

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Đỗ Thị Bình** - Ảnh hưởng của các bên liên quan đến chiến lược xuất khẩu xanh và lợi thế cạnh tranh của các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. *Mã số: 145.1BMkt.11* 2
Effects of Stakeholders on Green Export Strategies and Competitive Advantages of Vietnam
- 2. Nguyễn Thị Hằng, Phạm Minh Đạt và Nguyễn Văn Huân** - Tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài đến một số chỉ tiêu phát triển kinh tế tỉnh Thái Nguyên. *Mã số: 145.1TrEM.11* 14
The Impact of FDI on Several Economic Development Criteria of Thai Nguyen Province
- 3. Vũ Xuân Thủy và Nguyễn Thị Trang** - Tác động của nợ công đến tăng trưởng kinh tế: nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam. *Mã số: 145.1DEco.11* 25
The Impact of Public Debt on Economic Growth: Empirical in VietNam
- 4. Huỳnh Trường Huy, Nguyễn Thị Kim Dung, Nguyễn Mai Uyên và Nguyễn Thanh Liêm** - Phân tích quyết định tham gia bảo hiểm nhân thọ của người hưu trí tại Thành phố Cần Thơ. *Mã số: 145.1TrEM.11* 36
An Analysis of the Life Insurance Purchase Decision of Retirees in Can Tho City

QUẢN TRI KINH DOANH

- 5. Nguyễn Phúc Nguyên và Nguyễn Thị Thúy Hằng** - Nghiên cứu tác động của phẩm chất cá nhân lãnh đạo đến tạo động lực làm việc của nhân viên: trường hợp tại chi nhánh MBBank Quảng Ngãi. *Mã số: 145.2FiBa.21* 47
The Impact of Leader's Personal Qualities on the Firm Performance: Case Study at MBBank Quang Ngai Branch
- 6. Nguyễn Hữu Thọ và Trần Hà Minh Quân** - Các đặc trưng tính cách cá nhân ảnh hưởng tới ý định đầu tư chứng khoán thông qua nhận thức rủi ro, nhận thức sự không chắc chắn và đánh giá kết quả đầu tư. *Mã số: 145.2TrEM.21* 56
The Impacts of the Big Five Traits on the Intention of Stock Investment through Risk, Uncertainty, and Investment Performance Perception
- 7. Lê Thị Nhung** - Nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xi măng niêm yết ở Việt Nam. *Mã số: 145.2BAcc.21* 66
Factors Affecting the Capital Structure of Listed Cement Enterprises in Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Vũ Thị Thu Hương** - Phân tích lợi thế so sánh của nông sản Việt Nam xuất khẩu sang thị trường EU. *Mã số: 145.3IIEM.31* 77
An Analysis of the Comparative Advantages of Vietnam's Produce Exports to EU

NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Lê Thị Nhung

Học viện Chính sách và Phát triển

Email: lethinhung.litf@gmail.com

Ngày nhận: 02/03/2020

Ngày nhận lại: 20/03/2020

Ngày duyệt đăng: 03/04/2020

Mục đích của nghiên cứu này nhằm tìm ra các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xi măng niêm yết ở Việt Nam. Nghiên cứu thực hiện trên mẫu gồm 77 quan sát với số liệu thu thập từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp sản xuất xi măng ở Việt Nam có cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2019. Thông qua việc áp dụng các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng tĩnh, kết hợp với việc xây dựng, lựa chọn, kiểm định các mô hình, nghiên cứu đã lựa chọn được mô hình tác động cố định nhằm đánh giá chiều hướng và mức độ tác động của các nhân tố đến hệ số nợ của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Những nhân tố được xác định có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xi măng niêm yết gồm: Quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh toán và khả năng sinh lời. Trong đó, nhân tố quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều và mạnh nhất tới cơ cấu nguồn vốn. Kết quả nghiên cứu cơ bản phù hợp với các nghiên cứu thực nghiệm liên quan, với đặc thù hoạt động của các doanh nghiệp xi măng Việt Nam cũng như nhất quán với lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh. Nghiên cứu có thể hữu ích đối với các chuyên gia tư vấn tài chính, nhà đầu tư và các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: Cơ cấu nguồn vốn, dữ liệu bảng, nhân tố tác động, xi măng.

JEL Classifications: D24, G31, G32

1. Giới thiệu

Cơ cấu nguồn vốn là tỷ trọng của các nguồn vốn nợ và nguồn vốn chủ sở hữu trong tổng giá trị nguồn vốn mà doanh nghiệp (DN) huy động, sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Quyết định cơ cấu nguồn vốn là một trong những quyết định tài chính quan trọng của các nhà quản trị tài chính. Một quyết định sai lầm về cơ cấu nguồn vốn có thể khiến DN rơi vào khủng hoảng tài chính, thậm chí là phá sản. Do đó, để đưa ra các quyết định về cơ cấu nguồn vốn hợp lý trong từng thời điểm, đòi hỏi nhà quản trị tài chính phải nhận diện và đánh giá được tác động của các nhân tố trọng yếu tới cơ cấu nguồn vốn DN. Từ đó, góp phần tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và tối đa hóa giá trị DN.

Hiện nay, các DN sản xuất xi măng ở Việt Nam có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng xã hội cũng như các công trình dân dụng

trong nền kinh tế quốc dân. Thời gian qua, các DN sản xuất xi măng niêm yết đã có những đóng góp quan trọng vào phát triển kinh tế đất nước: Tạo nhiều công ăn việc làm, tăng thu nhập cho người lao động, cung cấp sản phẩm xi măng đáp ứng cho nhu cầu xây dựng các công trình trọng điểm quốc gia, các công trình xây dựng hạ tầng, xây dựng nhà máy, công sở, trường học, nhà ở,... góp phần thực hiện mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội của đất nước.

Modigliani và Miller (M&M-1958) là những tác giả đầu tiên đề cập đến lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn. Từ đó đến nay, rất nhiều nhà nghiên cứu đã phát triển lý thuyết của M&M để xây dựng lý thuyết hiện đại về cơ cấu nguồn vốn. Những nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn đã được bàn luận trong nhiều năm qua và được biết đến là một trong những vấn đề chưa ngã ngũ trong lý thuyết tài chính DN. Nhiều nghiên cứu lý thuyết và nghiên cứu thực

nghiệm đã được thực hiện về vấn đề này, tuy nhiên đến nay chưa có một lý thuyết nào được đồng thuận và được chấp nhận nhất quán. Thay vào đó, những bàn luận về nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn trong các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm dẫn đến những kết quả khác nhau, thậm chí là trái ngược nhau. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu này được thực hiện tại các nước phát triển, trong khi cơ cấu nguồn vốn tại các nước đang phát triển lại ít được quan tâm hơn. Đồng thời, số lượng các nghiên cứu về các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của DN xi măng cũng rất hạn chế.

