



Working Paper 2021.1.5.05
- Vol 1, No 5

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Việt Cường¹

Sinh viên K56 Phân tích và đầu tư tài chính - Khoa Tài chính ngân hàng
Trường Đại học Ngoại Thương, Hà Nội, Việt Nam

Phan Trần Trung Dũng

Giảng viên bộ môn Tiền tệ Ngân hàng - Khoa Tài chính ngân hàng
Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt

Bài viết đưa ra mô hình các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính hàng năm từ năm 2016 đến năm 2020 của 100 doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam là HNX và HOSE. Nghiên cứu phân tích dữ liệu bảng trên phần mềm Stata. Kết quả đã cho thấy các nhân tố thanh khoản, quy mô công ty và lợi nhuận có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các công ty công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thanh khoản và quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến cấu trúc vốn trong khi lợi nhuận có tác động nghịch chiều đến cấu trúc vốn.

Từ khóa: cấu trúc vốn, công ty công nghiệp, thị trường chứng khoán

FACTORS INFLUENCING CAPITAL STRUCTURE OF INDUSTRIAL COMPANY LISTED ON VIETNAM STOCK MARKET

Abstract

The paper builds a model of the factors influencing the capital structure of industrial companies listed on Vietnam stock market. The paper uses secondary data from the annual financial statements from 2016 to 2020 of 100 industrial companies listed on 2 stock exchange in Vietnam, namely HNX and HOSE. The study uses Stata software to analyze panel data. The results show that liquidity, company size and profitability affect the capital structure of industrial companies listed on Vietnam stock market. Liquidity and company size have a positive effect on capital structure while profitability has a negative effect on capital structure.

Keywords: capital structure, industrial company, stock market.

¹ Tác giả liên hệ, Email: phamvietcuong108@gmail.com

1. Giới thiệu nghiên cứu

Trong thời gian từ 2016 đến nay, hiện tượng doanh nghiệp sụp đổ vì thiếu tiền và không có khả năng vay ngân hàng đã phổ biến hơn. Tuy nhiên, đối với cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay, rõ ràng tỷ lệ nợ trên vốn là rất cao. Các doanh nghiệp không chỉ dựa vào các ngân hàng thương mại về vốn lưu động mà còn phần lớn cho vay đầu tư trung và dài hạn, không linh hoạt như các quỹ đầu tư và công ty bảo hiểm đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp. Vì vậy, để đưa ra các quyết định cơ cấu vốn phù hợp, các nhà quản trị doanh nghiệp phải xác định rõ các nhân tố ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố này đến cơ cấu vốn. Trên thực tế, cơ cấu vốn sẽ thay đổi theo đặc điểm của từng doanh nghiệp, hoạt động kinh doanh và tác động của biến động kinh tế vĩ mô.

Các nước trên thế giới đã nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn như Huang và Song (2006); Booth (2009); Tian (2014); Margaritis và Psillaki (2007). Ở Việt Nam, nghiên cứu về cơ cấu vốn công ty kế thừa lý thuyết nền tảng đối với các ngành và lĩnh vực cụ thể (Tran and Tran, 2008; Le, 2012). Nhìn chung, do đặc thù, loại hình kinh doanh và điều kiện kinh tế của mỗi nước nên kết quả nghiên cứu còn rất khác nhau. Ở Việt Nam, cấu trúc vốn của công ty cổ phần chưa được nhiều quan tâm trong các bài nghiên cứu. Một trong những lý do cơ bản là vì công tác quản lý tài chính của doanh nghiệp chưa được quan tâm. Mặt khác, hầu hết các công ty cổ phần hiện nay đều bắt đầu từ doanh nghiệp nhà nước, không tính đến hiệu quả sử dụng chi phí vốn. Tuy vậy đứng trước những khó khăn và cả cơ hội trong quá trình hội nhập và phát triển với nền kinh tế thế giới, việc sử dụng các nguồn lực để phát triển công ty, đặc biệt là nguồn vốn như thế nào cho hiệu quả nhất đòi hỏi chính phủ phải quản lý. Được quan tâm hơn bao giờ hết. Vì vậy, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của công ty công nghiệp có đóng góp ý nghĩa về mặt lý luận giúp đưa ra mô hình và mức độ tác động của các nhân tố tới cấu trúc vốn và dùng làm tài liệu tham khảo cho các nghiên cứu sau này về chủ đề cấu trúc vốn. Ngoài ra nghiên cứu còn mang ý nghĩa thực tiễn khi đưa ra những nhận định và giải pháp từ kết quả tính toán để giúp các công ty công nghiệp có cấu trúc vốn hiệu quả nhất.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Nghiên cứu nước ngoài

Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã quan tâm đến các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn tập trung vào doanh nghiệp lớn và niêm yết tại các nước phát triển (Margaritis và Psillaki, 2007; Gill và cộng sự, 2009; Tien, 2014). Booth và cộng sự (2001) là tác giả tiên phong nghiên cứu về cấu trúc vốn ở các nước đang phát triển (Huang và Song, 2006; Jiang và cộng sự, 2018).

