



Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế

Trang chủ: <http://tapchi.ftu.edu.vn>

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

Lê Thị Nhung¹

Học viện Chính sách và Phát triển, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 19/03/2020; Ngày hoàn thành biên tập: 15/09/2020; Ngày duyệt đăng: 30/09/2020

Tóm tắt: 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 2009 - 2019. Thông qua việc áp dụng phương pháp ước lượng dữ liệu bảng tĩnh, kết hợp với 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, cũng như nhất quán với lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh. Nghiên cứu hữu ích đối với các nhà quản trị tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ngành xi măng ở Việt Nam trong việc nhận diện, đánh giá các nhân tố trọng yếu tác động đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp, từ đó có thể thực hiện tái cấu trúc tài chính hiệu quả tại các doanh nghiệp này.

Từ khóa: Cơ cấu nguồn vốn, Dữ liệu bảng, Nhân tố tác động, Xi măng

FACTORS AFFECTING THE CAPITAL STRUCTURE OF CEMENT ENTERPRISES LISTED ON THE STOCK MARKET OF VIETNAM

Abstract: This research investigates the factors affecting the capital structure of cement enterprises listed on the stock market of Vietnam. The investigation was conducted with data in financial statements from a sample of 77 cement production companies listed on the stock markets in Ho Chi Minh city and Hanoi during the period from 2010 to 2019. The Fixed Effects model was applied to assess the direction and level of the impact of factors on the debt ratio of the enterprises. Factors, which were identified to affect the capital structure of these companies, include firm size, tangible assets, growth opportunities, liquidity, and profitability. The size of enterprises has similar effects and shows the greatest impact on capital structure. These results are in line with other empirical studies as well as consistent with the Pecking order theory and the Trade-off theory of capital structure. The study can be useful for financial managers of cement enterprises listed in the stock markets in Vietnam in

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

identifying and evaluating the key factors affecting the capital structure of businesses. The study, thus, provides a theoretical and practical basis to implement financial restructuring in these enterprises.

Keywords: Capital structure, Panel data, Affect factor, Cement

1. Đặt vấn đề

Theo Bùi & Vũ (2013) thì “Cơ cấu nguồn vốn là thể hiện tỷ trọng của các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động, sử dụng vào hoạt động kinh doanh”. Cơ cấu nguồn vốn được đánh giá thông qua hệ số nợ, hệ số vốn chủ sở hữu. 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 doanh nghiệp (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 xi măng niêm yết ở Việt Nam có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng của 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 & Miller (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 vẫn được bàn luận trong nhiều năm qua và được biết đến như 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.

Giai đoạn 2009 - 2019 là giai đoạn các DN niêm yết ngành xi măng tập trung vốn để đầu tư vào hệ thống dây chuyền sản xuất hiện đại, gia tăng năng lực sản xuất, tiết kiệm nhiên liệu. Trong quá trình huy động vốn, các DN này sử dụng nguồn vốn vay để tài trợ cho nhu cầu hoạt động đầu tư là chủ yếu, dẫn đến nhu cầu tái cấu trúc tài chính các DN xi măng niêm yết tại Việt Nam trở thành vấn đề cấp bách những năm gần đây. Nhằm tạo cơ sở lý thuyết và thực tiễn cho công tác tái cấu trúc tài chính các DN niêm yết xi măng, cần phải nhận diện và đánh giá các nhân tố trọng yếu tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DN này.

Nghiên cứu này 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 niêm yết xi măng ở Việt Nam. Trong đó, 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 và khả năng tăng trưởng. Phần còn lại của bài viết 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 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 ra đời vào năm 1958 và sau đó tiếp tục được phát triển vào năm 1963. Nội dung lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề quan trọng: Mệnh đề thứ nhất về giá trị DN và mệnh đề thứ hai đề cập về chi phí sử dụng vốn. Các mệnh đề này được xem xét trong hai trường hợp là có thuế và không có thuế thu nhập DN. Trong môi trường không có thuế (Modigliani & Miller, 1958), giá trị DN vay nợ và không vay nợ là như nhau. Do đó, DN không thể tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu nguồn vốn. Lý thuyết M&M (1963) ra đời nhằm khắc phục những hạn chế của lý thuyết M&M (1958) và bổ sung vai trò lợi ích của thuế đối với nợ. 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. Do vậy, chi phí sử dụng vốn bình quân của DN sử dụng nợ sẽ thấp hơn chi phí sử dụng vốn bình quân của DN không sử dụng nợ.

Tuy nhiên, 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. Ví dụ, 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.

2.1.2 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 & 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 biên độ 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.