Bài nghiên cứu cung cấp cho các nhà quản trị tài chính, nhà đầu tư và các chuyên gia phân tích tài chính thông tin về việc xác định các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn trong các DN sản xuất xi măng ở Việt Nam. Việc lựa chọn biến giải thích dựa trên cơ sở những nghiên cứu thực nghiệm về cơ cấu nguồn vốn và đặc trưng của mẫu nghiên cứu. Theo đó, các biến giải thích được lựa chọn trong mô hình bao gồm 05 biến số: Quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng. Phần còn lại của bài nghiên cứu được thiết kế như sau: Phần 2 là phần cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu; phần 3 là phần phương pháp và dữ liệu nghiên cứu; phần 4 là phần kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu; cuối cùng phần 5 là phần kết luận rút ra từ kết quả nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng trực tiếp đến rủi ro và tỷ suất sinh lời hay giá trị DN, vì vậy quyết định hoạch định cơ cấu nguồn vốn là một trong những quyết định quan trọng trong tài chính DN. Đến nay đã có rất nhiều các nghiên cứu lý thuyết cơ cấu nguồn vốn được công bố, trong đó phải kể đến các lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn dưới đây.

2.1.1. Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu

Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho rằng khi DN bắt đầu vay nợ thì những lợi ích từ việc vay nợ vượt trội hơn bất lợi. Chi phí sử dụng vốn vay thấp kết hợp với lợi ích từ lá chắn thuế khiến chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giảm khi tăng vay nợ. Tuy nhiên, khi hệ số nợ tăng khiến mức độ rủi ro cũng tăng tương ứng, khi đó chủ sở hữu DN sẽ đòi hỏi một tỷ suất sinh lời cao hơn, lãi suất vay vốn cũng tăng theo, từ đó làm WACC tăng. Do đó, theo lý thuyết này, khi tăng vay nợ đến một mức nào đó

sẽ làm tăng WACC nên tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu tại đó tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và tối đa hóa giá trị DN.

Tuy nhiên, quan điểm này chưa thuyết phục do không có một lý thuyết cơ sở nào thể hiện chi phí vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên bao nhiêu khi tăng hệ số nợ và chi phí sử dụng nợ sẽ tăng lên như thế nào khi có nguy cơ vỡ nợ. Chính vì vậy, nghiên cứu của Modigliani và Miller (M&M) được công bố vào năm 1958 được coi là nghiên cứu khởi đầu cho các lý thuyết hiện đại về cơ cấu nguồn vốn.

2.1.2. Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn của Modigliani và Miller (M&M)

Lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị DN do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra vào năm 1958. Lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề quan trọng: Mệnh đề thứ nhất nói về giá trị DN, mệnh đề thứ hai nói về chi phí sử dụng vốn. Các mệnh đề này được xem xét trong hai trường hợp có thuế và không có thuế thu nhập DN. Trong môi trường không có thuế, giá trị DN vay nợ và không vay nợ là như nhau. Trong môi trường có thuế, giá trị DN có vay nợ cao hơn giá trị DN không sử dụng đòn bẩy tài chính do được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Lý thuyết M&M được xây dựng trên cơ sở những giả định không xảy ra trong thực tế: Thị trường vốn hoàn hảo, không có chi phí giao dịch, không có chi phí khánh kiệt tài chính, các cá nhân và DN đều có thể vay nợ với lãi suất như nhau. Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn được xem là lý thuyết hiện đại lý giải được mối quan hệ giữa giá trị DN, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của DN.

Như vậy, lý thuyết M&M đã làm rõ thêm ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn, giá trị DN, tuy nhiên một số giả định của lý thuyết này là phi thực tế. Chẳng hạn: Trên thực tế, tỷ lệ nợ vay giữa DN với cá nhân là khác nhau do sự khác biệt về xếp hạng tín nhiệm. Bên cạnh đó, tác động của một số chi phí khác khiến cho lợi ích của lá chắn thuế bị giảm dần và đi đến triệt tiêu khi DN gia tăng hệ số nợ đó chính là tác động của chi phí khánh kiệt tài chính.

2.1.3. Lý thuyết đánh đổi cơ cấu nguồn vốn dạng tĩnh

Dựa trên nền tảng lý thuyết M&M, lý thuyết đánh đổi là một bước phát triển về lý luận khi xem xét đến tác động của thuế và chi phí khánh kiệt tài

chính khi giải thích cơ cấu nguồn vốn của DN. Lý thuyết đánh đổi cơ cấu nguồn vốn dạng tĩnh được khởi xướng bởi Kraus và Litzenberger (1973) và được phát triển bởi Myers (1977). Theo đó, cơ cấu nguồn vốn tối ưu phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế của nợ vay và chi phí khánh kiệt tài chính. Khi DN tăng hệ số nợ thì chi phí khánh kiệt tài chính gia tăng do tăng xác suất phá sản DN. Đến một điểm nào đó, giá trị tăng lên của tấm lá chắn thuế từ lãi vay sẽ bị bù trừ bởi chi phí phá sản kỳ vọng hay tại điểm đó chi phí khánh kiệt tài chính sẽ vượt qua lợi ích của lá chắn thuế từ lãi vay. Ở điểm này, giá trị DN bắt đầu giảm, WACC của DN bắt đầu tăng khi DN vay thêm nợ. Lúc này lợi ích của tấm chắn thuế không đủ bù đắp cho chi phí khánh kiệt tài chính.

Lý thuyết đánh đổi cũng hàm ý rằng lợi ích từ việc sử dụng nợ chỉ có ý nghĩa đối với DN trong trường hợp DN có nghĩa vụ về thuế. Do đó, các DN có khoản lỗ lũy kế sẽ có lợi ích rất nhỏ từ lá chắn thuế. Ngoài ra, DN có lợi ích từ lá chắn thuế từ nguồn khác như nguồn khấu hao tài sản cố định có thể nhận được lợi ích thấp hơn từ đòn bẩy tài chính. Thêm vào đó, trong trường hợp các DN có mức thuế suất khác nhau thì DN nào có mức thuế suất cao hơn sẽ có động cơ vay lớn hơn. Lý thuyết này cũng ngụ ý rằng, các DN có khả năng gặp khó khăn tài chính cao hơn sẽ sử dụng nợ vay ít hơn các DN ít rủi ro phá sản. Vì vậy, trong điều kiện các yếu tố khác tương đồng, DN có biến động về lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) cao thường vay với tỷ lệ thấp.