Oliver (2005) phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của 500 doanh nghiệp tại Mỹ giai đoạn 1978 - 2004, trên 5508 quan sát và tìm ra 6 biến độc lập ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ của doanh nghiệp gồm: Tự tin thái quá, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, sự ảnh hưởng của thị trường đến cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp dựa trên doanh thu, cơ cấu tài sản và lợi nhuận.

Frank và Goyal (2009) chỉ rõ lạm phát kỳ vọng, điều kiện ngành công nghiệp, tài sản hữu hình và quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng cùng chiều lên đòn bẩy tài chính. Nhân tố tăng trưởng và khả năng sinh lợi ảnh hưởng nghịch chiều tới đòn bẩy tài chính.

Nghiên cứu của M'ng và cộng sự (2017) chỉ ra quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính độ trễ một năm tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn doanh nghiệp ở cả ba quốc gia. Tài sản cố định hữu hình có tác động thuận chiều đến cơ cấu vốn ở Malaysia và Singapore nhưng ảnh hưởng không đáng kể tại Thái Lan. Lợi nhuận tác động tích cực đến cấu trúc vốn của Malaysia và Thái Lan nhưng ảnh hưởng không đáng kể đến cơ cấu vốn của Singapore. Khả năng sinh lợi tác động ngược chiều đến cơ cấu vốn doanh nghiệp ở Malaysia và Singapore nhưng ảnh hưởng không đáng kể tại Thái Lan. Khấu hao tài sản cố định ảnh hưởng nghịch chiều đến cấu trúc vốn ở cả ba nước.

Theo Muhammad và cộng sự (2019): Tăng trưởng GNP bình quân đầu người của Nhật Bản và Malaysia ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn của tăng trưởng kinh tế và doanh nghiệp cao hơn có xu hướng sử dụng nợ dài hạn hơn. Kết quả tại Pakistan khác Nhật Bản và Malaysia. Chứng tỏ sự thiếu hiệu quả và đòn bẩy cao có thể khiến doanh nghiệp Pakistan vướng vào bẫy nợ. Chỉ số lãi suất cho vay là nhân tố tác động nhất lên nhu cầu tín dụng tại Nhật Bản và Malaysia. Tự do hóa tài chính cung cấp hỗ trợ lớn trong việc phát triển cơ cấu vốn tại khu vực doanh nghiệp ở cả ba nước.

Khaki và Akin (2020) chỉ ra yếu tố tác động đến cơ cấu vốn của 329 công ty phi tài chính được niêm yết ở các quốc gia thuộc Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh (GCC) là Bahrain, Kuwait, Qatar, Oman, Ả Rập Xê-út và Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất trong giai đoạn từ 2009 - 2017. Kết quả cho thấy quy mô doanh nghiệp, tính hữu hình và cơ hội tăng trưởng ảnh hưởng tích cực lên đòn bẩy. Mặt khác, khả năng sinh lời, tuổi tác, hạn chế tài chính, tính thanh khoản và quyền sở hữu của chính phủ ảnh hưởng tiêu cực đến đòn bẩy. Ngoài ra, rủi ro hoạt động, đặc điểm thể chế có ảnh hưởng nhỏ đến đòn bẩy trong mô hình chung cho khu vực.

Tóm lại, nghiên cứu trên thế giới về các yếu tố tác động đến cơ cấu vốn của công ty cổ phần, doanh nghiệp niêm yết được thực hiện rất phong phú tại các quốc gia, xem xét cả yếu tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Hầu hết các nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở xây dựng mô hình lý thuyết cấu trúc vốn và kiểm định mô hình đối với doanh nghiệp tại ngành nghề, lĩnh vực khác nhau.

2.2. Nghiên cứu trong nước

Nghiên cứu tại Việt Nam tập trung vào các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty trong lĩnh vực cụ thể hay doanh nghiệp niêm yết. Kết quả nghiên cứu đóng góp đáng kể trong việc giải thích mô hình lý thuyết cơ cấu vốn doanh nghiệp ở Việt Nam cũng như xác định nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Trần (2006) phát hiện các yếu tố ảnh hưởng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước giai đoạn 2001- 2005 gồm: tỷ trọng đầu tư tài sản cố định, lãi vay, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, yếu tố ngành nghề.

