

Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả và rủi ro trong hoạch định chính sách tài trợ của các công ty niêm yết

PGS. TS. HOÀNG TÙNG

Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

Cấu trúc vốn là quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu (VCSH) được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp (DN). Đã có nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN. Việc nghiên cứu các nhân tố này là cơ sở cho việc hoạch định chính sách tài trợ một cách hợp lý theo hướng làm tăng giá trị DN. Tuy nhiên, vấn đề nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả và rủi ro trong hoạch định chính sách tài trợ của các DN chưa được đặt ra trong các nghiên cứu này. Bài viết nhằm làm rõ cơ sở lý thuyết của mối quan hệ: cấu trúc vốn- hiệu quả- rủi ro, đồng thời kiểm chứng quan hệ này trên cơ sở nghiên cứu thực nghiệm các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), nhằm hoạch định chính sách tài trợ tối ưu cho các công ty trong điều kiện chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế và biến động của thị trường tài chính.

1. Lý thuyết về cấu trúc vốn

1.1. Lý thuyết M&M về cấu trúc vốn của DN

Có khá nhiều mô hình lý thuyết được đưa ra để xây dựng cấu trúc vốn tối ưu, trong đó các nhà nghiên cứu đã lần lượt đưa ra các nhân tố: Chi phí vốn, chi phí giao dịch, tỷ suất sinh lời của cổ phiếu, nhân tố về quản lý, chi phí

phá sản... và phân tích tác động của các nhân tố này đến cấu trúc vốn của các DN. Trong đó, mô hình được sử dụng rộng rãi nhất do hai nhà kinh tế học được giải Nobel đưa ra là Franco Modigliani và Merton Miller đề xuất nên còn gọi là lý thuyết M&M.

Lý thuyết M&M cho rằng, tổng rủi ro đối với những nhà đầu tư chứng khoán



vào một công ty nào đó không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn của công ty. Do đó, tổng giá trị của công ty vẫn như cũ bất chấp cơ cấu nguồn tài trợ như thế nào. Hay nói cách khác, cơ cấu giữa nợ và VCSH không làm thay đổi giá trị công ty. Kết luận trên đây của M&M được hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. Kinh doanh chênh lệch giá là hoạt động kinh doanh bằng cách tìm kiếm hai tài sản hoàn toàn giống nhau về mọi mặt nhưng có giá chênh lệch nhau và nhà đầu tư sẽ quyết định mua tài sản nào rẻ để bán lại với giá cao hơn. Do đó, hai công ty giống hệt nhau (ngoại trừ cơ cấu vốn khác nhau) có giá trị khác nhau thì hoạt động kinh doanh chênh lệch giá sẽ xảy ra và kết quả là giá trị của hai công ty sẽ được đưa về trạng thái cân bằng.

Nội dung của lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề: Giá trị và chi phí sử dụng vốn với hai giả định là môi trường có thuế và môi trường không có thuế. Mô hình này nhằm phân tích tác động của thuế và chi phí sử dụng vốn lên sự thay đổi cơ cấu vốn của DN.

Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

Các giả định:

- (1) Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân.
- (2) Không có chi phí giao dịch.
- (3) Không có chi phí phá sản và chi phí khôn khéo tài chính.
- (4) Lãi suất tiền vay của cá

nhân và DN là như nhau.

(5) Thị trường vốn là thị trường hoàn hảo.

Mệnh đề số 1: Trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ (V_L) bằng giá trị của công ty không vay nợ (V_U), nghĩa là $V_L = V_U$. Vì vậy, không có cơ cấu vốn nào được coi là tối ưu và DN cũng không thể nào tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn.

Mệnh đề số 2: Lợi nhuận kỳ vọng trên vốn chủ sở hữu có quan hệ cùng chiều với độ lớn đòn bẩy tài chính hay tỷ suất nợ.

$$Re = Ro + (Ro - Rd) \times D/E$$

Trong đó:

Re: Chi phí vốn chủ sở hữu, được đo lường bằng lợi nhuận kỳ vọng/vốn chủ sở hữu.

