chi phí giao dịch thì nhà đầu tư sẽ tận dụng cơ hội này để bán cổ phiếu của công ty đang được định giá cao kia đi và thiết lập một cấu trúc vốn có nợ của riêng họ để hưởng lợi từ chênh lệch giá này.

Như vậy, với những giả định của thị trường hoàn hảo, theo MM, cấu trúc vốn hoàn toàn độc lập với giá trị của doanh nghiệp.

Năm 1963 Modigliani và Miller đã công bố nghiên cứu tiếp theo của mình trên *Tạp chí kinh tế Mỹ* xem xét yếu tố thuế trong vấn đề cấu trúc vốn. Hai ông thừa nhận rằng với thuế thu nhập doanh nghiệp, việc sử dụng nợ sẽ làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Bởi vì khi vay nợ, chi phí lãi vay được loại ra khỏi thu nhập tính thuế một cách hợp pháp, do đó một phần thu nhập của doanh nghiệp thay vì đóng thuế được chuyển cho các nhà đầu tư.

✱ Lý thuyết MM trong trường hợp có thuế

● Mệnh đề số I – Giá trị công ty trong trường hợp có thuế:

Mệnh đề MM số I xem xét giá trị công ty sẽ thay đổi thế nào khi thay đổi tỷ số nợ trên vốn ( $B/S$ ) hay còn gọi là tỷ số đòn bẩy. Để thấy được sự thay đổi này, lý thuyết MM xem xét giá trị công ty trong trường hợp không vay nợ hay được tài trợ bằng 100% vốn chủ sở hữu ( $V_U$ ) và giá trị của công ty khi có vay nợ ( $V_L$ ). Ngoài ra, dù có vay nợ hay không vay nợ công ty vẫn phải nộp thuế thu nhập với thuế suất là  $T_C$ . Nếu có vay nợ ( $B$ ) bằng cách phát hành trái phiếu công ty sẽ phải trả lãi suất vay là  $r_B$ . Nếu không vay nợ hay tài trợ hoạt

động công ty bằng 100% vốn chủ sở hữu (S) thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là  $r_0$ . Mệnh đề MM số I phát biểu như sau:

Trong trường hợp có thuế thu nhập công ty, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế. Về mặt toán học, mệnh đề MM số I trong trường hợp có thuế được diễn tả bởi công thức:

$$V_L = V_U + T_C B$$

- Mệnh đề số II – Chi phí sử dụng vốn trong trường hợp có thuế:

Nếu không có thuế thu nhập công ty, lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ. Trong trường hợp có thuế thì sao? Mệnh đề MM số II giúp chúng ta trả lời câu hỏi này. Trong trường hợp có thuế, lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ nhưng mối quan hệ này được diễn tả bởi công thức:

$$r_S = r_0 + (r_0 - r_B)(1 - T_C) \frac{B}{S}$$

Trong đó:

$r_S$  = Lợi nhuận yêu cầu hay lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần

$r_B$  = Lãi suất vay hay chi phí sử dụng nợ

$r_0$  = Chi phí sử dụng vốn nếu công ty sử dụng 100% vốn cổ phần

$T_C$  = Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

$B$  = Giá trị của nợ hay trái phiếu của công ty phát hành

$S$  = Giá trị của vốn cổ phần của công ty

Khoản gia tăng từ hiện giá tấm chắn thuế tỷ lệ thuận với sự gia tăng nợ vay trong cấu trúc vốn khuyến khích các doanh nghiệp vay nhiều hơn. Theo đó, một cấu trúc vốn với 100% nợ sẽ là một cấu trúc vốn tối ưu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, điều này là không thể xảy ra trong điều kiện thực tế vì khi nợ vay tăng lên sẽ làm xuất hiện nhiều chi phí khác bù trừ với lợi ích của tấm chắn thuế, từ đó làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Đó là tiền đề cho sự ra đời của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn.

### ***1.2.2 Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn***

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cho rằng cấu trúc vốn của doanh nghiệp được xác định dựa trên sự đánh đổi giữa lợi ích của tấm chắn thuế (do lãi vay được khấu trừ thuế) và chi

phí kiệt quỹ tài chính. Khi doanh nghiệp vay càng nhiều nợ thì lợi ích của tấm chắn thuế càng lớn nhưng chi phí kiệt quỹ tài chính cũng tăng theo. Vì vậy, chủ nợ cũng sẽ đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi cao hơn, làm gia tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Do đó, cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp được xác định bằng cách gia tăng lượng nợ vay cho tới khi lợi ích biên từ tấm chắn thuế cân bằng với chi phí biên của kiệt quỹ tài chính (theo Castanias, 1983).

Altman (1984) cũng đã so sánh hiện giá của chi phí kiệt quỹ tài chính với hiện giá của lợi ích từ tấm chắn thuế tác động lên đòn bẩy và kết luận rằng tác động của chi phí kiệt quỹ tài chính lên giá trị của doanh nghiệp và cấu trúc vốn là rất quan trọng. Theo đó, ta có công thức xác định giá trị doanh nghiệp như sau:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Giá trị của} & = & \text{Giá trị doanh nghiệp} & + & \text{Hiện giá} & - & \text{Hiện giá} \\ \text{doanh} & & \text{nếu được tài trợ hoàn} & & \text{(tấm chắn} & & \text{(chi phí kiệt quỹ} \\ \text{nghiệp} & & \text{toàn bằng vốn cổ phần} & & \text{thuế)} & & \text{tài chính)} \end{array}$$

Kiệt quỹ tài chính là tình trạng doanh nghiệp không thể đáp ứng các hứa hẹn với chủ nợ hoặc đáp ứng một cách rất khó khăn.

Trên đây là những nội dung cơ bản của thuyết đánh đổi cấu trúc vốn. Lý thuyết này cho rằng mỗi doanh nghiệp đều có một cấu trúc vốn tối ưu tương ứng với một tỷ lệ nợ xác định mà tại đó giá trị doanh nghiệp là lớn nhất.

Tuy nhiên, trong lý thuyết này có hai trường phái, một trường phái cho rằng doanh nghiệp có thể dễ dàng và nhanh chóng đạt tới tỷ lệ nợ tối ưu để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp và trong cả quá trình tồn tại của doanh nghiệp, doanh nghiệp chỉ có một cấu trúc vốn tối ưu duy nhất. Đây là quan điểm của **thuyết đánh đổi cấu trúc vốn tĩnh** (Jensen và Meckling, 1976; Jensen, 1986).

Trường phái khác của thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cho rằng doanh nghiệp có cấu trúc vốn tối ưu, nhưng cấu trúc vốn tối ưu này thay đổi theo từng thời kỳ do tác động của sự kỳ vọng (về lãi suất, lạm phát trong tương lai) hoặc do tác động của chi phí điều chỉnh (như thuế, nhu cầu vốn của doanh nghiệp). Chính tác động của chi phí điều chỉnh và sự kỳ vọng làm cấu trúc vốn của doanh nghiệp không thể nhanh chóng hay ngay lập tức đạt tới mức tối ưu mà cần một quá trình điều chỉnh lâu hơn. Do đó, trong ngắn hạn, cấu trúc vốn của doanh nghiệp dao động quanh mức tối ưu và có xu hướng đạt tới mức tối ưu trong dài hạn. Đây là



quan điểm của **thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động** (Stiglitz, 1973; Kane, 1984; Brennan và Schwart, 1984; Goldstein, 2001; Strebulaey, 2007).

Dù là thuyết đánh đổi cấu trúc vốn tĩnh hay động thì đều có những ưu điểm và hạn chế sau:

*Ưu điểm thứ nhất* của thuyết đánh đổi cấu trúc vốn là giải thích được sự khác biệt trong cấu trúc vốn của nhiều ngành: những ngành có tài sản hữu hình an toàn thì tỷ lệ nợ vay cao, những ngành có tài sản vô hình nhiều thì tỷ lệ nợ vay ít (do ít có tài sản có giá trị thế chấp cho vay nợ).

*Ưu điểm thứ hai* của thuyết đánh đổi cấu trúc vốn là giải thích sự ra đời của các công ty được “mua đứt bằng vốn vay” (LBO). Lý thuyết này cũng đề xuất rằng các công ty sung mãn có thị trường sản phẩm ổn định lâu dài, ít có cơ hội tăng trưởng với NPV cao nên dùng nhiều nợ vay để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Trong khi đó, các công ty có nợ vay quá nặng nên phát hành cổ phần, hạn chế chia cổ tức, bán bớt tài sản để huy động tiền mặt bằng cổ phiếu nhằm mục đích tái cân đối cấu trúc vốn.

Tuy nhiên, *hạn chế* của thuyết đánh đổi cấu trúc vốn là không thể giải thích được tại sao một số công ty rất thành công trong ngành lại có rất ít nợ và không dùng tầm chắn thuế mặc dù thu nhập hoạt động của họ rất cao (bởi vì theo thuyết này, công ty có lợi nhuận cao thì khả năng vay nợ cao và có nhiều lợi nhuận chịu thuế để được khấu trừ thì nên vay nợ nhiều để hưởng lợi từ tầm chắn thuế làm tăng giá trị doanh nghiệp). Chính hạn chế này là tiền đề để một lý thuyết cấu trúc vốn khác ra đời: thuyết Trật tự phân hạng.

### **1.2.3 Lý thuyết trật tự phân hạng**

Theo thuyết trật tự phân hạng (Myers, 1984), doanh nghiệp thích sử dụng nguồn tài trợ nội bộ hơn (lợi nhuận giữ lại). Sau khi dùng hết lợi nhuận giữ lại, doanh nghiệp mới bắt đầu sử dụng các nguồn tài trợ từ bên ngoài. Bắt đầu từ các chứng khoán nợ an toàn trước (nợ vay) sau đó mới đến chứng khoán lai tạp (trái phiếu có thể chuyển đổi). Khi dùng hết nợ, doanh nghiệp mới sử dụng đến vốn cổ phần thường.

Thứ tự ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ của doanh nghiệp theo thuyết trật tự phân hạng như sau:

1. Lợi nhuận giữ lại
2. Vay nợ trực tiếp

3. Nợ có thể chuyển đổi
4. Cổ phần thường
5. Cổ phần ưu đãi không chuyển đổi
6. Cổ phần ưu đãi có thể chuyển đổi

Lý thuyết trật tự phân hạng bắt nguồn từ *thông tin bất cân xứng* (theo Myers và Majluf, 1984). Đó là tình trạng các giám đốc doanh nghiệp có nhiều thông tin về tiềm năng tăng trưởng, cũng như rủi ro và các giá trị của doanh nghiệp hơn các nhà đầu tư bên ngoài.

Do đó, thông tin từ ban giám đốc của doanh nghiệp khi truyền ra bên ngoài sẽ được các nhà đầu tư diễn giải theo nhiều cách khác nhau. Điều này được gọi là sự *phát tín hiệu* (theo Ross, 1977). Phát tín hiệu là hành động của ban quản lý doanh nghiệp đưa ra nhằm cung cấp cho các nhà đầu tư bên ngoài biết được các nhận định của ban quản lý về triển vọng của công ty.

*So với lý thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn*, trật tự phân hạng không có tỷ lệ nợ/vốn cổ phần thường mục tiêu xác định, bởi vì có hai loại vốn cổ phần thường đứng ở hai đầu khác nhau của bảng trật tự phân hạng: lợi nhuận giữ lại đứng đầu bảng trật tự phân hạng, trong khi vốn cổ phần thường đứng cuối trật tự phân hạng.

*Và so với lý thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn*, trật tự phân hạng tuy kém thành công trong việc giải thích sự khác biệt trong tỷ lệ nợ giữa các ngành, nhưng lại thành công trong việc giải thích sự khác biệt trong tỷ lệ nợ của các công ty trong cùng một ngành. Trật tự phân hạng giải thích tại sao trong cùng một ngành, các công ty có lợi nhuận cao thường có tỷ lệ nợ rất thấp (trái ngược với thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn là công ty có lợi nhuận càng cao thì khả năng vay mượn càng cao và lợi nhuận bị đánh thuế để được khấu trừ càng nhiều thì càng nên vay nợ để được hưởng lợi ích của tấm chắn thuế). Theo thuyết trật tự phân hạng, các công ty có lợi nhuận cao có thể tự tài trợ bằng nguồn vốn nội sinh của họ (lợi nhuận giữ lại) mà không cần đến tài trợ từ bên ngoài rất tốn kém. Điều này giải thích cho mối tương quan nghịch trong ngành giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính.

***Tuy Trật tự phân hạng và Đánh đổi cấu trúc vốn là hai lý thuyết cạnh tranh với nhau nhưng các chứng cứ thực nghiệm đều ủng hộ cho cả hai lý thuyết này. Các nghiên cứu kiểm định liệu lý thuyết trật tự phân hạng hay lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn có một sự***

***dự đoán tốt hơn cho cấu trúc vốn doanh nghiệp đều đưa ra kết luận ủng hộ cho cả hai lý thuyết này (theo Shyam, Sunder và Myers, 1999; Fama và French, 2002).***

#### ***1.2.4 Lý thuyết định thời điểm thị trường***

Lý thuyết định thời điểm thị trường (market timing theory) đề cập đến một thực tiễn là, các doanh nghiệp cổ phần phát hành cổ phiếu ở giá cao và mua lại cổ phiếu ở mức giá thấp. Lý thuyết định thời điểm thị trường dự báo chiều hướng đối lập với lý thuyết đánh đổi. Trong thực tế, các doanh nghiệp thường có xu hướng phát hành cổ phiếu thay vì phát hành nợ vay khi giá thị trường của cổ phiếu cao so với giá trị sổ sách và giá thị trường của cổ phiếu đó trong quá khứ; ngược lại, sẽ mua lại cổ phiếu nếu giá thị trường của cổ phiếu thấp so với giá trị sổ sách và giá cổ phiếu đó trong quá khứ.

Các bằng chứng thực nghiệm (nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995), Kamath's (1997) hay như của Graham và Harvey (2001)) cũng ủng hộ quan điểm cho rằng, giá cả đóng vai trò quan trọng trong việc phát hành cổ phần mới. Nghiên cứu của Panetta và Zingales (1998) cho thấy, các doanh nghiệp có xu hướng tiến hành IPO khi giá trị thị trường của cả ngành đang ở mức cao. Nghiên cứu của Marsh (1982), Lucas và McDonald (1990), Jung Kim và Stulzu (1996), Opler và Titman (2001) chỉ ra những đợt điều chỉnh vốn cổ phần (phát hành hay mua lại) có tương quan khá mạnh với giá cổ phiếu trên thị trường. Baker và Wurgler (2002) cũng khẳng định rằng, định thời điểm thị trường là yếu tố đầu tiên cần xem xét để quyết định cấu trúc vốn doanh nghiệp, nghĩa là các doanh nghiệp nhìn chung không quan tâm đến việc sử dụng nợ hay vốn cổ phần, họ chỉ lựa chọn hình thức tài trợ nào mà tại một thời điểm việc lựa chọn hình thức đó mang lại giá trị lớn hơn. Nghiên cứu của Welch (2004) kết luận rằng, những cú sốc trong giá chứng khoán tạo ra một hiệu ứng kéo dài trong cấu trúc vốn và quyết định tài trợ của doanh nghiệp.

#### **✱ Các bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn**

##### ***- Các công trình nghiên cứu ngoài nước***

Bên cạnh những khái niệm và lý thuyết về cơ cấu vốn, có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm để kiểm tra sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp như Murray Z. Frank và Vidhan K.Goyal (2009), Shumi Akhtar và Barry Oliver (2009), Yue Cheng và Christopher J.Green (2008), Trần Hùng Sơn (2008), Nivorozhkin (2002)... hay những nghiên cứu về cấu trúc vốn ở các nước đang phát triển của Jean J.Chen (2003), Bevan và

Danbotl (2002), Chui et al (2002), Ozkan (2001), Wald (1999), Rajan và Zingales (1995).... và những nghiên cứu về cấu trúc vốn tại các nước phát triển như Batsch (2002), Franck Bancel (2002), John R.Graham và Campbell R.Harvey... Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra những nhân tố chính ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty là: rủi ro kinh doanh, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, cơ hội tăng trưởng, lá chắn thuế, tính thanh khoản, lợi nhuận, quy mô công ty.

Diễn hình như nghiên cứu “Các yếu tố quyết định cơ cấu vốn: Những yếu tố nào đáng tin cậy” của Murray Z. Frank và Vidhan K.Goyal (2009) thông qua xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các công ty thương mại Mỹ giai đoạn 1950 - 2003. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng, các yếu tố đáng tin cậy nhất trong giải thích cơ cấu vốn là cơ hội tăng trưởng, lợi nhuận tỷ lệ nghịch với cơ cấu vốn; tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, quy mô công ty, lạm phát kỳ vọng tỷ lệ thuận với cơ cấu vốn.

Một nghiên cứu khác của Shumi Akhtar và Barry Oliver (2009) về “Các nhân tố quyết định cơ cấu vốn của các công ty đa quốc gia và các công ty trong nước” tại Nhật Bản đã cho kết quả cơ cấu vốn tỷ lệ nghịch với rủi ro kinh doanh của các công ty đa quốc gia, trong khi tỷ lệ thuận với rủi ro ngoại hối và quy mô công ty.

Nghiên cứu của Jean J. Chen (2003) dựa trên các nghiên cứu sơ bộ để tìm ra các nhân tố quyết định cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc đã chỉ ra cơ hội tăng trưởng, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, quy mô công ty, thuế và tầm chắn thuế tỷ lệ thuận với cơ cấu vốn; trong khi lợi nhuận giữ lại có quan hệ tỷ lệ nghịch với cơ cấu vốn.