2.1.3 Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng được nghiên cứu bởi Myers & 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 & Majluf (1984), DN ưa thích dùng lợi nhuận giữ lại hơn là 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 rất thú vị và hữu ích đối với bài nghiên cứu của tác giả:

Titman & 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 với hệ số nợ. Đồng thời, nợ ngắn hạn chịu sự tác động ngược chiều bởi quy mô DN và thuận chiều bởi khả năng sinh lời. 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 & Zingales (1995) đã chỉ ra một cách tổng quát, cơ cấu nguồn vốn của DN là giống nhau giữa các nước G7, nghiên cứu của họ 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 và khả năng sinh lời.

Hall & 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 & 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 khoản tiết kiệm 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 và cơ cấu nguồn vốn. Mặt khác, đặc trưng sản phẩm của DN có tác động ngược chiều tới hệ số nợ, bởi vì với cơ cấu vốn đặc trưng sẽ giảm được nguy cơ phá sản DN.

Nguyen & Ramachandran (2006) đã tiến hành thu thập thông tin của các DN nhỏ và vừa của Việt Nam, đồng thời 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 8 biến độc lập. Kết quả cho thấy, có 7 biến độc lập có 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, kết quả bài viết góp phần thực chứng lý thuyết xác định các nhân tố tác động tới cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp xi măng tại Việt Nam.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1 Phương pháp nghiên cứu

Kế thừa các mô hình của Titman & Wessles (1988), kết hợp với 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 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 mục đích của nghiên cứu là tập trung vào đánh giá sự ảnh hưởng của các nhân tố bên trong đến cơ cấu nguồn vốn DN.

Kế thừa các nghiên cứu thực nghiệm tổng quan, nghiên cứu này đưa ra các giả thuyết sau:

H1: Quy mô doanh nghiệp có tác động tới hệ số nợ của DN.

Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Nguyen & Ramachandran (2006), Huang & Song (2001), Bhaduri (2002) thì cho rằng quy mô DN có tác động tích cực đến hệ số nợ của DN. Mỗi quan hệ này xuất phát từ quan điểm của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh cho rằng những DN có quy mô lớn thì khó có thể rơi vào tình trạng khó khăn nên họ tạo được nhiều điều kiện thuận lợi trong việc tiếp cận nguồn vốn vay. Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu thực nghiệm của Titman & Wessels (1988), Mutalib (2011) lại cho rằng tác động này là tiêu cực. Bởi vì, theo lý thuyết trật tự phân hạng thì nguồn vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh của DN được xếp hạng đầu tiên là lợi nhuận giữ lại mà các DN có quy mô lớn thường có lợi nhuận cao.

H2: Cơ cấu tài sản có tác động cùng chiều tới hệ số nợ của DN.

Cơ cấu tài sản được thể hiện ở quan hệ tỷ lệ giữa giá trị tài sản cố định hữu hình trên giá trị tổng tài sản. Theo lý thuyết cấu trúc vốn dạng tĩnh và nghiên cứu của Huang & Song (2001), Mutalib (2011) thì cơ cấu tài sản có tác động thuận chiều tới hệ số nợ của DN. Sự tác động thuận chiều này được lý thuyết cấu trúc vốn lý giải đơn giản bởi tài sản cố định hữu hình có thể được xem là tài sản thế chấp trong hoạt động vay vốn của DN.

H3: Khả năng thanh toán có tác động ngược chiều tới hệ số nợ của DN.

Theo lý thuyết trật tự phân hạng và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Suhaila & cộng sự (2008), Lipson & Mortal (2009), Mutalib (2011), Sarlija & Harc (2012) thì khi khả năng thanh toán được cải thiện, DN sẽ ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại thay vì huy động nợ vay trong việc tài trợ vốn cho hoạt động kinh doanh của mình.

H4: Khả năng sinh lời có tác động tới hệ số nợ của DN.

Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh và nghiên cứu của Rajan & Zingales (1995) thì khả năng sinh lời là nhân tố có tác động tích cực đến hệ số nợ của DN. Lý giải cho mối quan hệ này, lý thuyết đánh đổi cho rằng những DN có khả năng sinh lời cao thường tạo dựng được niềm tin và dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay hơn, đồng thời, bản thân các DN này cũng muốn gia tăng tỷ trọng nợ để tận dụng được lá chắn thuế đối với lãi vay. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng cũng như nghiên cứu của Titman & Wessels (1988) lại cho rằng tác động của khả năng sinh lời tới hệ số nợ của DN là ngược chiều. Bởi lẽ, khi DN cần huy động vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh thì DN thường ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại trước vì như vậy sẽ không phát đi những tín hiệu sai lệch làm giảm giá cổ phiếu. Do đó, những DN có khả năng sinh lời cao thường sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho hoạt động kinh doanh hơn là vay nợ.