Rd : Chi phí sử dụng nợ.

Ro: Chi phí sử dụng vốn khi công ty sử dụng 100% vốn cổ phần.

D: Giá trị nợ hay trái phiếu của công ty phát hành.

E: Giá trị vốn cổ phần của công ty.

Khi một DN tăng sử dụng đòn bẩy tài chính, tức là tăng sử dụng nợ trong cơ cấu vốn thì rủi ro tài chính hay rủi ro mất khả năng thanh toán mà DN gặp phải cũng gia tăng. Do đó, lợi nhuận trên vốn cổ phần cũng phải tăng lên.

Lý thuyết M&M trong môi trường có thuế

Các giả định của lý thuyết M&M gần như không thay đổi, chỉ có giả định môi trường không có thuế đúng trong một số ít trường hợp, chẳng hạn như công ty mới thành lập

hay được miễn thuế trong ba năm đầu như công ty ở Việt Nam mới được cổ phần hóa. Do đó, lý thuyết được xem xét trong trường hợp giả định môi trường có thuế.

Mệnh đề số 1: Trong trường hợp có thuế thu nhập công ty, giá trị công ty có vay nợ (V_L) bằng giá trị công ty không vay nợ (V_U) cộng với hiện giá của lá chắn thuế.

$$V_L = V_U + D \times T$$

Trong đó:

D: giá trị nợ

T: thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Trong trường hợp có thuế, khi công ty vay nợ thì tiết kiệm được thuế do lợi ích tẩm chắn thuế từ lãi vay. Do đó, giá trị công ty vay nợ sẽ lớn hơn công ty không vay nợ nhờ phần tiết kiệm được

Mệnh đề số 2: Trong trường hợp có thuế, lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ, nhưng mối quan hệ này được diễn tả bởi công thức:

$$Re = Ro + (Ro - Rd) \times (1 - T) \times D/E$$

Công thức trên có thể được suy ra từ mệnh đề 1 của M&M trong trường hợp không có thuế. Trong trường hợp có thuế, giá trị của DN có vay nợ bằng giá trị DN không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế.

1.2. Lý thuyết thông tin bất cân xứng

Một trong các giả thuyết của mô hình M&M là các nhà đầu tư và nhà quản trị có cùng



thông tin về triển vọng tương lai của DN. Tuy nhiên, các nhà quản trị thường có thông tin đầy đủ hơn về triển vọng tương lai DN so với các nhà đầu tư bên ngoài. Hiện tượng này gọi là sự bất cân xứng về thông tin. Thông tin bất cân xứng có ảnh hưởng quan trọng đối với cấu trúc vốn của DN. Theo đó, lý thuyết về cấu trúc vốn hình thành thêm hai trường phái: Lý thuyết tín hiệu và lý thuyết trật tự phân hạng.

Theo lý thuyết tín hiệu, việc lựa chọn cấu trúc vốn của một DN có thể truyền những dấu hiệu cho người đầu tư bên ngoài về thông tin của người bên trong ở DN. Lý thuyết này bắt đầu từ công trình của Ross (1977) và Lyland, Pyle (1977). Theo đó, nhà quản trị biết rõ hơn nhà đầu tư bên ngoài về triển vọng của DN. Khi DN được dự báo sẽ có triển vọng hoạt động tốt, nhà quản trị không muốn chia sẻ lợi nhuận với những người chủ sở hữu mới. Tuy nhiên, khi DN dự báo có triển vọng không sáng sủa, nhà quản trị mong muốn chia sẻ những rủi ro này với những người chủ mới của DN. Do vậy, khi một DN công bố phát hành thêm cổ phiếu cũng đồng nghĩa triển vọng của DN không được tốt, hoặc tương đương với suy nghĩ của các nhà quản trị là các cổ phiếu của công ty hiện tại được đánh giá quá cao.

