



NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tác giả: TS. Đàm Thanh Tú

LỜI NÓI ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Doanh nghiệp, trong quá trình đưa ra các dự đoán về hoạt động và quyết định phân phối sử dụng tài sản của mình, đồng thời cũng phải đối mặt với các quyết định tài trợ. Các nhà quản trị doanh nghiệp dựa trên việc ước lượng tăng trưởng doanh thu tiềm năng, những tài sản cần mua thêm hoặc thay mới, và lượng tiền sẵn có trong doanh nghiệp để từ đó dự kiến lượng tiền thiếu hụt. Toàn bộ lượng tiền thiếu hụt để tài trợ cho tăng trưởng và mua sắm tài sản mới phải được huy động từ bên ngoài thông qua các công cụ tài chính. Vấn đề trung tâm của các quyết định tài trợ là lựa chọn hay thiết kế công cụ tài chính phù hợp để phát hành. Kết quả trực tiếp của các quyết định tài trợ là cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Việc lựa chọn cơ cấu nguồn vốn như thế nào sẽ tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp. Theo các lý thuyết kinh tế học tính đến nay, có rất nhiều lý thuyết về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp. Những lý thuyết này mới chỉ nghiên cứu ở những nước phát triển mà chưa được quan tâm nhiều ở các nước đang phát triển, hoặc mới chỉ quan tâm ở mức độ chung cho các doanh nghiệp, chưa có nhiều nghiên cứu riêng cho từng ngành công nghiệp cụ thể, đặc biệt là ngành xây dựng.

Các doanh nghiệp ngành xây dựng Việt Nam trong những năm qua đã có nhiều đóng góp quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế. Tuy nhiên tình hình kinh tế không phải luôn ổn định cho sự phát triển của các doanh nghiệp xây dựng. Tình hình tài chính của các doanh nghiệp xây dựng nói chung có mức độ lành mạnh không cao, hiệu quả tài chính thấp và phụ thuộc nhiều vào cơ cấu nguồn vốn. Thực tế cho thấy mỗi một doanh nghiệp có mức độ và chính sách khai thác các nguồn lực tài chính bên ngoài khác nhau và dẫn đến những hiệu quả khác nhau. Có doanh nghiệp khai thác có hiệu quả, bảo toàn được vốn chủ sở hữu và ngày càng gia tăng giá trị. Có doanh nghiệp sử dụng vốn vay nợ không hợp việc đưa ra một quyết định tài chính và lựa chọn một cơ cấu nguồn vốn hợp lý là cần thiết cho sự phát triển của doanh nghiệp xây dựng trong bối cảnh kinh tế có nhiều biến động. lý, làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, xuất phát từ lý luận và thực tiễn nêu trên, việc nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây

dựng niềm yết là cần thiết nhằm giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp hướng đến một cơ cấu nguồn vốn hợp lý. Một cơ cấu nguồn vốn hợp lý sẽ đảm bảo cho việc huy động và sử dụng vốn của doanh nghiệp có hiệu quả cao hơn, từ đó góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Nhằm góp phần thêm vào mặt lý luận cũng như tìm hiểu rõ hơn về mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp, nhóm nghiên cứu quyết định nghiên cứu đề tài **“Nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niềm yết”**. Đề tài nghiên cứu cũng là cơ sở giúp các nhà quản trị thấy rõ hơn những nhân tố có tác động đến giá trị của doanh nghiệp, những nguyên nhân dẫn đến giảm giá trị doanh nghiệp để đưa ra được từng giải pháp trong từng giai đoạn.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp luôn là đề tài được nhiều nhà khoa học nghiên cứu. Nhiều kết quả nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã được thực hiện trên thế giới. Các kết quả nghiên cứu về vấn đề này có thể được chia ra thành các nhóm như sau: (i) cơ cấu nguồn vốn không liên quan đến giá trị doanh nghiệp, (ii) cơ cấu nguồn vốn có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp; (iii) cơ cấu nguồn vốn có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp; (iv) tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho mỗi doanh nghiệp.

Franco Modigliani và Merton Miller (1958) đã nghiên cứu về lý thuyết cơ cấu nguồn vốn với giả định thị trường vốn hoàn hảo, không có thuế, thông tin cân xứng giữa các bên, không có rủi ro phá sản, không có chi phí giao dịch.... và đi đến kết luận: giá trị thị trường của một doanh nghiệp độc lập với cơ cấu nguồn vốn. Với việc loại bỏ giả thiết về thuế thu nhập doanh nghiệp, Franco Modigliani và Merton Miller (1963) đã đưa ra nghiên cứu tiếp theo và kết luận: khi có thuế thu nhập doanh nghiệp, cơ cấu nguồn vốn có liên quan đến giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp sử dụng nợ càng nhiều thì giá trị doanh nghiệp càng tăng và gia tăng tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ 100% nợ.

Trong thuyết trật tự phân hạng, Myers và Majluf (1984) cho rằng quyết định cơ cấu nguồn không phụ thuộc vào hệ số nợ tối ưu mà được quyết định từ việc phân hạng thị trường. Theo đó, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời dự

kiến cao sẽ sử dụng ít vốn vay hơn với những doanh nghiệp có khả năng sinh lời dự kiến thấp.

Theo các nghiên cứu này giá trị doanh nghiệp hoặc khả năng sinh lời của doanh nghiệp là một hàm tuyến tính với cơ cấu nguồn.

Myers (1977) đã nghiên cứu lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu hay lý thuyết đánh đổi cơ cấu nguồn vốn (Trade - off Theory) bằng cách công thêm vào mô hình MM (1958) các yếu tố phi hoàn hảo khác nhau như thuế, chi phí phá sản và chi phí trung gian, nhưng vẫn giữ nguyên các giả định về tính hiệu quả của thị trường và thông tin cân bằng. Myers cho rằng giá trị doanh nghiệp có sử dụng nợ bằng giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ cộng với giá trị hiện tại của khoản thuế của nợ trừ đi chi phí phá sản và chi phí trung gian. Như vậy theo thuyết đánh đổi của Myers (1977), cơ cấu nguồn vốn tối ưu của một doanh nghiệp được xác định bởi sự đánh đổi giữa lợi ích của khoản thuế của nợ và các chi phí liên quan đến việc vay nợ. Theo nghiên cứu này thì mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp là một hàm phi tuyến. Nói cách khác ở mỗi mức hệ số nợ khác nhau thì cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp là khác nhau, có thể là ảnh hưởng tích cực hoặc ảnh hưởng tiêu cực. Các nghiên cứu quốc tế ủng hộ quan điểm này có thể kể đến như Lin (2007), Nieh và cộng sự (2008), Cheng và cộng sự (2010)...

Ở Việt Nam, cơ cấu nguồn vốn và giá trị của doanh nghiệp cũng đã được nhiều tác giả nghiên cứu thông qua sách, bài báo, công trình nghiên cứu... Ví dụ nghiên cứu “Phân tích cơ cấu vốn ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE” của tác giả Nguyễn Mạnh Hiệp (2011). Tác giả đã nghiên cứu 280 doanh nghiệp niêm yết trên sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh từ 2007-2010. Nguyễn Tấn Vinh (2011) nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Bằng phương pháp hồi quy OLS, tác giả cho rằng cơ cấu nguồn vốn không phải là nhân tố quyết định đến hiệu quả hoạt động hay giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội. Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014) nghiên cứu tác động của tỷ lệ nợ vay đến giá trị doanh nghiệp của 244 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2008-2012. Bằng phương pháp hồi quy ngưỡng,

các tác giả kết luận tồn tại tác động của tỷ lệ nợ vay đến giá trị doanh nghiệp và tồn tại ngưỡng tỷ lệ nợ vay tối ưu ở mỗi nhóm ngành.

Các bài nghiên cứu đó đã chỉ ra được ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, vì phạm vi của các bài nghiên cứu đó là các doanh nghiệp nói chung nên không thể làm rõ được ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp trong một ngành nghề cụ thể nào đó trong nền kinh tế, cụ thể là ngành xây dựng. Vì vậy nghiên cứu này không bị trùng lặp với các công trình nghiên cứu trước đó.

3. Mục đích nghiên cứu:

Vận dụng lý thuyết hồi quy, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng để xây dựng mô hình hồi quy nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp và mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết. Từ đó đề xuất các giải pháp và phương án tái cơ cấu nguồn vốn cho các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết để đạt được hiệu quả cao trong hoạt động kinh doanh, góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Nhiệm vụ:

- Hệ thống hóa các vấn đề lý luận cơ bản về cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp.
- Phân tích khái quát cơ cấu nguồn vốn và giá trị các công ty xây dựng trong thời gian nghiên cứu.
- Thực hiện hồi quy nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp này.
- Đề xuất các giải pháp và phương án tái cơ cấu nguồn vốn cho các doanh nghiệp xây dựng.

4. Đối tượng, phạm vi, phương pháp nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu: ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu:

Phạm vi nghiên cứu của đề tài: các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trên các góc độ: cơ cấu nguồn vốn, mối quan

hệ giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp; các nhân tố tài chính phản ánh đặc thù doanh nghiệp ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn.

Đề tài sử dụng số liệu dựa trên các báo cáo tài chính của các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2008-2015 và các số liệu của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2008-2015.

Phương pháp nghiên cứu đề tài

Nhằm thực hiện được mục tiêu nghiên cứu, đề tài sử dụng cơ sở lý thuyết sau:

- Lý thuyết đánh đổi cơ cấu nguồn vốn và lý thuyết trật tự phân hạng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết.

- Lý thuyết hồi quy để xây dựng mô hình hồi quy nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp và các nhân tố tài chính phản ánh đặc thù doanh nghiệp ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn.

Các phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong đề tài là:

Phương pháp nghiên cứu định tính: nghiên cứu lịch sử dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm và ý kiến chuyên gia về lựa chọn các biến trong nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết. Đồng thời đề tài sử dụng phương pháp mô tả số liệu thống kê tình hình tài chính các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam, mô tả mối quan hệ giữa các biến.

Phương pháp nghiên cứu định lượng: áp dụng mô hình hồi quy nhằm xác định tác động của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp và hồi quy dữ liệu bảng (panel data) nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết. Bên cạnh đó đề tài sử dụng các phương pháp kiểm định để kiểm định mô hình nghiên cứu.

5. Kết cấu của đề tài:

Ngoài phần mở đầu và kết luận, đề tài gồm 4 chương:

Chương 1: Cơ sở lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp

Chương 2: Thực trạng về cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết

Chương 3: Phân tích mô hình tác động của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết

Chương 4: Giải pháp và các phương án tái cơ cấu nguồn vốn nhằm góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp của các DN xây dựng Việt Nam niêm yết

Chương 1

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

1.1 Khái quát về cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp

1.1.1. Tổng quan về cơ cấu nguồn vốn

1.1.1.1 Khái niệm cơ cấu nguồn vốn

Trong nền kinh tế thị trường, doanh nghiệp có thể sử dụng nhiều nguồn vốn khác nhau để đáp ứng nhu cầu về vốn cho hoạt động kinh doanh. Nhìn chung, vốn của doanh nghiệp được hình thành từ hai (02) nguồn: nợ phải trả và vốn chủ sở hữu. Điều quan trọng là doanh nghiệp cần phối hợp sử dụng các nguồn vốn đó như thế nào để tạo ra một *cơ cấu nguồn vốn* hợp lý đưa lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp. Vậy *cơ cấu nguồn vốn* được hiểu là gì?

Giáo trình *Tài chính doanh nghiệp* của Nhà xuất bản Tài chính – 2013 do TS.Bùi Văn Vân và TS.Vũ Văn Ninh đồng chủ biên đưa ra khái niệm về cơ cấu nguồn vốn như sau: *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 của doanh nghiệp được định nghĩa là tỷ trọng của nợ (debt) và vốn cổ phần (equity) trong tổng nguồn vốn dài hạn mà doanh nghiệp có thể huy động được để tài trợ cho các dự án đầu tư (*Từ điển Investopia*).

Cơ cấu nguồn vốn là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty. (TS. Nguyễn Minh Kiều, *Tài chính doanh nghiệp căn bản*, NXB Lao động xã hội, 2012).

Colin Firer và cộng sự (2014) cho rằng: “cơ cấu nguồn vốn đề cập đến sự pha trộn của nợ và vốn chủ sở hữu mà một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp đó. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu đạt được khi giá trị doanh nghiệp được tối đa hoá trong quan hệ chi phí sử dụng vốn là tối thiểu”.

Như vậy cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp là tỷ trọng của từng thành phần nguồn vốn trong giá trị nguồn vốn của doanh nghiệp.

Khi xem xét cơ cấu nguồn vốn của một doanh nghiệp, người ta thường chú trọng đến mối quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp.

Nợ phải trả(debt): thể hiện bằng tiền những nghĩa vụ mà doanh nghiệp có trách nhiệm phải thanh toán cho các tác nhân kinh tế khác như: nợ vay, các khoản phải trả cho người bán, cho Nhà nước, cho người lao động trong doanh nghiệp...Theo tính chất kỳ hạn, nợ của doanh nghiệp được chia thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Nợ ngắn hạn là những khoản nợ mà doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán trong vòng một năm. Nợ ngắn hạn thường có chi phí sử dụng vốn thấp nhưng thường tạo ra áp lực thanh toán đối với doanh nghiệp. Nợ ngắn hạn thường bao gồm các khoản vay ngắn hạn ngân hàng, các khoản phải trả nhà cung cấp, khoản phải nộp Nhà nước hay cấp trên, phải trả cán bộ công nhân viên...Thông thường vay ngắn hạn thường được huy động để bổ sung nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp, đầu tư vào các tài sản ngắn hạn, có chu kỳ quay vòng ngắn. Nợ dài hạn là những khoản nợ mà doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán trong thời gian lớn hơn một năm hay nhiều chu kỳ kinh doanh. Nợ dài hạn là nguồn vốn dài hạn quan trọng của doanh nghiệp, thường được sử dụng để đầu tư vào các tài sản dài hạn. Doanh nghiệp có thể huy động nợ dài hạn qua các trung gian tài chính như: ngân hàng hay các công ty tài chính, phát hành trái phiếu dài hạn.

Vốn chủ sở hữu (equity): là phần vốn thuộc quyền sở hữu của chủ doanh nghiệp, bao gồm số vốn chủ sở hữu bỏ ra và phần bổ sung từ kết quả kinh doanh (lợi nhuận để lại để tái đầu tư). Nguồn vốn này thể hiện năng lực vốn có của chủ sở hữu trong tài trợ hoạt động sản xuất kinh doanh. Doanh nghiệp có thể huy động vốn chủ sở hữu bằng nhiều cách: vốn góp ban đầu, phát hành cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường hay giữ lại lợi nhuận để lại để tái đầu tư.