Kết quả nghiên cứu của Franck Bancel (2002) ở các nước châu Âu đã chỉ ra rằng khoảng ba phần tư doanh nghiệp có tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần mục tiêu và khoảng một nửa doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ mục tiêu này. Bên cạnh đó, nghiên cứu của John R. Graham và Campbell R. Harvey về quyết định lựa chọn cơ cấu vốn của các công ty tại Hoa Kỳ cho thấy, những nhân tố như tính linh hoạt tài chính và xếp hạng tín dụng là quan trọng nhất khi các giám đốc quyết định sử dụng nợ, còn khi sử dụng vốn cổ phần, họ quan tâm nhất là sự pha loãng EPS (thu nhập 1 cổ phần) và giá cổ phiếu gần đây.

#### ***- Các công trình nghiên cứu trong nước***

Tại Việt Nam, một nghiên cứu của Trần Hùng Sơn (2008) về “Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, sử dụng số liệu

của 45 công ty phi tài chính đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có giá trị thị trường lớn nhất tính đến thời điểm tháng 7 năm 2007 (loại trừ 2 quỹ đầu tư và Ngân hàng thương mại Sài Gòn Thương Tín). Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty bao gồm thanh khoản, lợi nhuận, quy mô công ty, tỷ lệ vốn góp nhà nước, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, đặc điểm riêng tài sản công ty. Trong đó, tính thanh khoản tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay/tổng tài sản. Lợi nhuận tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay trên tổng tài sản, điều này đúng với lý thuyết trật tự phân hạng, nghĩa là các công ty có nhiều lợi nhuận sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các hoạt động của mình, do đó sẽ sử dụng ít nợ vay hơn. Quy mô công ty tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Điều này đúng với lý thuyết đánh đổi, tức là các công ty có quy mô càng lớn thì càng dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn vay hơn so với các công ty có quy mô nhỏ. Tỷ lệ vốn góp của Nhà nước tỷ lệ thuận với tổng nợ vay trên tổng tài sản, tức là các công ty có tỷ lệ vốn góp của Nhà nước càng cao thì càng dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn, nhất là các nguồn vốn dài hạn. Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình tỷ lệ nghịch với nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ thuận với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Điều này có nghĩa là các công ty có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản cao sẽ sử dụng ít nợ ngắn hạn hơn do phù hợp về thời hạn vay và tính chất của tài sản.

Trong những năm gần đây, vấn đề nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp cũng đã được thực hiện bởi một số tác giả (Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiều (2010), Nguyễn Tấn Vinh (2011), Lê Thị Phương Vy và Phùng Đức Nam (2013), Võ Hồng Đức và Võ Tường Luân (2014), Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014), Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014)...). Vấn đề nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam cũng đã được nhiều tác giả thực hiện (Tran Dinh Khoi Nguyen và Ramachandran (2006), Bigger, Nam V. Nguyen và Quyen X. Hoang (2008), Okuda và Lai Thi Phuong Nhung (2012), Dzung và cộng sự (2012), Trần Hùng Sơn (2013),...).

### **1.3 Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp**

Những bài nghiên cứu trước đây đã chỉ ra một số nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn của doanh nghiệp như đặc điểm nền kinh tế, tài sản cố định hữu hình, thuế, quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng và sự biến động của thu nhập, v.v. Trong bài

nghiên cứu của mình, Harris và Raviv (1991) đã tổng kết lại rằng: đòn bẩy tài chính gia tăng cùng với tài sản cố định hữu hình, tầm chắn thuế phi nợ, các cơ hội đầu tư và quy mô doanh nghiệp; đòn bẩy giảm cùng với sự biến động trong thu nhập, chi phí quảng cáo, xác suất phá sản, khả năng sinh lợi và sự độc quyền của sản phẩm. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa những nhân tố này và cấu trúc vốn thì không ổn định. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm thường có sự thay đổi và đôi khi trái ngược với lý thuyết. Hơn nữa, khi so sánh cấu trúc vốn giữa các quốc gia khác nhau, những khác biệt về thể chế có thể ảnh hưởng đến mối tương quan giữa đòn bẩy tài chính và các nhân tố.

### ***1.3.1 Đặc điểm nền kinh tế***

Khi một doanh nghiệp định hướng được con đường phát triển trong dài hạn của mình, doanh nghiệp phải hoạch định một cấu trúc vốn hợp lý. Bất kì một cấu trúc tài chính hay một cấu trúc vốn nào cũng nên được xây dựng dựa trên cơ sở những dự báo về triển vọng kinh tế, tuy vậy, những dự báo này chỉ có ý nghĩa tại một thời điểm nhất định trong khi tình hình kinh tế thì luôn vận động không ngừng. Do đó, những nhà quản trị cần ý thức được các biến động của thị trường để có biện pháp điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp một cách hợp lý. Cho nên, khi xem xét các đặc điểm của nền kinh tế, doanh nghiệp cần lưu ý những vấn đề sau:

*Triển vọng của nền kinh tế:* Khi doanh nghiệp dự kiến triển vọng kinh doanh gia tăng, điều đó có nghĩa là nhu cầu tài sản phục vụ sản xuất kinh doanh và vốn để tài trợ việc mua các tài sản này cũng sẽ gia tăng. Một triển vọng mở rộng quy mô sản xuất, mở rộng thị phần thị trường một cách nhanh chóng đòi hỏi doanh nghiệp phải có khả năng tiếp cận được các kênh huy động vốn một cách dễ dàng. Vì thế, khi triển vọng nền kinh tế thay đổi, chính việc xây dựng một cấu trúc vốn có linh hoạt và hợp lý hay không sẽ quyết định các kết quả rất khác nhau.

*Triển vọng thị trường vốn:* Nếu những nhà hoạch định dự báo rằng trong tương lai chi phí sử dụng vốn sẽ gia tăng, họ sẽ mong muốn tăng độ nghiêng đòn bẩy tài chính ngay tức khắc. Trái lại, một dự kiến lãi suất sụt giảm có thể khuyến khích doanh nghiệp tạm hoãn quyết định vay tiền, nhưng vẫn phải duy trì cấu trúc vốn sao cho doanh nghiệp có khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ một cách dễ dàng hơn trong tương lai.

*Thuế suất:* Chi phí lãi vay là một khoản chi phí được khấu trừ thuế, một động thái nhằm gia tăng thuế suất áp dụng sẽ làm tăng mong muốn sử dụng nợ so với các loại vốn khác. Nói cụ thể hơn, khi thuế suất tăng, doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng gia tăng nguồn tài trợ nợ để tận dụng được lợi ích từ tấm chắn thuế và ngược lại. Thuế suất thuế thu nhập cá nhân cũng tác động đến việc sử dụng lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp. Các cổ đông không phải chịu thuế thu nhập cá nhân cho lợi nhuận doanh nghiệp của họ, nhưng họ phải chịu thuế thu nhập trên phần lợi nhuận khi nhận cổ tức. Vì vậy, dự kiến gia tăng thuế thu nhập cá nhân sẽ kích thích doanh nghiệp sử dụng lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức nhiều hơn trong hiện tại, và trong tương lai, doanh nghiệp sẽ giữ lại lợi nhuận và sử dụng lợi nhuận giữ lại nhiều hơn để tài trợ tăng trưởng. Việc gia tăng tỉ lệ lợi nhuận giữ lại đòi hỏi những nhà quản trị phải có sự cân đối phù hợp trong hoạch định cấu trúc vốn.

### ***1.3.2 Đặc điểm của ngành kinh doanh***

Một trong những nhân tố tác động đáng kể đến cấu trúc vốn của một doanh nghiệp chính là đặc điểm ngành nghề kinh doanh của nó. Theo nghiên cứu của Myers năm 1984, Haris và Raviv năm 1991, những doanh nghiệp thuộc các ngành nghề khác nhau thường có cấu trúc vốn khác nhau. Những ngành có nhiều tài sản cố định hữu hình như máy móc, nhà xưởng, đất đai hơn thì khả năng vay nợ cũng như nhu cầu vay nợ sẽ lớn hơn những ngành có tài sản cố định hữu hình ít hơn vì các ngân hàng sẽ ưu tiên cho vay đối với những doanh nghiệp có tài sản cố định hữu hình lớn hơn do tính chất bảo đảm cầm cố của các tài sản cố định hữu hình. Đối với các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực nông nghiệp với tính chất theo mùa vụ nên thường có nhu cầu về nợ ngắn hạn cao, các doanh nghiệp thuộc ngành công nghiệp thì có nhu cầu về nợ dài hạn cao kết hợp với vốn cổ phần do tính chất đòi hỏi tài sản cố định cao.

### ***1.3.3 Quy mô hoạt động***

Quy mô thường có tương quan thuận với đòn bẩy tài chính. Một mặt, quy mô là đại diện trái ngược cho xác suất phá sản. Những doanh nghiệp càng lớn thường có khả năng đa dạng hóa tốt và có dòng tiền ổn định hơn nên xác suất phá sản nhỏ hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Hơn nữa, nhiều bài nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các doanh nghiệp lớn thích phát hành nợ dài hạn trong khi doanh nghiệp nhỏ lại chọn nợ ngắn hạn để tài trợ cho các dự án của họ. Và bởi vì ưu thế kinh tế của quy mô và khả năng thương lượng với nhà cung cấp tín dụng tốt hơn, những doanh nghiệp lớn thường chịu chi phí phát hành nợ và vốn cổ phần thấp

hơn các doanh nghiệp nhỏ (theo Michaelas, 1999). Mỗi tương quan thuận giữa quy mô và đòn bẩy thay đổi trong hầu hết các nghiên cứu với một vài ngoại lệ. Chẳng hạn như trong bài nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995), quy mô có tương quan thuận với đòn bẩy trong khối G7, ngoại trừ Đức, và điều này rất khó giải thích nếu chỉ dựa trên sự khác biệt về thể chế. Bởi vì sự thanh lý doanh nghiệp thường xảy ra nhiều hơn ở Đức hơn là ở các nước khác, với giả định rằng quá trình thanh lý doanh nghiệp rất tốn kém và giá trị của doanh nghiệp khi thanh lý thấp hơn nhiều khi doanh nghiệp đang trong quá trình hoạt động thì phá sản sẽ rất tốn kém ở Đức và do đó, có thể mong đợi một tương quan thuận mạnh hơn giữa quy mô và đòn bẩy tài chính ở Đức. Mặt khác, quy mô được xem là đại diện cho sự bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư trong và ngoài doanh nghiệp. Fama và Jensen (1983) cho rằng doanh nghiệp lớn cung cấp nhiều thông tin cho nhà đầu tư bên ngoài hơn là doanh nghiệp nhỏ. Chính vì lợi ích từ việc bất cân xứng thông tin ít nên doanh nghiệp lớn có thể dễ dàng tiếp cận thị trường nợ và vay mượn với chi phí thấp hơn. Do đó, doanh nghiệp lớn thường vay nợ nhiều hơn doanh nghiệp nhỏ.

#### ***1.3.4 Thời gian hoạt động***

Dù các doanh nghiệp hoạt động ở những lĩnh vực khác nhau có cấu trúc vốn khác nhau nhưng xu hướng chung các doanh nghiệp có tuổi đời nhỏ hơn thường có sự phân tán mạnh về tỷ lệ nợ và có cấu trúc vốn thâm dụng nợ hơn các doanh nghiệp đã có tuổi. Các doanh nghiệp có “thâm niên” thường là những doanh nghiệp lớn đã đi vào giai đoạn phát triển khá ổn định và có một vị thế đáng kể trong ngành nên lợi nhuận mà họ thu được cũng khá ổn định qua các năm, do đó việc ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ khá ổn định từ lợi nhuận giữ lại là một lựa chọn khôn ngoan vì đây là nguồn tài trợ rẻ nhất theo *Lý thuyết Trật tự phân hạng*. Điều này ủng hộ nghiên cứu của Patersen và Rajan năm 1994; hai nhà nghiên cứu đã đưa ra kết luận rằng các doanh nghiệp mới thường có khuynh hướng gia tăng tài trợ bên ngoài trong khi những doanh nghiệp có bề dày phát triển lại hướng đến nguồn lợi nhuận giữ lại. Nghĩa là tuổi đời của doanh nghiệp tương quan nghịch với tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn.

#### ***1.3.5 Cấu trúc tài sản***

Các lý thuyết thường cho rằng tài sản cố định hữu hình có tương quan thuận với đòn bẩy tài chính. Bởi vì tài sản cố định hữu hình có thể sử dụng như vật thế chấp khi vay mượn từ



nguồn tài trợ bên ngoài, một tỷ lệ lớn tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp có thể giúp doanh nghiệp có được một mức lãi suất vay ngân hàng thấp hơn và cũng giúp giảm rủi ro của người cho vay từ chi phí đại diện của việc sử dụng nợ. Bởi vì nợ có thể được đảm bảo bằng sự thế chấp tài sản cố định hữu hình, cơ hội để doanh nghiệp có thể thực hiện việc thay thế tài sản của mình sẽ bị giảm đi do sự hiện hữu của một tỷ lệ lớn nợ có đảm bảo, do đó mang lại một sự an toàn cho chủ nợ (theo Stuzl và Johnson, 1985; Johnson, 1997). Đối với doanh nghiệp có nhiều tài sản cố định vô hình, chi phí sử dụng vốn cao hơn do sự kiểm soát việc sử dụng vốn vay khó khăn hơn. Vì vậy, một doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản lớn thường sử dụng nhiều nợ hơn.

#### ***1.3.6 Thuế suất hiệu lực***

Tác động của thuế suất hiệu lực lên đòn bẩy tài chính không rõ ràng. Một mặt, vì lãi vay là một khoản được khấu trừ thuế nên doanh nghiệp có thu nhập chịu thuế cao nên vay nhiều nợ hơn để được hưởng lợi ích từ tấm chắn thuế (theo Hauge và Senbet, 1986). Kết quả là, thuế suất có hiệu lực có tương quan thuận với mức độ sử dụng nợ. Mặt khác, thuế suất có hiệu lực cao làm giảm nguồn vốn nội bộ của doanh nghiệp và làm tăng chi phí sử dụng vốn. Vì vậy, có mối tương quan nghịch giữa thuế suất có hiệu lực và mức độ sử dụng nợ. Trong khi đó, bài nghiên cứu của Titman và Wessel (1988) đã cho thấy rằng không có mối tương quan quan trọng giữa thuế suất có hiệu lực và đòn bẩy tài chính.

#### ***1.3.7 Khả năng sinh lợi***

Những dự đoán theo lý thuyết không mang lại những kết luận chắc chắn cho mối tương quan giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính. Thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cho rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi có nhu cầu giữ lại lợi nhuận sau khi nộp thuế thu nhập doanh nghiệp cao hơn và nên vay mượn nhiều hơn. Trong khi đó, thuyết trật tự phân hạng lại cho rằng có mối tương quan nghịch giữa khả năng sinh lợi và tỷ lệ nợ. Theo thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp được cho là ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ hơn là tài trợ từ bên ngoài. Điều này dẫn tới việc doanh nghiệp sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại trước tiên rồi mới chuyển sang nguồn tài trợ bên ngoài khi lợi nhuận giữ lại không đủ để sử dụng. Khi phải đối mặt với sự lựa chọn giữa việc dùng trái phiếu hay vốn cổ phần, doanh nghiệp sẽ ưu tiên phát hành nợ hơn là phát hành vốn cổ phần. Trong trường hợp này, doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao sẽ dùng ít nợ hơn các doanh nghiệp khác. Những mô hình dựa trên chi phí

đại diện cũng đưa ra những dự đoán về mối tương quan giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy như sau: trong thuyết dòng tiền tự do, Jensen (1986) đã xem nợ là một công cụ để buộc nhà quản lý nhà bớt lợi nhuận và hạn chế việc mua sắm tài sản cá nhân lãng phí. Vì vậy, có mối tương quan thuận giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính. Theo thuyết phát tín hiệu, doanh nghiệp có khả năng sinh lợi được cho là sử dụng nợ như một tín hiệu thể hiện chất lượng của doanh nghiệp và thuyết này cũng dự đoán mối tương quan thuận giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính.

Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm đều khẳng định mối tương quan nghịch giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính (theo Titman và Wessel, 1988; Rajan và Zingales, 1995; Wald, 1999). Trong khi đó, mối tương quan thuận giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy thì ít được ủng hộ bởi các nghiên cứu thực nghiệm.

### ***1.3.8 Tính thanh khoản***

Theo thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ hơn là bên ngoài. Vì vậy, doanh nghiệp có thể tạo ra tính thanh khoản cho mình từ việc sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại. Nếu các tài sản có tính thanh khoản đủ để tài trợ cho các dự án đầu tư thì doanh nghiệp không cần phải sử dụng đến các nguồn tài trợ bên ngoài. Do đó, tính thanh khoản và đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch.

### ***1.3.9 Cơ hội tăng trưởng***

Những nghiên cứu lý thuyết cho rằng có mối tương quan nghịch giữa cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy tài chính. Trong trường hợp đầu tư dưới mức tối ưu, doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao thường bỏ qua các dự án có NPV dương bởi vì sự tồn tại của nợ chưa chi trả hết (theo Myers, 1977). Điều này là do lợi nhuận có được từ những dự án như vậy sẽ được chuyển hết cho chủ nợ hơn là cổ đông được hưởng lợi. Nếu nhà quản lý theo đuổi mục tiêu tăng trưởng, thì lợi ích của nhà quản lý và của cổ đông có xu hướng trùng hợp với nhau đối với các doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư lớn. Trong trường hợp đầu tư vượt mức tối ưu mà trong đó doanh nghiệp thiếu đi những cơ hội đầu tư thì nợ sẽ làm giảm chi phí đại diện của việc nhà quản lý tự do hành động theo ý muốn của mình. Vì vậy, doanh nghiệp tăng trưởng cao sẽ không xem việc phát hành nợ là ưu tiên hàng đầu của mình và do đó, cơ hội tăng trưởng có tương quan âm với đòn bẩy tài chính.