Lý thuyết trật tự phân hạng khởi đầu từ những công trình nghiên cứu của Myers và Majluf (1984). Nghiên cứu này

cho rằng có một trật tự ưu tiên khi tài trợ các khoản đầu tư: Sử dụng các nguồn vốn hiện có bên trong DN, tiếp theo là các khoản vay nợ, và cuối cùng là huy động vốn chủ sở hữu mới. Do thông tin bất cân xứng giữa người bên trong và người bên ngoài, các DN sẽ thích tài trợ bởi các nguồn vốn bên trong hơn là nguồn vốn bên ngoài để tránh bán các chứng khoán dưới mệnh giá. Nếu các khoản tài trợ bên ngoài là không thể tránh khỏi thì các khoản nợ ít rủi ro sẽ được ưu tiên sử dụng và cuối cùng là khoản tăng vốn góp. Trật tự phân hạng trên phản ánh chi phí tương đối của các nguồn lực tài trợ khác nhau. Do vậy, Myers và Majluf (1984) cho rằng, sẽ không có một cấu trúc tài chính tối ưu đối với các DN. Lý thuyết này về sau được mở rộng bởi nhiều nhà nghiên cứu khác như Krasker (1986), Brennan và Kraus (1987), Noe (1988). Thuyết trật tự phân hạng trên giải thích lý do tại sao các công ty có lợi nhuận nhiều thường lại vay nợ ít, điều đó không phải vì mục tiêu tỷ lệ vay nợ của họ thấp mà là bởi vì họ không cần nguồn vốn từ bên ngoài. Các công ty có lợi nhuận ít thường sử dụng nợ bởi vì họ không có đủ nguồn vốn bên trong cho dự án đầu tư của mình và bởi vì nợ vay chính là trật tự được xếp trước tiên khi cần nguồn tài trợ từ bên ngoài.

Lý thuyết tín hiệu ít sử dụng cho các DN nhỏ do các DN này thường không yết giá trên thị

trường chứng khoán. Do vậy, các nhà quản trị thường không dự định thể hiện các tín hiệu đối với thị trường và nhà đầu tư khi thực hiện một quyết định tài trợ nào đó (Mira, 2001). Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng có thể có ích đối với các DN nhỏ và vừa. Do thông tin bất cân xứng, chi phí đối với các nguồn tài trợ bên ngoài đối với các DN nhỏ thường cao hơn đối với các DN lớn. Thêm vào đó, người chủ- người quản lý các DN này không thích mất tài sản và quyền kiểm soát toàn bộ hoạt động của DN. Do vậy, khoản tài trợ bên trong sẽ được quan tâm hơn so với tài trợ từ bên ngoài.

2. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN

Lợi nhuận (LN): Theo lý thuyết trật tự phân hạng thì các nhà quản lý thích tài trợ cho các dự án bằng nguồn vốn nội bộ hơn, sau đó mới đến nguồn vốn từ bên ngoài. Ngoài ra, các công ty có lời không thích huy động thêm vốn chủ sở hữu nhằm tránh việc pha loãng quyền sở hữu. Điều này có nghĩa là các công ty có lời sẽ có tỷ lệ nợ vay thấp. Nghiên cứu của Titman và Wessels (1988); Rajan và Zingales (1995) ở các nước phát triển; Wiwattanakantang (1999) ở Thái Lan; Chen (2004) ở Trung Quốc cho thấy mối quan hệ tỷ lệ nghịch (-) giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận.