Như vậy, lý thuyết đánh đổi cơ cấu nguồn vốn tiếp cận theo quan điểm đánh đổi giữa chi phí và lợi ích trong việc sử dụng nợ. Trong đó, các nhân tố làm tăng lợi ích cho giá trị DN sẽ thúc đẩy việc sử dụng nợ, trong khi đó, các nhân tố làm gia tăng chi phí cho DN sẽ cản trở việc sử dụng nợ. Có thể nói, lý thuyết đánh đổi là một bổ sung quan trọng trong việc hoàn thiện hệ thống lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn hiện đại khi xem xét cơ cấu nguồn vốn ở cả hai khía cạnh chi phí và lợi ích thay vì chỉ tính toán đến lợi ích và giả thiết chi phí không tồn tại như trong lý thuyết M&M.

2.1.4. Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng được nghiên cứu bởi Myers và Majluf (1984), nghiên cứu chia nguồn tài trợ thành nguồn vốn bên trong (lợi nhuận giữ lại) và nguồn vốn bên ngoài (vốn vay và phát hành cổ phiếu mới) và giải thích trật tự ưu tiên giữa các

nguồn vốn này khi các DN huy động vốn. Theo Myers và Majluf, DN ưa thích dùng lợi nhuận giữ lại hơn sử dụng vốn vay và coi phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn là phương án cuối cùng. Tức là, nguồn vốn bên trong sẽ được ưu tiên sử dụng trước khi tính đến huy động vốn từ bên ngoài.

Lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên cơ sở bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và nhà đầu tư. So với các nhà đầu tư bên ngoài, người quản lý biết rõ hơn về giá trị thực và rủi ro của DN và điều này ảnh hưởng đến quyết định tài trợ vốn từ nguồn vốn bên trong hay nguồn vốn bên ngoài. Theo đó, các DN chỉ phát hành thêm cổ phiếu khi cổ phiếu của họ được thị trường định giá cao hơn so với giá trị thực. Vì vậy, khi DN công bố thông tin phát hành thêm cổ phiếu, thị trường sẽ đón nhận thông tin này như một tín hiệu xấu về triển vọng của DN, do vậy giá cổ phiếu giảm. Để tránh tình trạng thiệt hại do giá cổ phiếu giảm khi DN cần huy động thêm vốn, nhà quản lý thường tìm cách tài trợ các dự án mới bằng cách huy động các nguồn vốn không bị thị trường định giá thấp như nguồn vốn bên trong hoặc vốn vay. Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích lý do các DN có xu hướng ưu tiên sử dụng nguồn vốn bên trong và nếu cần phải huy động thêm vốn bên ngoài thì họ sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn vay trước. Phát hành vốn cổ phần mới thường là phương án cuối cùng khi DN đã sử dụng hết khả năng vay nợ tức là khi xuất hiện mối đe dọa của chi phí khánh kiệt tài chính của DN cho các chủ nợ hiện hữu cũng như các nhà quản lý.

Sự ra đời của lý thuyết trật tự phân hạng đã lý giải tại sao các DN có khả năng sinh lời thấp thường vay nợ nhiều hơn, sự hấp dẫn của tấm chắn thuế từ chứng khoán nợ được coi là có tác động hạng nhì. Lý thuyết này đã giải thích được vì sao hầu hết nguồn tài trợ bên ngoài là vốn vay và tại sao sự gia tăng nợ trong cơ cấu nguồn vốn bắt nguồn từ các nhu cầu tài trợ từ bên ngoài. Hệ số nợ của DN sẽ phụ thuộc vào mức độ bất cân xứng thông tin, khả năng tự tài trợ của DN và những hạn chế mà DN gặp phải khi tiếp cận nhiều nguồn vốn khác nhau.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Nhiều nhà nghiên cứu đã xác định các nhân tố tác động tới cơ cấu nguồn vốn từ các góc độ nhìn nhận khác nhau và trong các môi trường nghiên cứu khác nhau. Các nghiên cứu thực nghiệm này đều nhằm mục đích kiểm nghiệm các lý thuyết cơ cấu

nguồn vốn trong thực tế, từ đó làm căn cứ xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị DN. Việc nghiên cứu những tài liệu này là hữu ích đối với bài nghiên cứu của tác giả:

Titman và Wessels (1988) giới thiệu các nhân tố được xác định từ các lý thuyết khác nhau có ảnh hưởng đến việc lựa chọn hệ số nợ của DN. Những nhân tố này gồm có: Cấu trúc tài sản, lợi ích lá chắn thuế phi nợ, khả năng tăng trưởng, đặc điểm riêng tài sản của DN, phân nhóm ngành công nghiệp, quy mô DN, biến động thu nhập, và khả năng sinh lời. Trong đó, nghiên cứu tìm ra mối quan hệ ngược chiều giữa đặc điểm riêng tài sản của DN đến hệ số nợ. Đồng thời, nợ ngắn hạn chịu sự tác động ngược chiều bởi quy mô DN. Tuy nhiên, nghiên cứu không cung cấp được bằng chứng đủ mạnh về tác động đến hệ số nợ do sự ảnh hưởng của lá chắn thuế phi nợ, biến động thu nhập, cấu trúc tài sản và khả năng tăng trưởng trong tương lai.

Rajan và Zingales (1995) đã chỉ ra một cách tổng quát, cơ cấu nguồn vốn của DN là giống nhau giữa các nước G7, nghiên cứu xây dựng mô hình phản ánh các nhân tố tác động đến hệ số nợ của các DN ở các nước trong nhóm G7 gồm: Cơ cấu tài sản, giá trị sổ sách, quy mô, khả năng sinh lời.

Hall và các cộng sự (2000) nghiên cứu trên 3500 DN nhỏ và vừa của Anh để kiểm tra những giả thuyết khác nhau liên quan đến các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DN nhỏ và vừa đã tìm thấy kết quả phù hợp với lý thuyết định điểm thị trường. Cụ thể, khả năng sinh lời có tác động ngược chiều tới hệ số nợ ngắn hạn và do đó những DN lâu đời hơn có khả năng huy động vốn tốt hơn, do đó cần huy động ít nợ ngắn hạn và nợ dài hạn hơn.