1.1.1.2 Các chỉ tiêu phản ánh cơ cấu nguồn vốn

Nhìn chung, vốn của doanh nghiệp được hình thành từ hai nguồn: vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Do vậy:

$$\text{Hệ số nợ} = 1 - \text{hệ số vốn chủ sở hữu}$$

$$\text{Hệ số vốn chủ sở hữu} = 1 - \text{hệ số nợ}$$

Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được thể hiện qua các tiêu chí hệ số nợ, hệ số vốn chủ sở hữu, hay cũng có thể là hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu.

Hệ số nợ thể hiện mức độ sử dụng các nguồn vốn vay của doanh nghiệp, cho biết tỷ lệ tài sản được tài trợ bằng nguồn vốn vay. Hệ số này giúp đánh giá về tình trạng tài chính, bao gồm khả năng đảm bảo trả nợ, rủi ro của doanh nghiệp. Hệ số nợ có thể được đo lường như sau:

$$\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Tổng số nợ}}{\text{Tổng nguồn vốn (hoặc tổng tài sản)}}$$

Hệ số này phản ánh nợ phải trả chiếm bao nhiêu phần trăm trong nguồn vốn của doanh nghiệp hay trong tài sản của doanh nghiệp bao nhiêu phần trăm được hình thành bằng nguồn nợ phải trả. Về nguyên tắc hệ số này nhỏ có nghĩa là nợ phải trả chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng tài sản thì doanh nghiệp ít gặp khó khăn tài chính hơn vì doanh nghiệp ít phụ thuộc vào nợ vay. Ngược lại, hệ số này lớn thì khả năng gặp khó khăn trong việc trả nợ hoặc nguy cơ phá sản của doanh nghiệp lớn.

Ngoài ra, ta cũng có thể tính: hệ số nợ dài hạn = nợ dài hạn/Tổng tài sản và hệ số nợ ngắn hạn = Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản.

$$\text{Hệ vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Nguồn vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn (hoặc tổng tài sản)}}$$

Hệ số này phản ánh vốn chủ sở hữu chiếm bao nhiêu phần trăm trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Hệ số này có giá trị càng lớn thể hiện mức độ tự chủ tài chính và khả năng bù đắp tổn thất bằng vốn chủ sở hữu càng cao và do vậy rủi ro của doanh nghiệp càng thấp.

$$\text{Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu}}$$

Hệ số này phản ánh tương ứng với một đồng vốn chủ sở hữu doanh nghiệp sử dụng bao nhiêu đồng vốn vay.

Việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn là một trong những vấn đề tài chính hết sức quan trọng mà các nhà quản trị tài chính đặc biệt quan tâm bởi lẽ:

- Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp là một trong các yếu tố quyết định đến chi phí sử dụng bình quân của doanh nghiệp (WACC). Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp là tỷ suất sinh lợi đòi hỏi tối thiểu đối với mỗi dự án đầu tư của doanh nghiệp, và cũng là tỷ suất chiết khấu để xác định giá trị của doanh nghiệp đó.

- Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty (thể hiện qua tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) hay thu nhập trên một cổ phần (EPS)) và rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

- Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng rất lớn đến giá trị của một doanh nghiệp. Một cơ cấu vốn hợp lý sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp và ngược lại. Chính vì vai trò quan trọng này mà trên thế giới có rất nhiều bài nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn với nhiều trường phái, lý thuyết, quan điểm khác nhau.

- Có rất nhiều nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Không có một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho mọi doanh nghiệp, trong mọi chu kỳ sản xuất kinh doanh. Do vậy khi nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của một doanh nghiệp thì phải nghiên cứu trong trạng thái động, chứ không thể nghiên cứu trong trạng thái tĩnh.

1.1.1.3 Thiết lập cơ cấu nguồn vốn tối ưu

Thiết lập cơ cấu nguồn vốn tối ưu là một quyết định tài chính quan trọng. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu là cơ cấu có chi phí sử dụng vốn bình quân thấp nhất và tối đa hoá được giá trị công ty hay giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Nhà quản trị tài chính có thể thiết lập một cơ cấu nguồn vốn tối ưu dựa trên cơ sở định tính và định lượng những nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.

Việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn được dựa trên nền tảng nguyên lý đánh đổi rủi ro và lợi nhuận. Sử dụng nhiều nợ hơn làm gia tăng rủi ro của công ty trong việc tìm kiếm lợi nhuận, nhưng hệ số nợ cao nói chung đưa đến tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao. Rủi ro gia tăng có khuynh hướng làm giảm giá cổ phiếu, trong khi đó tỷ suất sinh lời cao làm tăng giá cổ phiếu.

Căn cứ để xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu là chi phí sử dụng vốn và giá thị trường của cổ phiếu. Tuy nhiên, giá thị trường của cổ phiếu không chỉ do những nhân tố nội tại của chính sách quản lý vốn của doanh nghiệp quyết định mà còn chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố khác. Giá cổ phiếu trên thị trường có thể là cao nhất nhưng không phải vì cơ cấu vốn tối ưu mà vì một yếu tố khách quan nào đó tác động. Do vậy thiết lập cơ cấu vốn tối ưu sẽ dựa trên cơ sở xác định chi phí sử dụng vốn thấp nhất.

Tuy nhiên trong thực tế doanh nghiệp khó có thể xác định một cơ cấu nguồn vốn tối ưu một cách chính xác. Doanh nghiệp không thể đạt được điểm cơ cấu vốn tối ưu mà chỉ có thể tiến gần tới điểm cơ cấu vốn tối ưu đó. Vì thế dựa trên phân tích thống kê, mô hình kinh tế lượng thường được sử dụng để xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Qua đó doanh nghiệp có thể xác định được mối quan hệ và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố này đến cơ cấu nguồn vốn.

Việc thiết lập cơ cấu nguồn vốn tối ưu hay cơ cấu nguồn vốn phù hợp là nội dung quan trọng trong chính sách quản lý vốn của doanh nghiệp. Khi xây dựng chính sách quản lý vốn của mình, doanh nghiệp đều muốn hướng đến ba mục tiêu: (i) huy động được vốn với quy mô tối đa; (ii) xác định cơ cấu vốn tối ưu; (iii) duy trì được cơ cấu vốn tối ưu.

1.1.2 Giá trị doanh nghiệp

1.1.2.1 Khái niệm

Theo luật doanh nghiệp năm 2014 của nước Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam thì doanh nghiệp được định nghĩa như sau: “Doanh nghiệp là tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch ổn định, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích thực hiện các hoạt động kinh doanh”.

Trong nền kinh tế thị trường, việc đầu tư vốn vào doanh nghiệp hay thực hiện hoạt động mua bán, sáp nhập doanh nghiệp được diễn ra thường xuyên, liên tục. Việc coi doanh nghiệp như là một tài sản, một hàng hóa có khả năng sinh lời và đem lại lợi ích cho người đầu tư là một quan điểm đang ngày càng trở nên phổ biến. Quá trình hình thành giá trị và giả cả doanh nghiệp cũng chịu sự tác động

của quy luật giá trị, quy luật cạnh tranh, quy luật cung cầu giống như hàng hóa thông thường.

Doanh nghiệp là một hàng hóa, vì vậy nó cũng có giá trị. Khi một nhà đầu tư cân nhắc việc bỏ vốn đầu tư vào doanh nghiệp, hay khi nhà quản trị doanh nghiệp cân nhắc việc đưa ra các quyết định đầu tư, quyết định tài chính phù hợp và hiệu quả đều cần phải xác định được giá trị doanh nghiệp.

Dưới góc độ quản trị tài chính doanh nghiệp, lợi ích mà nhà đầu tư nhận được từ doanh nghiệp thể hiện qua dòng tiền mà doanh nghiệp đó mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai. Các nhà quản trị doanh nghiệp hiểu rằng tiền có giá trị theo thời gian, vì vậy khi bỏ vốn đầu tư vào một doanh nghiệp, các nhà đầu tư yêu cầu khoản đầu tư đó phải đạt được tỷ suất sinh lời bằng với chi phí cơ hội của vốn. Với quan điểm đầu tư nhằm mục đích sinh lời thì cách xác định giá trị doanh nghiệp phổ biến nhất là chiết khấu dòng tiền tiền thu nhập mà doanh nghiệp mang lại trong tương lai về thời điểm hiện tại theo tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư.

Do đó giá trị doanh nghiệp có thể hiểu là tổng giá trị hiện tại của dòng tiền mà nhà đầu tư nhận được trong tương lai do doanh nghiệp mang lại.

Công thức xác định giá trị doanh nghiệp:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

V là giá trị doanh nghiệp

CF_t là dòng tiền doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư

r là tỷ suất chiết khấu (là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư)

Từ công thức trên cho thấy giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào các yếu tố: dòng tiền, tỷ lệ tăng trưởng của dòng tiền trong tương lai và tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư.

Đối với công ty cổ phần, xét trong dài hạn và trong điều kiện thị trường tài chính hoàn hảo, giá của cổ phiếu tương đương với giá trị của công ty. Khi đó giá cổ phiếu của công ty trên thị trường phản ánh giá trị của công ty theo đánh giá

của các chủ sở hữu và có xem xét đến những phức tạp của yếu tố thời gian và rủi ro trong thực tế.

1.1.2.2 Các tiêu chuẩn về giá trị doanh nghiệp

Tiêu chuẩn giá trị doanh nghiệp là các chuẩn mực giá trị mà dựa vào đó người ta có thể xác định được giá trị doanh nghiệp trong trường hợp cụ thể. Thông thường một doanh nghiệp có thể được xác định theo các cặp tiêu chuẩn giá trị chủ yếu sau đây:

- Giá trị hoạt động và giá trị thanh lý: giá trị hoạt động của một doanh nghiệp là giá trị hay số tiền thu được khi người ta bán một doanh nghiệp còn có thể tiếp tục hoạt động kinh doanh. Giá trị thanh lý là giá trị hay số tiền khi bán doanh nghiệp không còn tiếp tục hoạt động được nữa. Giá trị hoạt động và giá trị thanh lý doanh nghiệp thường khác nhau. Một doanh nghiệp đang hoạt động thường có giá trị lớn hơn giá trị doanh nghiệp khi bị thanh lý, giải thể hoặc phá sản.

- Giá trị sổ sách và giá trị thị trường: giá trị sổ sách của doanh nghiệp là giá trị toàn bộ tài sản của doanh nghiệp được phản ánh trên sổ sách kế toán của doanh nghiệp theo phương pháp kế toán hiện hành. Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu là phần giá trị còn lại sau khi lấy giá trị toàn bộ tài sản của doanh nghiệp trừ đi giá trị các khoản nợ phải trả. Giá trị thị trường là toàn bộ giá trị của tài sản doanh nghiệp được giao dịch mua bán trên thị trường. Giá trị thị trường của doanh nghiệp có thể cao hoặc thấp hơn giá trị sổ sách và thường cao hơn giá trị thanh lý doanh nghiệp.

- Giá trị thị trường và giá trị lý thuyết của doanh nghiệp: Giá trị lý thuyết là giá trị doanh nghiệp có thể đạt được dựa trên cơ sở xem xét đầy đủ, toàn diện các yếu tố liên quan khi xác định giá trị doanh nghiệp. Nói cách khác, nó phản ánh đầy đủ giá trị kinh tế của doanh nghiệp đạt được trong kinh doanh. Trong điều kiện thị trường hiệu quả thì giá trị thị trường sẽ tiệm cận và phản ánh gần đúng giá trị lý thuyết của doanh nghiệp.

1.1.2.3 Phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp

Để xác định giá trị doanh nghiệp, có nhiều phương pháp và cách tiếp cận khác nhau. Nhìn chung các phương pháp này tập trung chủ yếu vào các quan điểm sau:

Quan điểm dựa trên tài sản.

Quan điểm này cho rằng hoạt động của doanh nghiệp luôn được tiến hành trên cơ sở một lượng tài sản có thực. Vì thế giá trị doanh nghiệp được xác định dựa trên cơ sở tổng giá trị tài sản hiện có mà doanh nghiệp đang quản lý. Tổng giá trị tài sản hiện có của doanh nghiệp được xác định dựa vào số liệu sổ sách kế toán trên bảng cân đối kế toán, hoặc dựa vào giá trị tài sản hiện có được đánh giá lại theo giá trị thị trường tại thời điểm đánh giá. Nhiều nghiên cứu trên thế giới cũng đã xem xét giá trị doanh nghiệp theo quan điểm này (Risious, 2007; Antwi và các cộng sự, 2012; Pandey 2004). Theo đó, giá trị doanh nghiệp được xác định như sau:

Giá trị doanh nghiệp = Giá trị vốn chủ sở hữu + Tổng giá trị các khoản nợ

Đây là phương pháp thường được sử dụng bởi nhiều nhà phân tích nhờ tính đơn giản, phản ánh trực quan giá trị tài sản của doanh nghiệp theo giá hiện hành tại thời điểm đánh giá. Phương pháp này cho thấy số tiền đầu tư vào doanh nghiệp luôn được đảm bảo bằng một lượng tài sản có thực chứ không phải bằng những giá trị có thể thu được. Tuy nhiên phương pháp này bộc lộ nhiều nhược điểm, đó là:

- Phương pháp này dựa trên số liệu của báo cáo tài chính. Những số liệu này chịu ảnh hưởng bởi phương pháp kế toán hiện hành và mang tính lịch sử. Vì thế nó chỉ phản ánh giá trị doanh nghiệp ở trạng thái tĩnh, tức ở thời điểm đánh giá mà không phản ánh khả năng sinh lời từ việc sử dụng tài sản của doanh nghiệp trong tương lai.

- Phương pháp này bỏ qua phần lớn giá trị các tài sản vô hình chưa được đánh giá trong giá trị tài sản của doanh nghiệp, như: năng lực quản trị, chất lượng nguồn nhân lực, năng lực cạnh tranh, mạng lưới chi nhánh hoặc khách hàng... Đây là các yếu tố phi vật chất nhưng lại có giá trị thực sự và khó đánh giá được cụ thể.

- Các tài sản cũ thường không có giá trị thị trường để đối chiếu.

Quan điểm dựa trên dòng tiền.

Quan điểm này cho rằng doanh nghiệp là một tổ chức kinh tế, một tài sản có khả năng sinh lời. Xét về dài hạn, nhà đầu tư trông đợi không phải chỉ là sở hữu tài sản hiện có mà là khả năng đem lại thu nhập, tức khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong tương lai. Song trên quan điểm giá trị thời gian của tiền, về rủi ro đầu tư và chi phí cơ hội nên các khoản thu nhập trong tương lai của doanh nghiệp phải được quy đổi về hiện tại. Theo đó giá trị doanh nghiệp được xác định bằng công thức tổng quát:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

V: giá trị doanh nghiệp

CF_t: Dòng tiền thu nhập ở năm t

r: tỷ suất chiết khấu

n: số năm nhận được thu nhập

Từ công thức tổng quát trên đây, tùy thuộc vào từng nhà đầu tư và cách nhìn nhận dòng tiền doanh nghiệp mang lại mà phương pháp chiết khấu dòng tiền dựa có thể được vận dụng với nhiều phương pháp cụ thể khác nhau, như: chiết khấu dòng tiền lợi tức cổ phần, dòng tiền thuần của doanh nghiệp, dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu, dòng tiền thuần có điều chỉnh, dòng tiền lợi nhuận thuần bình quân, phương pháp định lượng Goodwill.

Xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên quan điểm này sẽ phản ánh được khả năng sinh lời, mức độ rủi ro của doanh nghiệp. Tuy nhiên việc xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp dòng tiền chiết khấu thực hiện rất phức tạp, phụ thuộc vào chủ quan của người định giá.

Quan điểm giá trị thị trường

Theo quan điểm này, giá trị của doanh nghiệp được thể hiện trên thị trường, do các nhà đầu tư đánh giá. Theo quan điểm này có các phương pháp định

giá sau: phương pháp tỷ số giá trên thu nhập (PE) và phương pháp tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (M/B). PE là quan hệ tỷ lệ giữa giá trị thị trường một cổ phiếu với thu nhập của một cổ phiếu. Nếu hệ số này cao thể hiện công ty kinh doanh có hiệu quả nên nhà đầu tư sẵn sàng trả cao để có được đồng thu nhập và ngược lại. Chỉ số giá trị thị trường trên giá trị ghi sổ là mối quan hệ tỷ lệ giữa giá trị thị trường hiện hành một cổ phiếu và giá trị ghi sổ của một cổ phiếu; hoặc giá trị thị trường vốn chủ sở hữu chia giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Nó phản ánh thị trường sẵn sàng trả bao nhiêu tiền để được quyền sở hữu một đồng vốn chủ sở hữu được ghi trên sổ sách kế toán của doanh nghiệp. Cũng giống như PE, MB cao hay thấp phụ thuộc rất nhiều vào hiệu quả kinh doanh, đặc biệt là tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tiềm năng tăng trưởng cũng như mức độ rủi ro trong kinh doanh của doanh nghiệp.

Xác định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp này có ưu điểm là xác định được nhanh, thể hiện tín hiệu thị trường. Tuy nhiên phương pháp này có nhược điểm là cần phải dựa vào tín hiệu giá cả thị trường. Nếu thị trường hoạt động không ổn định, giá cả cổ phiếu chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố đầu cơ lũng đoạn thì tỷ số PE và MB sẽ phản ánh sai lệch tín hiệu thị trường.

Quan điểm dựa trên hiệu quả hoạt động

Đây là quan điểm xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên cơ sở báo cáo kết quả kinh doanh. Đây là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp theo quan điểm vận động của đồng vốn với kỳ vọng gia tăng giá trị vốn chủ sở hữu. Rocca (2010) đã thực hiện một điều tra từ các nghiên cứu trong giai đoạn 1988-2006 thì các chỉ tiêu đại diện cho giá trị doanh nghiệp mà các nhà nghiên cứu hay sử dụng là ROA, ROE và Tobin's Q.

Tobin's Q được xác định bằng tổng giá trị vốn hoá thị trường, giá trị cổ phiếu ưu đãi và nợ ròng chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản. Trong đó giá trị vốn hoá thị trường là giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông của một công ty, và được tính bằng cách lấy giá trị thị trường hiện tại trên mỗi cổ phiếu nhân với tổng số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành. Nợ ròng bằng chênh lệch giữa nợ ngắn hạn và tài sản ngắn hạn cộng với giá trị sổ sách của nợ dài hạn.

Trong đề tài này, phạm vi nghiên cứu là các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã

và đang phát triển để trở thành kênh huy động vốn cho các doanh nghiệp cũng đồng thời là thị trường để các doanh nghiệp đầu tư vốn. Để đưa thị trường chứng khoán Việt Nam hoạt động ổn định hơn phù hợp với chuẩn mực quốc tế, nhiều chính sách mới và cơ sở pháp lý liên quan đến TTCK được ban hành và hoàn thiện. Do vậy có thể nhóm nghiên cứu đã lựa chọn chỉ tiêu MB và Tobin's Q để đại diện cho giá trị doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Đồng thời nhóm tác giả cũng sử dụng chỉ tiêu ROE để đại diện cho giá trị doanh nghiệp trên góc độ hiệu quả hoạt động.

1.1.2.4 Các yếu tố tác động tới giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng thu nhập mà doanh nghiệp sẽ mang lại cho nhà đầu tư. Nhưng doanh nghiệp có thể tạo ra thu nhập hay không và độ lớn của thu nhập ở mức nào lại tùy thuộc vào nhiều yếu tố như: vốn, tài sản, kỹ thuật, vị trí... và khả năng thích ứng của nó với các yếu tố môi trường bên ngoài. Khái quát lại các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp bao gồm:

* *Các yếu tố thuộc về môi trường kinh doanh*

- *Môi trường kinh doanh tổng quát*

➤ *Môi trường kinh tế*

Hoạt động của doanh nghiệp bao giờ cũng gắn liền với một bối cảnh kinh tế nhất định. Bối cảnh kinh tế đó được nhìn nhận thông qua hàng loạt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như: tốc độ tăng trưởng, chỉ số giá cả, tỷ giá ngoại tệ, chỉ số chứng khoán... Mỗi sự thay đổi nhỏ của yếu tố này cũng sẽ ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

➤ *Môi trường chính trị*

Môi trường chính trị có sự gắn bó chặt chẽ, tác động trực tiếp đến hoạt động của doanh nghiệp, các yếu tố trong môi trường này thường được đề cập tới đó là:

- + Tính đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và chi tiết của hệ thống luật pháp;
- + Quan điểm tư tưởng của Nhà nước đối với sản xuất kinh doanh...;
- + Năng lực hành pháp của Chính phủ và ý thức chấp hành pháp luật của các công dân và các tổ chức sản xuất.

Cũng như môi trường kinh tế, môi trường chính trị có vai trò như những điều kiện thiết yếu, tối thiểu để doanh nghiệp có thể hoạt động.

➤ Môi trường văn hoá - xã hội

Các yếu tố ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp thuộc môi trường này thường được nhắc đến, bao gồm: những quan niệm, tư tưởng của cộng đồng về lối sống, đạo đức; cơ cấu dân cư, giới tính, độ tuổi, mật độ, sự gia tăng dân số, thu nhập bình quân đầu người, ô nhiễm môi trường...

➤ Môi trường khoa học - công nghệ

Khoa học - công nghệ đang làm thay đổi một cách căn bản các điều kiện về quy trình công nghệ và phương thức tổ chức sản xuất kinh doanh trong các doanh nghiệp, qua đó ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

- *Môi trường đặc thù*

➤ Khách hàng

Phân tích khách hàng là yếu tố quyết định để xem xét khả năng phát triển, mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động cần phải xác định tính chất, mức độ bền vững và uy tín của doanh nghiệp trong quan hệ với khách hàng.

➤ Nhà cung cấp

Trong hoạt động của mình, các doanh nghiệp thường phải trông đợi vào sự cung cấp từ phía bên ngoài các loại nguyên, nhiên vật liệu... Tính ổn định của nguồn cung cấp có ý nghĩa quan trọng, đảm bảo cho hoạt động của doanh nghiệp được thông suốt.

➤ Các hãng cạnh tranh

Hoạt động trong nền kinh tế thị trường luôn tiềm ẩn các yếu tố cạnh tranh, sự quyết liệt trong cạnh tranh được coi là mối nguy cơ trực tiếp đến sự tồn tại của doanh nghiệp.

➤ Các cơ quan Nhà nước

Dù quốc gia nào đi nữa, hoạt động của doanh nghiệp ít nhiều cũng đặt dưới sự kiểm tra, giám sát của các cơ quan Nhà nước như: cơ quan thuế, hải quan, thanh tra... Tạo dựng mối quan hệ tốt là một động lực cho doanh nghiệp phát triển.

** Các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp*

- Tài sản trong doanh nghiệp

Tài sản của doanh nghiệp bao gồm tài sản hữu hình và tài sản vô hình. Giữa các doanh nghiệp khác nhau thường có cơ cấu tài sản và giá trị tài sản khác nhau. Tuy nhiên số lượng, chất lượng, trình độ kỹ thuật và tính đồng bộ của các loại tài sản không những phản ánh mức độ tích tụ, tập trung sản xuất của doanh nghiệp cao hay thấp mà còn là yếu tố có ảnh hưởng quyết định đến năng suất, chất lượng và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Vì thế giá trị các tài sản luôn được coi là một căn cứ quan trọng hàng đầu và là tiêu chuẩn rõ ràng, cụ thể nhất về giá trị doanh nghiệp.

- Cơ cấu nguồn vốn

Nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã chỉ ra rằng cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Có nghiên cứu chỉ ra rằng cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, nhưng cũng có nghiên cứu chỉ ra rằng cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Quyết định cơ cấu nguồn vốn là một trong những quyết định tài chính quan trọng trong doanh nghiệp. Để có thể đạt tối đa hoá giá trị doanh nghiệp thì người quản lý cũng phải quan tâm đến nhân tố này.

- Vị trí kinh doanh

Vị trí kinh doanh của doanh nghiệp được đặc trưng bởi các yếu tố như vị trí địa lý, các đặc điểm về điều kiện giao thông, về điều kiện địa hình, đặc điểm khí hậu, môi trường văn hoá, an ninh xã hội, khả năng cung cấp dịch vụ cần thiết liên quan phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp tại khu vực. Mục đích hoạt động của doanh nghiệp là kinh doanh, mà kinh doanh lại luôn gắn liền với vị trí cụ thể. Vì vậy, có lợi thế về vị trí kinh doanh có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp ổn định và phát triển.

- Uy tín kinh doanh

Uy tín kinh doanh là sự đánh giá từ bên ngoài về sản phẩm của doanh nghiệp, nó được hình thành bởi nhiều yếu tố khác nhau từ bên trong doanh nghiệp như chất lượng sản phẩm, năng lực quản trị, chất lượng nguồn nhân lực và dịch

vụ sau bán hàng...Biểu hiện uy tín kinh doanh của doanh nghiệp là sự ổn định của khách hàng truyền thống, khả năng gia tăng thị phần và doanh số sản phẩm. Khi sản phẩm của doanh nghiệp được bên ngoài đánh giá cao, thì uy tín trở thành một tài sản thực sự góp phần tạo ra giá trị cho doanh nghiệp.

- Trình độ người lao động

Trình độ người lao động không chỉ có ý nghĩa quan trọng đối với việc nâng cao chất lượng sản phẩm, mà còn có thể làm giảm chi phí sản xuất kinh doanh. Với ý nghĩa đó, khi đánh giá khả năng tồn tại và phát triển, khả năng sáng tạo ra lợi nhuận, cần thiết phải xét đến trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động, coi chúng như một yếu tố nội tại quyết định đến giá trị của doanh nghiệp.

- Năng lực quản trị kinh doanh

Năng lực quản trị kinh doanh thường được đánh giá trên cơ sở việc thực hiện các chức năng quản trị, như: hoạch định, tổ chức, phối hợp, điều khiển, kiểm tra... Điều này thể hiện ở việc ra các quyết định tài chính như: quyết định đầu tư vốn, quyết định tài trợ vốn và quyết định phân phối lợi nhuận (hay chia cổ tức ở các công ty cổ phần). Nếu như các nhà đầu tư nhận thấy các quyết định đầu tư hay quyết định chia cổ tức của công ty là không hợp lý thì họ sẽ phản ứng tiêu cực với cổ phiếu của công ty, hậu quả giá cổ phiếu sẽ bị sụt giảm hay giá trị doanh nghiệp giảm. Ngược lại, họ sẽ phản ứng tích cực trước các quyết định đầu tư, tài trợ hay chia cổ tức hợp lý từ ban lãnh đạo công ty và điều này sẽ góp phần đẩy giá cổ phiếu lên cao hay tăng giá trị doanh nghiệp. Rõ ràng, năng lực quản trị kinh doanh tốt là một nhân tố có tính quyết định đến chiều hướng phát triển, cũng như khả năng hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

1.2 Các lý thuyết về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp được thể hiện trong khá nhiều lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn. Các kết quả nghiên cứu về vấn đề này có thể được chia ra thành các nhóm như sau: (i) cơ cấu nguồn vốn không liên quan đến giá trị doanh nghiệp, (ii) cơ cấu nguồn vốn có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp; (iii) cơ cấu nguồn vốn có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp; (iv) tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho mỗi doanh nghiệp. Trong

phần này, đề tài sẽ đi nghiên cứu một vài lý thuyết tiêu biểu về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp.

1.2.1. Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn của công ty

Lý thuyết này do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra vào năm 1958, do đó thường được gọi tắt là lý thuyết M&M. Lý thuyết M&M dựa trên những giả định quan trọng sau: giả định về thuế, giả định về chi phí giao dịch, giả định về chi phí kiệt quệ tài chính, giả định về thị trường vốn hoàn hảo. Cụ thể:

- Không có các chi phí giao dịch khi mua bán chứng khoán.
 - Có đủ số người mua và người bán trên thị trường, vì vậy không có nhà đầu tư riêng lẻ nào có ảnh hưởng lớn đối với giá cả chứng khoán.
 - Có sẵn thông tin liên quan cho tất cả các nhà đầu tư và không phải mất tiền.
 - Tất cả các nhà đầu tư đều có thể vay và cho vay với cùng lãi suất.
- Đây là một giả định quan trọng của lý thuyết MM. Với giả định này thì doanh nghiệp không còn lợi thế hơn cá nhân nhà đầu tư trong việc sử dụng đòn bẩy nữa, doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy hay không không có gì quan trọng vì đây là việc mà nhà đầu tư nào cũng làm được.
- Tất cả các nhà đầu tư đều hợp lý và có kỳ vọng thuần nhất về lợi nhuận của các doanh nghiệp. Giả định này một phần có cơ sở từ giả định thông tin có sẵn và không phải mất tiền; các nhà đầu tư tiếp cận với thông tin như nhau và giả định tất cả họ đều có suy nghĩ và tính toán hợp lý như nhau sẽ cho ra kết quả giống khi nhận định về một công ty nào đó. Đây là con đường dẫn đến kỳ vọng thuần nhất.
 - Giả định rủi ro thuần nhất: các doanh nghiệp hoạt động dưới điều kiện tương đương nhau sẽ có cùng mức độ rủi ro kinh doanh.

Lý thuyết M&M là lý thuyết hiện đại đã lý giải được quan hệ giữa giá trị công ty, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ vay của công ty. Về nội dung, lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề quan trọng: Mệnh đề thứ nhất nói về giá trị công ty, mệnh đề thứ hai nói về chi phí sử dụng vốn của công ty. Các mệnh đề này lần lượt được xem xét trong hai trường hợp: có thuế và không có thuế.