### ***1.3.10 Tỷ lệ sở hữu vốn Nhà nước***

Sự khác biệt về hình thức sở hữu trong các loại hình doanh nghiệp sẽ bị ràng buộc bởi những quy định có tính pháp lý về tư cách pháp nhân, điều kiện hoạt động, cơ chế vận hành và mục tiêu hoạt động. Do vậy, mục đích, điều kiện và khả năng tiếp cận các nguồn tài chính của mỗi doanh nghiệp có hình thức sở hữu khác nhau là khác nhau.

Một số nghiên cứu chỉ ra rằng, sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp làm tăng việc sử dụng nợ của doanh nghiệp đó.

### ***1.3.11 Độc quyền***

Có vài quan điểm trái ngược trong mối tương quan giữa sự độc quyền của doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính. Theo thuyết trật tự phân hạng, độc quyền có tương quan thuận với đòn bẩy, bởi vì chi phí nghiên cứu và phát triển của các doanh nghiệp độc quyền cao hơn các doanh nghiệp khác nên họ sẽ cần nhiều nguồn vốn từ bên ngoài hơn thông qua việc sử dụng nợ (theo Majluf và Myers, 1984). Mặt khác, doanh nghiệp càng có mức độ độc quyền cao thì tài sản của nó có tính thanh khoản càng thấp, do thị trường tiêu thụ của những tài sản này không rộng rãi. Khi đó, nếu doanh nghiệp lâm vào tình trạng phá sản thì giá trị thu hồi được từ việc thanh lý tài sản doanh nghiệp sẽ không đủ để đáp ứng yêu cầu của chủ nợ. Do đó, doanh nghiệp có mức độ độc quyền càng cao thì vay nợ càng ít. Vì vậy, độc quyền và đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch (theo Titman và Wessel, 2002).

### ***1.3.12 Rủi ro kinh doanh***

Biến động của thu nhập hay rủi ro kinh doanh là đại diện cho xác suất kiệt quệ tài chính và thường có tương quan nghịch với đòn bẩy tài chính. Doanh nghiệp có biến động thu nhập cao thì càng khả năng đối mặt với rủi ro thu nhập rớt xuống dưới mức tối thiểu để có thể thực hiện việc trả nợ càng cao. Điều này buộc doanh nghiệp phải tốn kém nhiều chi phí để có tiền trả nợ hoặc là đi đến phá sản. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp tài trợ bằng vốn cổ phần, doanh nghiệp có thể bỏ qua việc chi trả cổ tức trong suốt thời kỳ kiệt quệ tài chính. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp có biến động thu nhập cao sẽ vay mượn ít hơn và ưu tiên sử dụng vốn cổ phần hơn nợ khi phải đối mặt với sự lựa chọn nguồn tài trợ từ bên ngoài. Vì vậy, có mối tương quan nghịch giữa biến động thu nhập và đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, những chi phí có thể phát sinh trong tình trạng kiệt quệ tài chính thường giảm bớt nếu doanh nghiệp có mối quan hệ thân thiết với người cho vay.

### ***1.3.13 Triết lý quản lý***

Nếu nhà quản lý của doanh nghiệp là người bảo thủ thì họ sẽ hạn chế vay nợ và ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ hơn tài trợ từ bên ngoài. Còn nếu nhà quản lý doanh nghiệp là người rộng rãi, hào phóng, sẵn sàng chấp nhận rủi ro thì họ sẽ tiến hành vay nợ nhiều hơn để gia tăng đòn bẩy tạo ra nhiều lợi nhuận hơn.

### **1.4 Mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu**

- Dựa vào những lý thuyết về cấu trúc vốn của các nhà kinh tế học trên thế giới và các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước.

- Kết hợp với thực trạng sự phát triển cũng như đặc điểm của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.

Do đó, tác giả đã lựa chọn và phân tích một số nhân tố gắn liền với đặc điểm ngành và đưa ra mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn dự kiến với các nhân tố sau:

- Hiệu quả hoạt động (ROA): Giả thiết hiệu quả hoạt động có quan hệ nghịch chiều với các tỷ suất nợ. Chỉ tiêu đánh giá: Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA). Tỷ số này được xác định bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia tổng tài sản.

- Cơ hội tăng trưởng (GROWTH): Giả thiết nhân tố tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ quan hệ cùng chiều hoặc nghịch chiều với các tỷ suất nợ. Chỉ tiêu này dựa trên tốc độ tăng trưởng của tài sản, được tính bằng giá trị sổ sách của tài sản năm  $t$ /giá trị sổ sách của tài sản năm  $t-1$ .

- Cấu trúc tài sản (FAR): Giả thiết tại các doanh nghiệp ngành Xây dựng, cấu trúc tài sản có quan hệ cùng chiều hoặc nghịch chiều với các tỷ suất nợ. Nhân tố đại diện cho cơ cấu tài sản là Tỷ trọng TSCĐ, được xác định bằng tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản.

- Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Giả thiết quy mô doanh nghiệp quan hệ cùng chiều với các tỷ suất nợ. Đề tài sử dụng chỉ tiêu được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.

- Tính thanh khoản (CR): Đề tài sử dụng chỉ số nợ ngắn hạn/tài sản ngắn hạn để đại diện cho chỉ số này. Nên giả thiết tính thanh khoản này của các công ty có quan hệ cùng chiều với các tỷ suất nợ.

- Thuế (TAX): Giả thiết nhân tố thuế có quan hệ cùng chiều hoặc nghịch chiều với các tỷ suất nợ. Sử dụng thuế suất thực tế doanh nghiệp đang áp dụng bằng cách lấy chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành chia cho lợi nhuận trước lãi vay và thuế.

- Rủi ro kinh doanh (RISK): Giả thiết rủi ro kinh doanh và các tỷ suất nợ có quan hệ nghịch chiều. Sử dụng hệ số % thay đổi của EBIT/ % thay đổi của doanh thu thuần để đánh giá rủi ro kinh doanh. Doanh nghiệp nào có rủi ro kinh doanh càng nhỏ thì càng ít rủi ro hơn, lúc đó đòn cân nợ trở nên hấp dẫn hơn.

- Hình thức sở hữu của doanh nghiệp (SOE): Được đo lường bằng tỷ lệ sở hữu nhà nước. Đề tài giả thiết tỷ lệ vốn nhà nước có mối quan hệ cùng chiều với tỷ suất nợ. Dễ dàng thấy rằng, các công ty không có vốn góp nhà nước ít quan tâm đến vay nợ, còn các công ty có sự bảo hộ của nhà nước lại tranh thủ tận dụng lợi thế của việc vay nợ.

Từ các nhân tố được chọn trong mô hình, tác giả lựa chọn mô hình hồi quy tuyến tính bội dựa trên nguyên tắc bình phương nhỏ nhất với sự hỗ trợ của phần mềm Eviews 6.0 để nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.

Mô hình hồi quy tổng thể có dạng:

$$Y = \beta_1 * ROA + \beta_2 * GROWTH + \beta_3 * FAR + \beta_4 * SIZE + \beta_5 * CR + \beta_6 * TAX + \beta_7 * RISK + \beta_8 * SOE + C$$

Với Y: Các tỷ suất nợ, là biến phụ thuộc.

ROA, GROWTH, FAR, SIZE, CR, TAX, RISK, SOE: Là những nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

C: Hằng số hay hệ số tự do.

### **Kết luận chương 1**

Như vậy, trong chương thứ nhất của đề tài, tác giả đã trình bày các khái niệm cơ bản và các lý thuyết nghiên cứu về cấu trúc vốn để làm cơ sở cho các phân tích trong chương tiếp theo. Bên cạnh đó, tác giả cũng đã phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp và mối tương quan của nó với cơ cấu vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh được nêu ra ở phần mô hình nghiên cứu và các giả thiết nghiên cứu nhằm lượng hóa các nhóm nhân tố để đưa vào mô hình kiểm định ở chương 2.

## **CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG VỀ CẤU TRÚC VỐN NGÀNH XÂY DỰNG VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

Trong chương này, tác giả đề cập đến hai vấn đề về thực trạng cấu trúc vốn ngành Xây dựng và phương pháp nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng để có thể thấy được điều kiện môi trường hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam từ đó xem xét vận dụng lý thuyết đưa ra phương pháp nghiên cứu.

### **2.1 Đặc điểm của ngành Xây dựng ở nước ta trong thời kỳ đổi mới**

#### ***2.1.1 Giới thiệu về ngành Xây dựng***

Trên thế giới ngành Xây dựng luôn được coi là ngành kinh tế quan trọng, một bộ phận không thể thiếu của nền kinh tế quốc dân. Ở nhiều nước trên thế giới, trong bảng xếp loại các ngành tạo nguồn thu chủ yếu và sử dụng nhiều lao động của nền kinh tế, ta luôn thấy có tên ngành Xây dựng.

Ở Việt Nam cũng vậy, khi tổng kết bức tranh kinh tế toàn cảnh người ta thường chú ý tới 3 chỉ số: việc sử dụng đất đai, việc sử dụng lao động và sản lượng. Những số liệu thống kê chính thức trong nhiều năm nay đã cho phép chúng ta cùng hình dung ra các nét cơ bản nhất của ngành Công nghiệp Xây dựng.

Tổng thể trong những năm trước đây, ngoại trừ những giai đoạn kinh tế khó khăn thì ngành Công nghiệp - Xây dựng chiếm tỷ trọng khá lớn trong GDP cả nước.

Trong ngành Xây dựng Việt Nam, bộ phận xây dựng tạo ra cơ sở vật chất kỹ thuật, cơ sở hạ tầng cho đất nước được đánh giá là bộ phận rất quan trọng, thường liên quan đến các khoản tín dụng dài hạn nên trên thực tế nó thúc đẩy các khoản tín dụng dài hạn, thúc đẩy thị trường tín dụng.

Theo thống kê số liệu từ năm 2011-2013, ngành Xây dựng là ngành thu hút nhiều nhân lực chiếm 21,3% tổng số và chiếm gần 5-6% GDP.

Với đặc điểm, tình hình và điều kiện sản xuất trong xây dựng thiếu tính ổn định luôn biến đổi theo địa điểm xây dựng, chu kỳ sản xuất thường dài, sản phẩm xây dựng rất đa dạng, có tính cá biệt cao và chi phí lớn, quá trình sản xuất xây dựng phức tạp. Sản xuất xây dựng chịu ảnh hưởng của lợi nhuận chênh lệch do điều kiện địa điểm xây dựng đem lại. Ngành Xây

dựng là một ngành kinh tế thâm hụt vốn. Đặc tính nổi bật của ngành là nhạy cảm với chu kỳ kinh doanh của nền kinh tế vĩ mô.

### ***2.1.2 Tình hình hoạt động kinh doanh của ngành Xây dựng trong những năm gần đây***

#### ***2.1.2.1 Tình hình hoạt động kinh doanh chung của ngành Xây dựng***

Theo thống kê của Bộ Xây dựng [13, 2]:

- Theo giá hiện hành, giá trị sản xuất ngành Xây dựng năm 2014 đạt 849 nghìn tỷ đồng (*tăng 10,2% so với năm 2013*); tính theo giá so sánh năm 2010 đạt 676 nghìn tỷ đồng (*tăng 7,6% so với năm 2013*). Theo giá so sánh năm 2010, giá trị tăng thêm của ngành Xây dựng năm 2014 là 161,87 nghìn tỷ đồng, tăng 7,07% so với năm 2013 (*cao hơn mức tăng 5,87% của năm trước*), chiếm tỷ trọng 6,0% GDP cả nước (*năm 2013 chiếm tỷ trọng 5,9% GDP*).

- Tỷ lệ đô thị hóa cả nước đạt khoảng 34,5% (*tăng 1,03% so với năm 2013*); Tỷ lệ phủ kín quy hoạch chung xây dựng đô thị đạt 100%; Tỷ lệ người dân đô thị được cung cấp nước sạch qua hệ thống cấp nước tập trung đạt 80% (*tăng 1% so với năm 2013*); Tỷ lệ thu gom và xử lý rác thải tại đô thị đạt 84%; Tỷ lệ thất thoát thất thu nước sạch khoảng 25,5% (*giảm 1,5% so với năm 2013*).

- Diện tích bình quân nhà ở toàn quốc đạt khoảng 20,6 m<sup>2</sup>/sản/người (*tăng 1m<sup>2</sup>/sản/người so với năm 2013*); cả nước có khoảng 1,8 triệu m<sup>2</sup> nhà ở xã hội.

- Tổng sản lượng xi măng tiêu thụ khoảng 70,6 triệu tấn, đạt 110,3% kế hoạch, tăng 15% so với năm 2013.

“Giá trị sản xuất ngành Xây dựng năm 2014 theo giá hiện hành ước đạt 849 nghìn tỷ đồng bao gồm: khu vực Nhà nước đạt 84,3 nghìn tỷ đồng (*giảm 8,9% so với 2013*), chiếm 9,9%; khu vực ngoài Nhà nước đạt 709,9 nghìn tỷ đồng (*tăng 10,3% so với 2013*), chiếm 83,6%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 54,8 nghìn tỷ đồng (*tăng 62,3% so với 2013*), chiếm 6,5%.

Giá trị sản xuất ngành Xây dựng năm 2014 theo giá so sánh 2010 ước tính đạt 676 nghìn tỷ đồng, tăng 7,6% so với năm 2013, trong đó: khu vực Nhà nước đạt 69,2 nghìn tỷ đồng, giảm 10,9%; khu vực ngoài Nhà nước đạt 563,1 nghìn tỷ đồng, tăng 7,6%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 43,8 nghìn tỷ đồng, tăng 58%. Giá trị tăng thêm của ngành Xây dựng năm 2014 là 161,87 nghìn tỷ đồng, tăng 7,07% so với năm 2013, chiếm tỷ trọng 6,0% GDP

cả nước. Lĩnh vực kinh doanh bất động sản và xây dựng là 02 lĩnh vực thu hút mạnh vốn đầu tư FDI.

Điểm nổi bật của các doanh nghiệp ngành Xây dựng trong thời kỳ qua là tư duy nhạy bén, chủ động, sáng tạo, tiếp cận và hòa nhập nhanh với cơ chế thị trường, chú trọng chuyển dịch cơ cấu sản phẩm, thực hiện phương châm: đa dạng hóa sản phẩm, dịch vụ; đa phương hóa quan hệ và đa dạng hóa sở hữu. Đã huy động nhiều nguồn lực để đầu tư phát triển, ít lệ thuộc vào ngân sách Nhà nước, do vậy các doanh nghiệp của ngành phát triển nhanh, đã có sự thay đổi căn bản về chất, đã vươn lên trưởng thành từ "nhà thầu" trở thành "tổng thầu", từ chỗ "làm thuê" là chính, thì nay doanh nghiệp đã đẩy mạnh chuyển dịch cơ cấu, chủ động vươn lên thành các "chủ đầu tư" của nhiều dự án lớn, đóng góp những công trình quan trọng cho đất nước.

Nhiều doanh nghiệp đã tiếp cận nhanh với công nghệ xây dựng mới, trang bị thêm nhiều thiết bị hiện đại, từng bước đáp ứng được yêu cầu của công tác quản lý, tư vấn, thi công xây dựng những công trình quy mô lớn, hiện đại. Lực lượng thi công cầu đường, công trình ngầm của các doanh nghiệp xây dựng đã có sự phát triển vượt bậc về trình độ công nghệ tiên tiến, hiện đại và năng suất lao động. Đến nay, các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam đã làm chủ công nghệ thiết kế, thi công các công trình cao tầng, công trình nhịp lớn, công trình ngầm, công trình trên nền địa chất phức tạp. Năng lực quản lý, kể cả quản lý hợp đồng tổng thầu EPC, quản lý đầu tư theo hình thức BOT, BT, BOO các công trình xây dựng có tiến bộ vượt bậc. Các doanh nghiệp đã đầu tư xây dựng hoặc nhận thầu xây dựng ở hầu hết các công trình trọng điểm Nhà nước, các công trình quan trọng của quốc gia, của các Bộ, ngành, địa phương, của các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam hoặc của Việt Nam đầu tư ra nước ngoài, đó là những công trình nhà cao tầng tại các khu đô thị mới như Linh Đàm, Trung Hòa - Nhân Chính, Mỹ Đình... các nhà thi đấu thể thao, công trình hầm đèo Ngang, hầm ngầm nhà cao tầng; Trung tâm Hội nghị quốc gia, Công trình khí điện đạm Cà Mau, Khu công nghiệp lọc dầu Dung Quất, Nhà Quốc hội, Thủy điện Sơn La, Lai Châu... Trong đó đáng chú ý là công trình Thủy điện Sơn La đã hoàn thành, về trước tiến độ 03 năm, đã làm lợi cho đất nước khoảng 500 triệu USD mỗi năm.