Theo Đoàn (2010), cơ cấu vốn và quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với nhau, trong khi yếu tố hoạt động và rủi ro kinh doanh, cơ cấu tài sản có mối quan hệ ngược chiều với cơ cấu vốn.

Lê (2013) có kết quả cho thấy đòn bẩy ngành, thuế, hành vi nhà quản trị có ảnh hưởng thuận chiều đến cơ cấu vốn; còn lợi nhuận, tỷ số giá trị thị trường trên giá sổ sách, tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) có ảnh hưởng nghịch chiều.

Vũ và Nguyễn (2013) nghiên cứu tác động của các yếu tố tới cấu trúc vốn công ty thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam giai đoạn 2007-2011 cho kết quả tăng trưởng, mức độ liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của ngành và quy mô doanh nghiệp tác động thuận chiều tới cấu trúc vốn. Các nhân tố mức độ rủi ro kinh doanh và thái độ không thích sử dụng vốn vay của các nhà quản trị tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn.

Nghiên cứu của Đặng và Quách (2014) kết luận cấu trúc vốn và quy mô công ty có mối quan hệ cùng chiều, thuế và khả năng sinh lợi có tương quan ngược chiều với cấu trúc vốn. Tỷ suất lợi nhuận tác động nhiều đến cơ cấu vốn chứ không phải lãi suất. Nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp Việt Nam thường sử dụng nợ ngắn hạn thay vì nợ dài hạn.

Kết quả của Phan (2016) cho thấy các ước lượng FEM và REM không còn hiệu quả khi nghiên cứu 95 doanh nghiệp sản xuất công nghiệp Việt Nam giai đoạn 2007-2013, bởi lẽ mô hình phát sinh vấn đề về phương sai sai số thay đổi và nội sinh. Quy mô công ty càng lớn thì nhu cầu sử dụng vốn vay nhiều hơn; khả năng sinh lời, tính chất hữu hình của tài sản, tính thanh khoản có tác động nghịch chiều đối với cấu trúc vốn.

Kết quả của Lê (2016) chỉ rõ tuổi doanh nghiệp, khả năng sinh lợi, tỷ lệ sở hữu cổ phần của nhà nước tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn. Ngược lại, biến quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng thuận chiều đến cấu trúc vốn chứng tỏ các doanh nghiệp xi măng lớn dễ dàng tiếp cận đến các nguồn vốn vay đến từ công ty tài chính. Ngoài ra, khả năng thanh toán và giá trị tài sản cố định có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp này, nhất là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Nhân tố lá chắn thuế, khấu hao và cấu trúc vốn có mối quan hệ nghịch chiều.

Nghiên cứu của Ngô (2017) cho thấy tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp ngành tiêu dùng niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh giai đoạn 2011 – 2015 là 5,27%, tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu là 15,83%. Chứng tỏ các doanh nghiệp này sử dụng ít nợ dài hạn trong cấu trúc vốn. Tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản và tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào yếu tố: cấu trúc tài sản, hiệu quả hoạt động kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, thuế thu nhập doanh nghiệp, đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp và hình thức sở hữu. Các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam hay sử dụng nợ để hưởng lợi từ tấm chắn thuế. Doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao thường dễ vay nợ hơn so với doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kinh doanh thấp.

Theo Lê và cộng sự (2020): nhân tố khả năng sinh lợi, tài sản cố định hữu hình và số năm hoạt động của doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến cơ cấu vốn; quy mô doanh nghiệp và cơ hội tăng trưởng tác động cùng chiều đến tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp thực phẩm. Riêng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp không có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn.

Lương và cộng sự (2020) cho thấy quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, thuế thu nhập doanh nghiệp và tính thanh khoản ảnh hưởng thuận chiều, trong khi khả năng sinh lợi, tài sản hữu hình, lá chắn thuế phi nợ không tác động đến cấu trúc vốn của các công ty logistics ở Việt Nam.