1.2.1.1 Lý thuyết MM trong trường hợp không có thuế:

Năm 1958, Franco Modigliani và Merton Miller nghiên cứu mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp, chi phí vốn và cấu trúc vốn với các giả định bao gồm:

- Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân.
- Không có chi phí giao dịch
- Không có chi phí phá sản và chi phí kiệt quệ tài chính
- Nhà đầu tư và công ty đều có thể vay tiền ở mức lãi suất như nhau
- Lợi nhuận kỳ vọng hàng năm không đổi
- Thị trường vốn là thị trường hoàn hảo

Với các giả định như trên, lý thuyết MM (1958) phát biểu thành hai mệnh đề:

Mệnh đề I: Giá trị doanh nghiệp trong trường hợp không có thuế

MM (1958) phát biểu rằng, trong điều kiện không có thuế, giá trị doanh nghiệp có vay nợ (V_L) bằng giá trị doanh nghiệp không có vay nợ (V_U), nghĩa là $V_L = V_U$.

Có thể phát biểu mệnh đề này theo cách khác là trong điều kiện không có thuế giá trị doanh nghiệp có vay nợ và không vay nợ là như nhau. Do đó cơ cấu nguồn vốn không có ảnh hưởng gì đến giá trị doanh nghiệp. Vì vậy không có cơ cấu nguồn vốn tối ưu và doanh nghiệp cũng không thể nào tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu nguồn vốn.

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

Mệnh đề này được giải thích bởi những lý do sau:

- Thị trường vốn hoàn hảo nên không có chi phí chuyển đổi khi chuyển từ nguồn vốn này sang nguồn vốn khác, từ khoản đầu tư này sang khoản đầu tư khác. Nhà quản lý doanh nghiệp có thể lựa chọn bất kỳ mức cơ cấu nguồn vốn nào họ

mong muốn, các nhà đầu tư cũng dễ dàng thay đổi các thành phần trong rô đầu tư của mình.

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

Mệnh đề I trong trường hợp không có thuế có thể được chứng minh bằng công thức toán học sau:

Gọi EBIT: lợi nhuận trước lãi vay và thuế hàng năm; D: dư nợ của doanh nghiệp; r_D : chi phí sử dụng nợ.

Cổ đông của doanh nghiệp có sử dụng vay nợ sẽ nhận: $EBIT - r_D D$

Chủ nợ sẽ nhận: $r_D D$

Do vậy, tổng dòng tiền cho cổ đông và chủ nợ là:

$(EBIT - r_D D) + r_D D$

Giá trị hiện tại của dòng tiền này là V_L

Mà $(EBIT - r_D D) + r_D D = EBIT$

Giá trị hiện tại của dòng EBIT chính là V_U . Vì vậy, $V_L = V_U$.

Như vậy, với những giả định đã đưa ra, theo MM, cơ cấu nguồn vốn hoàn toàn độc lập với giá trị của doanh nghiệp.

Mệnh đề II: Chi phí sử dụng vốn trong trường hợp không có thuế

MM (1958) phát biểu rằng, trong điều kiện không có thuế, tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng nợ vay (đòn bẩy tài chính), chi phí sử dụng vốn bình quân không đổi bất chấp cơ cấu nguồn vốn thay đổi như thế nào.

Trong điều kiện không có thuế, khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay, phần chênh lệch giữa tỷ suất sinh lời của tài sản với tỷ suất sinh lời của chủ nợ là phần bù rủi ro mà cổ đông phải gánh chịu khi công ty sử dụng nợ vay. Do đó, chi phí

sử dụng vốn trung bình không đổi trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng lên khi công ty gia tăng tỷ số nợ.

Nếu không có tác động của thuế, công thức WACC đối với doanh nghiệp như sau:

$$WACC = r_D \times (D/V) + r_E \times (E/V) \quad (1.1)$$

Trong đó: $V = D + E$: tổng giá trị doanh nghiệp bằng vốn chủ sở hữu cộng với nợ. Ta có chi phí sử dụng vốn bình quân được xem như là tỷ suất sinh lời của tài sản doanh nghiệp, do đó ta có thể thay R_A thay cho WACC, do đó công thức (1.1) có thể được viết thành:

$$R_A = r_D \times (D/V) + r_E \times (E/V)$$

Biến đổi công thức trên ta có:

$$R_E = R_A + (R_A - R_D)(D/E) \quad (1.2)$$

Theo công thức (1.2), chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào các nhân tố: tỷ lệ sinh lời yêu cầu đối với tổng tài sản của công ty, chi phí sử dụng nợ và hệ số nợ/vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ sinh lời yêu cầu đối với tổng tài sản của công ty phụ thuộc vào hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Rủi ro tiềm ẩn trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được gọi là rủi ro kinh doanh. Rủi ro kinh doanh càng lớn thì R_A càng lớn, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu sẽ tăng. Nhân tố thứ hai ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là $(R_A - R_D)(D/E)$. Nếu doanh nghiệp không sử dụng nợ thì nợ không ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Nếu doanh nghiệp sử dụng nợ thì khi tỷ lệ D/E càng cao thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu càng cao. Sử dụng nợ cao khiến cho rủi ro tài chính tăng lên. Như vậy có thể thấy chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng khi công ty gia tăng nợ vì rủi ro tài chính tăng.

1.2.1.2 Lý thuyết MM trong trường hợp có thuế

Năm 1963, Franco Modigliani và Merton Miller đã đưa ra một nghiên cứu tiếp theo với việc loại bỏ giả định không có thuế. Trong trường hợp có thuế, MM (1963) phát biểu thành hai mệnh đề:

Mệnh đề I: Giá trị doanh nghiệp trong trường hợp có thuế

MM (1963) phát biểu rằng, trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp có vay nợ bằng giá trị doanh nghiệp không có vay nợ cộng

với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế do sử dụng nợ. Về mặt toán học, mệnh đề I trong trường hợp có thuế được diễn tả bởi công thức sau:

$$V_L = V_U + tD.$$

Trong đó: V_L : giá trị doanh nghiệp có sử dụng nợ. V_U : giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ; t : thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp; D : giá trị vốn vay nợ.

Như vậy, Mệnh đề I cho rằng giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không vay nợ cộng với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế. Hay giá trị công ty có vay nợ sẽ cao hơn giá trị công ty không sử dụng nợ vay. Như vậy, việc sử dụng đòn bẩy tài chính làm gia tăng giá trị của công ty do khoản tiết kiệm từ thuế cho cổ đông từ việc gia tăng sử dụng nợ vay.

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

Tuy nhiên, điều này là không thể xảy ra trong điều kiện thực tế vì khi nợ vay tăng lên sẽ làm xuất hiện nhiều chi phí khác bù trừ với lợi ích của tầm chắn thuế, từ đó làm giảm giá trị của doanh nghiệp.

Để chứng minh cho mệnh đề này ta đi xem xét ví dụ minh họa sau:

Công ty PW có lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) hàng năm là 100 tỷ đồng. Toàn bộ lợi nhuận sau thuế đều được sử dụng để trả cổ tức cho cổ đông. Công ty phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp với thuế suất 20%. Công ty đang xem xét hai cơ cấu nguồn vốn: (1) công ty không sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn; (2): công ty phát hành trái phiếu 100 tỷ đồng vô thời hạn với lãi suất 10%/năm.

Ta có thể tính dòng tiền dành cho cổ đông và chủ nợ như sau: (dòng tiền đều mãi mãi) đơn vị: tỷ đồng.

	Phương án 1	Phương án 2
EBIT	100	100
Lãi vay	0	10
Lợi nhuận trước thuế	100	90

Thuế TNDN	20	18
Lợi nhuận sau thuế	80	72
Dòng tiền dành cho cổ đông và chủ nợ (EBIT – r _D D)(1-t) + r _D D = EBIT(1-t) + r _D Dt	80	82

Như vậy có thể thấy tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đã làm cho dòng tiền của hai phương án khác nhau. Dòng tiền của phương án 2 lớn hơn vì có sử dụng nợ. Chi phí lãi vay được tính trừ vào thu nhập chịu thuế nên phương án tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Vì trái phiếu chi trả lãi hàng năm với tỷ lệ chiết khấu giả định là 10% thì giá trị hiện tại của phần tiết kiệm thuế này là:

$$PV = 100 \times 10\% \times 20\% / 10\% = 20 \text{ tỷ đồng}$$

Giá trị của công ty là tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền với tỷ suất chiết khấu phù hợp. Với phương án 1, không vay nợ chúng ta sẽ chiết khấu dòng tiền với tỷ suất chiết khấu r_0 (chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu khi không vay nợ, giả sử bằng 20%) giá trị công ty không đi vay nợ:

$$V_U = PV(EBIT(1-t)) = \frac{EBIT(1-t)}{r_0}$$

Với phương án đi vay nợ, dòng tiền của công ty gồm hai bộ phận: phần thứ nhất bằng dòng tiền công ty không đi vay nợ $EBIT(1-t)$ và phần thứ hai là $r_D Dt$, là chắn thuế. Do đó giá trị công ty bằng giá trị hiện tại của bộ phận dòng tiền thứ nhất chiết khấu ở r_0 và giá trị hiện tại của bộ phận dòng tiền thứ hai chiết khấu với tỷ suất chiết khấu r_D là 10%.

$$V_L = V_U + Dt \quad (1.3)$$

$$= 80 / 0,2 + 20 = 420 \text{ tỷ đồng.}$$

Công thức này cho chúng ta kết luận trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với giá trị hiện tại của lá chắn thuế. Do vậy giá trị của doanh nghiệp sẽ tăng khi nợ tăng vì tác động của lá chắn thuế từ lãi vay.

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

MM (1963) phát biểu rằng, trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp, tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông có quan hệ cùng chiều với mức độ sử

dụng nợ vay. Chi phí sử dụng vốn bình quân giảm trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng lên khi công ty gia tăng hệ số nợ.

Dưới tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty sẽ bằng:

$$WACC = r_D (1-t) \times (D/V) + r_E \times (E/V)$$

Trong trường hợp có thuế, giá trị của công ty đi vay nợ bằng giá trị của công ty không đi vay nợ cộng với giá trị hiện tại của lá chắn thuế. Do đó chúng ta có thể biểu diễn bằng cân đối kế toán của công ty có đi vay nợ như sau:

V_U : giá trị công ty không vay nợ

D: Nợ

tD : giá trị hiện tại của lá chắn thuế

E: Vốn chủ sở hữu

Ta có thể thiết lập cân bằng:

$$D \times r_D + E \times r_E = V_U \times r_0 + tDr_D$$

Qua biến đổi công thức ta có công thức sau:

$$r_E = r_0 + (r_0 - r_D)(1 - t) \frac{D}{E}$$

Với ví dụ trên về giá trị doanh nghiệp ở phương án 2 là 420 tỷ đồng. Vì nợ có giá trị là 100 tỷ đồng nên vốn chủ sở hữu có giá trị là 320 tỷ đồng. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty trong trường hợp có vay nợ là:

$$R_E = 0,2 + (0,2-0,1)(1-20\%) \times 100/320 = 22,5\%$$

$$WACC = 0,1 \times (1-20\%) \times 100/420 + 320/420 \times 0,225 = 19,04\%$$

Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp khi sử dụng nợ giảm xuống còn là 19,04% so với khi không vay nợ là 20%.

Như vậy, khi có thuế thu nhập doanh nghiệp, tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông sẽ tăng lên, giá trị doanh nghiệp cũng tăng lên trong trường hợp có sử dụng nợ vay và đạt giá trị cực đại khi doanh nghiệp được tài trợ bằng 100% vay nợ. Tuy nhiên, trong thực tế giá trị doanh nghiệp khó gia tăng tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ 100% vay nợ. Bởi vì hầu như ít doanh nghiệp được tài trợ bằng 100% vốn vay nợ. Hơn nữa các nhà cung cấp vốn bên ngoài như các ngân hàng chẳng hạn, thường xem xét tình hình tài chính của doanh nghiệp khi cho vay, nếu doanh

nghiệp đang trong tình trạng vay nợ nhiều thì khó có thể cho vay tiếp vì rủi ro sẽ rất cao. Những lợi thế do vay nợ mang lại là rõ ràng, tuy nhiên điều đó chỉ phụ thuộc vào lợi nhuận hoạt động thực tế của doanh nghiệp.

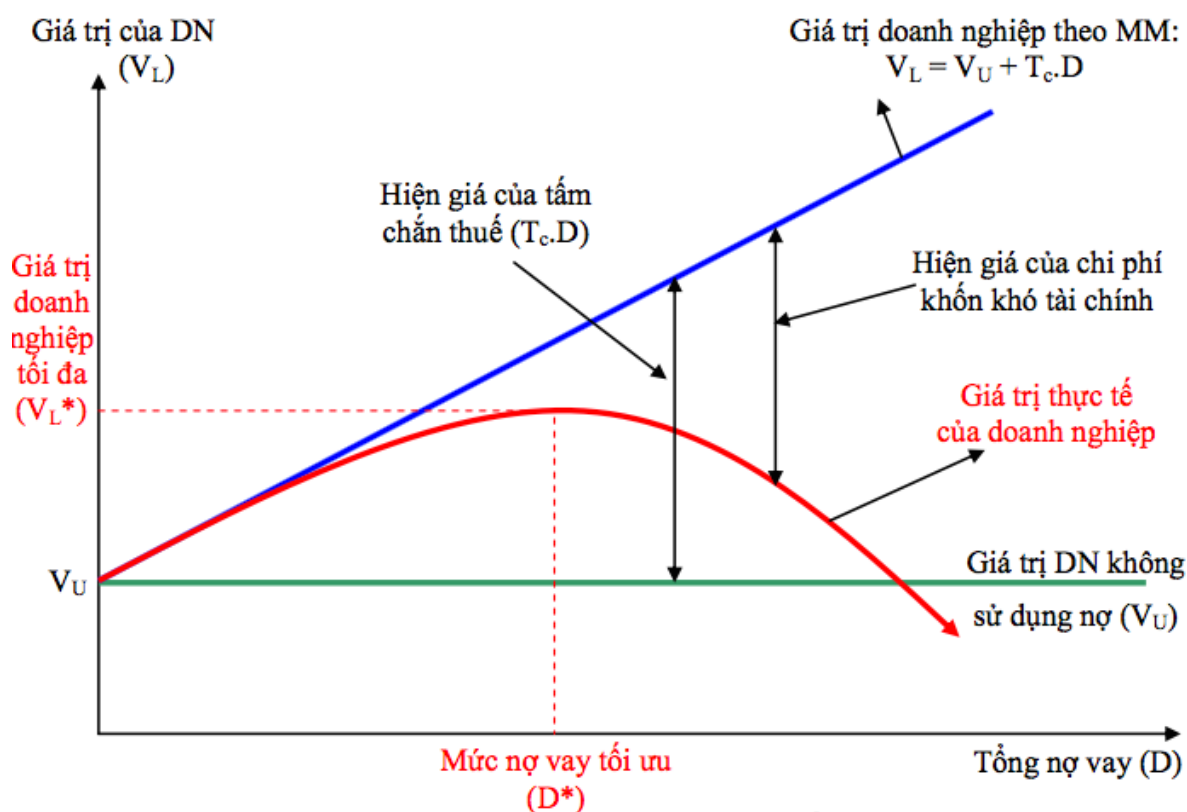
Lý thuyết M&M đã lý giải mối quan hệ giữa giá trị công ty, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ vay trong các trường hợp có thuế và không có thuế. Tuy nhiên, lý thuyết M&M chưa xem xét đến tác động của một số chi phí khác khiến cho lợi ích của lá chắn thuế bị giảm dần đi và đi đến triệt tiêu khi công ty gia tăng hệ số nợ, chẳng hạn như tác động của chi phí kiệt quệ tài chính. Có điều, chi phí kiệt quệ tài chính chỉ là khái niệm trên lý thuyết, còn trên thực tế để xác định tất cả các chi phí này là rất khó khăn, và thực tế là không thể xác định cụ thể được hết. Những chi phí có thể quan sát và xác định được ví dụ như chi phí luật sư, kế toán theo dõi và giải quyết phá sản. Còn chi phí do mất khách hàng, mất nhà cung cấp, nhân viên trình độ cao...thì rất khó để xác định cụ thể. Đây cũng là khó khăn đã hạn chế phạm vi nghiên cứu của lý thuyết M&M. Giống như lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu, nếu xét đến cả chi phí kiệt quệ tài chính, khi lợi ích của lá chắn thuế cao hơn chi phí kiệt quệ tài chính thì chi phí sử dụng vốn trung bình giảm. Đến một điểm nào đó thì chi phí kiệt quệ tài chính sẽ bắt đầu vượt qua lợi ích từ lá chắn thuế. Ở điểm đó, cơ cấu nguồn vốn của công ty là tối ưu, chi phí sử dụng vốn trung bình đạt cực tiểu, giá trị công ty đạt cực đại. Khi công ty tiếp tục gia tăng hệ số nợ, công ty sẽ vượt qua điểm tối ưu, ở đó chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty sẽ tăng lên, và giá trị của công ty sẽ giảm xuống. Lợi ích của tấm chắn thuế không đủ bù đắp cho chi phí kiệt quệ tài chính (Myers, 1977). Lý thuyết M&M chưa xem xét tác động của các chi phí này.