Huang và Song (2001) phân tích dữ liệu thị trường và số liệu kế toán của hơn 1000 DN niêm yết của Trung Quốc đến năm 2000. Kết quả cho thấy quy mô DN, cơ cấu tài sản có tác động tích cực tới đòn bẩy tài chính; trong khi đó lợi ích lá chắn thuế phi nợ, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng có tác động tiêu cực.

Bhaduri (2002) cho rằng lá chắn thuế phi nợ là những thay thế tốt cho lợi thuế từ vay nợ, do đó DN với lợi ích lá chắn thuế phi nợ lớn sẽ vay nợ ít. Nghiên cứu cũng cho rằng DN có quy mô lớn sẽ có xu hướng đa dạng hóa nguồn vốn huy động nên ít bị khủng hoảng tài chính, nói cách khác tồn tại một mối quan hệ thuận chiều của quy mô DN đến cơ cấu

nguồn vốn. Mặt khác, đặc trưng sản phẩm của DN có tác động ngược chiều tới hệ số nợ, bởi lẽ với cơ cấu vốn đặc trưng sẽ giảm được nguy cơ phá sản DN.

Nguyễn và Neelakantan (2006) đã tiến hành thu thập thông tin của các DN nhỏ và vừa của Việt Nam và cho thấy mối quan hệ tích cực của khả năng tăng trưởng DN, quy mô DN đến cơ cấu nguồn vốn, và tác động tiêu cực của cơ cấu tài sản đến hệ số nợ trong các DN này.

Mutalib (2011) tiến hành phân tích thực nghiệm các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các DN xi măng ở Nigeria trong giai đoạn 2000 - 2009. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất cho mẫu dữ liệu bảng với 08 biến độc lập. Kết quả cho thấy, có 07 biến độc lập ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn. Trong đó, khả năng sinh lời, quy mô DN, khả năng thanh toán và biến trễ bậc 1 của hệ số nợ có tác động ngược chiều đến cơ cấu nguồn vốn, ngược lại, khả năng tăng trưởng, tuổi của DN, cơ cấu tài sản có tác động thuận chiều đến tỷ lệ nợ.

Nhìn chung, tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan đã chỉ ra các nhân tố: Quy mô DN, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh toán có ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của DN. Trong bài viết này, tác giả sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng tĩnh để xác định các nhân tố tác động tới cơ cấu nguồn vốn của DN, như một đóng góp về phương pháp định lượng xác định tác động của các nhân tố tới cơ cấu nguồn vốn của các DN tại Việt Nam.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Kế thừa các mô hình của Titman và Wessels (1988), kết hợp với mô hình của Hijazi và Tariq (2006) và mô hình của Mutalib (2011), nghiên cứu đi tìm bằng chứng thực nghiệm về tác động của các nhân tố tới cơ cấu nguồn vốn của các DN niêm yết sản xuất xi măng ở Việt Nam. Trong đó, mô hình nghiên cứu đã bổ sung thêm biến khả năng thanh toán (LIQUID) cho phù hợp với đặc trưng của các doanh nghiệp sản xuất ngành xi măng ở Việt Nam.

Đáng chú ý, trong nghiên cứu này, các biến phản ánh sự tác động của các nhân tố bên ngoài DN sẽ không được xét đến. Điều này không có nghĩa là phủ nhận tác động của các nhân tố bên ngoài đến cơ cấu nguồn vốn của DN, mà nghiên cứu chỉ tập trung vào đánh giá sự ảnh hưởng của các nhân tố đặc

trung cho đặc điểm riêng biệt của DN đến cơ cấu nguồn vốn.

Bài nghiên cứu sử dụng ba phương pháp phổ biến trong ước lượng dữ liệu bảng tính gồm: Phương pháp bình phương nhỏ nhất dạng gộp (Pooled OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Trong đó:

Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn được xây dựng trong nghiên cứu này bằng phương pháp Pooled OLS được xác định như sau:

$$LEV_{it} = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + U_{it} \quad (t = 1:11, i = 1:7)$$

Trong đó:

- LF_{it} : Là biến phụ thuộc đo lường hệ số nợ của doanh nghiệp i trong năm t .
- $SIZE_{it}$: Quy mô doanh nghiệp i trong năm t .
- $TANG_{it}$: Cơ cấu tài sản doanh nghiệp i trong năm t .
- $LIQUID_{it}$: Khả năng thanh toán doanh nghiệp i năm t .
- ROA_{it} : Khả năng sinh lời doanh nghiệp i năm t .
- $GROWTH_{it}$: Tỷ lệ tăng trưởng doanh nghiệp i năm t .

Tuy nhiên, mô hình hồi quy Pooled OLS xem xét các DN là đồng nhất, điều này thường không phản ánh đúng thực tế vì mỗi DN là một thực thể riêng biệt, có những đặc điểm riêng hoàn toàn khác nhau mà có thể ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của DN (chẳng hạn như trình độ quản lý, danh tiếng,...). Do đó, mô hình Pooled OLS có thể dẫn đến các ước lượng bị sai lệch khi không kiểm soát được các tác động riêng biệt này.

Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) hoặc ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) có thể kiểm soát được các tác động riêng biệt này, cụ thể như sau:

$$LF_{it} = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \mu_{it} \quad (t = 1:11, i = 1:7)$$

Trong đó, $\mu_{it} = U_{it} + v_i$ với v_i đại diện cho các tác động riêng biệt không đổi theo thời gian và không gian quan sát được của mỗi thực thể DN i . Như vậy điểm khác biệt giữa Pooled OLS và hai mô hình FEM và REM là sự tồn tại của chỉ số v_i . Đồng thời, sự khác nhau của FEM và REM cũng nằm ở chỉ số v_i . Cả hai mô hình FEM và REM đều thừa nhận sự tồn tại hợp lý của v_i , nhưng nếu các tác động riêng biệt này có tương quan với biến độc lập thì phương pháp phù hợp nhất là FEM, ngược lại nếu v_i không tương quan với biến độc lập thì mô hình REM phù hợp hơn.

Để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM thì kiểm định Hausman được nghiên cứu sử dụng với cặp giả thuyết sau:

H_0 : Kết quả ước lượng giữa FEM và REM không khác nhau.

H_1 : Kết quả ước lượng giữa FEM và REM khác nhau.

Tiêu chuẩn kiểm định sử dụng là thống kê χ^2 . Nếu giả thuyết H_0 bị bác bỏ, kết luận mô hình REM không thích hợp và nên sử dụng mô hình FEM.