Dựa trên các lý thuyết và công trình nghiên cứu trước đây được trình bày trong phần tổng quan lý thuyết, giả thuyết nghiên cứu và mô hình được trình bày như sau:

Giả thuyết H₁: Tài sản cố định có ảnh hưởng cùng chiều lên cấu trúc vốn

Giả thuyết H₂: Thanh khoản có ảnh hưởng ngược chiều lên cấu trúc vốn

Giả thuyết H₃: Quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều lên cấu trúc vốn

Giả thuyết H₄: Lợi nhuận có ảnh hưởng ngược chiều lên cấu trúc vốn

Giả thuyết H₅: Sở hữu nhà nước có ảnh hưởng cùng chiều lên cấu trúc vốn

Giả thuyết H₆: Thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng ngược chiều lên cấu trúc vốn

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu là mô hình dữ liệu bảng (Panel data) các chỉ số tài chính của 100 công ty công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2016 đến 2020. Nguồn dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính hàng năm của doanh nghiệp, gồm có tổng tài sản, tài sản cố định và doanh thu thuần, tài sản ngắn hạn, nợ ngắn hạn, tổng nợ, lợi nhuận sau thuế, tỷ lệ sở hữu nhà nước, thuế thu nhập doanh nghiệp, tổng thu nhập trước thuế của công ty.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để xác định ảnh hưởng của các yếu tố đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam, phương pháp hồi quy được sử dụng là hồi quy dữ liệu bảng với mô hình Pooled OLS, mô hình tác động cố định FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên REM. Sau đó các mô hình sẽ được kiểm định để chọn ra mô hình phù hợp nhất và rút ra kết luận.

Mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn được đề xuất trong bài nghiên cứu:

$$CAP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FIXED_{i,t} + \beta_2 LIQ_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 STATE_{i,t} + \beta_6 TAX_{i,t} + e_{it}$$

Trong đó β_0 là hằng số của mô hình hồi quy, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ là hệ số bê ta của các biến FIXED, LIQ, SIZE, ROA, STATE, TAX, i là công ty I , t là năm thứ t .

Bảng 1. Mô tả biến nghiên cứu

Biến nghiên cứu	Ký hiệu	Công thức	Mối quan hệ với biến phụ thuộc	Cơ sở lý thuyết
Biến phụ thuộc				
Cấu trúc vốn	CAP	$\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$		Alghusin (2015); Phan (2016); Nguyen (2017); Vo (2017)

Biến nghiên cứu	Ký hiệu	Công thức	Mối quan hệ với biến phụ thuộc	Cơ sở lý thuyết
Biến độc lập				
Tài sản cố định	FIXED	$\frac{Tài\ sản\ cố\ định}{Tổng\ tài\ sản}$	+/-	Phan (2016); Nguyen (2017) và Vo (2017)
Thanh khoản	LIQ	$\log \frac{Tài\ sản\ ngắn\ hạn}{Nợ\ ngắn\ hạn}$	-/+	Phan (2016); Vo (2017)
Quy mô công ty	SIZE	$\log(\text{doanh thu thuần})$	+	Phan (2016); Nguyen (2017) Alghusin (2015); Salman, Ayo- Oyebiyi và Emenike (2015); Phan (2016); Nguyen (2017) và Vo (2017)
Lợi nhuận	ROA	$\frac{Lợi\ nhuận\ sau\ thuế}{Tổng\ tài\ sản}$	-	Phan (2016); Le (2017)
Sở hữu nhà nước	STATE	Biến giả = 1 nếu nhà nước chiếm >50% vốn cổ phần, ngược lại = 0	+	Vo và cộng sự (2014); Dang và Quach (2014); Phan (2016); Le (2016)
Thuế thu nhập doanh nghiệp	TAX	$\frac{Thuế\ thu\ nhập\ doanh\ nghiệp}{Tổng\ thu\ nhập\ trước\ thuế}$	-	

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả

4. Kết quả nghiên cứu thảo luận

4.1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Bảng 2 mô tả số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất của các biến nghiên cứu. Tổng số công ty nghiên cứu là 500 công ty trong giai đoạn từ 2016 đến 2020.

Bảng 2. Thống kê mô tả

	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CAP	500	0,494314	0,2305505	0,016	1,328
FIXED	500	0,253452	0,2346365	0,01	1,272
LIQ	500	0,416976	0,88619	-3,165	3,153
SIZE	500	21,01427	1,390017	15,187	24,037
ROA	500	8,369184	10,52875	-22,7	50,47
STATE	500	0,162	0,3688198	0	1
TAX	500	0,20878	0,155332	0,03	1,345

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Bảng 2 cho thấy giá trị trung bình, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất và độ lệch chuẩn của cơ cấu vốn và các yếu tố tác động đến cơ cấu vốn của 100 doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 5 năm (2016 – 2020).

Cấu trúc vốn (CAP): giá trị trung bình CAP của 100 công ty công nghiệp là 0.494314, điều này cho thấy được trong giai đoạn 5 năm các công ty công nghiệp có tỷ lệ nợ chiếm 49.13% so với tổng tài sản DN. Với giá trị CAP là 0.016, công ty cổ phần Đầu tư DNA là công ty có chỉ số cấu trúc vốn thấp nhất trong 100 công ty nghiên cứu. Ngược lại, dẫn đầu với chỉ số CAP cao nhất ở mức 1.328 là công ty Cổ phần Viglacera Hạ Long.