1.2.2. Lý thuyết đánh đổi dạng tĩnh (Static Trade-off theory)

Theo lý thuyết đánh đổi, cơ cấu nguồn vốn được quyết định bởi mối quan hệ giữa lợi ích và chi phí từ nợ. Khi lợi ích lớn hơn chi phí, doanh nghiệp có xu hướng dùng nhiều nợ hơn. Ngược lại, khi lợi ích nhỏ hơn chi phí, doanh nghiệp sẽ điều chỉnh hệ số nợ về mức cân bằng giữa chi phí và lợi ích. Tại điểm này, cơ cấu nguồn vốn được coi là tối ưu cho doanh nghiệp. Lợi ích và chi phí của nợ có thể đến từ nhiều khía cạnh.

Đứng trên góc độ *thuế và rủi ro phá sản*, sử dụng nợ có thể giúp doanh nghiệp tiết kiệm một khoản thuế do chi phí trả lãi được khấu trừ khi xác định thu

nhập chịu thuế nhưng đồng thời cũng làm tăng rủi ro vỡ nợ và có thể phát sinh các chi phí phá sản doanh nghiệp. Theo cách tiếp cận này, doanh nghiệp sẽ duy trì cơ cấu nguồn vốn mục tiêu tại điểm cân bằng giữa lợi ích về thuế và các chi phí phá sản.



Nguồn: Ross et al. (2002)

Hình 1.1 Cơ cấu vốn tối ưu và giá trị doanh nghiệp

Hình 1.1 cho thấy giá trị lớn nhất của doanh nghiệp (V_L^*) đạt được ở mức nợ tối ưu (D^*). Giá trị thực tế của doanh nghiệp được xác định theo công thức dưới đây:

Giá trị thị trường của DN có sử dụng nợ = Giá trị thị trường của DN không sử dụng nợ + Giá trị hiện tại của tấm chắn thuế - Giá trị hiện tại của chi phí khốn khó tài chính (hay chi phí kiệt quệ tài chính).

Dựa trên sự cân bằng giữa lợi ích tấm chắn thuế của nợ và chi phí kiệt quệ tài chính sẽ có một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Myers (1984), các doanh nghiệp tuân theo mô hình này sẽ thiết lập một cơ cấu nguồn vốn mục tiêu và dần dần di chuyển về phía đó. Cơ cấu nguồn vốn sẽ di

chuyển tới mục tiêu phản ánh mức thuế, loại tài sản, rủi ro kinh doanh, lợi nhuận và chi phí phá sản. Trên thực tế, doanh nghiệp đang cân đối giữa chi phí và lợi ích của các khoản vay, tài sản của doanh nghiệp hiện có và kế hoạch đầu tư dài hạn. Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu có sự khác biệt giữa các doanh nghiệp do sự khác biệt về đặc điểm của từng doanh nghiệp. Sự khác biệt về thể chế như hệ thống tài chính, mức thuế suất, luật phá sản... giữa các quốc gia cũng sẽ dẫn đến cơ cấu nguồn vốn khác nhau giữa các quốc gia. Lý thuyết đánh đổi dạng tĩnh còn cho rằng, giữa cơ cấu nguồn vốn và quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tích cực, vì các doanh nghiệp lớn thường là các doanh nghiệp có uy tín trên thị trường tài chính, do đó có chi phí phá sản thấp hơn. Các doanh nghiệp có rủi ro thấp, cơ cấu tài sản hữu hình trong tổng tài sản lớn và có lợi nhuận cao thì nên có hệ số nợ lớn và ngược lại. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao sẽ tạo tầm chắn thuế của nợ cao hơn, do đó thường vay nợ nhiều hơn so với doanh nghiệp có khả năng sinh lời thấp. Các doanh nghiệp có cơ hội phát triển cao nên vay ít hơn vì doanh nghiệp có khả năng mất đi giá trị trong khủng hoảng tài chính.

Trên góc độ “vấn đề người đại diện” (*Agency problem*), lợi ích của vay nợ là làm giảm bớt mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý. Nhà quản lý doanh nghiệp thường có động cơ sử dụng một cách lãng phí dòng tiền vào các đặc quyền của mình và các khoản đầu tư kém hiệu quả. Tài trợ bằng nợ sẽ hạn chế dòng tiền sẵn có cho nhà quản lý và do đó khắc phục được mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý (Jensen và Meckling, 1976; Jensen, 1986). Mặt khác, nợ cũng làm tăng mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ (Stulz, 1990), do đó làm phát sinh chi phí “agency cost”. Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu tại đó tác dụng khắc phục vấn đề người đại diện cân bằng với tác động nghịch chiều lên mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ.

Theo lý thuyết đánh đổi dạng tĩnh, doanh nghiệp không sử dụng nợ vay hoặc sử dụng toàn bộ nợ vay để tài trợ đều không có lợi cho doanh nghiệp, sử dụng một mức vay nợ vừa phải sẽ tốt hơn cho doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi dạng tĩnh còn mang một số hạn chế. Đó là lý thuyết này dựa trên các điều kiện môi trường hoạt động của doanh nghiệp ổn định: không có cải cách thuế, công nghệ sản xuất, tài sản hoặc mức độ cạnh tranh trong thị trường đầu ra không đáng kể giữa các doanh nghiệp. Với những giả định này, theo lý thuyết đánh đổi dạng

tính, mỗi doanh nghiệp luôn tồn tại cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Tuy nhiên những giả thuyết này lại khác so với thực tế, như hệ thống thuế của quốc gia có thể thay đổi, công nghệ sản xuất, tài sản và mức độ cạnh tranh trên thị trường giữa các doanh nghiệp có thể xảy ra. Do đó quyết định cơ cấu nguồn vốn là động, sự điều chỉnh về cơ cấu nguồn vốn tối ưu phụ thuộc vào kỳ vọng và chi phí của việc điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn, vì thế doanh nghiệp thường tái cấu trúc nguồn vốn theo thời gian (Brighma và Ehrhardt, 2005).

1.2.3. Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory)

Những nền tảng đầu tiên của lý thuyết này là từ những nghiên cứu mang tính mô tả của Donaldson (1961). Các nghiên cứu này đã sơ bộ chỉ ra những bằng chứng cho thấy các nhà điều hành ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ và chỉ cân nhắc đến nguồn tài trợ bên ngoài (phát hành nợ mới và phát hành cổ phần mới) khi có sự gia tăng bất thường về nhu cầu vốn. Đến năm 1984, Myers và Majluf đã có những nghiên cứu sâu hơn để chỉ ra các khuynh hướng thiên lệch của tài chính hành vi bắt nguồn từ vấn đề thông tin không cân xứng – vấn đề mà trong đó, các nhà điều hành biết nhiều về các tiềm năng, rủi ro, và các giá trị của doanh nghiệp hơn là các nhà đầu tư bên ngoài. Thông tin không cân xứng tác động đến lựa chọn giữa tài trợ từ nội bộ và tài trợ từ bên ngoài, giữa phát hành mới chứng khoán nợ và chứng khoán vốn. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các nguồn vốn huy động từ bên ngoài (nợ vay và vốn cổ phần) sẽ có chi phí cao hơn so với nguồn vốn nội sinh của doanh nghiệp (lợi nhuận giữ lại). Mặt khác Myers và Majluf cho rằng, chênh lệch thông tin sẽ làm giá cổ phiếu bị định giá sai trên thị trường, làm tổn thất tài sản của cổ đông hiện hữu. Chẳng hạn, nếu doanh nghiệp tài trợ cho dự án mới bằng cách phát hành cổ phiếu thì các cổ phiếu này có thể bị định giá thấp. Điều này là do người quản lý doanh nghiệp không chuyển tải thông tin đáng tin cậy về chất lượng tài sản hiện có cũng như các cơ hội đầu tư sẵn có của doanh nghiệp cho các nhà đầu tư tiềm năng biết. Từ đó dẫn đến các nhà đầu tư bên ngoài không thể phân biệt giữa dự án tốt và dự án xấu, do đó họ sẽ xem quyết định bán cổ phiếu mới của doanh nghiệp là một tín hiệu xấu. Vì thế doanh nghiệp chỉ có thể phát hành cổ phiếu mới với mức giá thấp. Chính vì vậy, Myers và Majluf (1984) cho rằng, việc vay nợ thông qua các công cụ nợ, đặc biệt là các công cụ

nợ ít rủi ro sẽ giúp doanh nghiệp khắc phục được phần nào việc đầu tư không hiệu quả mà nguyên do là vấn đề chênh lệch thông tin.

Từ những lập luận trên, Myers và Majluf (1984) cho rằng, nhà quản lý sẽ phát hành nợ vay khi cổ phiếu của doanh nghiệp bị định giá thấp. Doanh nghiệp sẽ huy động vốn cổ phần từ bên ngoài khi chi phí khôn khó tài chính cao và ngược lại, nợ vay sẽ được sử dụng khi chi phí khôn khó tài chính thấp. Những quyết định về cơ cấu nguồn vốn không dựa trên một hệ số nợ tối ưu mà được quyết định từ việc phân hạng thị trường và tuân theo một trật tự trong tài trợ như sau: Vốn nội bộ (chủ yếu là lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư) giải quyết tốt hơn vấn đề thông tin không cân xứng so với nguồn tài trợ bên ngoài nên được các nhà điều hành chọn đầu tiên để tài trợ cho các dự án. Còn trong các nguồn tài trợ bên ngoài, so với vốn chủ sở hữu, nợ có rủi ro thấp hơn do các ràng buộc trong các điều khoản tín dụng, do đó đã khắc phục phần nào vấn đề thông tin không cân xứng. Vì vậy, sau tài trợ bằng vốn nội bộ, các nhà điều hành sẽ chọn tài trợ vốn bằng phát hành nợ mới, và cuối cùng mới bằng phát hành cổ phần mới. Phát hành cổ phần mới thường là phương án cuối cùng khi doanh nghiệp đã sử dụng hết khả năng vay nợ, tức là khi xuất hiện mối đe dọa của chi phí kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp làm cho chủ nợ hiện hữu cũng như giám đốc tài chính phải lo lắng.

Lý thuyết trật tự phân hạng góp phần giải thích tại sao các doanh nghiệp sinh lợi cao trong ngành có cơ cấu nguồn vốn nghiêng về vốn chủ sở hữu, còn các doanh nghiệp sinh lợi thấp hơn thường vay nợ nhiều hơn. Các doanh nghiệp sinh lợi thấp hơn thường vay nợ nhiều hơn bởi vì sinh lợi thấp nên họ có rất ít nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho các dự án đầu tư. Mặt khác, trong trật tự phân hạng của nguồn tài trợ từ bên ngoài, tài trợ nợ đứng đầu trong trật tự phân hạng.

Trong thực tế, nhiều doanh nghiệp vẫn chọn vay nợ dù nguồn tài trợ nội bộ vẫn chưa sử dụng hết, bởi vì những ưu đãi và sự dễ dàng trong vay nợ, đặc biệt là lợi dụng được tầm chắn thuế. Cũng có nhiều doanh nghiệp phát hành cổ phần thường mà không vay nợ bởi vì các doanh nghiệp có thể đi vay từ các nhà đầu tư một cách dễ dàng. Như vậy, lý thuyết này không hoàn toàn đúng với tất cả các doanh nghiệp, còn bộc lộ nhiều hạn chế, đó là không giải thích được tác động của thuế, chi phí phá sản, chi phí phát hành chứng khoán đến nợ vay của doanh nghiệp, chưa xem xét đến vấn đề đại diện xảy ra khi doanh nghiệp có quá nhiều nguồn

lực tài chính nhân rồi (Smart và cộng sự, 2007). Tuy nhiên lý thuyết này đã góp phần giải thích tại sao hầu hết các tài trợ bên ngoài là nợ vay và tại sao các thay đổi trong tỷ lệ nợ thường theo các nhu cầu từ bên ngoài.

1.2.4 Lý thuyết định thời điểm thị trường (Market timing theory)

Thời điểm thị trường cũng là một vấn đề được các nhà quản trị quan tâm. Đường như các doanh nghiệp đang cố gắng phát hành cổ phiếu khi giá cổ phiếu đang cao và mua lại cổ phiếu khi giá trị thị trường của cổ phiếu xuống thấp. Những giả định về vấn đề này đơn giản chỉ là vì các nhà quản trị tin rằng họ có thể gia nhập thị trường đúng thời điểm để tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu của Graham và Harvey (2001), những nhà quản trị tài chính thừa nhận rằng họ đang cố gắng để tham gia vào thị trường cổ phiếu đúng lúc, và hai phần ba trong số họ cho rằng phát hành hay mua lại cổ phiếu thường phụ thuộc vào giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp bị định dưới giá hoặc định giá quá cao giá trị thị trường của cổ phiếu đó. Và đối với họ, vấn đề đó thực sự quan trọng để xem xét trong các quyết định tài chính.