Để lựa chọn mô hình tốt nhất giữa hai mô hình hồi quy theo phương pháp Pooled OLS và mô hình REM, nghiên cứu sử dụng kiểm định Breusch-Pagan với cặp giả thuyết sau:

H_0 : Phương sai của sai số ngẫu nhiên giữa các thực thể bằng không ($Var(U_i) = 0$).

H_1 : Phương sai của sai số ngẫu nhiên giữa các thực thể khác không.

Nếu bác bỏ giả thuyết H_0 thì sử dụng mô hình REM, ngược lại sử dụng mô hình Pooled OLS.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu về tình hình tài chính của các DN sản xuất xi măng có cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong 11 năm từ năm 2010 đến năm 2019. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các DN trong giai đoạn 2010 - 2019 trên các trang Vietstock, Cafef, cophieu68 và các dữ liệu thứ cấp do tác giả tính toán. Trong đó, số liệu tính toán các biến trong mô hình được tính theo giá trị sổ sách dựa trên báo cáo tài chính DN. Lý do lựa chọn các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu:

(1) Mẫu nghiên cứu chỉ gồm những DN tiên hành đầy đủ quy trình sản xuất xi măng từ khâu khai thác nguyên liệu đến chế biến ra thành phẩm nhằm đảm bảo tính tương đồng trong đánh giá. Các DN gia công xi măng cho các đơn vị khác hoặc không thực hiện đầy đủ toàn bộ quy trình sản xuất xi măng đều không được xem xét trong mẫu nghiên cứu.

(2) Các DN thực hiện đầy đủ quy trình sản xuất xi măng có cổ phiếu niêm yết liên tục trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2010- 2019.

Theo các tiêu chí trên, có 07 DN được lựa chọn trong mẫu nghiên cứu này gồm: CTCP xi măng Bim Sơn (BCC), CTCP xi măng VICEM Bút Sơn (BTS), CTCP xi măng VICEM Hoàng Mai (HOM), CTCP Xi măng và xây dựng Quảng Ninh (QNC), CTCP xi

mãng Thái Bình (TBX), CTCP xi măng Hà Tiên 1 (HT1), CTCP xi măng VICEM Hải Vân (HVX).

Các biến được lựa chọn trong mô hình nghiên cứu và kỳ vọng mỗi quan hệ với biến phụ thuộc dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm liên quan được mô tả trong bảng 1:

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả nghiên cứu

4.1.1. Phân tích ban đầu với dữ liệu

Việc phân tích ban đầu với dữ liệu là bước quan trọng giúp nghiên cứu nhận diện và có biện pháp xử lý kịp thời với dữ liệu nghiên cứu trước khi thực hiện các ước lượng cần thiết cho mô hình.

Thống kê mô tả:

Kết quả thống kê mô tả tại Bảng 2 chỉ ra giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của tất cả các biến đưa vào mô hình. Số liệu của biến được giải thích (LEV) cho thấy rằng, hệ số nợ trung bình của các DN trong giai đoạn 2010 - 2019 là 0,643, tuy nhiên hệ số này tương đối khác biệt giữa các DN, biến động từ 0,29 đến 0,96. Điều này cho thấy mức độ sử dụng nợ của các DN trong mẫu nghiên cứu có độ biến động rất lớn. Đáng chú ý, các DN có hệ số nợ quá lớn (trên 90%) sẽ dễ gặp rủi ro khi lãi suất cho vay tăng mạnh bởi khi đó tính tự chủ tài chính của DN thấp. Trong khi đó, có những DN gần như không huy động nợ vay sẽ không tận dụng được lợi ích từ lá chắn thuế của việc sử dụng nợ vay. Biên độ dao động lớn cũng là xu thế chung được nhìn thấy tại hầu hết số liệu của các biến giải thích, đáng kể nhất là số liệu của biến GROWTH và ROA.

Bảng 1: Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Dấu của hệ số tương quan kỳ vọng
Biến phụ thuộc			
Hệ số nợ	LEV	Tổng nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	
Biến độc lập			
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln(Giá trị tổng tài sản)	+/-
Cơ cấu tài sản	TANG	Giá trị tài sản cố định hữu hình/Giá trị tổng tài sản	+/-
Khả năng thanh toán	LIQUID	Giá trị tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn	-
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản bình quân	+/-
Khả năng tăng trưởng	GROWTH	(Giá trị tổng tài sản năm t - Giá trị tổng tài sản năm t-1)/ Giá trị tổng tài sản năm t-1	+/-

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu trong mô hình

	LEV	SIZE	TANG	GROWTH	LIQUID	ROA
Mean	0,643194	7,118194	0,614583	9,154306	0,863194	1,681528
Median	0,625	7,515	0,67	6,5	0,81	4,83
Maximum	0,96	9,5	0,86	125,13	2,11	27,18
Minimum	0,29	3,61	0,22	-29,7	0,36	-265,3
Std. Dev.	0,162106	1,622141	0,181123	26,40671	0,386653	33,43231
Skewness	0,129459	-0,479482	-0,527021	2,312544	0,913067	-7,230287
Kurtosis	2,12347	2,324851	2,073796	9,914097	3,918617	58,16043
Jarque-Bera	2,506029	4,12632	5,906572	207,5885	12,53587	9755,345
Probability	0,285642	0,127052	0,052168	0	0,001896	0
Sum	46,31	512,51	44,25	659,11	62,15	121,07
Sum Sq. Dev.	1,865765	186,8253	2,329187	49509,31	10,61457	79358,08
Observations	77	77	77	77	77	77

Nguồn: Kết quả từ phần mềm EVIEWS

Ma trận hệ số tương quan:

Để kiểm tra mối quan hệ tương quan tuyến tính giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập trước khi tiến hành phân tích hồi quy, đồng thời để nhận diện vấn đề đa cộng tuyến giữa các biến độc lập của mô hình nghiên cứu, tác giả thực hiện chạy ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình. Kết quả cho trong bảng 3:

Số liệu từ Bảng 3 cho thấy trong 5 nhân tố được đưa vào mô hình, có nhân tố LIQUID và ROA có mối quan hệ ngược chiều với cơ cấu nguồn vốn của DN. Kết quả trong Bảng 3 cũng chỉ ra mối quan hệ giữa hệ số nợ với khả năng tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê.