H5: Khả năng tăng trưởng có tác động cùng chiều tới hệ số nợ của DN.

Khả năng tăng trưởng tác động thuận chiều tới hệ số nợ của DN được chỉ ra trong lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu của Nguyen & Ramachandran

(2006), Mutalib (2011). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, những DN có khả năng tăng trưởng tốt thường có áp lực lớn trong việc phải thực hiện các dự án đầu tư, khi các cơ hội đầu tư vượt quá khả năng tài trợ của lợi nhuận giữ lại thì DN sẽ tài trợ bằng nợ vay.

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

Bảng 1. Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng tương quan	Các nghiên cứu
<i>Biến phụ thuộc</i>				
Hệ số nợ	LEV	Tổng nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn		Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Huang & Song (2001), Mutalib (2011)
<i>Biến độc lập</i>				
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Ln (Giá trị tổng tài sản)	+/-	Titman & Wessels (1988), Huang & Song (2001), Bhaduri (2002), Nguyen & Ramachandran (2006), Mutalib (2011)
Cơ cấu tài sản	TANG	Giá trị tài sản cố định hữu hình/ Giá trị tổng tài sản	+	Titman & Wessels (1988), Huang & Song (2001), Mutalib (2011)
Khả năng thanh toán	LIQUID	Giá trị tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn	-	Suhaila & cộng sự (2008), Lipson & Mortal (2009), Mutalib (2011), Sarlija & Harc (2012)
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản bình quân	+/-	Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995)
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	+	Titman & Wessels (1988), Nguyen & Ramachandran (2006), Mutalib (2011)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bài nghiên cứu sử dụng ba phương pháp phổ biến trong ước lượng dữ liệu bảng tĩnh 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:

Xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn được xây dựng trong nghiên cứu này thông qua mô hình hồi quy bằng phương pháp Pooled OLS được xác định như sau:

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

Trong đó:

- LEV_{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 lại 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:

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

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 ($Var(U_i) = 0$).

H₁: 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 7 công ty cổ phần (CTCP) thực hiện hoạt động sản xuất xi măng từ khâu khai thác nguyên liệu đến chế biến ra thành phẩm, 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 2009 đến năm 2019 (77 quan sát). Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các DN trong giai đoạn 2009 - 2019 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. Tiêu chí lựa chọn mẫu nghiên cứu này là:

(1) Các CTCP xi măng niêm yết trên HOSE và HNX trong thời kỳ nghiên cứu (2009 - 2019)

(2) Các CTCP xi măng niêm yết trên HOSE và HNX phát hành các báo cáo tài chính đều đặn trong suốt thời kỳ nghiên cứu (2009 - 2019)

Theo các tiêu chí trên, các DN được lựa chọn trong nghiên cứu này gồm 7 DN: 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 măng Thái Bình (TBX), CTCP xi măng Hà Tiên 1 (HT1), CTCP xi măng VICEM Hải Vân (HVX).

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 ban đầu 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 2009 - 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 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu trong mô hình

	LEV	SIZE	TANG	GROWTH	LIQUID	ROA
Giá trị trung bình	0,643194	7,118194	0,614583	9,154306	0,863194	1,681528
Trung vị	0,625	7,515	0,67	6,5	0,81	4,83
Giá trị lớn nhất	0,96	9,5	0,86	125,13	2,11	27,18
Giá trị nhỏ nhất	0,29	3,61	0,22	-29,7	0,36	-265,3
Độ lệch chuẩn	0,162106	1,622141	0,181123	26,40671	0,386653	33,43231
Hệ số nhọn	0,129459	-0,479482	-0,527021	2,312544	0,913067	-7,230287
Hệ số bất đối xứng	2,12347	2,324851	2,073796	9,914097	3,918617	58,16043
Hệ số Jarque-Bera	2,506029	4,12632	5,906572	207,5885	12,53587	9755,345
Số quan sát	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 dưới đây :

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

	LEV	SIZE	TANG	GROWTH	LIQUID	ROA
LEV	1					
SIZE	0,509013	1				
TANG	0,370206	0,770877	1			
GROWTH	0,047708	0,067705	-0,028685	1		
LIQUID	-0,55205	-0,703385	-0,754638	0,126427	1	
ROA	-0,307226	-0,056311	-0,042387	0,11871	0,166315	1