Tài sản cố định hữu hình (TANG): Được đo lường bằng chỉ số TSCĐ hữu hình trên tổng tài sản. Theo các lý



thuyết, TSCĐ hữu hình có mối quan hệ tỷ lệ thuận (+) với đòn bẩy tài chính, bởi vì các chủ nợ thường đòi hỏi phải có thể chấp để đảm bảo cho các khoản vay. Hơn nữa giá trị thanh lý của công ty cũng tăng lên khi có TSCĐ hữu hình và làm giảm thiệt hại trong trường hợp công ty phá sản. Nghiên cứu của Titman và Wessels (1988); Rajan và Zingales (1995) ở các nước phát triển; Wiwattanakantang (1999) ở Thái Lan; Chen (2004) ở Trung Quốc cho thấy mối quan hệ tỷ lệ thuận (+) giữa đòn bẩy tài chính và TSCĐ hữu hình.

Thuế (TAX): Được đo lường bằng thuế suất thuế TNDN mà công ty phải chịu. Các công ty có thuế suất thuế TNDN cao thường có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay để tận dụng lợi ích từ tấm chắn thuế từ lãi vay. Vì thế, thuế suất thuế TNDN tỷ lệ thuận (+) với đòn bẩy tài chính.

Quy mô công ty (SIZE): Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng có một mối quan hệ tỉ lệ thuận giữa hệ số nợ và quy mô DN. Marsh (1982) nhận thấy các DN lớn thường lựa chọn vay nợ dài hạn, trong khi các DN nhỏ lại chọn nợ ngắn hạn. Trước hết do lợi thế về quy mô cũng như uy tín, rủi ro phá sản thấp, dòng tiền ổn định, các DN lớn có thể tiếp cận thị trường tín dụng dễ dàng hơn các DN nhỏ. Trong khi đó, các DN nhỏ thu nhập chưa ổn

định hoặc thấp lại rất ít mạo hiểm vay nợ vì nó làm cho rủi ro phá sản của DN vốn đã cao còn cao hơn nữa. Nghiên cứu của Wiwattanakantang (1999); Huang và Song (2002); Chen (2004) ở các nước đang phát triển; của Titman và Wessels (1988); Rajan và Zingales (1995) ở các nước phát triển cho thấy quy mô của công ty và đòn bẩy tài chính có mối quan hệ tỷ lệ thuận (+).

Lá chắn thuế từ khấu hao (TSE): Lá chắn thuế do khấu hao được gọi là các khoản tiết kiệm thuế không phải nợ. Deangelo và Mauslis (1980) cho rằng khoản tiết kiệm thuế không phải nợ được dùng để thay thế cho phần tiết kiệm thuế do tài trợ bằng nợ, và khi các điều kiện khác không đổi thì một DN có khoản tiết kiệm thuế không phải nợ được dự đoán là sẽ vay nợ ít hơn.

Chi phí sử dụng nợ (Rd): Lãi vay được sử dụng làm chi phí sử dụng nợ vì DN không phát hành trái phiếu. Về lý thuyết, lãi vay càng cao thì việc sử dụng nợ sẽ giảm vì khi chi phí nợ tăng lên, DN sẽ chuyển sang sử dụng vốn chủ sở hữu.

Chi phí vốn chủ sở hữu (Re):

Chi phí vốn chủ sở hữu được đo lường bằng tỷ lệ lãi suất yêu cầu của chủ sở hữu đối với vốn đầu tư vào DN. Đây là chi phí rất quan trọng ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của DN. Do vậy, về lý thuyết thì chi phí vốn chủ sở hữu sẽ biến động cùng chiều (+) với tỷ số nợ, chi phí vốn chủ sở hữu tăng sẽ hạn chế DN sử dụng vốn chủ sở hữu mà chuyển sang dùng nợ.