Kiểm định tính dừng:

Việc kiểm tra chuỗi dừng hay không dừng rất quan trọng để đề xuất và xây dựng các mô hình định

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

Covariance Analysis: Ordinary						
Sample: 2010 2019						
Included observations: 77						
Correlation	LEV	SIZE	TANG	GROWTH	LIQUID	ROA
Probability	LEV	SIZE	TANG	GROWTH	LIQUID	ROA
LEV	1					

SIZE	0,509013	1				
	0	-----				
TANG	0,370206	0,770877	1			
	0,0014	0	-----			
GROWTH	0,047708	0,067705	-0,028685	1		
	0,6907	0,572	0,811	-----		
LIQUID	-0,55205	-0,703385	-0,754638	0,126427	1	
	0	0	0	0,2899	-----	
ROA	-0,307226	-0,056311	-0,042387	0,11871	0,166315	1
	0,0087	0,6385	0,7237	0,3206	0,1626	-----

Nguồn: Kết quả từ phần mềm EVIEWS lượng phù hợp. Một chuỗi không có tính dừng thì chúng ta không thể tổng quát hóa hay áp dụng các kết luận thu được từ dữ liệu trong quá khứ cho dữ liệu trong tương lai, có nghĩa là các mô hình dự báo cho chuỗi không dừng là vô hiệu. Đồng thời để tránh hiện tượng hồi quy giả mạo trong mô hình hồi quy thì tất cả các biến được xem xét trong mô hình phải là các biến dừng. Trong bài nghiên cứu, tác giả sử dụng kiểm định nghiệm đơn vị do Levin- Lin- Chu (2002) phát triển (LLC Test-2002). Kết quả kiểm định tại Bảng 4 cho thấy tất cả các biến đều dừng ở mức ý nghĩa nhỏ hơn 5%. Thực hiện hồi quy với các biến dừng trong mô hình sẽ tránh hiện tượng hồi quy giả mạo.

Bảng 4: Kiểm định tính dừng của các biến trong mô hình

Variables	Statistic	p-value
LEV	-4,69378	0,0000
SIZE	-3,49184	0,0000
TANG	-17,3811	0,0000
GROWTH	-6,83121	0,0000
LIQUID	-5,22554	0,0000
ROA	-2,30817	0,0000

Nguồn: Kết quả thực hiện và tổng hợp từ phần mềm EVIEWS

hình FEM và mô hình REM, thực chất đây là kiểm định liệu sai số có tương quan với các biến giải thích hay không, kết quả cho tại Bảng 5:

Kết quả kiểm định Hausman tại Bảng 5 có giá trị P-value là 0, như vậy, sử dụng mô hình FEM là phù hợp.

Bảng 5: Kiểm định Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random		62,198669	5	0
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
SIZE	0,303992	0,058429	0,001435	0
TANG	0,06956	0,046945	0,000719	0,3989
GROWTH	0,000215	0,000776	0	0
LIQUID	0,065545	-0,118647	0,000861	0
ROA	-0,000821	-0,000408	0	0

Nguồn: Kết quả từ phần mềm EVIEWS

4.1.2. Kiểm định lựa chọn và xây dựng lại mô hình

Nghiên cứu tiến hành kiểm định lựa chọn và xây dựng lại mô hình xác định các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn đối với các DN ngành xi măng niêm yết. Cụ thể như sau:

Nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để đánh giá, lựa chọn mô

Tiếp theo, nghiên cứu thực hiện kiểm định lựa chọn mô hình FEM và Pooled OLS. Kết quả kiểm định cho thấy giá trị P-value = 0, như vậy mô hình FEM trong trường hợp này là phù hợp hơn (Bảng 6).

$$LEV_{it} = 1,620596 + 0,303992 * SIZE_{it} + 0,260492 * TANG_{it} + 0,001124 * GROWTH_{it} + 0,220612 * LIQUID_{it} - 0,000821 * ROA_{it} + e_{it}$$

Bảng 6: Bảng kiểm định lựa chọn mô hình Pooled OLS và FEM

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test		Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F		30,534187	(11,65)	0
Cross-section Chi-square		118,86402	11	0

Nguồn: Kết quả từ phần mềm EVIEWS

Do đó, nghiên cứu sử dụng mô hình FEM để hồi quy tìm ra những nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DN xi măng niêm yết giai đoạn 2010-2019. Kết quả ước lượng mô hình FEM thể hiện trong Bảng 7.

Kiểm định dựa trên thống kê F cho kết luận mô hình hồi quy là phù hợp (Giá trị P-value bằng 0), hệ số R² là 0,889569 chứng tỏ 88,9569% thay đổi trong cơ cấu nguồn vốn của các DN xi măng niêm yết là do tác động của các nhân tố trong mô hình.

Bảng 7: Mô hình hồi quy tác động cố định

Dependent Variable: LEV				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2010 2019				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 7				
Total panel (balanced) observations: 77				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SIZE	0,303992	0,041447	7,33444	0
TANG	0,260492	0,095466	2,728634	0,0046
GROWTH	0,001124	0,000303	3,709385	0,0009
LIQUID	0,220612	0,051689	4,268056	0,002
ROA	-0,000821	0,000258	-3,178221	0,0024
C	-1,620596	0,32098	-5,048894	0
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,889569	Mean dependent var	0,643194	
Adjusted R-squared	0,864818	S.D. dependent var	0,162106	
S.E. of regression	0,059602	Akaike info criterion	-2,629596	
Sum squared resid	0,206038	Schwarz criterion	-2,18691	
Log likelihood	108,6654	Hannan-Quinn criter.	-2,453361	
F-statistic	35,9397	Durbin-Watson stat	0,808818	
Prob(F-statistic)	0			

Nguồn: Kết quả thực hiện từ phần mềm EVIEWS

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Số liệu bảng 7 cho kết quả mô hình ước lượng như sau:

Bên cạnh đó, quan sát số liệu tại bảng 7, ở mức ý nghĩa 5% cả 05 nhân tố đưa vào mô hình đều có tác động tới cơ cấu nguồn vốn của các DN niêm yết

xi măng ở Việt Nam. Trong đó, tác động cùng chiều tới cơ cấu nguồn vốn được nhìn thấy qua sự tác động của biến SIZE, TANG, LIQUID và GROWTH; trong khi đó sự tác động của ROA tới hệ số nợ là ngược chiều.