Nguồn: Kết quả từ phần mềm EVIEWS

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. Tuy nhiên, đây mới chỉ là tương quan cặp giữa các biến, để kiểm định thêm về hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích, nghiên cứu tiến hành kiểm tra hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập trong mô hình với số liệu thu được ở Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả nhân tử phóng đại phương sai

Biến	VIF	1/VIF
SIZE	1,28	0,78
TANG	1,21	0,83
LIQUID	1,19	0,84
ROA	1,18	0,85
GROWTH	1,02	0,99
Trung bình VIF		1,18

Nguồn: Kết quả từ phần mềm EVIEWS

Bảng 4 cho thấy, trung bình hệ số VIF là 1,18, theo nghiên cứu của Menard (1995), khi VIF nhỏ hơn 2 cho thấy mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

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 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 & cộng sự (2002) phát triển (LLC Test-2002). Kết quả kiểm định tại Bảng 5 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 5. Kiểm định tính dừng của các biến trong mô hình

Biến	Giá trị quan sát	Xác suất P
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 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 doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết. Cụ thể như sau:

Nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để đánh giá, lựa chọn mô 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 6 dưới đây:

Bảng 6. Kiểm định Hausman

Kiểm định Hausman				
Tóm tắt kết quả kiểm định		Giá trị quan sát khi bình phương	Bậc tự do	Giá trị xác suất P
		62,198669	5	0
Biến	Cố định	Ngẫu nhiên	Phương sai	Giá trị xác suất P
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

Kết quả kiểm định Hausman tại Bảng 6 có giá trị xác suất P là 0, như vậy, sử dụng mô hình FEM là phù hợp.

Tiếp theo, nghiên cứu thực hiện kiểm định lựa chọn mô hình FEM và Pooled OLS. Kết quả kiểm định cho thấy giá trị xác suất P = 0, như vậy mô hình FEM trong trường hợp này là phù hợp hơn (Bảng 7).

Bảng 7. Bảng kiểm định lựa chọn mô hình Pooled OLS và FEM

Kết quả kiểm định	Giá trị quan sát	Bậc tự do	Giá trị xác suất P
Kết quả kiểm định F	30,534187	(11,65)	0
Kết quả kiểm định khi bình phương	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 2009 - 2019. Kết quả ước lượng mô hình FEM thể hiện trong Bảng 8.

4.2 Thảo luận kết quả nghiên cứu

Số liệu Bảng 8 cho kết quả mô hình ước lượng như sau:

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

Kiểm định dựa trên thống kê F cho kết luận mô hình hồi quy là phù hợp (Giá trị xác suất P 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.

Bên cạnh đó, quan sát số liệu tại Bảng 8, ở mức ý nghĩa 5% cả 5 nhân tố đưa vào mô hình đều có tác động tới cơ cấu nguồn vốn của mẫu dữ liệu gồm 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.

Bảng 8. Mô hình hồi quy tác động cố định

Biến phụ thuộc: LEV				
Phương pháp: Phương pháp bình phương nhỏ nhất dữ liệu bảng				
Mẫu: 2009-2019				
Giai đoạn nghiên cứu: 11				
				Số quan sát chéo: 7
Tổng số quan sát: 77				
Biến	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	Giá trị quan sát t	Giá trị xác suất P
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
Tác động chéo cố định (Biến giả)				
R2	0,889569	Trung bình biến phụ thuộc	0,643194	
R2 hiệu chỉnh	0,864818	Độ lệch chuẩn biến phụ thuộc	0,162106	
Độ lệch chuẩn hồi quy	0,059602	Giá trị Akaike	-2,629596	
Tổng bình phương phần dư	0,206038	Giá trị Schwarz	-2,18691	
Log likelihood	108,6654	Giá trị Hannan-Quinn	-2,453361	
Giá trị quan sát F	35,9397	Giá trị quan sát Durbin-Watson	0,808818	
Giá trị xác suất P	0			

Nguồn: Kết quả từ phần mềm EVIEWS

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 sẽ lần lượt được thảo luận sau 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 Huang & Song (2001), Bhaduri (2002), Nguyen & Ramachandran (2006). Bởi vì, các DN quy mô lớn khó có thể rơi vào tình trạng khó khăn vì những chi phí liên quan đến phá sản chỉ chiếm tỷ lệ rất nhỏ trong tổng giá trị DN và danh tiếng của DN tốt hơn trên thị trường nợ. 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 và có

khả năng tiếp cận vốn vay dễ dàng, giảm được chi phí giao dịch khi phát hành các khoản nợ vay.