Chi phí phá sản (Cr): Khi công ty lâm vào tình trạng phá sản thì những chi phí như: Chi phí hành chính, chi phí liên quan đến việc bán và chuyển nhượng tài sản... được coi như chi phí phá sản của công ty. Theo thứ tự ưu tiên khi phá sản, lợi nhuận từ bán tài sản được phân phối cho chủ nợ trước sau đó mới được dành cho cổ đông. Trong sự kiện phá sản, nói chung, những người nắm giữ chứng khoán nhận được ít hơn so với những gì họ có thể nhận khi không có chi phí phá sản. Vì vậy khi chi phí phá sản cao sẽ ít hấp dẫn các nhà đầu tư nắm giữ chứng khoán công ty hơn và công ty sẽ tăng cường sử dụng nợ để tài trợ cho dự án. Chi phí phá sản sẽ biến động cùng chiều

Bảng 1. Tổng hợp các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn

TT	YẾU TỐ	GIẢI THÍCH	QUAN HỆ
1	LN	Lợi nhuận	(-) Nghịch biến
2	TANG	Tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản	(+) Đồng biến
3	TAX	Thuế TNDN hiện hành/ LN trước thuế & lãi vay	(+) Đồng biến
4	SIZE	Giá trị logarith của tổng tài sản	(+) Đồng biến
5	TSE	Khấu hao / Tổng tài sản	(-) Nghịch biến
6	Rd	chi phí nợ	(-) Nghịch biến
7	Re	Chi phí vốn chủ sở hữu	(+) Đồng biến
8	Cr	Chi phí phá sản	(+) Đồng biến

(+) với hệ số nợ.

3. Phân tích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả của DN

Việc đo lường hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty mà mục tiêu này có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động của công ty và sự phát triển của thị trường chứng khoán và thị trường vốn- những đo lường hiệu quả hoạt động theo kế toán. Ngoài ra, còn có các đo lường hiệu quả hoạt động khác được gọi là đo lường hiệu quả hoạt động thị trường, như là giá mỗi cổ phần trên thu nhập mỗi cổ phần (P/E), tỷ số giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVR) và chỉ số Tobin's Q. Hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA và ROE thường được sử dụng nhiều nhất.

Nghiên cứu của Rami Zeitun (2007) cho thấy, cơ cấu vốn có tác động hiệu quả hoạt động của DN khi đo lường theo kế toán và theo chỉ số thị trường. Tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động dương đến hiệu quả theo thị trường của DN (đo lường bằng chỉ số Tobin's Q).

Nghiên cứu của Margaritis (2007) về mối quan hệ nhân quả giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động DN cho thấy hiệu quả hoạt động của DN ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ngược lại cơ cấu vốn cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của DN.

Như vậy, hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi cơ

Bảng 2. Quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả của các công ty niêm yết

Tỷ suất sinh lời của TS (ROA)	Cao (>15%)	Trung bình (10%-15%)	Thấp (<10%)
Tỷ suất nợ bình quân	29,05%	29,91%	53,84%
- Giá trị nhỏ nhất	12,20%	6,82%	21,98%
- Giá trị lớn nhất	51,54%	55,33%	83,08%
- Độ lệch chuẩn	13,96	18,49	15,07

Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của các công ty niêm yết trên HOSE năm 2012

cấu vốn. Do vậy xem xét tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của DN sẽ cho chúng ta chứng cứ rõ ràng nhất về hiệu ứng của cơ cấu vốn lên hiệu quả hoạt động của DN.

Có thể nhận thấy chỉ tiêu hiệu quả tài chính DN (ROE) chịu sự tác động của nhiều yếu tố: Hiệu quả kinh doanh (HKD), đòn bẩy nợ (ĐBN)¹, thuế suất thuế thu nhập DN (T), qua công thức sau:

$ROE = ROA \times (1-T) \times 1/\text{tỷ suất tự tài trợ}$

$ROE = ROA \times (1-T) \times (1+\text{ĐBN})$

$H_{TC} = H_{KD} \times (1-T) \times (1+\text{ĐBN})$

$ROE = [RE + (RE - r) \times \text{ĐBTC}] \times (1-T)$

(RE = LN trước thuế và lãi vay/bình quân, r: lãi suất vay bình quân)

- Nếu $RE > r$: Việc vay nợ làm cho hiệu quả tài chính của DN được tăng lên (tác động khuếch đại của đòn bẩy tài chính). Trong trường hợp này đòn bẩy tài chính gọi là đòn bẩy dương, nếu như DN vẫn giữ được hiệu quả kinh doanh như cũ hoặc cao hơn.