Tài sản cố định (FIXED): trong 5 năm thì giá trị trung bình của FIXED là 0.253452. nghĩa là trong tổng tài sản của doanh nghiệp thì tài sản cố định chiếm 25.34%. Công ty cổ phần ANI có chỉ số FIXED thấp nhất ở mức 0.01 trong khi công ty Cổ phần Viglacera Hạ Long tiếp tục đứng đầu với tài sản cố định ở mức 1.272.

Thanh khoản (LIQ): với giá trị trung bình ở mức 0.416976, các công ty công nghiệp giữ mức tài sản ngắn hạn để chi trả cho nợ ngắn hạn là 41.69%. DN có thanh khoản ở mức thấp nhất là công ty cổ phần Xây dựng FLC Faros với chỉ số LIQ là -3.236. Ngược lại, công ty cổ phần Đầu tư DNA có thanh khoản cao nhất với LIQ là 3.153.

Quy mô công ty (SIZE): Do được đo lường bằng Doanh thu thuần nên những DN có quy mô lớn sẽ tương ứng với doanh thu thuần lớn. Quy mô công ty trung bình trong 5 năm từ 2016-2020 của các công ty công nghiệp là 21.01427 tỷ đồng. Công ty Cổ phần SAM Holdings có quy mô nhỏ

nhất là 15.187 tỷ đồng trong khi công ty Cổ phần Xây dựng Cotecons đứng đầu trong số 100 công ty công nghiệp với quy mô là 24.037 tỷ đồng.

Lợi nhuận (ROA): ROA trung bình của các công ty công nghiệp là 8.369184 %. Công ty Cổ phần SAM Holdings có ROA thấp nhất là -22.7% trong khi ROA cao nhất là 50.47% thuộc về công ty Cổ phần Xây dựng Cotecons.

Sở hữu nhà nước (STATE): trong số 100 công ty công nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam thì có 18 công ty có vốn nhà nước chiếm hơn 50% vốn cổ phần và 82 công ty có vốn nhà nước thấp hoặc hoàn toàn là vốn tự doanh.

Thuế thu nhập DN (TAX): Tỷ lệ trung bình thuế thu nhập DN trên tổng thu nhập trước thuế là 20.87%. Công ty cổ phần Đầu tư DNA có số thuế thu nhập thấp nhất là 3% trong khi công ty cổ phần Xi măng VICEM Hoàng Mai có thuế thu nhập DN lớn nhất đạt 34.5%.

4.2. Ma trận tương quan

Bảng 3 cho thấy ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu. Các nhân tố Tài sản cố định (FIXED), Thanh khoản (LIQ), Quy mô công ty (SIZE), Sở hữu nhà nước (STATE) và Thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX) có tương quan cùng chiều với cấu trúc vốn còn biến Lợi nhuận (ROA) có ảnh hưởng nghịch chiều.

Bảng 3. Ma trận tương quan

	CAP	FIXED	LIQ	SIZE	ROA	STATE	TAX
CAP	1,0000						
FIXED	0,1221	1,0000					
LIQ	0,6638	-0,2679	1,0000				
SIZE	0,3150	-0,0782	-0,1776	1,0000			
ROA	-	0,0739	0,0693	0,0894	1,0000		
	0,1034						
STATE	0,1615	0,2213	-0,1801	0,0694	-0,0390	1,0000	
TAX	0,0419	-0,0155	0,0090	0,0502	-0,0545	0,1329	1,0000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

4.3. Hồi quy dữ liệu

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy theo lần lượt các mô hình POLS, FEM và REM.

Bảng 4. Hệ số hồi quy các mô hình POLS, FEM, REM

	POLS	FEM	REM
C	-0,1412154	0.3242573	0.1940829

FIXED	-0,0306593	-0,0211853	-0,0101116
LIQ	-0,1625304	-0,0824371	-0,0984778
SIZE	0,0338905	0,0107955	0,0166032
ROA	-0,0016018	-0,0007823	-0,0009379
STATE	0,0219739	-0,0573414	0,274814
TAX	0,0418273	-0,0058578	-0,0079054

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

4.4. Kiểm định chọn mô hình

Bảng 5 trình bày kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi với mô hình OLS.