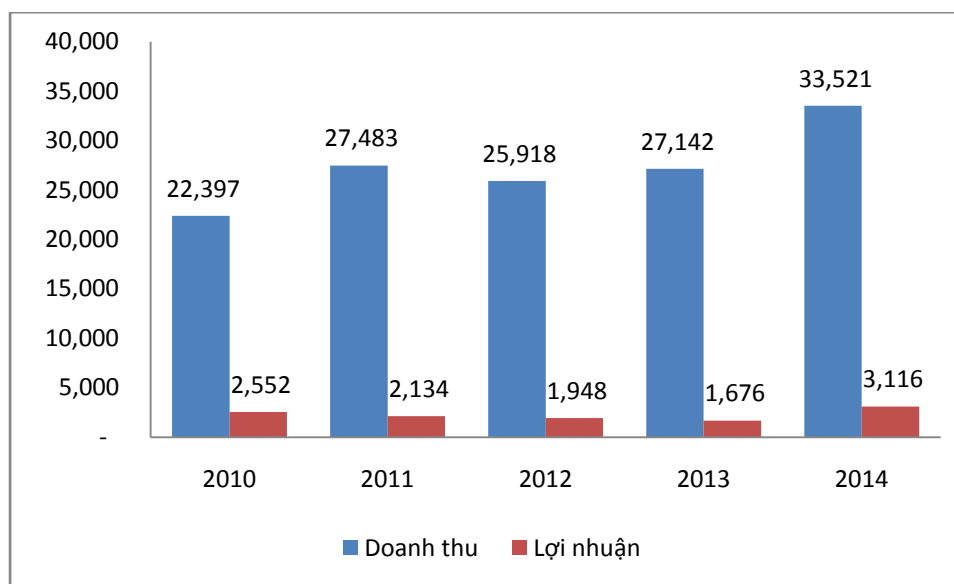
Tốc độ tăng trưởng bình quân của các doanh nghiệp thuộc Bộ Xây dựng luôn đạt ở mức cao, bình quân 16,5%/năm, dẫn đầu cả nước về các lĩnh vực sản xuất xi măng, vật liệu xây



dựng, công trình hạ tầng kỹ thuật, xây dựng khu đô thị mới, khu công nghiệp, thủy điện vừa và nhỏ.

Với tốc độ tăng trưởng ngành đạt loại khá so với các ngành khác, ngành Xây dựng đã góp phần to lớn vào việc hoàn thành các nhiệm vụ kinh tế - xã hội của đất nước, từng bước đổi mới, phát triển và hội nhập khu vực và quốc tế.

#### 2.1.2.2 Tình hình hoạt động kinh doanh của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh



**Biểu đồ 1.1: Doanh thu và lợi nhuận của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: tỷ đồng)**  
(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ BCTC của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng)

Qua biểu đồ doanh thu và lợi nhuận của 32 Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh ta thấy doanh thu tăng ở năm 2011 (tăng 5,086 tỷ đồng so với năm 2010 tương đương tăng 22.71%) và sau đó giảm nhẹ vào năm 2012 (giảm 1,565 tỷ đồng so với năm 2011 tương đương giảm 5.69%) và dần tăng trở lại cao nhất vào năm 2014 (tăng 6,379 tỷ đồng so với năm 2013 tương đương 23.50%).

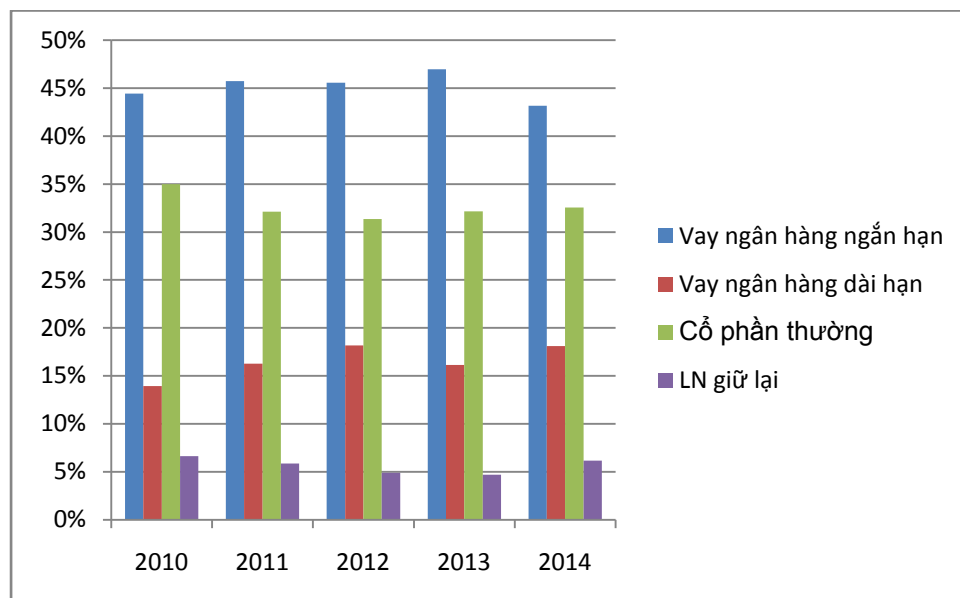
Nhìn chung các Công ty cổ phần đều hoàn thành tốt kế hoạch đề ra và có mức tăng trưởng doanh thu cao nhưng lợi nhuận sau thuế lại giảm dần từ năm 2011 đến 2013 (giảm 876 tỷ đồng so với năm 2010 tương đương 34.33%) và có mức tăng trưởng vượt bậc ở năm 2014 (tăng 1,440 tỷ đồng so với năm 2013 tương đương 85.93%); do chi phí hoạt động tăng cao trong giai đoạn 2011-2013 cũng như doanh thu giảm ở 2012 và 2013 so với 2011. Tuy

nhien, tình hình đã khởi sắc vào năm 2014 và tăng trưởng cao; kỳ vọng phát huy ở những năm tiếp theo, góp phần vào những chuyển biến tích cực của nền kinh tế đất nước.

## 2.2 Thực trạng về cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh

### 2.2.1 Đặc điểm thành phần cấu trúc vốn của ngành Xây dựng

Ngành chủ yếu sử dụng nguồn tài trợ từ *vay ngân hàng ngắn hạn*. *Vay ngân hàng ngắn hạn* của ngành tăng nhẹ qua các năm từ 2010-2013 với tốc độ tăng trung bình khoảng 3%/năm và có xu hướng giảm ở năm 2014 với tốc độ giảm là 8.13%/năm. *Vay ngân hàng ngắn hạn* chiếm khoảng 44% - 47% (năm 2010 -2013) và giảm còn 43.16% tổng nguồn vốn của ngành.



**Biểu đồ 1.2: Thành phần cấu trúc vốn các doanh nghiệp ngành Xây dựng (đơn vị tính: %)**

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ BCTC của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng)

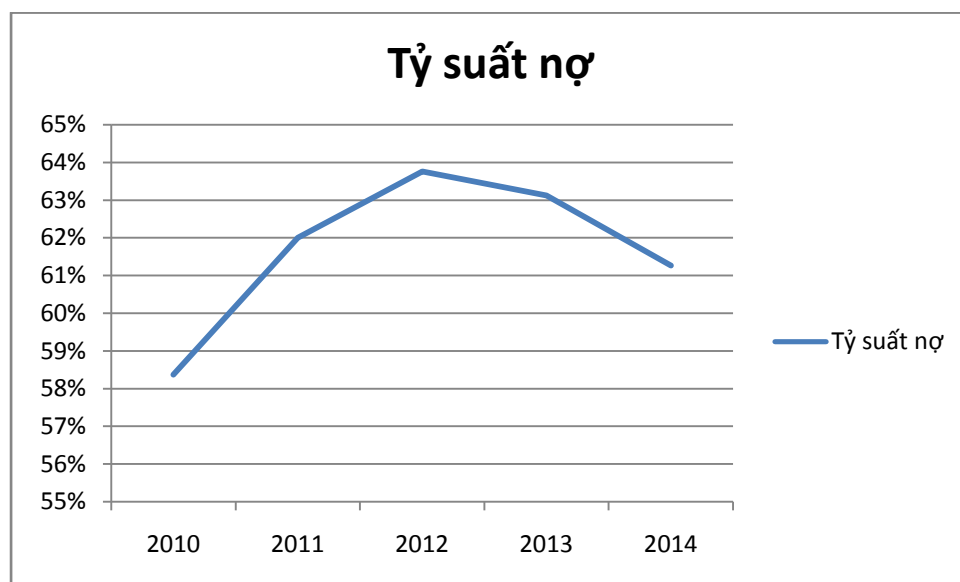
Ngành cũng sử dụng một lượng lớn *Vốn cổ phần thường*, nguồn vốn này giảm từ năm 2010-2012 (năm 2012 giảm 10.45% so với năm 2010) và tăng nhẹ lên 32.56% tổng nguồn vốn của ngành (năm 2014). *Vốn cổ phần thường* chiếm khoảng 31% - 35% tổng nguồn vốn của ngành. *Vốn vay ngân hàng dài hạn* cũng được sử dụng chiếm khoảng 13% -18% tổng nguồn vốn của ngành và có xu hướng tăng ở năm 2012 (18.20%) sau đó giảm ở năm 2013 (16.14%) và tăng trở lại năm 2014 (18.11%) do có gói kích cầu hỗ trợ lãi suất cho vay của chính phủ. Nhìn vào tỷ lệ nợ vay và vốn chủ sở hữu qua các năm ta thấy có sự chuyển dịch

dần từ sử dụng nợ ngắn hạn qua dài hạn với vốn chủ sở hữu nhưng sự chuyển dịch này rất chậm; trong khi đó, ngành Xây dựng có đặc thù là đầu tư, xây dựng kéo dài, có thể thấy được biểu hiện của sự mất cân đối trong cơ cấu đầu tư và cơ cấu vốn.

*Lợi nhuận giữ lại* của ngành này tương đối ổn định nhưng thấp (khoảng gần 5% - 7% tổng nguồn vốn của ngành) và cũng tương đương với chiều hướng tăng giảm của vốn cổ phần, lợi nhuận giữ lại giảm ở mức 4.72% tổng nguồn vốn của ngành (năm 2013) và tăng lên 6.17% tổng nguồn vốn của ngành (năm 2014). Ngành Xây dựng không sử dụng *trái phiếu và cổ phần ưu đãi*.

## 2.2.2 Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành Xây dựng

### 2.2.2.1 Tỷ suất nợ



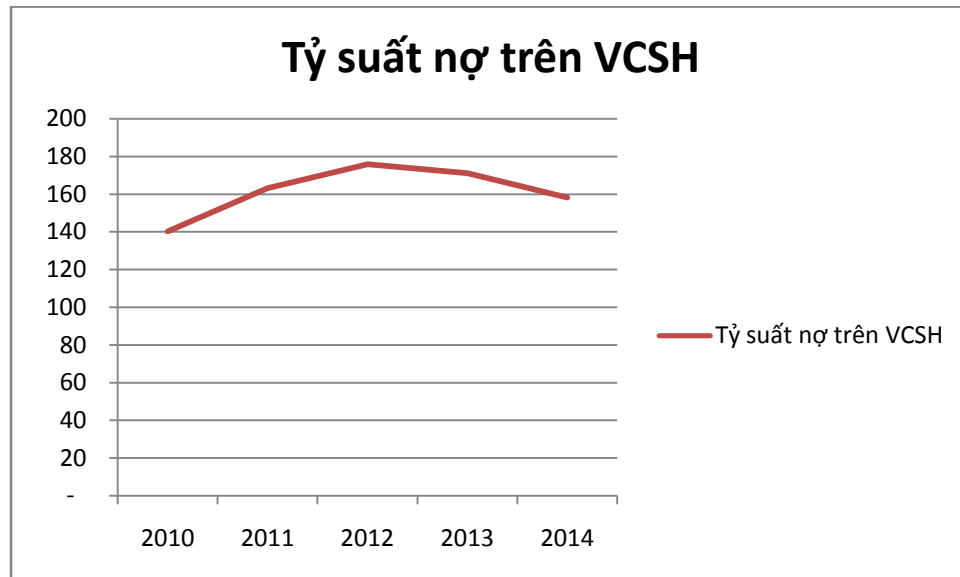
**Biểu đồ 1.3: Tỷ suất nợ của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: %)**

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ BCTC của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng)

Qua biểu đồ ta thấy tỷ lệ nợ của các công ty tăng từ năm 2010-2012 (tăng từ 58% đến 64%) và giảm dần từ năm 2013 xuống còn 61% (năm 2014). Nhìn chung, tỷ lệ nợ của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng đang có xu hướng giảm nhưng vẫn khá cao khoảng 61% (năm 2014) nghĩa là có 61% tài sản của các công ty được hình thành từ nợ vay. Điều đó cho thấy, đa số các công ty cổ phần ngành Xây dựng đang có cơ cấu tài chính nhiều rủi ro với tỷ số nợ cao có nghĩa là khả năng sử dụng vốn vay để tạo ra lợi nhuận cho các công ty cao; do đặt thù kinh doanh của ngành cần vốn lớn, nên việc vay nợ lớn là điều thường xuyên và là

giải pháp hàng đầu cho các công ty trong ngành, đây là một yếu tố dẫn đến tăng chi phí cho doanh nghiệp khi lãi suất tăng cao. Tuy nhiên, với nền kinh tế đang trên đà hồi phục và lạm phát được kiểm soát, tỷ suất nợ cũng đang có xu hướng giảm, có thể thấy qua mỗi năm các Công ty đều có sự điều chỉnh linh hoạt để phù hợp với tình hình chung của nền kinh tế.

#### 2.2.2.2 Tỷ suất nợ trên vốn chủ sở hữu



**Biểu đồ 1.4: Tỷ suất nợ trên VCSH của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: %)**

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ BCTC của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng)

Ta thấy tỷ suất nợ trên VCSH tăng cao ở năm 2012 (176%) và giảm dần còn 158% (năm 2014). Nếu xét theo khía cạnh tự chủ tài chính thì với tỷ suất cao như vậy có nghĩa là tài sản của các công ty được tài trợ chủ yếu bằng các khoản nợ. Với số liệu này cho thấy, khả năng tự chủ tài chính của các công ty trong ngành vẫn còn thấp, hoạt động chủ yếu dựa trên vốn vay, độ rủi ro cao.

Phân tích 2 chỉ tiêu trên cho thấy, cấu trúc vốn của các Công ty ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh nghiêng về nợ vay, với tỷ suất nợ là 61% (năm 2014) và tỷ suất nợ trên vốn chủ sở hữu là 158% (năm 2014), điều này phù hợp với đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của ngành để đảm bảo cho sản xuất kinh doanh thường xuyên của các Công ty. Hai tỷ suất này đang có xu hướng giảm kể từ năm 2013 cho thấy các công ty đang dần sử dụng vốn tốt và kinh doanh có hiệu quả; đánh dấu sự phục hồi khả quan cho ngành.

Nhìn chung, hầu hết các doanh nghiệp ngành Xây dựng quan sát đều chủ yếu sử dụng vay ngân hàng ngắn hạn để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Ngành cần vốn vay ngắn hạn lớn để mua nguyên vật liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Các doanh nghiệp Xây dựng có nhu cầu vốn ban đầu để đầu tư tài sản cố định như trang thiết bị, máy móc, v.v... nên có tỷ lệ vốn cố phần thường trong tổng nguồn vốn lớn. Ngành có lợi nhuận giữ lại thấp cho thấy khả năng sinh lợi của ngành chưa cao.

Đa số các công ty cổ phần ngành Xây dựng đang có cơ cấu tài chính nhiều rủi ro với tỷ số nợ cao do đặt thù kinh doanh của ngành cần vốn lớn, nên việc vay nợ lớn là điều thường xuyên và là giải pháp hàng đầu cho các công ty trong ngành.

## **2.3 Phương pháp nghiên cứu**

### ***2.3.1 Chọn mẫu, thu thập dữ liệu và phương pháp xây dựng mô hình***

- Chọn mẫu nghiên cứu và thu thập dữ liệu: Dựa vào số liệu từ bảng Báo cáo tài chính từ năm 2011- 2014 của 32 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.

- Phương pháp nghiên cứu: Để xác định sự ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn, đề tài sử dụng *phương pháp nghiên cứu định lượng* phân tích số liệu thống kê và hồi quy theo mô hình kinh tế lượng (sử dụng phần mềm Eview 6.0) sau đó sẽ tiến hành phân tích kết quả hồi quy nhằm làm rõ hơn sự tác động của các nhân tố.

- Kiểm tra dữ liệu trước khi phân tích hồi quy: Kiểm tra các lỗi về thu thập thông tin và số liệu, sau đó các dữ liệu được kiểm tra về giả thiết phân phối.

### ***2.3.2 Trình tự tiến hành phân tích***

Bước 1: Xây dựng các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc vốn và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp.

Bước 2: Xác định mối quan hệ tương quan giữa các biến bằng cách tính hệ số tương quan từng phần  $r$  (Pearson Correlation Coefficient).

Mục đích: Xác định mức độ tương quan giữa các biến để lựa chọn các biến độc lập có quan hệ tuyến tính với biến phụ thuộc và loại bỏ hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập với nhau.

Bước 3: Phân tích hồi quy tuyến tính bội và tiến hành kiểm định để xác định mức độ ảnh hưởng của các biến giải thích đến các tỷ lệ nợ của các công ty niêm yết.

### 2.3.3 Đo lường các biến

#### 2.3.3.1 Đối với các biến phụ thuộc

$$\text{Tỷ suất Nợ dài hạn/ Tổng tài sản (LTD/A)} = \frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$$

$$\text{Tỷ suất Nợ (D/A)} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$$

$$\text{Tỷ suất Nợ dài hạn/ Vốn chủ sở hữu (LTD/E)} = \frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \times 100\%$$

Ý nghĩa của các tỷ số:

- Tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản và Tỷ suất Nợ: Chỉ tiêu này cho biết mức độ tài trợ tài sản của doanh nghiệp bằng các khoản nợ, nghĩa là cho biết bao nhiêu phần trăm tài sản của doanh nghiệp được hình thành bằng nợ phải trả hay nợ dài hạn. Khi tỷ suất nợ, tỷ suất nợ dài hạn trên tổng tài sản càng cao thì mức độ phụ thuộc của doanh nghiệp vào chủ nợ càng lớn, tính tự chủ của doanh nghiệp càng thấp.

- Tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu: Chỉ tiêu đo lường tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần, cho biết doanh nghiệp sử dụng nợ dài hạn bao nhiêu so với vốn cổ phần và cho thấy việc sử dụng nợ của công ty có ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động kinh doanh trong dài hạn.

#### 2.3.3.2 Đối với các biến độc lập

**Bảng 1.1: Giả thiết nghiên cứu đề tài**

Nhân tố	Cách xác định	Kỳ vọng tương quan
1. Hiệu quả hoạt động (ROA)	$\text{Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA)} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	(-)
2. Cơ hội tăng trưởng (GROWTH)	$\text{Tốc độ tăng trưởng của tài sản} = \frac{\text{Giá trị sổ sách của tài sản năm } t}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản năm } t - 1}$	(+)/(-)

3. Cấu trúc tài sản (FAR)	Tỷ trọng TSCĐ $= \frac{\text{Giá trị còn lại của TSCĐ}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$	(+)/(-)
4. Quy mô doanh nghiệp (SIZE)	SIZE = Ln(TTS)	(+)
5. Tính thanh khoản (CR)	Tính thanh khoản = $\frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tài sản ngắn hạn}}$	(+)
6. Thuế (TAX)	Thuế suất TNDN hiện hành $= \frac{\text{Chi phí thuế TNDN hiện hành}}{\text{Lợi nhuận trước lãi vay và thuế}}$	(+)/(-)
7. Rủi ro kinh doanh (RISK)	Rủi ro kinh doanh $= \frac{\% \text{ thay đổi của EBIT}}{\% \text{ thay đổi của doanh thu thuần}}$	(-)
8. Hình thức sở hữu của doanh nghiệp (SOE)	Tỷ lệ sở hữu nhà nước 1: Có sở hữu nhà nước 0: Không có sở hữu nhà nước	(+)

## Kết luận chương 2

Như vậy, với đặc điểm hoạt động kinh doanh của ngành và đặc điểm của nền kinh tế ở mỗi giai đoạn mà ngành có một cấu trúc vốn phù hợp. Để có thể đưa ra các giải pháp xây dựng cơ cấu vốn cho các công ty cần phân tích thêm các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh.

Trong phần kiểm định bằng mô hình kinh tế lượng, tác giả tiến hành kiểm định tám nhân tố tác động đến cấu trúc vốn các Công ty cổ phần ngành Xây dựng Việt Nam là hiệu quả hoạt động (ROA), cơ hội tăng trưởng, cấu trúc tài sản, quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản, thuế suất TNDN hiện hành, rủi ro kinh doanh, hình thức sở hữu doanh nghiệp.

## CHƯƠNG 3: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU – KHUYẾN NGHỊ

### VÀ KẾT LUẬN

Với các nội dung đã trình bày ở những chương trước, chương 3, đề tài sẽ phân tích và chạy hồi quy tuyến tính bội để đưa ra những nhân tố có ảnh hưởng quan trọng đối với cấu trúc vốn của các doanh nghiệp cổ phần ngành Xây dựng niềm yết. Từ đó, đưa ra kết luận và một số khuyến nghị.

### 3.1 Kết quả phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niềm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh

#### 3.1.1 Phân tích thống kê mô tả

**Bảng 2.1: Bảng thống kê mô tả của các tỷ suất nợ với các biến giải thích**

	Mean	Median	Maximum	Minimum
D_A	0.637160	0.641489	0.897366	0.263200
LTD_A	0.159939	0.076223	0.572340	7.51E-06
LTD_E	0.632959	0.258240	2.739964	1.60E-05
ROA	0.030603	0.018394	0.176239	-0.06595
GROWTH	1.108777	1.063465	1.977019	0.778559
FAR	0.204820	0.143707	0.895284	0.014863
SIZE	27.77114	27.66556	29.60126	26.10033
CR	0.752927	0.772261	1.118748	0.350029
TAX	0.113681	0.100110	0.411379	0.011260
RISK	1.795856	0.954954	17.38405	-20.0603
SOE	0.562500	1.000000	1.000000	0.000000

(Nguồn: Tổng hợp số liệu chạy thống kê mô tả với chương trình Eviews 6.0)

Dựa vào bảng thống kê mô tả của các tỷ suất nợ với các biến giải thích trên ta thấy:

- Tỷ suất Nợ trung bình là 63.72%. Tỷ suất Nợ trung vị là 64.15%. Số liệu này cũng có nghĩa là 50% công ty được phân tích có Nợ phải trả/Tổng tài sản cao hơn 64.15% và 50% công ty còn lại có Nợ phải trả/Tổng tài sản thấp hơn 64.15%. Trong đó, công ty có Nợ phải trả /Tổng tài sản cao nhất là 89.74% và thấp nhất là 26.32%.



- Tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản trung bình là 16%. Tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản trung vị là 7.6%. Như vậy cũng có nghĩa là 50% công ty được phân tích có Nợ dài hạn/Tổng tài sản cao hơn 7.6% và 50% công ty còn lại có Nợ dài hạn/Tổng tài sản thấp hơn 7.6%. Trong đó, công ty có Nợ dài hạn/Tổng tài sản cao nhất là 57.23% và thấp nhất là gần bằng 0%.

- Tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu trung bình là 63.30%. Tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu trung vị là 25.82%. Như vậy cũng có nghĩa là 50% công ty được phân tích có Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu cao hơn 25.82% và 50% công ty còn lại có Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu thấp hơn 25.82%. Trong đó, công ty có Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu cao nhất là 274% và thấp nhất là gần bằng 0%.

### ***3.1.2 Phân tích hệ số tương quan từng phần r***

**Bảng 2.2: Ma trận tương quan các biến giải thích với các tỷ suất**

	D_A	LTD_A	LTD_E	ROA	GROWTH	FAR	SIZE	CR	TAX	RISK	SOE
D_A	1.000000	0.411887	0.576857	-0.486637	-0.015747	0.204897	0.167531	0.601713	-0.216789	-0.352724	0.241864
LTD_A	0.411887	1.000000	0.869941	0.035449	0.513718	0.711020	0.111866	0.326692	-0.300285	-0.034689	0.022592
LTD_E	0.576857	0.869941	1.000000	-0.077420	0.376429	0.579047	0.139597	0.344264	-0.257524	-0.130885	0.120083
ROA	-0.486637	0.035449	-0.077420	1.000000	0.451104	-0.033802	0.135096	-0.429026	0.243946	0.263146	-0.364648
GROWTH	-0.015747	0.513718	0.376429	0.451104	1.000000	0.232580	0.191184	-0.060029	0.040570	0.401049	-0.190669
FAR	0.204897	0.711020	0.579047	-0.033802	0.232580	1.000000	0.092948	0.643025	-0.223720	0.146669	-0.236294
SIZE	0.167531	0.111866	0.139597	0.135096	0.191184	0.092948	1.000000	0.347201	0.054073	0.253924	-0.277165
CR	0.601713	0.326692	0.344264	-0.429026	-0.060029	0.643025	0.347201	1.000000	-0.216343	0.114702	-0.174604
TAX	-0.216789	-0.300285	-0.257524	0.243946	0.040570	-0.223720	0.054073	-0.216343	1.000000	0.109074	-0.075929
RISK	-0.352724	-0.034689	-0.130885	0.263146	0.401049	0.146669	0.253924	0.114702	0.109074	1.000000	-0.115916
SOE	0.241864	0.022592	0.120083	-0.364648	-0.190669	-0.236294	-0.277165	-0.174604	-0.075929	-0.115916	1.000000

(Nguồn: Tổng hợp số liệu chạy ma trận tương quan với chương trình Eviews 6.0)

✱ Từ ma trận tương quan các biến giải thích với tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản có các hệ số tương quan như sau:

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản với Tỷ trọng tài sản cố định là 0.711 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều mạnh giữa hai biến này.

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản với Cơ hội tăng trưởng là 0.514 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều giữa hai biến này.

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản với Tính thanh khoản là 0.327 thấy được một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều yếu giữa hai biến này.

Đồng thời hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản với Thuế suất TNDN hiện hành là -0.300 có nghĩa là hai biến này có một liên hệ tương quan tuyến tính nghịch chiều yếu.

- Các hệ số tương quan còn lại giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản với Quy mô doanh nghiệp; Tỷ suất sinh lời trên tài sản; Hình thức sở hữu lần lượt là 0.112; 0.035; 0.023 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều rất yếu giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản với các biến này. Và hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản với Rủi ro kinh doanh là -0.035 cho thấy giữa hai biến này có một mối liên hệ tương quan tuyến tính nghịch chiều rất yếu.

✱ Từ ma trận tương quan các biến giải thích với tỷ suất Nợ có các hệ số tương quan như sau:

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ với Tính thanh khoản là 0.602 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều mạnh giữa hai biến này.

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ với Tỷ suất sinh lời trên tài sản là -0.487 điều này có nghĩa hai biến này có một mối liên hệ tương quan tuyến tính nghịch chiều.

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ với Tỷ trọng TSCĐ; Hình thức sở hữu doanh nghiệp lần lượt là 0.205; 0.242 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều yếu giữa tỷ suất Nợ với hai biến này. Đồng thời, hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ với Thuế suất TNDN hiện hành và Rủi ro kinh doanh lần lượt là -0.217; -0.353 điều này cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính nghịch chiều yếu giữa tỷ suất Nợ với hai biến này.

- Còn lại hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ với Quy mô doanh nghiệp là 0.168 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều rất yếu giữa hai biến này. Và hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ với Cơ hội tăng trưởng là -0.016 cũng thấy được hai biến này có một mối liên hệ tương quan tuyến tính nghịch chiều rất yếu.

✱ Từ ma trận tương quan các biến giải thích với tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu có các hệ số tương quan như sau:

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với Tỷ trọng tài sản cố định là 0.579 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều giữa hai biến này.

- Hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với Cơ hội tăng trưởng, Tính thanh khoản lần lượt là 0.376; 0.344 thấy được một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều yếu giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với hai biến này. Đồng thời, hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với Thuế suất TNDN hiện hành là -0.258 điều này cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính nghịch chiều yếu giữa hai biến.

- Các hệ số tương quan còn lại giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với Quy mô doanh nghiệp; Hình thức sở hữu lần lượt là 0.140; 0.120 cho thấy có một mối liên hệ tương quan tuyến tính thuận chiều rất yếu giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với các biến này. Và hệ số tương quan giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với Rủi ro kinh doanh; Tỷ suất sinh lời trên tài sản lần lượt là -0.130; -0.077 cho thấy giữa tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu với hai biến này có một mối liên hệ tương quan tuyến tính nghịch chiều rất yếu.

### ***3.1.3 Phân tích hồi quy tuyến tính bội giữa biến phụ thuộc và biến độc lập là các nhân tố ảnh hưởng***

Để nghiên cứu sự tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản; tỷ suất Nợ và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu tác giả tiến hành hồi quy mô hình bằng phần mềm Eviews 6.0.

**Bảng 2.3: Mô hình hồi quy của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản**

Dependent Variable: LTD\_A

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

ROA	-0.168921	0.539394	-0.313169	0.7570
GROWTH	0.393984	0.088760	4.438772	0.0002
FAR	0.627629	0.117734	5.330915	0.0000
SIZE	0.033834	0.023358	1.448466	0.1610
CR	-0.129584	0.149947	-0.864203	0.3964
TAX	-0.275098	0.203935	-1.348953	0.1905
RISK	-0.008572	0.002822	-3.037982	0.0058
SOE	0.087495	0.037030	2.362788	0.0270
C	-1.244866	0.602335	-2.066732	0.0502
<hr/>				
R-squared	0.813030	Mean dependent var	0.159939	
Adjusted R-squared	0.747997	S.D. dependent var	0.175390	
S.E. of regression	0.088046	Akaike info criterion	-1.789661	
Sum squared resid	0.178297	Schwarz criterion	-1.377423	
Log likelihood	37.63458	Hannan-Quinn criter.	-1.653016	
F-statistic	12.50178	Durbin-Watson stat	1.791310	
Prob(F-statistic)	0.000001			

(Nguồn: Kết quả chạy từ chương trình Eviews 6.0)

Kết quả nhận được cho thấy mức ý nghĩa Prob (F-statistic) rất nhỏ  $0.00 < 0.05$  nên mô hình có phù hợp với mức ý nghĩa 5% và hệ số xác định  $R^2 = 0.813030$  (hay  $R^2$  hiệu chỉnh = 0.747997) chứng minh cho sự phù hợp của mô hình. Nghĩa là mô hình hồi quy tuyến tính được xây dựng phù hợp với tập dữ liệu 81.30%. Nói cách khác khoảng 81.30% biến thiên trong biến phụ thuộc tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản có thể được giải thích bởi mô hình hồi quy bội đã xây dựng.

Tác giả áp dụng quy tắc kiểm định t; dựa vào bảng 2.3 cho thấy giá trị tuyệt đối t-Statistic từng hệ số  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$  của các biến độc lập là các nhân tố ảnh hưởng lần lượt là 0.313169, 4.438772, 5.330915, 1.448466, 0.864203, 1.348953, 3.037982, 2.362788. Có 4 biến có hệ số t-Statistic  $> t_{(23; 0.025)} = 2.0687$ ; vì vậy chấp nhận các hệ số  $\beta_2, \beta_3, \beta_7, \beta_8$  và kết quả là các nhân tố Cơ hội tăng trưởng, Tỷ trọng TSCĐ, Rủi ro kinh doanh, Hình thức sở hữu có khả năng giải thích trong mô hình OLS của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản.

Qua kết quả phân tích trên, có thể viết được hàm hồi quy cụ thể như sau:

$$LTD/A = 0.393984GROWTH + 0.627629FAR - 0.008572RISK + 0.087495SOE - 1.244866$$

**Bảng 2.4: Mô hình hồi quy của biến tỷ suất Nợ**

Dependent Variable: D\_A

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.020093	0.524282	0.038324	0.9698
GROWTH	0.285097	0.086273	3.304583	0.0031
FAR	-0.267705	0.114435	-2.339357	0.0284
SIZE	0.003934	0.022704	0.173273	0.8640
CR	0.755756	0.145746	5.185439	0.0000
TAX	-0.040249	0.198221	-0.203052	0.8409
RISK	-0.013186	0.002743	-4.808032	0.0001
SOE	0.108601	0.035993	3.017283	0.0061
C	-0.335843	0.585460	-0.573639	0.5718
R-squared	0.781431	Mean dependent var		0.637160
Adjusted R-squared	0.705407	S.D. dependent var		0.157673
S.E. of regression	0.085579	Akaike info criterion		-1.846493
Sum squared resid	0.168447	Schwarz criterion		-1.434255
Log likelihood	38.54389	Hannan-Quinn criter.		-1.709848
F-statistic	10.27874	Durbin-Watson stat		2.277047
Prob(F-statistic)	0.000005			

Nguồn: Kết quả chạy từ chương trình Eviews 6.0)

Kết quả nhận được cho thấy mức ý nghĩa Prob (F-statistic) rất nhỏ  $0.00 < 0.05$  nên mô hình có phù hợp với mức ý nghĩa 5% và hệ số xác định  $R^2 = 0.781431$  (hay  $R^2$  hiệu chỉnh = 0.705407) chứng minh cho sự phù hợp của mô hình. Nghĩa là mô hình hồi quy tuyến tính được xây dựng phù hợp với tập dữ liệu 78.14%. Nói cách khác, khoảng 78.14% sự khác biệt của biến phụ thuộc tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản có thể giải thích bởi sự khác biệt của biến độc lập là các nhân tố ảnh hưởng.

Bên cạnh đó, áp dụng quy tắc kiểm định t; dựa vào bảng 2.4 cho thấy giá trị tuyệt đối t-Statistic từng hệ số  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$  của các biến độc lập là các nhân tố ảnh hưởng lần lượt là 0.038324, 3.304583, 2.339357, 0.173273, 5.185439, 0.203052, 4.808032, 3.017283. Có 5 biến có hệ số t-Statistic  $> t_{(23; 0.025)} = 2.0687$ ; vì vậy chấp nhận các hệ số  $\beta_2$ ,

$\beta_3, \beta_5, \beta_7, \beta_8$  và kết quả là các nhân tố Cơ hội tăng trưởng, Tỷ trọng TSCĐ, Tính thanh khoản, Rủi ro kinh doanh, Hình thức sở hữu có khả năng giải thích trong mô hình OLS của biến tỷ suất Nợ/Tổng tài sản.

Qua kết quả phân tích trên, có thể viết được hàm hồi quy cụ thể như sau:

$$D/A = 0.285097GROWTH - 0.267705FAR + 0.755756CR - 0.013186RISK + 0.108601SOE - 0.335843$$

**Bảng 2.5: Mô hình hồi quy của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu**

Dependent Variable: LTD\_E

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	-0.837866	3.372268	-0.248458	0.8060
GROWTH	1.591722	0.554923	2.868368	0.0087
FAR	2.163840	0.736068	2.939730	0.0074
SIZE	0.191877	0.146035	1.313911	0.2018
CR	-0.019342	0.937461	-0.020632	0.9837
TAX	-0.772517	1.274992	-0.605900	0.5505
RISK	-0.047524	0.017641	-2.693974	0.0130
SOE	0.514320	0.231512	2.221566	0.0364
C	-6.979693	3.765778	-1.853453	0.0767
R-squared	0.640981	Mean dependent var		0.632959
Adjusted R-squared	0.516105	S.D. dependent var		0.791315
S.E. of regression	0.550459	Akaike info criterion		1.876129
Sum squared resid	6.969114	Schwarz criterion		2.288367
Log likelihood	-21.01807	Hannan-Quinn criter.		2.012775
F-statistic	5.132937	Durbin-Watson stat		2.510544
Prob(F-statistic)	0.000942			

(Nguồn: Kết quả chạy từ chương trình Eviews 6.0)

Kết quả nhận được cho thấy mức ý nghĩa Prob (F-statistic) rất nhỏ  $0.00 < 0.05$  nên mô hình có phù hợp với mức ý nghĩa 5% và hệ số xác định  $R^2 = 0.640981$  (hay  $R^2$  hiệu chỉnh = 0.516105) chứng minh cho sự phù hợp của mô hình. Nghĩa là mô hình hồi quy tuyến tính được xây dựng phù hợp với tập dữ liệu 64.10%. Nói cách khác khoảng 64.10% biến thiên

trong biến phụ thuộc tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu có thể được giải thích bởi mô hình hồi quy bội đã xây dựng.