- Nếu $RE < r$: Việc vay nợ làm giảm hiệu quả tài chính của DN, trường hợp này gọi là đòn bẩy tài chính âm. Lúc này, DN không nên gia tăng nợ vay mà nên tìm kiếm nguồn tài trợ khác.

Qua Bảng 2 có thể thấy, giữa hiệu quả (ROA) và cấu trúc vốn (Tỷ suất nợ) của các công ty niêm yết trên sàn HOSE có quan hệ ngược chiều, nhóm công ty có hiệu quả thấp ($ROA < 10\%$) có tỷ suất nợ bình quân cao nhất (53,84%). Điều này thể hiện phần lớn các công ty có đòn bẩy âm, tức là tỷ suất sinh lời kinh tế nhỏ hơn lãi suất vay bình quân. Vì vậy, nếu hiệu quả không tăng thì với chính sách lãi suất cao ($> 15\%/năm$), các công ty càng gia tăng tài trợ vốn từ nợ vay sẽ làm giảm hiệu quả (ROE).

4. Phân tích tác động của cấu trúc vốn đến rủi ro của DN

Rủi ro tài chính của một DN được biểu hiện bởi độ biến thiên của hiệu quả tài chính, đó chính là phương sai (VAR), độ lệch chuẩn (σ). Ta xem xét công thức sau:

$$VAR(H_{tc}) = VAR\{[H_{kd} + (H_{kd} - r) \times N/VCSH](1 - T)\}$$

$$VAR(H_{tc}) = VAR\{[H_{kd} + (H_{kd}$$

¹ Đòn bẩy nợ = Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu: đây cũng là chỉ tiêu phản ánh cấu trúc vốn



$$\times N)/VCSH - (r \times N)/VCSH] \\ (1 - T)\}$$

$$VAR(H_{tc}) = VAR\{[H_{kd} (1 + N/VCSH) - (r \times N)/VCSH](1 - T)\}$$

Vì (rxN) là một hằng số, $N/VCSH$ và T cũng là một hằng số trong quá trình phân tích, do vậy:

$$VAR(H_{tc}) = (1 - T)^2(1 + N/VCSH)^2 VAR(H_{kd})$$

Như vậy, mối liên quan giữa rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh có thể thông qua độ lớn đòn bẩy nợ ($N/VCSH$):

$$\partial(H_{tc}) = (1 + N/VCSH)(1 - T)\partial(H_{kd})$$

Theo công thức trên, rõ ràng độ biến thiên của khả năng sinh lời nguồn vốn chủ sở hữu được tạo thành bởi độ biến thiên của khả năng sinh lời tài sản và của đòn bẩy tài chính. Do vậy:

$$\Delta RR_{TC} = \Delta H_{LN/TS} + \Delta_{DBTC}$$

Với: ΔRR_{TC} là chênh lệch của độ biến thiên hiệu quả tài chính

$\Delta H_{LN/TS}$ là ảnh hưởng của nhân tố hiệu quả kinh doanh

Δ_{DBTC} là ảnh hưởng của độ biến thiên đòn bẩy tài chính

Phân tích cụ thể hơn, do việc sử dụng nợ vay để tài trợ nên chi phí sử dụng vốn giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu luôn có sự khác biệt. Chi phí sử dụng vốn vay gắn liền với yếu tố lãi suất vay ngân hàng, mức độ lạm phát của nền kinh tế, tỷ giá ngoại tệ... Khả năng sử dụng có hiệu quả các nguồn tài trợ trên lại phụ thuộc vào điều kiện kinh doanh của DN trong bối cảnh chung của nền kinh tế. Vì vậy, tổ chức thông tin phân tích rủi ro tài chính nên xem xét toàn diện các vấn đề trên.