Bảng 5. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi của Breusch-Pagan

Kiểm định	Chi2(1)	Prob>chi2
Breusch-Pagan	19,42	0,000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

P-value = 0.000 < 0.05, dẫn đến bác bỏ giả thuyết H_0 , chấp nhận giả thuyết H_1 . Do vậy mô hình POLS mắc lỗi phương sai sai số thay đổi và không hiệu quả bằng các mô hình FEM, REM.

Để lựa chọn giữa hai mô hình tác động cố định FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên REM, ta sử dụng kiểm định Hausman. Đây là kiểm định để xem xét sự tương quan có tồn tại giữa phần dư và các biến độc lập hay không. Với giả thuyết H_0 là sai số ngẫu nhiên và biến độc lập không tương quan. Tiến hành kiểm định Hausman cho mô hình trên phần mềm Stata, ta thu được các kết quả được trình bày như sau:

Bảng 6. Kết quả kiểm định Hausman

Kiểm định	Chi2(6)	Prob>chi2
Hausman	33,41	0,000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

P-value = 0.000 < 0.05 dẫn đến bác bỏ giả thuyết H_0 , chấp nhận giả thuyết H_1 . Do đó FEM phù hợp hơn cho nghiên cứu.

4.5. Các kiểm định khác

Bảng 7 trình bày kết quả kiểm định đa cộng tuyến:

Bảng 7. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

	VIF	1/VIF
LIQ	1,16	0,865589
FIXED	1,15	0,865941

	VIF	1/VIF
STATE	1,10	0,911570
SIZE	1,01	0,931297
ROA	1,03	0,966646
TAX	1,03	0,975055
MEAN VIF	1,09	

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Bảng 7 cho thấy kết quả các hệ số đều nhỏ hơn 2 nên mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 8 trình bày kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi đối với mô hình FEM.

Bảng 8. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi cho mô hình FEM

Kiểm định	Chi2(100)	Prob>chi2
Wald	22736,94	0,000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Bảng 9 trình bày kết quả kiểm định tự tương quan.

Bảng 9. Kết quả kiểm định tự tương quan

Kiểm định	F(1, 99)	Prob>F
Wooldridge	38,091	0,000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Kết quả ở bảng 8 và bảng 9 cho thấy P-value = 0.000 < 0.05 dẫn đến bác bỏ giả thuyết H_0 , chấp nhận giả thuyết H_1 . Do đó mô hình mắc lỗi phương sai sai số thay đổi và tự tương quan.

Mô hình FEM được bỏ đi các biến không có ý nghĩa và khắc phục lỗi phương sai sai số thay đổi cùng tự tương quan bằng mô hình FGLS. Kết quả được trình bày ở bảng 10.

Bảng 10. Kết quả ước lượng bằng phương pháp FGLS

CAP	Hệ số	Sai số chuẩn	Chuẩn t	Mức ý nghĩa
C	-0,1534027	0,0932721	-1,64	0,100
LIQ	-0,1251477	0,0076339	-16,39	0,000
SIZE	0,0334293	0,0044307	7,54	0,000
ROA	-0,0012642	0,0003517	-3,59	0,000

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

Trong kết quả thu được ở bảng 10, các biến LIQ (thanh khoản), SIZE (quy mô công ty) và ROA (lợi nhuận) đều có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Biến LIQ có hệ số beta là -0.1251477,

nghĩa là khi thanh khoản công ty tăng 1% thì cấu trúc vốn giảm 0.1251477%. Biến ROA có hệ số beta là -0.0012642, khi quy mô công ty tăng 1% thì cấu trúc vốn giảm 0.0012642%. Trái ngược với 2 biến trên thì quy mô công ty có ảnh hưởng thuận chiều với cấu trúc vốn và khi quy mô tăng 1% thì cấu trúc vốn tăng 0.0334293%.

5. Thảo luận và đề xuất

Nghiên cứu phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty công nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2016 - 2020. Kết quả cho thấy các yếu tố thanh khoản, quy mô công ty và lợi nhuận có ý nghĩa thống kê. Nhân tố thanh khoản có ảnh hưởng nghịch chiều lên cơ cấu vốn. Tính thanh khoản càng cao thì công ty tài trợ cho tài chính càng ít. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Hiệp (2016).

Về nhân tố quy mô công ty thì quy mô công ty và cơ cấu vốn có mối quan hệ thuận chiều. Công ty có quy mô càng lớn thì công ty tài trợ cho tài chính càng lớn. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Alghusini (2015); Hiệp (2016); Nguyễn (2017).