Đồng thời áp dụng quy tắc kiểm định t; dựa vào bảng 2.5 cho thấy giá trị tuyệt đối t-Statistic từng hệ số  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$  của các biến độc lập là các nhân tố ảnh hưởng lần lượt là 0.248458, 2.868368, 2.939730, 1.313911, 0.020632, 0.605900, 2.693974, 2.221566. Có 4 biến có hệ số t-Statistic  $> t_{(23; 0.025)} = 2.0687$ ; vì vậy chấp nhận các hệ số  $\beta_2, \beta_3, \beta_7, \beta_8$  và kết quả là các nhân tố Cơ hội tăng trưởng, Tỷ trọng TSCĐ, Rủi ro kinh doanh, Hình thức sở hữu có khả năng giải thích trong mô hình OLS của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu.

Qua kết quả phân tích trên, có thể viết được hàm hồi quy cụ thể như sau:

$$LTD/E = 1.591722GROWTH + 2.163840FAR - 0.047524RISK + 0.514320SOE - 6.979693$$

Để xem mô hình có phương sai sai số thay đổi hay không, sử dụng kiểm định WHITE để kiểm tra và kết quả cho thấy Probability theo mô hình OLS của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản; biến tỷ suất Nợ và biến tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu lần lượt là  $0.1636 > 0.05$ ;  $0.7195 > 0.05$  và  $0.6703 > 0.05$  nên kết luận mô hình không có phương sai sai số thay đổi. Đồng thời, dùng mô hình hồi quy phụ kiểm tra (*Xem phụ lục D*) và mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

### **Bảng 2.6: Kiểm định Heteroskedasticity: White**

*Theo mô hình OLS của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản*

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.664139	Prob. F(8,23)	0.1614
Obs*R-squared	11.73184	Prob. Chi-Square(8)	0.1636
Scaled explained SS	3.909534	Prob. Chi-Square(8)	0.8652

*Theo mô hình OLS của biến tỷ suất Nợ*

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.577300	Prob. F(8,23)	0.7858
Obs*R-squared	5.351102	Prob. Chi-Square(8)	0.7195
Scaled explained SS	2.417896	Prob. Chi-Square(8)	0.9654

*Theo mô hình OLS của biến tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu*

Heteroskedasticity Test: White



F-statistic	0.635643	Prob. F(8,23)	0.7399
Obs*R-squared	5.793971	Prob. Chi-Square(8)	0.6703
Scaled explained SS	4.039126	Prob. Chi-Square(8)	0.8536

(Nguồn: Kết quả chạy Eviews 6.0)

Mô hình phù hợp được biểu diễn như sau:

- Đối với biến phụ thuộc là tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản

$$LTD/A = 0.393984GROWTH + 0.627629FAR - 0.008572RISK + 0.087495SOE - 1.244866$$

- Đối với biến phụ thuộc là tỷ suất Nợ

$$D/A = 0.285097GROWTH - 0.267705FAR + 0.755756CR - 0.013186RISK + 0.108601SOE - 0.335843$$

- Đối với biến phụ thuộc là tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu

$$LTD/E = 1.591722GROWTH + 2.163840FAR - 0.047524RISK + 0.514320SOE - 6.979693$$

### Ý nghĩa:

- Khi doanh nghiệp có Cơ hội tăng trưởng tăng lên 1%, trong điều kiện các nhân tố còn lại không đổi, thì tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản được ước lượng sẽ tăng thêm trung bình 0.393984%; tỷ suất Nợ ước lượng sẽ tăng thêm trung bình 0.285097% và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu ước lượng sẽ tăng thêm trung bình 1.591722%.

- Khi doanh nghiệp có Tỷ trọng TSCĐ tăng lên 1%, trong điều kiện các nhân tố còn lại không đổi, thì tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản được ước lượng sẽ tăng thêm trung bình 0.627629%; tỷ suất Nợ ước lượng sẽ giảm trung bình 0.267705% và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu ước lượng sẽ tăng thêm trung bình 2.163840%.

- Khi doanh nghiệp có Tính thanh khoản tăng lên 1%, trong điều kiện các nhân tố còn lại không đổi, thì tỷ suất Nợ ước lượng sẽ tăng thêm trung bình 0.755756%.

- Khi doanh nghiệp có Rủi ro kinh doanh tăng lên 1%, trong điều kiện các nhân tố còn lại không đổi, thì tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản được ước lượng sẽ giảm trung bình 0.008572%; tỷ suất Nợ ước lượng sẽ giảm trung bình 0.013186% và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu ước lượng sẽ giảm trung bình 0.047524%.

- Với điều kiện các nhân tố còn lại là như nhau, thì tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản của doanh nghiệp thuộc quyền sở hữu Nhà nước được ước lượng cao hơn doanh nghiệp không thuộc quyền sở hữu Nhà nước là 0.087495%; tỷ suất Nợ của doanh nghiệp thuộc quyền sở hữu Nhà nước được ước lượng cao hơn doanh nghiệp không thuộc quyền sở hữu Nhà nước là 0.108601% và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp thuộc quyền sở hữu Nhà nước được ước lượng cao hơn doanh nghiệp không thuộc quyền sở hữu Nhà nước là 0.514320%.

### **3.2 Đánh giá kết quả nghiên cứu cấu trúc vốn và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh**

#### ***3.2.1 Kết luận từ kết quả nghiên cứu***

Theo kết quả chạy mô hình giữa các biến và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn:

- Cơ hội tăng trưởng tính trên tốc độ tăng trưởng của tài sản tỷ lệ thuận với tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản; tỷ suất Nợ và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu điều này có nghĩa các Công ty cổ phần ngành Xây dựng đã ưu tiên sử dụng nợ cho các hoạt động của công ty. Như vậy, các công ty có tỉ lệ phát triển cao thì sẽ dễ dàng vay nợ vì các chủ nợ tin vào triển vọng phát triển của công ty. Tuy nhiên, trong giai đoạn đang phát triển, công ty cũng cần nhiều vốn để đầu tư mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh và các cổ đông cũng không muốn chia sẻ phần lợi nhuận kỳ vọng của công ty nên khuynh hướng huy động vốn của cổ đông sẽ vẫn được ưu tiên.

- Tỷ lệ tài sản cố định tỷ lệ thuận với tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản; tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nghịch tỷ suất Nợ nghĩa là các Công ty cổ phần ngành Xây dựng dùng nhiều nợ vay dài hạn để tài trợ khi tăng tài sản cố định. Có thể thấy rằng, các công ty khi có tỷ lệ TSCĐ cao thì sẽ là lợi thế trong việc vay nợ hay khi cần tăng TSCĐ các công ty sẽ đi vay để tài trợ cho khoản đầu tư này, thường là dùng nợ dài hạn hơn.

- Tính thanh khoản được tính dựa vào Nợ ngắn hạn/Tài sản ngắn hạn với ý nghĩa 1 đồng Tài sản ngắn hạn đảm bảo thanh toán bao nhiêu đồng Nợ ngắn hạn, tính thanh khoản này tỷ lệ thuận với tỷ suất Nợ có nghĩa là các công ty có tính thanh khoản tương đối cao, các tài sản có tính thanh khoản cao đã tài trợ cho các hoạt động của công ty. Mặc dù, với sự thanh

khoản ở mức tương đối này các công ty có thể được các chủ nợ chấp nhận cho vay. Tuy nhiên, các công ty không tận dụng lợi thế này để thương thảo các điều khoản vay nợ.

- Rủi ro kinh doanh được tính dựa vào % thay đổi EBIT/% thay đổi doanh thu thuần, nhân tố này tỷ lệ nghịch chiều với tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản; tỷ suất Nợ và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu; cho thấy doanh nghiệp hoạt động, sản xuất kinh doanh hiệu quả với mức dự kiến tăng hằng năm thì sẽ ít huy động vốn hơn.

- Hình thức sở hữu doanh nghiệp tỷ lệ thuận chiều với tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản; tỷ suất Nợ và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu, dễ dàng nhận thấy các công ty có vốn góp Nhà nước tận dụng lợi thế vay nợ hơn các công ty không có vốn góp Nhà nước.

Qua phân tích ta thấy nhân tố tác động mạnh nhất đến tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản là Tỷ trọng TSCĐ và Cơ hội tăng trưởng, mối quan hệ này cùng chiều, phù hợp với giả định ban đầu. Còn hai nhân tố còn lại là nhân tố Rủi ro kinh doanh (quan hệ nghịch chiều) và Hình thức sở hữu (quan hệ cùng chiều) có ảnh hưởng ít hơn.

Các nhân tố tác động mạnh nhất đến tỷ suất Nợ là Tính thanh khoản mối quan hệ này cùng chiều, phù hợp với giả định ban đầu; điều này thể hiện tài sản ngắn hạn đảm bảo thanh toán nợ ngắn hạn. Hai nhân tố ảnh hưởng tương đối là Cơ hội tăng trưởng và Tỷ trọng TSCĐ. Đối với tỷ suất Nợ thì Tỷ trọng TSCĐ có tác động trái chiều. Hai nhân tố còn lại ảnh hưởng ít hơn là Rủi ro kinh doanh (quan hệ nghịch chiều) và Hình thức sở hữu doanh nghiệp (quan hệ cùng chiều).

Và các nhân tố tác động mạnh nhất đến tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu là Tỷ trọng TSCĐ, mối quan hệ này cùng chiều, cũng phù hợp với giả định ban đầu. Nhân tố ảnh hưởng thứ hai là Cơ hội tăng trưởng với mối quan hệ cùng chiều. Hai nhân tố tiếp theo là Hình thức sở hữu (quan hệ cùng chiều) và Rủi ro kinh doanh (quan hệ nghịch chiều) có ảnh hưởng ít hơn.

Các nhân tố như Hiệu quả hoạt động (ROA), Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Thuế suất TNDN hiện hành (TAX) không có ý nghĩa thống kê như vậy ba nhân tố này không ảnh hưởng đến mô hình xây dựng.

### ***3.2.2 Một số kết quả từ việc nghiên cứu về cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh***

Sau khi xử lý số liệu và phân tích có thể rút ra một số kết luận như sau:

- Theo thống kê mô tả cho thấy các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh theo hướng duy trì một tỷ suất nợ cao (trung bình 63.72%), điều này chứng tỏ các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào nợ nên tính tự chủ về tài chính thấp.

- Cấu trúc vốn nghiêng về nợ phải trả, đồng thời nợ ngắn hạn được sử dụng nhiều hơn nợ dài hạn (Theo thống kê mô tả cho thấy nợ dài hạn chiếm 25%, 75% còn lại là nợ ngắn hạn trong tổng nợ phải trả bình quân). Điều này cho thấy các công cụ tài chính khác chưa được các doanh nghiệp khai thác triệt để như trái phiếu công ty,...

- Cơ cấu tài sản cố định trên tổng tài sản bình quân của các công ty niêm yết là 20.48% (theo bảng thống kê mô tả). Đối với đặc thù là ngành Xây dựng, với tỷ lệ này thì quá thấp, phản ánh tình trạng trang thiết bị máy móc lạc hậu, dẫn đến nguy cơ cạnh tranh thấp, quy mô sản xuất còn nhỏ lẻ, các tầm vóc dự án chưa cao.

### **3.3 Một số khuyến nghị hoàn thiện cấu trúc vốn của các Công ty Cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh**

Thông qua các nội dung đã trình bày, bài nghiên cứu đã cho thấy rằng cấu trúc vốn có vai trò rất quan trọng trong việc tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Một cấu trúc vốn tối ưu sẽ tối đa hóa giá trị của cổ đông và tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Bài nghiên cứu cũng đã đề ra và chứng minh được những nhân tố có ảnh hưởng quan trọng đối với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Do đó, việc điều chỉnh hay tác động vào những nhân tố này sẽ giúp cho doanh nghiệp đạt được một cấu trúc vốn tối ưu.

Sau đây là các khuyến nghị để một doanh nghiệp có thể đạt được cấu trúc vốn tối ưu. Kiến nghị bao gồm các đề xuất đối với bản thân doanh nghiệp và đề xuất đối với sự quản lý hệ thống kinh tế của nhà nước.

#### **3.3.1 Mục tiêu xây dựng cấu trúc vốn**

Xây dựng hay đổi mới cơ cấu vốn là một trong những nội dung quan trọng trong việc xây dựng cũng như đổi mới chính sách quản lý tài chính của Công ty. Mục đích của việc xây dựng hay đổi mới cơ cấu vốn của Công ty nhằm tối đa hóa giá trị vốn chủ sở hữu cũng như nâng cao năng lực kinh doanh.

- Để tiến hành hoạt động, sản xuất kinh doanh Công ty cần xây dựng cấu trúc vốn đạt được nguồn vốn ổn định, đảm bảo khả năng thanh toán. Mục đích là đảm bảo việc thực hiện

kế hoạch sản xuất kinh doanh có hiệu quả vì vậy khi lập kế hoạch tài chính cần có kế hoạch kỹ thuật, kế hoạch sản xuất. Từ đó xác định nhu cầu vốn ở từng khâu. Kế hoạch kỹ thuật cho biết bộ phận kỹ thuật sẽ đầu tư bao nhiêu máy móc thiết bị tại thời điểm nào. Kế hoạch sản xuất cho biết cần bao nhiêu vốn cho vật liệu tồn kho, các chi phí phát sinh. Từ đó đưa ra một cấu trúc tài chính an toàn.

- Về cơ bản có thể hiểu chính sách tài trợ mạo hiểm là Công ty sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản dài hạn, khi đó khả năng sinh lời sẽ tăng vì nguồn ngắn hạn có chi phí thấp hơn nguồn dài hạn, nhưng khả năng thanh toán lại giảm, vì thế Công ty phải đối mặt với rủi ro tài chính cao, rủi ro cao ở mức độ nào phụ thuộc vào mức độ sử dụng nguồn ngắn hạn nhiều hay ít để tài trợ cho tài sản dài hạn. Như vậy, Công ty phải đánh đổi giữa việc chấp nhận rủi ro cao để nhận được lợi nhuận lớn hơn khi sử dụng chính sách tài trợ mạo hiểm. Tuy nhiên, lợi nhuận ở đây là lợi nhuận kỳ vọng là lợi nhuận có thể thu được trong tương lai, do vậy chỉ có những giám đốc mạo hiểm chấp nhận rủi ro mới có khả năng thu được lợi nhuận lớn. Còn những giám đốc không muốn đương đầu với mạo hiểm sẽ sử dụng toàn bộ nguồn dài hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn, khi đó khả năng thanh toán cao nhưng khả năng sinh lời lại thấp do dùng nguồn dài hạn chi phí cao hơn nguồn ngắn hạn. Vì vậy, cần xây dựng cấu trúc vốn đạt được chi phí sử dụng vốn bình quân thấp nhất nhưng vẫn đạt hiệu quả hoạt động.

- Việc xác định tỷ lệ tài trợ cho dự án bao nhiêu là vốn chủ sở hữu, bao nhiêu là vốn vay ngân hàng hay phát hành trái phiếu cũng được xác định dựa trên sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Do vậy, cần xây dựng cấu trúc vốn hợp lý nhằm gia tăng giá trị.

Trong điều kiện kinh tế thị trường ngày nay đòi hỏi các doanh nghiệp cần phải quán triệt tốt các mục tiêu, nguyên tắc này mới có thể tồn tại và phát triển được trong tương lai.

### **3.3.2 Một số khuyến nghị đối với doanh nghiệp**

#### **3.3.2.1 Các doanh nghiệp nên hướng tới việc điều chỉnh hệ số nợ tối ưu**

Các doanh nghiệp nên hướng tới việc điều chỉnh hệ số nợ theo giá trị thị trường trong trung hạn trên cơ sở hệ số nợ tối ưu của lĩnh vực hoạt động kinh doanh. Đối với các doanh nghiệp ngành Xây dựng có chu kỳ sản xuất (tiến độ thi công công trình) kéo dài, vì vậy vốn sản xuất của các doanh nghiệp xây dựng thường bị ứ đọng lâu trong các khối lượng xây dựng dở dang, dẫn đến việc dễ gặp các rủi ro về vốn theo thời gian. Do đó, doanh nghiệp

phải đưa ra quyết định tài trợ vốn bằng nguồn Nợ phải trả hay Vốn chủ sở hữu một cách hợp lý nhất sao cho chi phí sử dụng vốn là thấp nhất, đồng thời hạn chế được các rủi ro sẽ nảy sinh.

Chủ động xác định các nguyên tắc trong xây dựng cơ cấu vốn tối ưu. Trên cơ sở hệ số nợ tối ưu đối với lĩnh vực xây dựng, các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực này căn cứ vào đặc thù ngành nghề kinh doanh, tình hình tài chính cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn để xác định các nguyên tắc cơ bản trong xây dựng cơ cấu vốn tối ưu. Trong đó, nên ưu tiên nguyên tắc duy trì tính linh hoạt tài chính và đảm bảo khả năng tồn tại trong dài hạn.