- 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 cùng chiều tới cơ cấu nguồn vốn vì các DN có cơ cấu tài sản cố định lớn thì sẽ có nhiều tài sản thế chấp cho các khoản vay của mình. Kết luận này tương tự lý thuyết cấu trúc vốn dạng tĩnh và các nghiên cứu của Huang & 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 cho thấy, những DN có cơ hội tăng trưởng trong ngành xi măng ở Việt Nam có áp lực thường xuyên phải thực hiện các dự án đầu tư, khi cơ hội đầu tư vượt quá khả năng tài trợ của lợi nhuận giữ lại thì các DN này huy động nợ vay để tài trợ cho các dự án đầu tư của mình. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng và nghiên cứu của Nguyen & Ramachandran (2006), Mutalib (2011).

- 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 với lý thuyết trật tự phân hạng và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Mutalib (2011), Lipson & Mortal (2009), Suhaila & cộng sự (2008), Sarlija & Harc (2012), 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): có tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê đối với cơ cấu nguồn vốn. Điều này cho thấy, các DN có khả năng sinh lời cao thường ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho hoạt động kinh doanh thay cho nợ vay để tránh phát đi những tín hiệu sai lệch làm giảm giá cổ phiếu của DN. 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. Kết quả tương tự được chỉ ra tại các nghiên cứu của Myer (1984), Rajan & Zingales (1995) và Hall & 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 5 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 ngành 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 chi phối 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 xi măng Việt Nam.

Kết quả từ nghiên cứu này có thể là gợi ý cho các DN ngành xi măng xem xét trong quá trình tái cấu trúc tài chính. Theo kết quả nghiên cứu này, các DN có quy mô vốn lớn, có khả năng thanh toán đảm bảo và có cơ hội tăng trưởng sẽ dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng dài hạn của ngân hàng thương mại. Trong thời gian tới, khi triển vọng nền kinh tế phục hồi, khả năng tiêu thụ xi măng có dấu hiệu tăng trở lại, các DN này nên tận dụng cơ hội để huy động vốn thực hiện các dự án mở rộng năng lực sản xuất kinh doanh. Bên cạnh đó, các DN có hiệu quả kinh doanh cao cần phát huy tốt nguồn vốn nội sinh để giảm hệ số huy động nợ nhằm cơ cấu lại nguồn vốn của DN. Công tác xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu trong DN dựa trên kết quả phân tích mô hình cũng nên được chú trọng. Đồng thời, DN cần thường xuyên giám sát và kịp thời điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn khi có những thay đổi bất thường của các nhân tố tác động trọng yếu.

Nghiên cứu này có hai điểm hạn chế. 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 tính theo 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 ở Việt Nam thay vì dữ liệu trong ngành sản xuất xi măng như trong nghiên cứu này.

Tài liệu tham khảo

- Bhaduri, S.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.
- Bùi, V.V. & Vũ, V.N. (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính.
- Hall, G., Patrick, H. & Michaelas, N. (2000), "Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure", *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 7 No. 3, tr. 297 - 312.
- Huang, S.G. & Song, F.M. (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.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973), "A state-preference model of optimal financial leverage", *Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4, pp. 911 - 922.
- Levin, A., Lin, C. & Chu, C.J. (2002), "Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties", *Journal of Econometrics*, Vol. 108, No. 1, pp. 1 - 24.
- Lipson, M.L. & Mortal, S. (2009), "Liquidity and capital structure", *Journal of Financial*

- Markets*, Vol. 12, pp. 611 - 644.
- Menard, S. (1995), *Applied logistic regression analysis*, Sage University series on Quantitative applications in the Social Sciences, No. 106, 2nd Edition, p. 66.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 261 - 297.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433 - 443.
- Mutalib, D. (2011), "Determinants of capital structure in cement industry: a case of Nigerian listed cement firms", *Electronic Journal*, Vol. 10, No. 2, pp. 21 - 39.
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 No. 2, pp. 147 - 175.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (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.
- Nguyen, T.D.K. & Ramachandran, N. (2006), "Capital structure in small and medium- sized enterprises: the case of Vietnam", *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 23 No. 2, pp. 192 - 211.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421 - 1460.
- Sarlija, N. & Harc, M. (2012), "The impact of liquidity on the capital structure: a case study of croatian firms", *Business Systema Research*, Vol. 13 No. 5, pp. 30 - 36.
- Suhaila, M.K., Wan, M. & Wan, M. (2008), "Capital structure and firm characteristics: some evidence from Malaysian companies", *MPRA Paper 14616*, University Library of Munich, Germany.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*, Vol. 43 No. 1, pp. 1 - 18.