Bảng 3. Quan hệ giữa cấu trúc vốn và rủi ro của các công ty niêm yết

Hệ số biến thiên của ROE (Hb_ROE)	Cao ($>20\%$)	Trung bình ($10\%-20\%$)	Thấp ($\leq 10\%$)
Tỷ suất nợ bình quân	51,26%	49,93%	46,80%
-Giá trị nhỏ nhất	27,80%	39,25%	36,82%
-Giá trị lớn nhất	73,06%	65,74%	64,08%
-Độ lệch chuẩn	17,87	11,75	9,93

Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của các công ty niêm yết trên HOSE năm 2012

Bảng 3 cho thấy, giữa rủi ro tài chính (Hb_ROE) và cấu trúc vốn (Tỷ suất nợ) của các công ty niêm yết trên sàn HOSE có quan hệ cùng chiều, nhóm công ty có rủi ro cao ($Hb_ROE > 20\%$) có tỷ suất nợ cao nhất (51,26%). Điều này cho thấy, nếu các công ty càng gia tăng tài trợ vốn từ nợ vay sẽ làm tăng rủi ro tài chính và khả năng hoàn trả nợ vay sẽ gặp khó khăn khi dòng tiền của các công ty bị “chặn” do tồn kho và nợ xấu.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Với những phân tích và kết quả nghiên cứu trên, bài viết đưa ra một số kiến nghị trong hoạch định chính sách tài trợ của các công ty niêm yết:

- Tỷ suất nợ cao ở các DN thường tạo ra những rủi ro đáng kể cho các DN trong hoạt động. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hệ thống ngân hàng thương mại. Do vậy, cần tiến hành mạnh mẽ hơn nữa các chương trình cổ phần hóa, bán, giao khoán DN. Cách làm này là điều kiện để có thể tái cấu trúc tài chính, đồng thời tạo điều kiện cho những DN này có thể chủ động tài trợ theo nhiều hướng khác nhau để đáp ứng nhu cầu

tăng trưởng khi Việt Nam hội nhập quốc tế.

- Quan hệ nghịch chiều giữa rủi ro và cấu trúc tài chính cho thấy các DN có rủi ro cao sẽ sử dụng ít nợ. Vấn đề này từ góc độ quản lý vĩ mô là Ngân hàng Nhà nước nên cho phép các ngân hàng thương mại áp dụng lãi suất thỏa thuận với khách hàng dựa trên đánh giá rủi ro của DN. DN có rủi ro cao sẽ chịu lãi suất vay cao, và do vậy sẽ hạn chế những DN có rủi ro nhưng lại sử dụng nợ vay nhiều khi được Nhà nước ưu đãi về lãi suất. Đó còn là cách thức tạo ra sự bình đẳng giữa các thành phần kinh tế, và buộc các DN Nhà nước muốn giảm chi phí vốn phải có những biện pháp hạn chế rủi ro, nâng cao hiệu quả kinh doanh khi tỷ suất nợ còn quá cao.

- Các DN có qui mô nhỏ khó có khả năng tiếp nhận các khoản nợ từ ngân hàng hoặc các định chế tài chính khác do hiện tượng bất cân xứng về thông tin. Một trong các lý do của hiện tượng này là số liệu báo cáo tài chính (BCTC) của các DN này chưa được lập kịp thời, tuân thủ theo các chuẩn mực kế toán và công khai. Để giải quyết vấn đề này, cần có

xem tiếp trang 65



doanh/2012/09/nha-dau-tu-ngoai-che-thi-truong-chung-khoan-viet/, truy cập ngày 01/10/2012

6. <http://vietnamnet.vn/vn/kinh-te/90646/nhung-tap-doa--gia-dinh-tri--o-viet-nam.html> ngày truy cập 30/7/2012

7. <http://kiemtoan.com.vn/news/nghien-cuu/Tai-sao-cac-cong-ty-lai-phu-phep-loi-nhuan-BCTC-2805/>