Nhân tố cuối cùng là lợi nhuận công ty có tác động nghịch chiều với cơ cấu vốn. Lợi nhuận càng lớn thì công ty sẽ giảm tỷ trọng nợ trên tổng tài sản chứ không vay nợ thêm. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Alghusini (2015); Salman, Ayo-Oyebiyi và Emenike (2015); Hiệp (2016) và Hạnh (2017).

Ngoài các nhân tố trên thì các nhân tố còn lại không có ý nghĩa thống kê trong việc tác động tới cấu trúc vốn của các công ty công nghiệp Việt Nam.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra nhiều giải pháp trên cơ sở hỗ trợ doanh nghiệp vay vốn, vừa sử dụng hiệu quả thu nhập lá chắn thuế, vừa giảm thiểu rủi ro doanh nghiệp có thể gặp phải khi sử dụng đòn bẩy tài chính.

Đầu tiên là thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam. Cần thành lập cơ quan xếp hạng tín nhiệm chuyên nghiệp để đánh giá khách quan mức độ tín nhiệm và khả năng tài chính của tổ chức phát hành trái phiếu. Điều này sẽ tạo cho nhà đầu tư sự an tâm khi tham gia giao dịch trái phiếu doanh nghiệp. Ngoài ra, cần có cơ chế phát triển thị trường trái phiếu thứ cấp. Khi thị trường này thực sự phát triển, thanh khoản trái phiếu tăng lên sẽ giúp các công ty phát hành trái phiếu mới dễ dàng hơn.

Thứ hai là việc xây dựng và phát triển thị trường cho vay tài chính một cách chuyên nghiệp. Không có nhiều sự tiếp cận đối với các doanh nghiệp này, và ngay cả sự hiểu biết về các sản phẩm đó cũng hạn chế. Ngay cả đối với các công ty cho thuê tài chính, việc cho vay tài chính ở Việt Nam cũng chưa chuyên nghiệp lắm. Các văn bản, quy định liên quan đến hoạt động của thị trường này vẫn chưa thực sự đầy đủ. Vì vậy, một trong những đề xuất là nên hình thành và phát triển thị trường cho vay tài chính tại Việt Nam càng sớm càng tốt.

Thứ ba là hoàn thiện cơ chế quản lý thông tin của các công ty niêm yết và cải thiện các chuẩn mực báo cáo tài chính doanh nghiệp. Nếu tiêu chuẩn được thiết lập trên cơ sở khoa học chặt chẽ, nó sẽ tăng tính minh bạch của thông tin hoạt động của doanh nghiệp đối với công chúng và tăng niềm tin của nhà đầu tư.

Bên cạnh đó là các giải pháp đối với doanh nghiệp: quan tâm tới các yếu tố rủi ro hoạt động, lá chắn thuế, vị thế tài chính và nâng cao vai trò quản của quản trị tài chính trong doanh nghiệp.

6. Kết luận

Nghiên cứu phân tích các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2016 đến 2020 cho kết quả là có 3 biến thành khoản, quy mô công ty và lợi nhuận là có tác động tới cấu trúc vốn. Trong đó thanh khoản và quy mô công ty có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn trong khi lợi nhuận có tác động ngược chiều. Tác giả cũng đã đưa ra các giải pháp đề xuất để các công ty công nghiệp trong nước có thể xác định cấu trúc vốn phù hợp tình hình công ty.

Tài liệu tham khảo

Tài liệu tiếng Anh

Ahmad, N., Salman, A., & Shamsi, A.F. (2015), “Impact of financial leverage on firms’ profitability: An investigation from cement sector of Pakistan”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6 No. 7, pp. 75 - 80.

Alghusini, N.A.S. (2015), “Do financial leverage, growth and size affect profitability of Jordanian industrial firms listed?”, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol. 5 No. 4, pp. 335 - 348.

Harc, M. (2015), “The relationship between tangible assets and capital structure of small and medium-sized companies in Croatia”, *Ekonomski Vjesnik*, Vol. 28 No. 1, pp. 213 - 224.

Huang, R. & Ritter, J.R. (2007), “Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Hovakimian, A., Hovakimian, G. & Tehranian, H. (2004), “Determinants of Target Capital Structure: The Case of Combined Debt and Equity Financing”, *Journal of Financial Economics* 71, pp. 517 - 540.

Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001), “The Debt-Equity Choice”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, No. 36, pp. 1 - 24.

Kale, J.R., Noe, T.H. & Ramirez, G.G. (1991), “The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, Vol. 46 No. 5, pp. 1693 - 1715.

Kester, C.W. (1986), “Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations”, *Financial Management*, No. 15, pp. 97 - 113.

Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973), “A state-preference model of optimal financial leverage”, *The Journal of Finance*, Vol. 28 No. 4, pp. 911 - 922.