Nghiên cứu của Baker và Wurgler (2002) cho rằng cơ cấu vốn nên được hiểu như tích lũy của các nỗ lực huy động vốn căn cứ vào thời điểm thị trường trong quá khứ. Nói cách khác, nhà quản trị sẽ theo dõi điều kiện hiện tại của thị trường nợ và cổ phiếu. Khi có nhu cầu tài trợ, họ sẽ lựa chọn bất kì nguồn vốn nào mà ở đó có điều kiện thị trường thuận lợi hơn. Nếu không thị trường nào khả quan, họ sẽ hoãn việc huy động tài trợ. Ngược lại, nếu thị trường thuận lợi ngoài dự tính, nhà quản trị có thể đưa ra quyết định huy động vốn ngay cả khi doanh nghiệp không có nhu cầu trong hiện tại.

Welch (2004) thì kết luận rằng những cú sốc trong giá chứng khoán tạo ra một hiệu ứng kéo dài trong cơ cấu vốn và quyết định tài trợ của doanh nghiệp.

1.2.5. Lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn tối ưu (optimal capital structure)

Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu còn được gọi là cách tiếp cận truyền thống. Lý thuyết này cho rằng chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cơ cấu vốn của công ty và có một cơ cấu vốn tối ưu, ở đó ban quản trị công ty có thể gia tăng giá trị của công ty bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy tài chính phù hợp.

Theo cách tiếp cận này, khi gia tăng sử dụng nợ, công ty có thể giảm chi phí sử dụng vốn trung bình bởi vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn do có khoản tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc gia tăng hệ số nợ cũng kéo theo việc gia tăng rủi ro, do đó nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao hơn. Nhưng ban đầu, sự gia tăng tỷ suất sinh lời đòi hỏi vẫn không hoàn toàn xóa sạch được những lợi ích đến từ việc sử dụng nợ như là một nguồn vốn rẻ hơn cho đến khi nào nhà đầu tư tiếp tục gia tăng tỷ suất sinh lời đòi hỏi khiến cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn. Tại hệ số nợ mà tỷ suất sinh lời đòi hỏi vừa đủ làm cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn, doanh nghiệp có được chi phí sử dụng vốn thấp nhất. Khi tiếp tục tăng hệ số nợ, chi phí sử dụng vốn trung bình của doanh nghiệp sẽ tăng lên.

Vấn đề đặt ra là làm thế nào để xác định được cơ cấu nguồn vốn tối ưu? Đây luôn là một câu hỏi khó dành cho các nhà hoạch định chính sách tài chính. Hoạch định chính sách cơ cấu nguồn vốn liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro. Một mặt, sử dụng nhiều nợ sẽ làm gia tăng rủi ro cho công ty, nhưng tỷ lệ nợ cao nói chung sẽ đưa đến lợi nhuận kỳ vọng cao. Mặt khác, rủi ro gia tăng có khuynh hướng làm hạ thấp giá cổ phiếu, trong khi lợi nhuận cao lại có khuynh hướng gia tăng giá cổ phiếu của công ty. Dựa trên việc phân tích lợi nhuận và rủi ro, các nhà hoạch định tài chính đưa ra được những quyết định cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp – cơ cấu nguồn vốn mà tại đó cân đối được giữa lợi nhuận và rủi ro, do đó tối đa hóa được giá cả cổ phiếu của công ty.

Lý thuyết này dựa trên cơ sở lá chắn thuế để kết luận rằng có một cơ cấu vốn tối ưu, tại đó chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty là nhỏ nhất, và giá trị của công ty là cao nhất. Tuy nhiên, lý thuyết này chưa lý giải một cách thuyết phục tác động của nó như thế nào khi nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của công ty.

1.3 Tổng quan một số nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn.

1.3.1 Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp

Zeitun và cộng sự (2007) đã thực hiện nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty tại Jordan. Mẫu dữ liệu bao

gồm 167 công ty trong giai đoạn 1989-2003. Biến đại diện cho hiệu quả hoạt động của công ty được lựa chọn trong mô hình là ROA và Tobin'sQ. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng cơ cấu nguồn vốn có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

Lin (2007) đã thực hiện nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp của 272 công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Đài Loan giai đoạn 1997-2005. Chỉ số Tobin'sQ được sử dụng làm biến đại diện cho giá trị công ty. Hệ số nợ được đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản làm đại diện cho cơ cấu nguồn vốn. Bằng phương pháp hồi quy ngưỡng, kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại hai ngưỡng giữa hệ số nợ và giá trị doanh nghiệp là 48,92% và 49,55%. Để nâng cao giá trị doanh nghiệp, nghiên cứu kết luận phạm vi tối ưu của hệ số nợ là thuộc khoảng: (48,92% và 49,55%).

Cheng và cộng sự (2010) thực hiện nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị công ty của 650 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Trung Quốc giai đoạn 2001-2006. Biến ROE được sử dụng làm đại diện cho giá trị công ty, hệ số nợ làm đại diện cho cơ cấu nguồn vốn. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy ngưỡng. Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu ứng ba ngưỡng tồn tại giữa hệ số nợ và giá trị công ty. Theo đó hệ số là tích cực khi hệ số nợ thấp hơn 53,97%. Hệ số vẫn còn tích cực, nhưng bắt đầu giảm khi hệ số nợ trong khoảng (53,97%;70,48%). Hệ số là tiêu cực khi hệ số nợ trong khoảng (70,48%;75,26%) hoặc trên 75,26%, tức là trong phạm vi này nếu gia tăng hơn nữa nợ vay thì giá trị công ty sẽ bị giảm.

Ahmad và Abdullah (2013) đã sử dụng phương pháp hồi quy ngưỡng để nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của 467 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Malaysia giai đoạn 2005-2009. Biến ROE được sử dụng làm đại diện cho giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy để đảm bảo và nâng cao giá trị của doanh nghiệp, hệ số nợ của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Malaysia nên dưới 64,33%.

Lê Thị Phương Vy và Phùng Đức Nam (2013) đã thực hiện nghiên cứu mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài, cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp của 203 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2008-2011. Chỉ số Tobin's Q được sử dụng làm biến đại diện

cho giá trị doanh nghiệp. Đại diện cho cơ cấu nguồn vốn là hệ số nợ phải trả trên giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách của nợ. Nghiên cứu cũng đưa thêm các biến kiểm soát vào mô hình bao gồm quy mô công ty, cơ hội tăng trưởng, tài sản hữu hình, thuế thu nhập doanh nghiệp, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời và chi phí đầu tư. Nghiên cứu sử dụng mô hình FEM để thực hiện hồi quy. Kết quả cho thấy sở hữu nước ngoài và cơ cấu nguồn vốn có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Khả năng sinh lời, khả năng thanh toán và quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

Dựa trên các lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trình bày ở trên, đề tài này nhằm mục đích nghiên cứu liệu cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008-2015 hay không. Do vậy, giả thuyết đặt ra là cơ cấu nguồn vốn có mối quan hệ với giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008-2015.

1.3.2 Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Frank và Goyal (2009) đã nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty phi tài chính tại thị trường chứng khoán Mỹ giai đoạn 1950-2000. Các tác giả cho rằng những nhân tố ảnh hưởng thuận chiều lên cơ cấu nguồn vốn bao gồm hệ số nợ trung bình ngành, tài sản đảm bảo, quy mô doanh nghiệp, và lạm phát kỳ vọng; các nhân tố ảnh hưởng ngược chiều lên hệ số nợ là hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, rủi ro phá sản tính theo chỉ số Z của Altman, và chi trả cổ tức.

Deesomsak và cộng sự (2004) làm rõ những yếu tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp hoạt động tại 4 quốc gia trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương (Thái Lan, Ma-lay-xi-a, Xin-ga-po, và Úc) với sự chú trọng về thể chế và pháp luật tài chính. Mẫu khảo sát bao gồm tất cả các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán quốc gia trong giai đoạn nghiên cứu. Nghiên cứu đã đánh giá tác động của 6 biến độc lập bao gồm: tỷ lệ tài sản hữu hình, lợi nhuận, quy mô doanh nghiệp, lá chắn thuế phi nợ, tính thanh khoản và biến động doanh thu đến biến phụ thuộc là đòn bẩy tài chính. Kết quả nghiên cứu cũng khẳng định rằng cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp chịu

sự ảnh hưởng của các yếu tố vi mô, bao gồm cấu trúc tài sản, lợi nhuận, quy mô, lá chắn thuế phi nợ, tính thanh khoản và biến động doanh thu.

Lê Đạt Chí (2013) đã nghiên cứu kiểm định những nhân tố giữ vai trò quan trọng trong quyết định cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2010. Tác giả đã dựa trên nền tảng lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn như lý thuyết đánh đổi, trật tự phân hạng và thời điểm thị trường và lý thuyết tài chính hành vi. Kết quả nghiên cứu đã chỉ sáu nhân tố thực sự giữ vai trò quan trọng là thuế, lạm phát, tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, đòn bẩy ngành, tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), và hành vi nhà quản trị.

Dựa trên các lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm ở trên, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn các nhân tố quan trọng và có ý nghĩa trong việc giải thích quyết định cơ cấu nguồn doanh nghiệp gồm:

Tỷ lệ tăng trưởng của doanh nghiệp

Trên góc độ *thuyết chi phí về vấn đề người đại diện được phát triển bởi Jensen và Meckling (1976)*, các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao thường dựa vào tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Theo Myers (1984), nếu một doanh nghiệp có hệ số nợ cao thì người chủ sở hữu của doanh nghiệp có xu hướng không đầu tư nhiều vào các dự án của doanh nghiệp bởi vì lợi nhuận từ các khoản đầu tư này sẽ có lợi cho chủ nợ hơn là cho chủ sở hữu. Và như vậy các doanh nghiệp tăng trưởng cao với nhiều dự án sinh lời thường dựa vào vốn chủ sở hữu hơn là vào vốn vay.

Học thuyết trật tự phân hạng thì cho rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng cao thường đầu tư nhiều hơn, thời gian tích lũy lợi nhuận giữ lại ít hơn và do đó sẽ sử dụng nhiều nợ hơn so với các doanh nghiệp khác. Như vậy, theo lý thuyết trật tự phân hạng, tăng trưởng và nợ có mối quan hệ thuận.

Quy mô của doanh nghiệp

Quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Thông thường, những doanh nghiệp có quy mô vốn lớn thường có rủi ro phá sản thấp và chi phí phá sản thấp. Các doanh nghiệp này thường có dòng tiền ít biến động và dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng. Mặt khác, quy mô được xem là đại diện

cho sự bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư trong và ngoài doanh nghiệp. Fama & Jensen (1983) cho rằng doanh nghiệp lớn cung cấp nhiều thông tin cho nhà đầu tư bên ngoài hơn là doanh nghiệp nhỏ. Chính vì lợi ích từ việc bất cân xứng thông tin ít nên doanh nghiệp lớn có thể dễ dàng tiếp cận thị trường nợ và vay mượn với chi phí thấp hơn. Do đó, doanh nghiệp lớn thường vay nợ nhiều hơn doanh nghiệp nhỏ.

Cơ cấu tài sản

Cơ cấu tài sản là tỷ trọng của từng loại tài sản trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Các lý thuyết đều cho rằng doanh nghiệp nào sử dụng nhiều tài sản cố định hữu hình thì càng sử dụng nhiều nợ. Bởi vì tài sản cố định hữu hình đóng vai trò quan trọng trong việc thế chấp để đảm bảo cho các khoản vay. Hơn nữa, tài sản cố định hữu hình cũng góp phần gia tăng giá trị thanh lý của doanh nghiệp. Do vậy, tỉ số tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản có ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có tỉ số tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản cao thì hệ số nợ thường cao.

Khả năng sinh lời

Theo lý thuyết đánh đổi (trade-off theory), khi các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao, họ thích sử dụng nợ vay vì các yếu tố khác không đổi thì họ sẽ lợi dụng được tầm lá chắn thuế nhiều hơn.

Theo lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) thì các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp thích tài trợ cho các dự án bằng nguồn vốn từ nội sinh hơn sau đó mới đến nguồn vốn ngoại sinh. Điều này cũng có nghĩa là các doanh nghiệp có mức sinh lời cao sẽ có tỷ lệ nợ vay thấp.

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

Khả năng thanh toán và tính thanh khoản

Thông thường, khả năng thanh toán và hệ số nợ có mối quan hệ cùng chiều. Những doanh nghiệp có khả năng thanh toán cao hơn sẽ đảm bảo thanh toán tốt hơn các khoản nợ đến hạn. Tuy nhiên, theo thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ hơn là bên ngoài. Vì vậy, doanh nghiệp có thể tạo ra tính thanh khoản cho mình từ việc sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại. Nếu các tài sản có tính thanh khoản đủ để tài trợ cho các dự án đầu tư thì doanh nghiệp không cần phải sử dụng đến các nguồn tài trợ bên ngoài. Do đó, tính thanh khoản và đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch.

Lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao

Đây là lá chắn thuế phi nợ, là các khoản không phải lãi vay được khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp như khấu hao, các chi phí đầu tư cho sự phát triển của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của DeAngelo và Masulis (1980), các khoản phi nợ vay được khấu trừ thuế sẽ thay thế cho lợi ích từ thuế của việc vay nợ. Điều đó có nghĩa là tấm chắn thuế phi nợ càng cao thì doanh nghiệp càng ít cần đến tấm chắn thuế nợ, vì vậy, càng ít vay nợ. Do đó, tấm chắn thuế phi nợ và đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch. Trong khi đó, Michael Bradley và các cộng sự (1984), lại chỉ ra quan hệ thuận giữa lá chắn thuế phi nợ và đòn bẩy.

Các giả thuyết sau đây được phát triển theo cơ sở lý thuyết đã trình bày ở trên về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn và các bài nghiên cứu thực nghiệm đã thực hiện.