#### *3.3.2.2 Thực hiện chính sách tài trợ linh hoạt, ưu tiên các nguồn vốn nội bộ*

Trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng còn chưa phát triển và thiếu tính ổn định, chính sách của Nhà nước còn trong quá trình hoàn thiện thì chính sách cơ cấu vốn của các doanh nghiệp rất cần sự linh hoạt và chọn thời điểm, nhằm tận dụng tối đa các cơ hội tài trợ vốn với chi phí thấp. Hệ số nợ tối ưu là cơ sở để các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất, xây dựng điều chỉnh trong dài hạn nhằm tận dụng tối đa lợi thế của đòn bẩy nợ. Tuy nhiên với tình hình khó khăn chung của nền kinh tế, huy động vốn từ bên ngoài là bài toán khó đối với hầu hết các doanh nghiệp. Vì vậy, thực hiện chính sách tài trợ linh hoạt là hết sức cần thiết, trong đó ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội sinh (lợi nhuận giữ lại) để điều chỉnh dần hệ số nợ trong dài hạn.

Áp dụng linh hoạt tỷ lệ và hình thức chi trả cổ tức trên vốn điều lệ. Chính sách cổ tức cũng được sử dụng như một công cụ để điều chỉnh cơ cấu vốn. Trong điều kiện huy động vốn từ các ngân hàng, tổ chức tín dụng, thị trường tài chính... đều gặp khó khăn, các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xây dựng nên sử dụng chính sách cổ tức linh hoạt, với tỷ lệ và hình thức chi trả phù hợp với tình hình và cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Qua đó, dành tỷ trọng lớn lợi nhuận sau thuế để ổn định kinh doanh, tái đầu tư làm tăng quy mô vốn cổ phần (thường thông qua tăng lợi nhuận giữ lại và điều chỉnh hệ số nợ quay về hệ số nợ mục tiêu). Việc điều chỉnh cơ cấu vốn bằng chính sách cổ tức là một chiến lược dài hạn với tốc độ điều chỉnh cơ cấu vốn chậm.

#### *3.3.2.3 Nâng cao năng lực quản lý tài chính*

Hầu hết các giám đốc tài chính của doanh nghiệp Việt Nam đều xác định cấu trúc vốn của doanh nghiệp dựa trên kinh nghiệm là chính nên phương pháp này chưa thật sự khoa học và

có nền tảng lý luận vững chắc. Do đó, việc xác định cấu trúc vốn tối ưu của một doanh nghiệp chưa thật sự đáng tin cậy, chưa có cái nhìn đúng đắn về tầm quan trọng của cấu trúc vốn, chưa đánh giá đúng và đủ sự tác động của tầm chắn thuế, mức độ cạnh tranh giữa các công ty trong ngành và việc xác định cấu trúc vốn chủ yếu dựa trên kinh nghiệm đã làm cho rủi ro tài chính của doanh nghiệp chưa được đánh giá hợp lý.

Do đó, để nâng cao năng lực hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản lý doanh nghiệp nói chung và các giám đốc tài chính nói riêng, doanh nghiệp nên có sự đầu tư cho công tác đào tạo chuyên môn để các nhà quản trị có phương pháp hoạch định cấu trúc vốn chuyên nghiệp hơn, hạn chế được rủi ro tài chính và tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp.

#### *3.3.2.4 Ứng dụng các mô hình tài chính trên thế giới cho việc hoạch định cấu trúc vốn của doanh nghiệp*

Hiện nay trên thế giới có rất nhiều công trình nghiên cứu về phương pháp hoạch định cấu trúc vốn cho doanh nghiệp. Các nhà quản lý doanh nghiệp có thể nghiên cứu các phương pháp này và lựa chọn, tiếp thu có chọn lọc để ứng dụng vào việc xây dựng cấu trúc vốn cho doanh nghiệp sao cho phù hợp với môi trường và điều kiện kinh doanh tại Việt Nam.

Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng cần có phương pháp đo lường và cảnh báo sớm tình trạng kiệt quệ tài chính để có những biện pháp đối phó kịp thời tránh cho doanh nghiệp rơi vào tình trạng khó khăn. Việc sử dụng nợ có thể làm gia tăng tầm chắn thuế dẫn đến gia tăng giá trị doanh nghiệp. Nhưng việc sử dụng nợ quá nhiều dẫn đến mất khả năng kiểm soát có thể gây ra tình trạng kiệt quệ tài chính khiến doanh nghiệp có nguy cơ bị phá sản. Việc đo lường khả năng xảy ra tình trạng kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp sẽ giúp tăng cường khả năng kiểm soát việc vay nợ của doanh nghiệp và là dấu hiệu cảnh báo để doanh nghiệp có sự điều chỉnh cấu trúc vốn cho phù hợp.

### **3.3.3 Một số khuyến nghị khác**

#### *3.3.3.1 Hoàn thiện và phát triển thị trường*

Doanh nghiệp sẽ ngày càng phát triển nếu được hoạt động trong một môi trường kinh tế ổn định và phát triển lành mạnh. Chương thực trạng cấu trúc vốn các doanh nghiệp cổ phần ngành Xây dựng của bài nghiên cứu này đã cho thấy rằng phần lớn các doanh nghiệp Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh chủ yếu sử dụng nguồn vốn vay ngắn hạn và nguồn vốn cổ phần huy động từ thị trường chứng khoán. Do đó, cần có

những giải pháp hợp lý và đồng bộ để phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam, góp phần gia tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn cho các doanh nghiệp, từ đó dễ dàng hơn trong việc xây dựng một cấu trúc vốn tối ưu. Bên cạnh đó, cần phải minh bạch thông tin, môi trường kinh tế phát triển minh bạch bằng các văn bản pháp luật thống nhất, ngày càng gần và phù hợp với thông lệ quốc tế. Các quy định, chính sách quản lý thị trường chứng khoán, nhà đầu tư phải chặt chẽ hay các chính sách hỗ trợ, can thiệp vào thị trường phải chính xác, đúng thời điểm để thúc đẩy thị trường phát triển ổn định và trở thành một kênh huy động vốn hiệu quả. Tạo sức hấp dẫn để ngày càng có nhiều Công ty niêm yết trên TTCK, cũng như thu hút nhà đầu tư tham gia vào việc “cung ứng” vốn.

#### *3.3.3.2 Hạn chế việc Ngân hàng cho vay các khoản nợ xấu*

Phần lớn các doanh nghiệp Xây dựng đều sử dụng vốn vay ngân hàng dài hạn và ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Tuy nhiên, nếu Chính phủ không có các biện pháp phù hợp để quản lý tình trạng cho vay của các ngân hàng thì có thể sẽ dẫn tới tình trạng cho vay dưới chuẩn nhằm thu lợi nhuận. Điều này sẽ gia tăng nguy cơ phá sản cho các doanh nghiệp nếu doanh nghiệp không có đủ khả năng trả nợ. Bên cạnh đó, Chính phủ nên hạn chế việc hỗ trợ tài chính cho các ngân hàng trong nước, bởi lẽ, khi có được hỗ trợ từ phía Chính phủ, các ngân hàng sẽ tự do cấp tín dụng cho doanh nghiệp bất chấp các rủi ro từ các khoản cho vay dưới chuẩn. Ngoài ra, Chính phủ cũng nên hạn chế các ưu đãi cho các ngân hàng quốc doanh và các ngân hàng lớn. Bởi vì việc ưu đãi này sẽ gây bất lợi cho các ngân hàng vừa và nhỏ. Do đó, để đảm bảo tỷ suất sinh lợi và cạnh tranh với các ngân hàng lớn, các ngân hàng vừa và nhỏ phải chấp nhận cho vay các khoản nợ xấu, làm gia tăng rủi ro tín dụng ảnh hưởng xấu đến thị trường.

Ngoài ra, hoạt động tín dụng ngân hàng như một mắt xích trọng yếu trong hoạt động của nền kinh tế hiện đại, tín dụng ngân hàng có một vai trò cực kỳ quan trọng, với vị trí là trung gian tài chính của nền kinh tế, thông qua các nguồn lực xã hội được phân bổ sử dụng một cách hợp lý và có hiệu quả. Thông qua việc cung ứng nguồn vốn, tín dụng ngân hàng có tác động rất lớn tới quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Theo đó, cần tích cực cung ứng vốn tín dụng cho ngành nghề, các doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả, có lợi thế cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Hơn nữa, các ngân hàng thương mại cần có quan hệ tín dụng thực sự bình đẳng giữa các chủ thể kinh doanh, mà cụ thể là các Công ty Nhà Nước và các doanh nghiệp



dân doanh, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Do vậy, trong thời gian tới cần mở rộng và gia tăng thị phần tín dụng đối với kinh tế dân doanh, ít nhất cũng tương đương với mức đóng góp vào GDP của khu vực này.

#### *3.3.3.3 Ổn định kinh tế vĩ mô*

Chính phủ nên có những biện pháp sử dụng chính sách tài khóa và tiền tệ phù hợp để bình ổn thị trường, sử dụng các công cụ của hai chính sách này một cách linh hoạt như lãi suất cho vay, lãi suất tái chiết khấu, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, chính sách thuế, v.v. Đặc biệt là điều chỉnh tỷ giá hối đoái sao cho phù hợp với tình hình kinh tế hiện tại, không nên thả nổi đến mức không quản lý được hay cố định tỷ giá trong một thời gian dài quá lâu sẽ làm ảnh hưởng không tốt đến cán cân thương mại quốc gia.

Chính phủ cũng nên có các biện pháp để ổn định giá cả của các nguyên vật liệu đầu vào phục vụ cho sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp như giá điện, xăng dầu. Lộ trình tăng giá điện và xăng dầu nên được công khai rõ ràng và minh bạch để các doanh nghiệp có thể hoạch định trước phương án sản xuất kinh doanh trong dài hạn, tránh tình trạng gây khó khăn hoặc làm gián đoạn hoạt động của doanh nghiệp.

Ngoài ra, chính phủ cần phải phát triển sự hỗ trợ từ các kênh truyền thông như báo đài, mạng internet để có thể tuyên truyền các thông tin về chính sách, những thay đổi, dự báo của chính phủ về tình hình kinh tế để các doanh nghiệp có thể nắm bắt được tình hình, chủ động đề ra các phương án sản xuất kinh doanh cho phù hợp với chính sách, quy định của Chính phủ.

## KẾT LUẬN

Xây dựng cấu trúc vốn hợp lý với mục tiêu đảm bảo nguồn vốn ổn định cho hoạt động sản xuất và tối ưu hóa hiệu quả sử dụng vốn đó là một trong những vai trò quan trọng của quản lý tài chính công ty. Với đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty Cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh”, khóa luận đã đạt được một số kết quả nhất định về mặt lý thuyết và thực tiễn cũng như còn tồn tại một số hạn chế.

### 1. Kết quả đạt được

*Về nghiên cứu lý thuyết:*

- Xác định được cấu trúc vốn doanh nghiệp bao gồm mối quan hệ giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay thể hiện qua các chỉ tiêu tỷ suất Nợ; tỷ suất Nợ dài hạn/Tổng tài sản và tỷ suất Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu phát hiện những ưu điểm cũng như hạn chế khi lựa chọn cấu trúc vốn tài chính thiên về sử dụng vốn chủ sở hữu hay nợ, đây chính là lý do hình thành các quan điểm khác nhau trong các lý thuyết cấu trúc vốn hiện đại.

- Đề tài cũng đã hệ thống được một số lý thuyết về cấu trúc vốn, những nguyên tắc xây dựng cấu trúc vốn đồng thời tìm hiểu các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp về mặt lý luận.

- Đề tài đã khảo sát thực trạng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp, xây dựng thành công các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bằng các công cụ thống kê tính toán và phần mềm Eviews 6.0 giúp các doanh nghiệp của ngành có thể hiểu hơn về cấu trúc vốn và các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của chính mình, từ đó có được những quyết định hợp lý cho cấu trúc vốn của chính mình trong bối cảnh mới.

*Về mặt thực tiễn:*

- Đề tài đã khái quát đặc điểm của hoạt động kinh doanh ngành Xây dựng và thực trạng cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh giai đoạn 2011 – 2014.

- Kết quả nghiên cứu mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh bằng phần mềm Eviews 6.0 cho thấy có 4 nhân tố ảnh hưởng đó là: Cơ hội tăng trưởng (+), Tỷ trọng TSCĐ (+), Rủi ro kinh doanh (-), Hình thức sở hữu doanh nghiệp (+). Đây sẽ là cơ sở khoa

học cho việc hoạch định chính sách tài trợ một cách hợp lý góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

- Đề tài cũng đã đề xuất một số khuyến nghị để hoàn thiện cấu trúc vốn cho các doanh nghiệp trong ngành.

## **2. Những hạn chế còn tồn tại**

- Việc phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn chỉ trong giai đoạn 2011 -2014 nên kết quả thống kê chưa phản ánh thật sự sự phát triển của tổng thể.

- Dữ liệu thông tin còn hạn chế vì các Công ty ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh chỉ giới hạn số lượng 32 công ty. Do đó, kết quả nghiên cứu chỉ chính xác ở một chừng mực nhất định.

- Đề tài không đi sâu vào việc phân tích cơ cấu nguồn vốn nợ vay nên trong đề tài mặc định tất cả các khoản vay đều là vay nợ của các tổ chức tín dụng. Bên cạnh đó, giá trị doanh nghiệp được tính toán dựa trên giá trị sổ sách, chưa có thể dựa trên giá trị thị trường. Do đó, giá trị doanh nghiệp có thể đánh giá chưa thật sự chính xác.

- Việc đưa ra một cấu trúc vốn phù hợp không phải là điều đơn giản nên đề tài chưa đưa ra một giải pháp cụ thể để hoàn thiện cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng mà chỉ mới đưa ra những khuyến nghị mang tính chung chung.

Từ những kết quả và hạn chế nêu trên, đề tài có thể là cơ sở để mở ra hướng nghiên cứu sâu hơn, rộng hơn và hoàn thiện hơn về các đề tài cấu trúc vốn được nghiên cứu ở Việt Nam để việc xây dựng cấu trúc vốn không còn là vấn đề xa lạ với các doanh nghiệp như hiện nay, để các doanh nghiệp Việt có một tiền đề tốt hơn để phát triển trong nền kinh tế hội nhập toàn cầu, cạnh tranh toàn cầu.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt

1. GS.TS Trần Ngọc Thơ, 2007. *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê, TP.HCM.
2. PGS.TS Nguyễn Minh Kiều. *Tài chính doanh nghiệp căn bản*, Nhà xuất bản Tài chính.
3. PGS.TS Nguyễn Trọng Hoài, 2009. *Dự báo và phân tích dữ liệu trong kinh tế và tài chính*, Nhà xuất bản Thống kê, TP.HCM.
4. Báo cáo của Bộ trưởng Trịnh Đình Dũng về tình hình thực hiện nhiệm vụ năm 2014 và phương hướng, nhiệm vụ kế hoạch năm 2015 của ngành Xây dựng (Báo cáo tại Hội nghị trực tuyến ngành Xây dựng ngày 16/01/2015 ).
5. Báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TP. HCM (HOSE) năm 2010, 2011, 2012, 2013, 2014.
6. Lê Thị Kim Thư, Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành Bất động sản niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh, Luận văn Thạc sĩ quản trị kinh doanh, tháng 11 năm 2012.
7. Lê Thị Mỹ Phương, *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội*, Luận văn Thạc sĩ quản trị kinh doanh, tháng 08 năm 2012.
8. Th.S Trịnh Thị Phan Lan, 2013. *Doanh nghiệp xây dựng – bất động sản Rủi ro từ đòn bẩy tài chính*, Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế và Kinh doanh, Tập 29, Số 3 (2013) 68-74.
9. Trần Hùng Sơn, Trần Việt Hoàng (2008). “Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”. Tạp chí Kinh tế Phát triển tháng 12/2008.
10. TS. Lê Đạt Chí (2013). “Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam”. Tạp chí Nghiên cứu - Trao đổi (tháng 3 - 4/2013).
11. “Quyết định tài trợ, hành vi định thời điểm thị trường và đầu tư thực” - Đề tài nghiên cứu khoa học sinh viên tham gia xét giải thưởng Tài năng khoa học trẻ Việt Nam năm 2013.

12. “Ứng dụng cấu trúc vốn động trong việc xác định cấu trúc vốn hợp lý của các công ty cổ phần tại Việt Nam” - Công trình dự thi Giải thưởng nghiên cứu khoa học sinh viên Nhà kinh tế trẻ năm 2010.

### **Tiếng Anh**

1. Armen Hovakimian, Tim Opler and Sheridan Titman, *The Debt-Equity Choice*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001, vol. 36, issue 01, pages 1-24

2. Aydin Ozkan, *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 28, Issue 1-2, pages 175–198, January/March 2001.

3. Bevan, A & Danbolt, J 2002, '*Capital structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis*' Applied Financial Economics, vol 12, no. 3, pp. 159-170.

4. Catherine Marsh, *The survey method: The contribution of surveys to sociological explanation*, Allen and Unwin, 1982.

5. Deborah J. Lucas and Robert L. McDonald, *Equity Issues and Stock Price Dynamics*, The Journal of Finance, Vol. XLV, No. 4, September 1990.

6. Eugene Nivorozhkin, *Capital Structures In Emerging Stock Markets: The Case Of Hungary*, The Developing Economies Volume 40, Issue 2, pages 166–187, June 2002.

7. Franck Bancel (ESCP-EAP) and Usha R. Mittoo (University of Manitoba), *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, Forthcoming in Financial Management Journal.