Myers, S.C. (1984), “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance*, No. 39, pp. 575 - 592.

Myers, S.C. (2003), “Financing of Corporations”, in G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, Eds., *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*, Amsterdam, North Holland/Elsevier.

Shyam-Sunder, L. & Myers, S.C. (1999), “Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, No. 51, pp. 219 - 244.

Strebulaev, I.A. (2007), “Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say?”, *Journal of Finance*, No. 62, pp. 1747 - 1787.

Stulz, R.M. (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, No. 26, pp. 3 - 27.

Taggart, R.A. (1985), “Secular Patterns in the Financing of US Corporations”, in B.M. Friedman, Ed., *Corporate Capital Structures in the United States*, Chicago, University of Chicago Press.

Titman, S. & Wessels, R. (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice”, *Journal of Finance*, No. 43, pp. 1 - 21.

Titman, S. (1984), “The Effect of Capital Structure on a Firm’s Liquidation Decision”, *Journal of Financial Economics*, No. 13, pp. 137 - 151.

Tsyplakov, S. (2008), “Investment Friction and Leverage Dynamics”, *Journal of Financial Economics*, No. 89, pp. 423 - 443.

Welch, I. (2004), “Capital Structure and Stock Returns”, *Journal of Political Economy*, No. 112, pp. 106 - 131.

Zingales, L. (2000), “In Search of New Foundations”, *Journal of Finance*, No. 55, pp. 1623 - 1654.

Tài liệu tiếng Việt

Đặng, T.Q.A. & Quách, T.H.Y. (2014), “Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) [Factors affecting the capital structure of businesses listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE)]”, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, Tập 18 Số 28, tr. 34 - 39.

Lê, T.M.H. (2014), “Nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các công ty ngành Xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán [Factors affecting capital structure of construction companies listed on the stock exchange]”, *Tạp chí Tài chính*, Số 8, tr. 23 - 30.

Lê, T.M.N. (2016), “Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn: Một nghiên cứu trong ngành xi măng Việt Nam [Factors affecting capital structure: A study in the cement industry in Vietnam]”, *Van Hien University Journal of Science*, Tập 4 Số 3, tr. 30 - 37.

Lê, T.P. (2017), “Tác động cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết [Ownership structure impact on the performance of a listed company]”, *Tạp chí Tài chính*, <http://tapchitaichinh.vn/nguyen-cuu--trao-doi/trao-doi-binh-luan/nhan-to-anh-huong-toi-cau-truc-von-cua-cac-cong-ty-nganh-xay-dung-niem-yet-tren-san-chung-khoan-88321.html>, truy cập ngày 01/07/2021.

Nguyễn, T.C. (2011), “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp chế biến thủy sản Việt Nam [Factors affecting capital structure of Vietnamese seafood processing enterprises]”, *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, Tập 14 Số 1, tr. 28 - 54.

Nguyễn, T.T.H. (2017), “Nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính của các Công ty Du Lịch Việt Nam [Factors affecting the financial leverage of Vietnam Travel Companies]”, *Tạp chí Khoa học - Đại học Huế*, Tập 126 Số 5A, tr. 5 - 17.

Phạm, T.D.L. (2017), “Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa trong thời kỳ hội nhập [Factors affecting the capital structure of state-owned enterprises after equitization in the integration period]”, *Tạp chí Công Thương*, <http://m.tapchicongthuong.vn/cac-yeu-to-anh-huong-den-cau-truc-von-cua-doanh-nghiep-nha-nuoc-sau-co-phan-hoa-trong-thoi-ky-hoi-nhap20170322093432256p0c488.htm>, truy cập ngày 01/07/2021.

Phan, T.H. (2016), “Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp công nghiệp nhìn từ mô hình GMM [Factors affecting the capital structure of industrial enterprises seen from the GMM model]”, *Tạp chí Tài chính*, <http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tai-chinh-doanh-nghiep/nhan-to-anh-huong-den-cau-truc-von-cua-doanh-nghiep-cong-nghiep-nhin-tu-mo-hinh-gmm-85427.html>, truy cập ngày 01/07/2021.

Võ, T.T.A., Trần, K.L., Lê, T.N.A. & Trần, T.D. (2014), “Nghiên cứu tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam [Studying the impact of macro factors on capital structure of companies listed on Vietnam’s stock market]”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 207, tr. 19 - 27.

Vũ, T.N.L. & Nguyễn, T.D. (2013), “Các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các Doanh nghiệp tại Tập đoàn Dầu khí Việt Nam [Factors affecting the capital structure of enterprises in the Vietnam Oil and Gas Group]”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 193, tr. 23 - 28.