Đáng chú ý, sự tác động của nhân tố quy mô DN đến hệ số nợ được nhìn thấy là lớn nhất trong số các nhân tố tác động. Tác động của các nhân tố tới cơ cấu nguồn vốn lần lượt được thảo luận dưới đây:

- Về nhân tố quy mô DN (SIZE): Hệ số hồi quy ước lượng của biến quy mô DN là +0,303992 và có ý nghĩa ở mức 5%, đây là nhân tố có tác động mạnh nhất đến hệ số nợ của DN. Điều này có nghĩa các DN trong ngành xi măng có quy mô lớn sẽ có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn. Kết quả này nhất quán với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh và tương đồng với các nghiên cứu của Titman và Wessels (1988), Bhaduri (2002), Nguyễn và Neelakantan (2006). Điều đó chứng tỏ các DN quy mô lớn không cần nhắc đến các chi phí trực tiếp của việc phá sản như một nhân tố tác động tới mức độ sử dụng nợ bởi những chi phí này chiếm tỷ lệ rất nhỏ trong tổng giá trị DN. Do đó, DN quy mô lớn có khả năng đa dạng hóa, ít chịu tác động của khủng hoảng tài chính, rủi ro phá sản thấp. Ngoài ra, DN quy mô lớn thường có danh tiếng tốt hơn trên thị trường nợ nên khả năng tiếp cận vốn vay dễ dàng, giảm được chi phí giao dịch khi phát hành các khoản nợ vay dài hạn làm tăng mức độ huy động nợ.

- Về nhân tố cơ cấu tài sản (TANG): Hệ số hồi quy ước lượng của biến này là +0,260492 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này cho thấy cơ cấu tài sản có tác động ngược chiều tới cơ cấu nguồn vốn, ngụ ý rằng các DN có cơ cấu tài sản cố định lớn sẽ huy động nợ lớn. Kết luận này tương tự như trong các nghiên cứu của Huang và Song (2001), Mutalib (2011).

- Về nhân tố khả năng tăng trưởng (GROWTH): Hệ số hồi quy của biến này là +0,001124, tác động một cách có ý nghĩa tới cơ cấu nguồn vốn. Điều này gợi ý rằng, những DN có cơ hội tăng trưởng trong ngành xi măng ở Việt Nam thường sử dụng nhiều nợ hơn vốn chủ sở hữu để tài trợ cho các dự án mới. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, theo đó, các DN xi măng niêm yết sẽ ưu tiên huy động nguồn vốn nội bộ trước, nguồn vốn này có thể

không đáp ứng đủ nhu cầu tăng trưởng của DN. Lựa chọn tiếp theo đáp ứng cho nhu cầu tăng trưởng của DN là nợ vay, điều này cho thấy một DN có khả năng tăng trưởng tốt sẽ huy động nhiều nợ vay. Tuy nhiên, kết quả này trái ngược với nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) và Rajan và Zingales (1995) khi tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng tăng trưởng và hệ số nợ.

- Về nhân tố khả năng thanh toán (LIQUID): Hệ số hồi quy của biến này là thuận chiều và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%. Kết quả này đi ngược lại các nghiên cứu trước đây, tuy nhiên lại phù hợp với thực trạng các DN xi măng niêm yết ở Việt Nam giai đoạn vừa qua. Khi khả năng thanh toán của các DN này được cải thiện, khiến rủi ro tài chính giảm, DN có khả năng tiếp cận dễ dàng hơn với nguồn tín dụng. Từ đó các DN này có cơ hội tiếp cận nguồn vốn tín dụng qua vay nợ, khiến hệ số nợ tăng.

- Về nhân tố hệ số khả năng sinh lời (ROA): Tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê đối với cơ cấu nguồn vốn. Điều này gợi ý rằng, các DN có lợi nhuận cao trong ngành xi măng niêm yết ở Việt Nam sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu, ít nợ vay. Do đó, một DN có lợi nhuận cao sẽ tránh được việc vay nợ nhiều, kết quả này đồng nhất với lý thuyết trật tự phân hạng. Điều đó một lần nữa khẳng định, những DN có khả năng sinh lời cao thường có xu hướng tài trợ bằng nguồn vốn nội bộ hơn là nguồn vốn bên ngoài. Bởi lẽ, việc sử dụng nguồn vốn vay sẽ làm tăng gánh nặng tài chính, trong khi đó, việc phát hành thêm cổ phiếu sẽ khiến quyền sở hữu của các cổ đông bị pha loãng. Thực tế cho thấy, những DN có lợi nhuận cao thường dùng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho nhu cầu vốn của mình. Kết quả tương tự được chỉ ra tại các nghiên cứu của Myer (1984), Rajan và Zingales (1995) và Hall và các cộng sự (2000).

5. Kết luận rút ra từ kết quả nghiên cứu

Bài nghiên cứu xác định các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DN niêm yết trong ngành xi măng ở Việt Nam cho giai đoạn 2010-2019. Thông qua việc phân tích ban đầu với dữ liệu và áp dụng các phương pháp ước lượng mô hình dữ liệu bảng tĩnh, nghiên cứu đã xây dựng các mô hình, kiểm định lựa chọn mô hình tác động cố định (FEM) với 05 biến độc lập gồm: Quy mô DN, cơ cấu tài

sản, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh toán và khả năng sinh lời tác động đến hệ số nợ của DN. Các kết quả thu được cơ bản nhất quán với cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan.

Kết quả ước lượng mô hình FEM cho thấy sự tác động của nhân tố quy mô DN đến hệ số nợ là mạnh nhất. Đáng chú ý, nghiên cứu một lần nữa thực chứng sự chi phối của lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh trên dữ liệu các DN sản xuất xi măng niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2010- 2019. Trong đó, sự tác động của quy mô DN đến cơ cấu nguồn vốn là nhất quán với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng chỉ phôi sự tác động của nhân tố khả năng tăng trưởng và khả năng sinh lời tới việc lựa chọn huy động nợ vay của DN xi măng niêm yết ở Việt Nam. Chiều hướng tác động của nhân tố khả năng thanh toán của DN đến hệ số nợ thu được trong nghiên cứu này đi ngược lại với các nghiên cứu thực nghiệm trước đó, song phù hợp với đặc thù hoạt động của các DN sản xuất xi măng ở Việt Nam.

Kết quả từ nghiên cứu này có thể là gợi ý cho các DN ngành xi măng xem xét trong quá trình hoạch định cơ cấu nguồn vốn cũng như dự báo cơ cấu nguồn vốn khi có sự biến động của các nhân tố:

Một là, đối với các DN có quy mô vốn lớn, khả năng thanh toán đảm bảo và có cơ hội tăng trưởng nên tận dụng khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng, từ đó tận dụng tốt đòn bẩy tài chính nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của DN.