8. <http://www.baomoi.com/Cty-so-huu-nha-nuoc-bi-diem-thap-ve-quan-tri-doanh-nghiep/127/7501497.epi> ngày truy cập 30/7/2012

9. <http://doanhnhuan.vneconomy.vn/20101208051243871P0C5/quan-tri-cong-ty-niem-yet-moi-dung-o-muc-doi-pho.htm> ngày truy cập 30/7/2012

10. Dechow P. M., Sloan R. G., Sweeney A. P., *Detecting Earnings management*, *The Accounting Review*, vol. 70, no. 2 (April), 193-225, 1995.

11. Pincus, M. & Rajgopal, S., *The interaction of accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firm*, *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 127-160, 002.

12. Jiang, W., Lee, P. & Anandarajan, A., "The association between corporate governance and earning quality: Further evidence using the GOV-Score", *Advance in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, vol. 24, pp. 191-201, 2008.

13. Watts R.L., Zimmerman J.L., "Positive Accounting Theory.", Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1986.

14. Watts R.L., Zimmerman J.L., "Positive accounting theory: a ten year perspective.", *The Accounting Review*, Vol.65, pp.131-144, 1990

tiếp theo trang 55

sự hướng dẫn để các DN lập các BCTC theo đúng qui định hiện hành, nhưng đồng thời phải chấp hành tốt việc lập và công khai BCTC, kể cả kiểm toán các BCTC. Đây là giải pháp lâu dài để xóa bỏ những rào cản thông tin giữa người cho vay và DN, cũng là tạo điều kiện cho các DN có thể dễ dàng hơn khi tiếp cận các khoản tài trợ từ ngân hàng.

- Các DN cần nhận thức tầm quan trọng của lập và công khai số liệu BCTC. Việc công bố những số liệu này sẽ giúp các đối tác, trong đó có ngân hàng hiểu hơn về DN. Đó là cách tiếp cận để giảm những bất đồng giữa các bên và nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ từ ngân hàng.

- Các DN cần quan tâm xây dựng các chính sách phân phối lợi nhuận, chính sách quản lý rủi ro, cũng như chính sách tài trợ phù hợp để đảm bảo các nguồn tài trợ cho nhu cầu tăng trưởng của mình. Việc chủ động xây dựng các chính sách trên nhằm đảm bảo duy trì một mức dư nợ hợp lý trong hoạt động kinh doanh. ■

Tài liệu tham khảo

1. Lê Đăng Doanh và J. Pentley, 1999, *Hoàn thiện chính sách kinh tế vĩ mô và cải cách hành chính để hỗ trợ sự phát triển DNVVN*, Ấn phẩm của dự án US/VIE/95/004.

2. Nguyễn Ngọc Vũ, 2003, *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu*

trúc tài chính và các giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu tài trợ của các công ty niêm yết tại trung tâm giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh, Luận văn thạc sĩ kinh tế, Đại học Đà Nẵng

3. Booth, L., V. Aivazian, A. Kunt-Demirguc, and V. Maksimovic, 2001, *Capital structure in developing countries*, *Journal of Finance*, 56

4. Bradley M., G. Jarrell, and E. H. Kim, 1984, *On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence*, *Journal of Finance* 39(3)

5. DeAngelo, H. and R. Masulis, 1980, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, *Journal of Financial Economics* 8

6. Harris, M and Raviv, A., 1991, *The theory of capital structure*, *Journal of Finance*, 45(2)

7. Marsh, P., 1982, *The choice between equity and debt: an empirical study*, *Journal of Finance*, 37(1)

8. Modigliani, F. and Miller, M.H., 1958, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, 48.

9. Thies, C.F. and M.S. Klock, 1992, *Determinants of capital structure*, *Review of Financial Economics*, 1(2).

10. Titman S. and R. Wessels, 1988, *The determinants of capital structure choice*, *Journal of finance*, 43.