8. Jean-Laurent VIVIANI ERFI University of Montpellier 1. *Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry*.

9. Jie Chen, Huai Li, Kaihua Sun, Bill Kim, *How will bioinformatics impact signal processing research?*, Signal Processing Magazine, IEEE, Vol. 20, No. 6, 2003/11.

10. John K. Wald, *Capital Structure with Dividend Restrictions*, Journal of Corporate Finance, Vol. 5, June 1999.

11. John R. Graham, Campbell R. Harvey, Manju Puri, *A Corporate Beauty Contest*, National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, April 2010.

12. Milton Harris; Artur Raviv, *The Theory of Capital Structure*, *The Journal of Finance*, Volume 46, Issue 1 (Mar., 1991), 297-355.
13. John R. Graham, Campbell R. Harvey, *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, Received 2 August 1999; received in revised form 10 December 1999.
14. Jung Kim and Stulz, 1996, *Hanbook of Empirical Corporate Finance SET*.
15. Laurent Batsch, *Le Capitalisme financier*, éditions La Découverte, Repères, 128 p., 2002.
16. Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, *The Journal of Finance*, Volume 57, Issue 1, pages 1–32, February 2002.
17. Marco Pagano, Fabio Panetta and Luigi Zingales, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, *The Journal of Finance*, Vol L111, No.1, February 1998.
18. Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*, University of Minnesota, Hong Kong University of Science and Technology, January 2009.
19. Nyanamba, Steve Ondieki; Nyangweso, Gaster Nashappi; Dr. Omari, Stella Moraa, *Factors that Determine the Capital Structure among Micro-Enterprises: A Case Study of Micro-Enterprises in Kisii Town, Kenya*, *American International Journal of Contemporary Research* Vol. 3 No. 7; July 2013.
20. Raghuram G. Rajan; Luigi Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5. (Dec., 1995), pp. 1421-1460.
21. Shumi Akhtar and Barry Oliver, *Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations*, *International Review of Finance*, Volume 9, Issue 1-2, pages 1–26, March/June 2009.
22. Tsaur, S. -H, Chiu, Y. -C. and Huang, C.-H.(2002), *Determinants of Guest Loyalty to International Tourist Hotels – A Neural Network Approach*, *Journal: Journal of Tourism Management*, 23, pp 397-405.

23. Yue Cheng and Christopher J. Green, *Taxes and capital structure : a study of European companies*, Macroeconomics and Finance Research Group.- Wiley-Blackwell, ZDB-ID 10847996. - Vol. 76.2008, p. 85-115.

## PHỤ LỤC

### Phụ lục A: Danh sách các Công ty cổ phần ngành Xây dựng được kiểm định

STT	Mã CK	Tên công ty
1	ACC	CTCP Bê tông BECAMEX
2	BCE	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương
3	BT6	CTCP Beton 6
4	C47	CTCP Xây dựng 47
5	CDC	CTCP Chương Dương
6	CIG	CTCP COMA18
7	CII	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. HCM
8	CLG	CTCP Đầu tư và Phát triển Nhà đất COTEC
9	CTD	CTCP Xây dựng COTEC
10	CTI	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO
11	FCN	CTCP Kỹ thuật Nền móng và Công trình ngầm FECON
12	HAS	CTCP HACISCO
13	HBC	CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình
14	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô
15	HTI	CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO
16	HU1	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD1
17	HU3	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD3
18	LCG	CTCP LICOGI 16
19	LGC	CTCP Đầu tư Cầu Đường CII
20	LGL	CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Long Giang
21	MDG	CTCP Miền Đông
22	PPI	CTCP Đầu tư và Phát triển Dự án Hạ tầng Thái Bình Dương
23	PTC	CTCP Đầu tư và Xây dựng Bưu Điện
24	PXI	CTCP Xây dựng Công nghiệp và Dân dụng Dầu khí
25	PXS	CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí



26	PXT	CTCP Xây lắp Đường ống Bể chứa Dầu khí
27	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh
28	SC5	CTCP Xây dựng số 5
29	SRF	CTCP Kỹ Nghệ Lạnh
30	UDC	CTCP Xây dựng và Phát triển Đô thị tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu
31	VNE	CTCP Xây dựng Điện Việt Nam
32	VSI	CTCP Đầu tư và Xây dựng Cấp thoát nước

## **Phụ lục B: Số liệu về các biểu đồ chương 2**

Số liệu về biểu đồ 1.1: Doanh thu và lợi nhuận của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: tỷ đồng)

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Doanh thu	22,397	27,483	25,918	27,142	33,521
Lợi nhuận	2,552	2,134	1,948	1,676	3,116

Số liệu về biểu đồ 1.2: Thành phần cấu trúc vốn các doanh nghiệp ngành Xây dựng (đơn vị tính: %)

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Vay ngân hàng ngắn hạn	44%	46%	46%	47%	43%
Vay ngân hàng dài hạn	14%	16%	18%	16%	18%
Cổ phần thường	35%	32%	31%	32%	33%
LN giữ lại	7%	6%	5%	5%	6%

Số liệu về biểu đồ 1.3: Tỷ suất nợ của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: %)

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Tỷ suất nợ	58%	62%	64%	63%	61%

Số liệu về biểu đồ 1.4: Tỷ suất nợ trên VCSH của các Công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (đơn vị tính: %)

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Tỷ suất nợ trên VCSH	140%	163%	176%	171%	158%

(Nguồn: Tác giả thu thập và tính toán từ BCTC của các công ty nghiên cứu)

### Phụ lục C: Số liệu kiểm định mô hình

	LTD/A	D/A	LTD/E	ROA	GROWTH	FAR	SIZE	CR	TAX	RISK	SOE
1. ACC	0.00	0.26	0.00	0.18	1.11	0.17	26.35	0.35	0.07	2.24	0.00
2. BCE	0.00	0.53	0.00	0.06	1.12	0.03	27.39	0.58	0.19	0.92	0.00
3. BT6	0.02	0.71	0.06	0.02	0.97	0.14	28.15	0.95	0.08	(2.06)	1.00
4. C47	0.28	0.90	2.74	0.01	1.18	0.28	28.19	0.88	0.05	(0.03)	1.00
5. CDC	0.11	0.67	0.34	0.01	1.06	0.02	27.35	0.62	0.10	1.51	1.00
6. CIG	0.41	0.77	1.77	0.03	0.97	0.04	26.91	0.40	0.02	(20.06)	1.00
7. CII	0.46	0.72	1.61	0.04	1.22	0.42	29.60	0.95	0.10	2.90	0.00
8. CLG	0.31	0.76	1.29	0.02	1.33	0.25	27.74	0.84	0.06	0.35	1.00
9. CTD	0.01	0.44	0.01	0.07	1.27	0.06	28.99	0.54	0.26	(4.45)	0.00
10. CTI	0.45	0.81	2.39	0.00	1.47	0.63	28.07	1.12	0.12	10.44	0.00
11. FCN	0.12	0.61	0.31	0.07	1.31	0.26	28.04	0.75	0.17	0.81	0.00
12. HAS	0.01	0.40	0.01	0.01	1.07	0.03	26.10	0.43	0.41	0.99	1.00
13. HBC	0.04	0.81	0.21	0.02	1.22	0.10	29.16	0.93	0.12	3.90	0.00
14. HDG	0.03	0.58	0.07	0.06	1.13	0.06	28.33	0.73	0.23	14.52	1.00
15. HTI	0.57	0.62	1.52	0.05	1.34	0.90	27.47	1.11	0.03	4.41	0.00
16. HU1	0.00	0.81	0.01	0.02	0.86	0.01	27.59	0.83	0.18	(1.02)	1.00
17. HU3	0.09	0.74	0.33	0.04	0.99	0.02	27.24	0.68	0.15	3.23	1.00
18. LCG	0.03	0.48	0.06	(0.02)	0.94	0.15	28.33	0.75	0.04	3.88	1.00
19. LGC	0.49	0.62	1.27	0.09	1.98	0.15	27.31	0.47	0.06	11.21	1.00
20. LGL	0.14	0.59	0.34	(0.00)	0.96	0.11	27.41	0.83	0.01	0.35	0.00
21. MDG	0.06	0.62	0.16	(0.02)	0.90	0.22	26.83	0.96	0.04	3.66	1.00
22. PPI	0.06	0.64	0.16	0.01	1.05	0.03	27.39	0.61	0.05	(0.04)	1.00
23. PTC	0.01	0.42	0.01	(0.04)	0.91	0.19	26.62	0.58	0.01	7.22	1.00

24. PXI	0.02	0.72	0.05	0.02	1.10	0.21	27.79	0.95	0.13	3.04	0.00
25. PXS	0.24	0.64	0.66	0.06	1.01	0.49	28.06	0.98	0.17	0.28	0.00
26. PXT	0.02	0.75	0.08	(0.07)	0.78	0.14	27.17	0.87	0.06	(5.01)	0.00
27. REE	0.07	0.28	0.09	0.12	1.17	0.03	29.55	0.52	0.15	17.38	0.00
28. SC5	0.20	0.85	1.34	0.01	1.03	0.04	28.40	0.77	0.13	(4.64)	1.00
29. SRF	0.04	0.56	0.09	0.06	1.10	0.10	27.37	0.62	0.11	(0.45)	0.00
30. UDC	0.20	0.74	0.76	0.00	0.99	0.26	28.18	0.84	0.10	0.45	1.00
31. VNE	0.20	0.60	0.49	0.02	0.95	0.42	28.24	0.77	0.08	1.80	1.00
32. VSI	0.45	0.78	2.02	0.02	0.97	0.59	27.38	0.88	0.15	(0.27)	1.00

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ BCTC của các công ty nghiên cứu)

## Phụ lục D: Chạy mô hình hồi quy phụ

### ◦ Đối với biến ROA

Dependent Variable: ROA

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GROWTH	0.037270	0.032717	1.139162	0.2659
FAR	0.066390	0.042443	1.564198	0.1309
SIZE	0.011045	0.008547	1.292257	0.2086
CR	-0.165014	0.045666	-3.613486	0.0014
TAX	0.053947	0.076386	0.706248	0.4868
RISK	0.000933	0.001051	0.887826	0.3834
SOE	-0.027653	0.012826	-2.155980	0.0413
C	-0.199065	0.224292	-0.887526	0.3836
R-squared	0.583902	Mean dependent var		0.030603
Adjusted R-squared	0.462541	S.D. dependent var		0.045449
S.E. of regression	0.033319	Akaike info criterion		-3.753036
Sum squared resid	0.026644	Schwarz criterion		-3.386602
Log likelihood	68.04858	Hannan-Quinn criter.		-3.631573
F-statistic	4.811253	Durbin-Watson stat		1.862748
Prob(F-statistic)	0.001694			

### ◦ Đối với biến GROWTH

Dependent Variable: GROWTH

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	1.376368	1.208229	1.139162	0.2659
FAR	0.360981	0.260538	1.385524	0.1786
SIZE	0.038382	0.053144	0.722233	0.4771
CR	-0.270198	0.340398	-0.793771	0.4351
TAX	-0.111231	0.468446	-0.237446	0.8143
RISK	0.009501	0.006192	1.534322	0.1380
SOE	0.008249	0.085143	0.096885	0.9236
C	0.121189	1.384992	0.087502	0.9310

R-squared	0.354157	Mean dependent var	1.108777
Adjusted R-squared	0.165786	S.D. dependent var	0.221691
S.E. of regression	0.202482	Akaike info criterion	-0.144012
Sum squared resid	0.983976	Schwarz criterion	0.222422
Log likelihood	10.30419	Hannan-Quinn criter.	-0.022550
F-statistic	1.880104	Durbin-Watson stat	1.802295
Prob(F-statistic)	0.117678		

### ◦ Đối với biến FAR

Dependent Variable: FAR

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	1.393511	0.890879	1.564198	0.1309
GROWTH	0.205170	0.148081	1.385524	0.1786
SIZE	-0.070315	0.037869	-1.856791	0.0757
CR	0.894580	0.185045	4.834386	0.0001
TAX	-0.260527	0.349555	-0.745311	0.4633
RISK	-0.001278	0.004885	-0.261683	0.7958
SOE	-0.010174	0.064169	-0.158546	0.8754
C	1.251508	1.012587	1.235951	0.2284

R-squared	0.590531	Mean dependent var	0.204820
Adjusted R-squared	0.471103	S.D. dependent var	0.209902
S.E. of regression	0.152652	Akaike info criterion	-0.708998
Sum squared resid	0.559261	Schwarz criterion	-0.342564
Log likelihood	19.34397	Hannan-Quinn criter.	-0.587536
F-statistic	4.944651	Durbin-Watson stat	1.734838
Prob(F-statistic)	0.001432		

### ◦ Đối với biến SIZE

Dependent Variable: SIZE

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	5.889802	4.557765	1.292257	0.2086

GROWTH	0.554214	0.767362	0.722233	0.4771
FAR	-1.786365	0.962071	-1.856791	0.0757
CR	3.145270	1.142295	2.753465	0.0111
TAX	0.186392	1.781743	0.104612	0.9176
RISK	0.009868	0.024575	0.401525	0.6916
SOE	-0.157305	0.322005	-0.488517	0.6296
C	25.02369	1.271023	19.68783	0.0000
<hr/>				
R-squared	0.340806	Mean dependent var	27.77114	
Adjusted R-squared	0.148540	S.D. dependent var	0.833834	
S.E. of regression	0.769416	Akaike info criterion	2.525949	
Sum squared resid	14.20804	Schwarz criterion	2.892383	
Log likelihood	-32.41519	Hannan-Quinn criter.	2.647412	
F-statistic	1.772582	Durbin-Watson stat	1.780677	
Prob(F-statistic)	0.139587			

### ◦ Đối với biến CR

Dependent Variable: CR

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	-2.135299	0.590925	-3.613486	0.0014
GROWTH	-0.094676	0.119274	-0.793771	0.4351
FAR	0.551504	0.114079	4.834386	0.0001
SIZE	0.076325	0.027720	2.753465	0.0111
TAX	-0.012782	0.277607	-0.046044	0.9637
RISK	0.003262	0.003783	0.862287	0.3971
SOE	-0.054176	0.049182	-1.101535	0.2816
C	-1.283278	0.776999	-1.651581	0.1116
R-squared	0.727186	Mean dependent var		0.752927
Adjusted R-squared	0.647615	S.D. dependent var		0.201910
S.E. of regression	0.119858	Akaike info criterion		-1.192704
Sum squared resid	0.344781	Schwarz criterion		-0.826270
Log likelihood	27.08326	Hannan-Quinn criter.		-1.071241
F-statistic	9.138852	Durbin-Watson stat		1.997046
Prob(F-statistic)	0.000017			

◦ Đối với biến TAX

Dependent Variable: TAX

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	0.377398	0.534370	0.706248	0.4868
GROWTH	-0.021070	0.088738	-0.237446	0.8143
FAR	-0.086831	0.116503	-0.745311	0.4633
SIZE	0.002445	0.023375	0.104612	0.9176
CR	-0.006910	0.150079	-0.046044	0.9637
RISK	0.001282	0.002812	0.455740	0.6527
SOE	-0.007807	0.037030	-0.210826	0.8348
C	0.082664	0.602659	0.137165	0.8920
R-squared	0.117285	Mean dependent var		0.113681
Adjusted R-squared	-0.140174	S.D. dependent var		0.082533
S.E. of regression	0.088128	Akaike info criterion		-1.807745
Sum squared resid	0.186395	Schwarz criterion		-1.441311
Log likelihood	36.92392	Hannan-Quinn criter.		-1.686283
F-statistic	0.455549	Durbin-Watson stat		1.605448
Prob(F-statistic)	0.856553			

◦ Đối với biến RISK

Dependent Variable: RISK

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	34.08864	38.39564	0.887826	0.3834
GROWTH	9.401721	6.127605	1.534322	0.1380
FAR	-2.225621	8.505034	-0.261683	0.7958
SIZE	0.676228	1.684151	0.401525	0.6916
CR	9.212052	10.68328	0.862287	0.3971
TAX	6.694691	14.68972	0.455740	0.6527
SOE	1.252685	2.666636	0.469762	0.6428
C	-36.39725	42.93638	-0.847702	0.4050
R-squared	0.236741	Mean dependent var		1.795856
Adjusted R-squared	0.014124	S.D. dependent var		6.414913



S.E. of regression	6.369450	Akaike info criterion	6.753221
Sum squared resid	973.6774	Schwarz criterion	7.119655
Log likelihood	-100.0515	Hannan-Quinn criter.	6.874684
F-statistic	1.063446	Durbin-Watson stat	2.103630
Prob(F-statistic)	0.415999		

### ◦ Đối với biến SOE

Dependent Variable: SOE

Method: Least Squares

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	-5.867372	2.721441	-2.155980	0.0413
GROWTH	0.047394	0.489179	0.096885	0.9236
FAR	-0.102841	0.648650	-0.158546	0.8754
SIZE	-0.062591	0.128124	-0.488517	0.6296
CR	-0.888304	0.806424	-1.101535	0.2816
TAX	-0.236783	1.123120	-0.210826	0.8348
RISK	0.007273	0.015483	0.469762	0.6428
C	3.131470	3.258172	0.961113	0.3461
R-squared	0.282122	Mean dependent var		0.562500
Adjusted R-squared	0.072740	S.D. dependent var		0.504016
S.E. of regression	0.485339	Akaike info criterion		1.604379
Sum squared resid	5.653293	Schwarz criterion		1.970813
Log likelihood	-17.67007	Hannan-Quinn criter.		1.725842
F-statistic	1.347406	Durbin-Watson stat		1.959685
Prob(F-statistic)	0.272079			

(Nguồn: Tác giả chạy hồi quy phụ từ phần mềm Eviews 6.0)