H₁: Khả năng sinh lời có tác động ngược chiều đến hệ số nợ

H₂: Quy mô doanh nghiệp có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₃: Cơ cấu tài sản cố định có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₄: Sự tăng trưởng có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₅: Lá chắn thuế phi nợ có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

H₆: Khả năng thanh toán có tác động ngược chiều đến hệ số nợ

Bên cạnh đó, trong giai đoạn nghiên cứu, giai đoạn 2011-2014, chính sách tài khoá đã được điều chỉnh theo hướng thắt chặt chi tiêu, đặc biệt là chi đầu tư công. Chính sách tín dụng trong giai đoạn này là Ngân hàng nhà nước đã mạnh dạn áp dụng cơ chế điều hành mới là xây dựng và công bố chỉ tiêu tăng trưởng tín

dụng hàng năm thay cho việc các tổ chức tín dụng sẽ tự quyết trong giai đoạn trước. Chính sách điều hành này đã hỗ trợ công tác kiểm soát lạm phát. Tăng trưởng tín dụng bình quân khoảng 13%/năm thấp hơn so với mức tăng bình quân 33,3%/ năm giai đoạn 2006-2010. Lãi suất cho vay trong giai đoạn này khá cao, nợ xấu trong lĩnh vực bất động sản cao. Thắt chặt tín dụng và lãi suất vay khá cao thời gian này có thể khiến cho các doanh nghiệp xây dựng khó tiếp cận được với nguồn vốn vay nợ từ ngân hàng. Do vậy bài nghiên cứu cho thêm biến kiểm soát điều hành vĩ mô trong giai đoạn 2011-2014 vào mô hình.

H₇: Điều hành vĩ mô của Chính phủ có tác động ngược chiều đến hệ số nợ

Việc vay nợ của doanh nghiệp còn phụ thuộc vào thời gian hoạt động của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu thường dễ vay nợ hơn so với các doanh nghiệp do có uy tín lâu năm hơn.

H₈: Thời gian hoạt động của doanh nghiệp có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

Các doanh nghiệp muốn huy động được nợ vay từ ngân hàng thì thường phải chịu các ràng buộc tài chính. Ràng buộc tài chính có thể được hiểu là những điều kiện, cam kết mà doanh nghiệp phải tuân thủ theo yêu cầu của ngân hàng, như điều kiện về dòng tiền, tài sản đảm bảo... Doanh nghiệp có dòng tiền thuận dồi dào sẽ dễ tiếp cận được nguồn vốn vay của ngân hàng hơn. Do vậy bài nghiên cứu cho thêm biến dòng tiền thuận đại diện cho ràng buộc tài chính. Bên cạnh đó, với điều kiện đặc thù của của Việt Nam và đồng thời dựa trên lý thuyết tài chính hành vi, để đại diện thêm cho ràng buộc tài chính, nghiên cứu đưa thêm biến cơ cấu sở hữu. Việc tiếp cận với nguồn vốn vay từ các ngân hàng của các doanh nghiệp nhà nước dễ dàng hơn đối với doanh nghiệp tư nhân.

H₉: Ràng buộc tài chính có tác động thuận chiều đến hệ số nợ

1.4 Xây dựng mô hình ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008-2015.

1.4.1 Mô hình ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp

Áp dụng những lý thuyết và thực nghiệm nghiên cứu ở trên, đề tài xây dựng mô hình ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết như sau:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 BEP_{it} + \beta_6 LIQUID_{it} + \beta_7 AGE_{it} + u_{it}$$

Trong mô hình trên: FV_{it} : giá trị doanh nghiệp; $TDTA_{it}$: hệ số nợ đại diện cho cơ cấu nguồn vốn và là biến giải thích.

Quy mô doanh nghiệp và sự tăng trưởng cũng được xem là một nhân tố có quan hệ với giá trị doanh nghiệp (Abor, 2005; Cheng và cộng sự, 2010).

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Để phản ánh quy mô DN, các nghiên cứu trước đây thường sử dụng chỉ tiêu tổng tài sản hoặc tổng doanh thu. Ngoài ra, quy mô vốn chủ sở hữu là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến giá trị DN cũng thường được đại diện cho quy mô DN. Trong đề tài này, nhóm tác giả chọn tổng tài sản là chỉ tiêu đại diện cho quy mô của DN. Tuy nhiên, nhóm tác giả có lấy logarit tự nhiên của tổng tài sản để làm giảm đi sự khác biệt khá lớn về quy mô giữa các DN trong ngành.

Khả năng tăng trưởng (GROWTH): Để đo lường khả năng tăng trưởng của DN các nghiên cứu trước đây thường sử dụng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hoặc tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản (Myers (1997)). Khả năng tăng trưởng của DN sử dụng trong mô hình của đề tài được đo lường bằng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và xác định theo công thức:

$$GROWTH = \frac{\text{Doanh thu thuần năm } t - \text{Doanh thu thuần năm } t - 1}{\text{Doanh thu thuần năm } t - 1}$$

Khả năng sinh lời (BEP): Các DN có khả năng sinh lời cao và bền vững thì sẽ tác động làm gia tăng giá trị doanh nghiệp, đặc biệt khi biến đại diện cho giá trị doanh nghiệp trong mô hình được sử dụng là ROE. Kết quả nghiên cứu của

Claessens & Djankov; Lê Đức Hoàng, Trần Minh Tuấn, Nguyễn Phùng Châu, Nguyễn Hoàng Anh (2016) đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm về mối liên hệ giữa khả năng sinh lời với ROE của DN.

Khả năng thanh toán (LIQUID): Trong những nghiên cứu thực nghiệm trước đây, các tác giả đã chỉ ra ảnh hưởng của khả năng thanh toán tới giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của Agrawal và Knoeber công bố năm 1996 chỉ ra rằng: việc gia tăng khả năng thanh toán của DN là biểu hiện của sự lãng phí tiền mặt và ảnh hưởng tiêu cực tới giá trị của DN. Tuy nhiên khi nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu nhà nước tới hiệu quả hoạt động tại các DN xây dựng niêm yết thì nhóm tác giả Lê Đức Hoàng, Trần Minh Tuấn, Nguyễn Phùng Châu, Nguyễn Hoàng Anh lại chỉ ra rằng khả năng thanh toán tỷ lệ thuận với giá trị doanh nghiệp của DN, tức là DN có khả năng thanh toán tốt, dòng tiền dồi dào sẽ có tác động tích cực tới giá trị DN. Với đề tài này nhóm tác giả sử dụng chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện hành được xác định bằng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn.

Thời gian hoạt động (AGE): Có nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng các DN lâu đời với kinh nghiệm quản lý và uy tín được tích lũy sẽ làm gia tăng giá trị DN (Majumdar (1997), Stinchcombe (1965)). Tuy nhiên cũng có những bằng chứng khác chỉ ra rằng DN càng hoạt động lâu năm trên thị trường càng trở nên trì trệ, trở nên bão hòa và DN chưa kịp chuyển hướng sang những ngành có hiệu quả cao hơn (Marshall (1920)). Đối với các DN xây dựng niêm yết thì tác động ấy như thế nào sẽ được nhóm tác giả kiểm chứng bằng phương pháp hồi quy dữ liệu dạng bảng.

Do vậy nhóm nghiên cứu lựa chọn năm biến này làm biến kiểm soát của mô hình.

Đo lường các biến trong mô hình:

Đề tài sử dụng các chỉ tiêu Tobin's Q và ROE làm đại diện cho giá trị doanh nghiệp. Hệ số nợ TDTA được tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản.

1.4.2 Mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn

Để kiểm nghiệm những giả thuyết đưa ra ở trên, bài nghiên cứu xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$TDR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIQUID_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 NDTs_{it} + \beta_6 BEP_{it} + \beta_7 DUM1 + \beta_8 AGE + \beta_9 OCF + \beta_{10} DUM2 + u_{it}$$

Trong đó:

Trong đó: β_0 là hằng số; $\beta_1 - \beta_{10}$ là hệ số hồi quy cho các biến độc lập

TDR = hệ số nợ; BEP = khả năng sinh lời; SIZE = quy mô doanh nghiệp; TANG = cơ cấu tài sản cố định; GROWTH = tỷ lệ tăng trưởng; NDTs = lá chắn thuế phi nợ; LIQUID = khả năng thanh toán; DUM1: đại diện cho điều hành vĩ mô; AGE: thời gian hoạt động của doanh nghiệp; OCF: dòng tiền thuần của doanh nghiệp; DUM2: đại diện cho cơ cấu sở hữu.

Giải thích yếu tố quyết định biến:

Biến phụ thuộc phản ánh cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng. Về mặt lý thuyết để phản ánh cơ cấu nguồn vốn các nghiên cứu trước đây thường sử dụng các chỉ tiêu hệ số nợ (Tổng nợ/Tổng nguồn vốn). Vì vậy, để phản ánh cơ cấu nguồn vốn bài nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu hệ số nợ được xác định bằng tổng nợ trên tổng nguồn vốn. Hệ số nợ có thể được tính theo giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường. Có những quan điểm ủng hộ sử dụng hệ số nợ theo giá trị sổ sách là biến phụ thuộc bởi vì hệ số này dựa trên những tài sản thực có của doanh nghiệp. Mặt khác, việc sử dụng hệ số nợ theo giá trị thị trường sẽ có sự biến động lớn và không đáng tin cậy trong việc ra các quyết định tài trợ của doanh nghiệp vì những hiện tượng như tình trạng đầu cơ trên thị trường chứng khoán. Vì vậy các chỉ tiêu được tính toán là các chỉ tiêu theo giá trị sổ sách.

Các biến độc lập:

Khả năng sinh lời: được đo lường bằng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) (=Lợi nhuận trước lãi vay và thuế/tổng tài sản bình quân)

Tỷ lệ tăng trưởng: được đo lường bằng tỷ lệ tăng trưởng tổng doanh thu và xác định theo công thức: (Doanh thu năm nay – doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước.

Khả năng thanh toán: bài nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện hành được xác định bằng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn

Quy mô doanh nghiệp: Trong mô hình nghiên cứu quy mô doanh nghiệp sẽ được tính bằng logarit của tài sản doanh nghiệp.

Cơ cấu tài sản cố định: được xác định bằng tỷ trọng giữa tài sản cố định và tổng tài sản theo giá trị sổ sách.

Lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao (lá chắn thuế phi nợ): được xác định bằng khấu hao TSCĐ trên tổng tài sản.

Thời gian hoạt động của doanh nghiệp được tính từ khi doanh nghiệp được thành lập đến 2015.

Nghiên cứu sử dụng biến giả 1 (DUM1) đại diện cho điều hành vĩ mô của Chính phủ. DUM1 nhận giá trị 1 trong giai đoạn 2011-2014, nhận giá trị 0 ở trong các thời gian còn lại.

Để đại diện cho ràng buộc tài chính trong vay nợ, nghiên cứu sử dụng biến dòng tiền thuần và cơ cấu sở hữu của doanh nghiệp. Biến giả 2 (DUM2) đại diện cho cơ cấu sở hữu, nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có sở hữu nhà nước, nhận giá 0 nếu doanh nghiệp không có sở hữu nhà nước.

Chương 2

THỰC TRẠNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG VIỆT NAM NIÊM YẾT

2.1. Thực trạng về cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.1.1. Tổng quan về các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam

2.1.1.1. Lịch sử hình thành và phát triển ngành xây dựng Việt Nam

a. Giai đoạn trước năm 1975:

Từ năm 1954 hoà bình lập lại, miền Bắc được giải phóng, lực lượng xây dựng đã tích cực tham gia vào việc thực hiện các kế hoạch khôi phục kinh tế, sau đó là thời kì vừa xây dựng vừa trực tiếp chiến đấu chống chiến tranh phá hoại bằng không quân của giặc Mỹ đối với miền Bắc, vừa dốc sức chi viện cho chiến trường miền Nam.

Sau khi thành lập, Lãnh đạo Bộ đã nhanh chóng kiện toàn tổ chức, xây dựng đội ngũ CBCNV. Đã tổ chức các công ty xây dựng khu vực như Công ty xây dựng Hà Nội, các xí nghiệp sản xuất gạch ngói, khai thác đá cát sỏi... trên cơ sở tuyển chọn lực lượng từ thanh niên xung phong, bộ đội chuyển ngành và lực lượng xây dựng ở các địa phương. ngành Xây dựng đã trực tiếp thi công hàng trăm công trình lớn, nhỏ như: điện Uông Bí, phân đạm Hà Bắc, Dệt 8-3...xây dựng các trường đại học, bệnh viện, khách sạn kho tàng, các khu nhà ở và các công trình phúc lợi, hạ tầng kĩ thuật.... Hầu hết những công trình này được hoàn thành đúng tiến độ, đưa vào sử dụng góp phần phát triển kinh tế - văn hoá và xã hội. Lực lượng khảo sát thiết kế được bổ sung và tăng cường nhanh. Đặc biệt đã cùng chuyên gia Liên Xô thiết kế và xây dựng Lăng Chủ tịch Hồ Chí Minh, Cung Văn hoá lao động đạt chất lượng cao về kiến trúc và xây dựng.

b. Giai đoạn từ năm 1975 đến nay:

- *Giai đoạn từ 1975-1980*: ngành Xây dựng đã nhanh chóng tổ chức, tập hợp sắp xếp và điều tiết lại lực lượng xây dựng trong cả nước, hình thành bộ

máy quản lý và các tổ chức xây dựng ở phía Nam, tăng cường năng lực các tổ chức xây dựng ở phía Bắc để thực hiện nhiệm vụ khôi phục nền kinh tế - xã hội, đồng thời tập trung thi công các công trình trọng điểm của Nhà nước. Hàng loạt công trình quan trọng đã được khởi công xây dựng như Thủy điện Hòa Bình, Xi măng Bim Sơn, tuyến quặng Apatít Lào Cai.

- *Giai đoạn từ 1981-1986*: là giai đoạn có nhiều khó khăn: tình hình biên giới, hải đảo diễn biến phức tạp, thiên tai liên tiếp xảy ra, nguồn viện trợ từ các nước XHCN ngày càng giảm. Đây cũng là thời kì cơ chế hành chính bao cấp dần được xoá bỏ nhưng còn tác động mạnh đến mọi mặt của xã hội, cơ chế quản lý mới đang hình thành, nhưng còn nhiều vấn đề phát sinh. Ngành Xây dựng đã tập trung giải quyết nhiều nhiệm vụ quan trọng, hoàn thành thắng lợi các mục tiêu cơ bản của giai đoạn này góp phần tăng cường tiềm lực cho nền kinh tế cả nước.

- *Giai đoạn 5 năm 1986 – 1990*: Ngành Xây dựng đã có những chuyển biến quan trọng. Các đơn vị kinh tế cơ sở đã nâng cao ý thức tự chủ, năng động, mở rộng sản xuất kinh doanh theo hướng đa dạng hoá sản phẩm gắn với thị trường, tận dụng năng lực sẵn có, từng bước thoát ra khỏi lối làm ăn theo cơ chế bao cấp trong sản xuất kinh doanh và coi trọng hạch toán kinh doanh theo cơ chế thị trường. Các lĩnh vực xây dựng công nghiệp, dân dụng, sản xuất VLXD đều tăng trưởng gấp 2-3 lần so với giai đoạn 5 năm trước, từ đó thể hiện vai trò chủ đạo trong nền kinh tế quốc dân.