Hai là, các DN có hiệu quả kinh doanh cao cần phát huy tốt nguồn vốn nội sinh để giảm hệ số huy động nợ nhằm tái cơ cấu nguồn vốn của DN. Thực tế, giai đoạn vừa qua, do áp lực đầu tư lớn, đồng thời đây là giai đoạn hoạt động khó khăn của các DN sản xuất xi măng nên khả năng tạo lợi nhuận tái đầu tư thời gian qua chưa thực sự đáp ứng được nhu cầu tăng vốn của các DN. Do đó, các DN sản xuất xi măng cần khai thác tốt hơn nữa nguồn vốn từ lợi nhuận để lại, đây là nguồn lực tài chính giúp DN chủ động đáp ứng nhu cầu vốn, nắm bắt kịp thời các thời cơ trong kinh doanh mà vẫn giữ được quyền kiểm soát DN. Muốn vậy, các DN sản xuất xi măng cần xây dựng một kế hoạch tài chính thống nhất, trong

đó đưa ra các quyết định quản trị đầu tư và sử dụng vốn hợp lý, nhằm nâng cao hơn nữa hiệu quả kinh doanh, tạo ra nhiều lợi nhuận. Đồng thời, cần có quyết định phân phối lợi nhuận phù hợp nhằm đẩy mạnh tích lũy lợi nhuận để lại tái đầu tư.

Ba là, kết quả phân tích mô hình cho thấy công tác xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu trong từng giai đoạn cho các DN sản xuất xi măng nên được chú trọng. Từ đó, trong công tác tổ chức nguồn vốn cần huy động vốn theo sát cơ cấu nguồn vốn mục tiêu đã xây dựng, thường xuyên giám sát và kịp thời điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn mục tiêu khi có những thay đổi bất thường về tình hình kinh tế vĩ mô và chiến lược phát triển của DN.

Nghiên cứu này chứa đựng ít nhất hai giới hạn. Một là, nghiên cứu được xây dựng trên cơ sở dữ liệu từ các DN sản xuất xi măng ở Việt Nam. Hai là, mô hình ước lượng sử dụng số liệu hệ số nợ và các nhân tố tác động được tính dựa trên giá trị sổ sách. Trong những nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng theo hướng đưa thêm biến hệ số nợ và một số nhân tố tác động tính theo giá trị thị trường. Đồng thời, có thể xem xét đưa thêm một số nhân tố tác động như: Đặc điểm riêng về tài sản của DN, thời gian hoạt động của DN, dòng tiền, biến động thu nhập,... vào mô hình ước lượng và mở rộng dữ liệu nghiên cứu đối với tất cả các DN trong ngành sản xuất xi măng như trong nghiên cứu này. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Myers S.C., and N.S. Majluf (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, No.2, pp. 187- 221.
2. Titman, Sheridan; Wessels, Roberto (1988), *The Determinants of Capital Structure Choice*, Journal of Finance, Vol.43, No.1, pp. 1-18.
3. Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi. (1995), *What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, pp. 1421- 1460.
4. Hall Graham, Patrick Hutchinson and Nicos Michaelas (2000), *Industry Effects on the*

Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure, International Journal of the Economics of Business, Volume 7, No. 3, pp. 297- 312.

5. Mutalib Anifowose (2011), *Determinants of Capital Structure in Cement Industry: A case of Nigerian listed Cement firms*, Electronic Journal.

6. Nguyen, T. D. K., & Ramachandran, N. (2006), *Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam*, ASEAN Economic Bulletin, 23(2), 192- 211.

7. Bhaduri, Saumitra N. (2002), *Determinants of Corporate borrowing: Some evidence from the Indian Corporate Structure*, Journal of Economics and Finance, Vol. 26, No. 2, pp. 200- 215.

8. Gujarati, N. D. (2003), *Basic Econometrics*, McGraw- Hill, Fourth Edition.

9. Modigliani, Franco and Merton H. Miller (1958), *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261- 297.

10. Alan Kraus and Robert H Litzenberger (1973), *A State- Preference model of Optimal Financial Leverage*, Journal of Finance, Vol. 28, Issue 4, pp. 911- 922.

11. Stewart C. Myers (1977), *Determinants of Corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, Vol. 5, Issue 2, pp. 147- 175.

12. Hall Graham, Patrick Hutchinson and Nicos Michaelas (2000), *Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure*, International Journal of the Economics of Business, Vol. 7, No. 3, pp. 297- 312.

13. S. G. Huang and F. M. Song (2001), *The determinants of capital structure in the service industry: Evidence from China*, School of Economics and Finance and Center for China Financial Research, The University of Hong Kong Press for SSRN.

14. Pink, G. H., Holmes, G. M., D'Alpe, C., Strunk, L. A., McGee, P., & Slifkin, R. T. (2006), *Financial indicators for critical access hospitals*, The Journal of Rural Health, 22(3), 229- 236.

15. T. D. Nguyen and R. Neelakantan (2006), *Capital Structure in Small and Medium- sized Enterprises: The Case of Vietnam*, ASEAN Economic Bulletin, 23(2), 192- 211.

16. Lee C. Adkins, R. Carter Hill (2011), *Using STATA for Principles of Econometrics*, John Wiley & Son, Inc.

17. Badi H. Baltagi (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Son, Ltd, Third Edition.

18. Các trang web: <http://finance.vietstock.vn>, <http://cafef.vn>, <http://cophieu68.vn>.

Summary

The purpose of this research is to find out the factors affecting the capital structure of listed cement enterprises in Vietnam. The investigation was conducted on a sample of 77 observations with data collected from the financial statements of cement production enterprises in Vietnam with stocks listed on the Stock Exchanges in Ho Chi Minh city and Hanoi in the period from 2010 to 2019. Through the application of datasheet estimation methods, combined with the development, selection and testing of models, the study has selected a fixed effects model to assess the direction and level of the impact of factors on the debt ratio of enterprises in the sample. Factors identified to affect the capital structure of listed cement companies include: Enterprise size, asset structure, growth potential, liquidity, and profitability. In particular, the factor of enterprise size affects in the same direction and has the greatest impact on the capital structure. The results are in line with the relevant empirical studies, with the operational characteristic of Vietnam's cement enterprises as well as consistent with the Pecking order theory and the Trade- off theory of capital structure. The study can be useful to financial advisors, investors and corporate financial administrators.