- *Giai đoạn 1991-2000*: Sau 10 năm đổi mới, ngành Xây dựng đã tạo được thế và lực để bước vào thời kì thực hiện công nghiệp hoá, hiện đại hoá. Đây là giai đoạn có nhiều chuyển biến về “chất” của ngành: nhiều cơ chế chính sách đã tạo nên khung pháp lý khá đồng bộ, việc triển khai mạnh mẽ công tác quy hoạch, chiến lược, định hướng phát triển đã góp phần nâng cao hiệu quả quản lý ngành ở cấp vĩ mô. Lực lượng sản xuất đã được sắp xếp lại. Các tổng công ty đã được thành lập và củng cố, tiếp tục đầu tư chiều sâu, đổi mới công nghệ, tăng năng lực sản xuất, khả năng cạnh tranh của các sản phẩm, chuẩn bị tiến tới hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế ở giai đoạn sau.

- *Giai đoạn từ năm 2000 đến nay*: Ngành Xây dựng đã có những bước tiến đáng

kể theo hướng hiện đại, năng lực xây dựng có nhiều tiên bộ, đặc biệt là tư duy nhạy bén, chủ động, sáng tạo, tiếp cận và hòa nhập nhanh với cơ chế thị trường, chú trọng chuyển dịch cơ cấu sản phẩm, thực hiện phương châm: đa dạng hóa sản phẩm, dịch vụ; đa phương hóa quan hệ và đa dạng hóa sở hữu. Đã huy động nhiều nguồn lực để đầu tư phát triển, ít lệ thuộc vào ngân sách Nhà nước, do vậy các doanh nghiệp của ngành phát triển nhanh, đã có sự thay đổi căn bản về chất. Bên cạnh đó, hệ thống các văn bản quy phạm pháp luật trong các lĩnh vực của ngành Xây dựng và nhiều cơ chế, chính sách về hoạt động xây dựng đã được tập trung xây dựng và hoàn thiện.

Qua hàng chục năm liên tục phát triển, ngành Xây dựng đã góp phần to lớn vào việc hoàn thành các nhiệm vụ kinh tế - xã hội của đất nước, từng bước đổi mới, phát triển và hội nhập khu vực và quốc tế. Những thành tựu đạt được đã khẳng định vai trò của Ngành Xây dựng trong sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước, mang lại niềm tự hào cho các thế hệ tiếp nối trong ngành Xây dựng Việt Nam.

2.1.1.2. Đặc điểm hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam

a. Đặc điểm ngành xây dựng Việt Nam

Thứ nhất, sự phát triển của ngành Xây Dựng phụ thuộc nhiều vào tốc độ tăng trưởng kinh tế và các chính sách vĩ mô. Với vai trò là ngành hỗ trợ cho sự phát triển của nền kinh tế, tăng trưởng của ngành xây dựng phụ thuộc vào các yếu tố như tốc độ đô thị hóa, vốn đầu tư FDI, lãi suất cho vay và lạm phát. Bên cạnh đó, xây dựng cũng là lĩnh vực tạo nên nền tảng cho phát triển cho những ngành khác và nền kinh tế nói chung. Do đó, việc chính phủ luôn duy trì một mức giải ngân vào lĩnh vực xây dựng, đặc biệt là cơ sở hạ tầng. Ngoài các chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ cũng có tác động trực tiếp tới ngành xây dựng. Do đó, chu kỳ của ngành xây dựng cũng chịu tác động mạnh từ chu kỳ của tăng trưởng kinh tế ước tính kéo dài khoảng 3-10 năm. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ có một độ lệch nhất định so với tốc độ tăng trưởng GDP.

Thứ hai, tại Việt Nam, nhóm doanh nghiệp tư nhân luôn chiếm trên 80% trong cơ cấu sản xuất của ngành Xây Dựng, đóng góp vai trò quan trọng thúc đẩy sự tăng trưởng của ngành. Nguồn vốn tư nhân không chỉ đóng góp vào sự

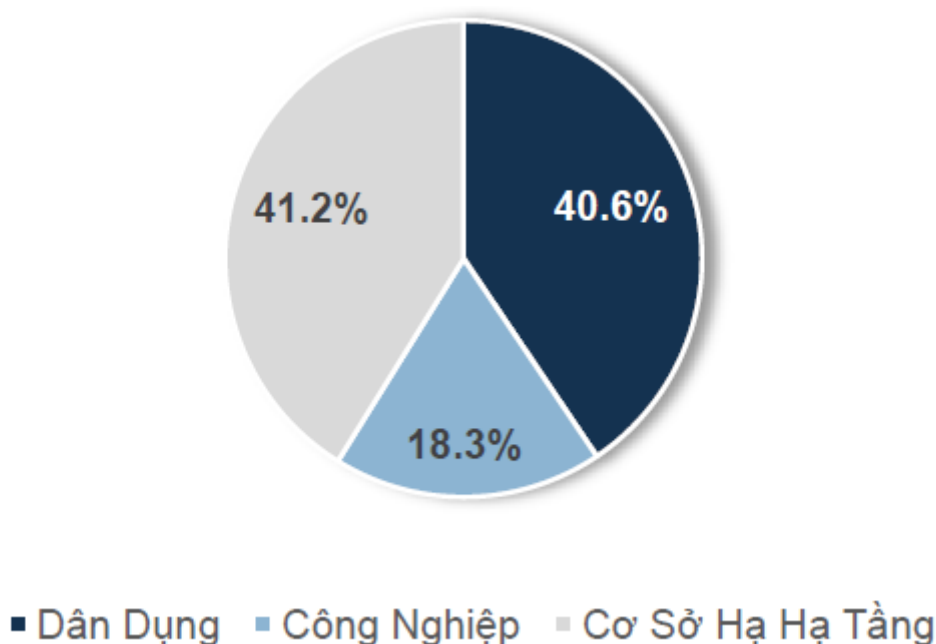
tăng trưởng của lĩnh vực xây dựng dân dụng, còn tham gia vào phát triển cơ sở hạ tầng thông qua các hợp đồng BT, BOT, BOO và PPP. Trong thời gian tới, nếu những nỗ lực cải thiện khung pháp lý cho hình thức PPP phát huy tác dụng, thì việc thu hút vốn đầu tư tư nhân sẽ được đẩy mạnh, góp phần thúc đẩy tăng trưởng của ngành xây dựng nói chung.

Thứ ba, các công trình dân dụng và cơ sở hạ tầng luôn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu giá trị ngành. Trong đó, xây dựng cơ sở hạ tầng chiếm 41,2% giá trị ngành, tiếp đến là xây dựng dân dụng chiếm 40,6% và còn lại là xây dựng công nghiệp 18,3%. Xét về khu vực địa lý, Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh là hai trung tâm thu hút vốn đầu tư trên cả nước và hiện tại niềm Bắc đang dẫn đầu cả nước về chi tiêu cho xây dựng (chiếm 43%), tiếp theo là niềm Nam 32,4% và niềm Trung 24,6%.

b. Đặc điểm thị trường xây dựng

Ngành xây dựng Việt Nam chia làm ba phân khúc thị trường chính: xây dựng dân dụng, xây dựng công nghiệp và xây dựng cơ sở hạ tầng. Do nền kinh tế đang trong giai đoạn phát triển nên nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng và nhà ở rất lớn. Hơn 80% thị trường xây dựng Việt Nam hiện tại phục vụ nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng và nhà ở cho người dân (Hình 2.1).

Hình 2.1. Tỷ trọng ngành xây dựng theo nhóm công trình



(Nguồn: Báo cáo ngành xây dựng 2015 của FPT Securities)

Bên cạnh đó, phân khúc xây dựng công nghiệp phục vụ hoạt động sản xuất công nghiệp như khai thác dầu khí và điện lực, chiếm 18.3% thị trường ngành xây dựng hiện nay.

➤ **Thị trường xây dựng dân dụng:**

Thị trường xây dựng dân dụng chịu tác động và ảnh hưởng lớn từ thị trường nhà ở và BĐS. Trong đó 5 yếu tố chính ảnh hưởng tới thị trường này bao gồm: (1) nhân khẩu học (cơ cấu tuổi, thu nhập, tốc độ tăng dân số, và tốc độ đô thị hóa), (2) lãi suất, (3) sức khỏe nền kinh tế (tăng trưởng GDP, tỷ lệ thất nghiệp, lạm phát, và niềm tin tiêu dùng), (4) chính sách hỗ trợ từ chính phủ, và (5) nguồn vốn FDI.

Theo báo cáo từ tổ chức World urbanization Prospectives, nước ta có tốc độ tăng trưởng dân số trung bình 1,2 – 1,5%/năm và tốc độ đô thị hóa trung bình 3,4%/năm. Hơn nữa, lãi suất cho vay và tiết kiệm giảm sâu, kích thích dân cư vay để mua hoặc đầu tư nhà ở. Do đó, tiềm năng phát triển lĩnh vực xây dựng dân dụng sẽ còn rất cao trong thời gian tới.

Bên cạnh tình hình kinh tế đang được cải thiện cũng với mức lãi suất thấp, nhiều quy định và chính sách có lợi cho thị trường BĐS cũng đã được ban hành trong thời gian qua. Điển hình như Luật Nhà ở (sửa đổi) cho phép cá nhân và doanh nghiệp nước ngoài được sở hữu nhà ở tại Việt Nam, Thông Tư 32 thúc đẩy việc giải ngân gói 30,000 tỷ, Thông tư 36 giảm hệ số rủi ro cho vay đối với BĐS từ 250% xuống 150%, và Luật kinh doanh BĐS quy định chặt chẽ hơn điều kiện kinh doanh BĐS giúp ổn định nguồn cung.

Kinh doanh bất động sản đứng thứ 2 trong số các lĩnh vực thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam, sau công nghiệp chế biến, chế tạo. Một số dự án tiêu biểu có thể kể đến như Lotte Smart Complex (2 tỷ USD), Amata City – Long Thành (530 triệu USD) và Hà Nội West Gate – Kepple Land (140 triệu USD). Do đó, đây cũng yếu tố quan trọng hỗ trợ lực cầu Xây Dựng Dân Dụng trong thời gian tới.

➤ **Thị trường xây dựng công nghiệp**

Xây dựng Công Nghiệp phụ thuộc vào nhu cầu đầu tư xây mới và mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp trong và ngoài nước. Do đó, lực cầu trong xây dựng công nghiệp sẽ biến động theo sức khỏe của nền kinh tế và lượng vốn FDI vào Việt Nam. GDP Việt Nam hiện đang tăng trưởng ở mức 5,98%/năm với tốc độ tăng trưởng mạnh từ khu vực công nghiệp đạt 7,1%/năm. Trong 2015, GDP bứt phá mạnh hơn với tăng trưởng dự kiến ở mức 6,2%/năm, do sự hỗ trợ của các yếu tố vĩ mô như lãi suất và chi phí đầu vào giảm các doanh nghiệp có thể giảm giá sản phẩm hỗ trợ lực cầu tiêu dùng.

Lượng vốn FDI đổ vào Việt Nam hàng năm sẽ phụ thuộc nhiều yếu tố bao gồm yếu tố bên ngoài (tình hình kinh tế thế giới, nhu cầu mở rộng của các tập đoàn xuyên quốc gia, xu hướng của dòng vốn), và yếu tố trong nước (tăng trưởng thị trường, thủ tục pháp lý, môi trường kinh doanh, lao động, và hạ tầng). Nền kinh tế các quốc gia có vốn đầu tư FDI lớn vào Việt Nam vẫn đang trên đà hồi phục. Hàn Quốc, Nhật Bản, Singapore, Đài Loan, và Hoa Kỳ là các quốc gia có vốn đầu tư lớn vào Việt Nam hàng năm. Trong đó, chỉ có Nhật Bản là có tốc độ tăng trưởng được dự đoán là sẽ giảm trong những năm tiếp theo. Do đó, triển vọng thu hút FDI vào sản xuất vẫn còn rất khả quan khi các tổ chức như Samsung, LG và Intel vẫn liên tục đổ vốn vào nước ta.

Gần đây, các tập đoàn lớn trên thế giới như Nike, Adidas, và Intel đang có xu hướng chuyển dịch các nhà máy từ Trung Quốc đến VN. Nguyên nhân cho sự dịch chuyển này là do các chi phí sản xuất như nhân công và thuê mặt bằng đã tăng rất cao, cùng với tính bất ổn về môi trường kinh doanh khiến cho một số nhà máy phải tạm ngừng hoạt động tại Trung Quốc. Và theo nhiều đánh giá, xu hướng dịch chuyển này sẽ còn được hưởng lợi nhiều từ các chính sách kinh tế và các hiệp định song phương được ký gần đây như 6 hiệp định thương mại tự do FTAs.

➤ **Thị trường xây dựng cơ sở hạ tầng**

Kết cấu hạ tầng kỹ thuật là một trong những yếu tố cơ sở cho việc thu hút vốn FDI ở Việt Nam, tuy nhiên theo đề cập ở phần xây dựng công nghiệp, cơ sở hạ tầng chưa phát triển là một trong những điểm yếu của Việt Nam. Đây là mối quan tâm hàng đầu của các nhà đầu tư và doanh nghiệp trước khi ra quyết định. Một quốc gia có đầy đủ hệ thống thông tin liên lạc, mạng lưới giao thông,

năng lượng, hệ thống cấp thoát nước, và các cơ sở dịch vụ tài chính ngân hàng sẽ tạo điều kiện cho các dự án FDI phát triển thuận lợi. Bên cạnh đó, việc giảm chi phí cho các khâu vận chuyển, thông tin sẽ làm tăng hiệu quả đầu tư. Do vậy, để đẩy mạnh nguồn vốn FDI và tăng trưởng kinh tế, phát triển cơ sở hạ tầng là một những nhiệm vụ trọng điểm hiện nay.

Theo ước tính chi phí logistic ở Việt nam, chiếm khoảng 25% GDP cao hơn trung bình thế giới 14% và các nước trong khu vực. Xét về hệ số điểm đánh giá hiệu quả hoạt động logistics (LPI) từ tổ chức World Bank, thì trong các nước thu hút vốn FDI lớn trong khu vực thì Việt Nam chỉ cao hơn Indonesia và Ấn Độ. Bên cạnh đó, tuy đã được cải thiện nhiều qua các năm nhưng cơ sở hạ tầng của Việt Nam vẫn xếp hạng rất thấp so với các nước trên thế giới. Nhìn theo hướng lạc quan hơn, với nỗ lực trong những năm vừa qua, World Bank cũng đã nâng 11 hạng trong đánh giá tổng quan về chất lượng cơ sở hạ tầng của Việt Nam trong 2015 so với 2010. Trong giai đoạn tới 2020, lượng vốn cần thu hút để đầu tư vào cơ sở hạ tầng của Việt Nam là rất lớn, khoảng 202.000 tỷ/năm đối với hạ tầng GTVT và khoảng 125.000 tỷ/năm cho các dự án hạ tầng điện. Để thu hút đủ nguồn vốn này, chính phủ nước ta cũng đang nỗ lực cải thiện khung pháp lý cho hình thức PPP và chính sách thu vốn đầu tư ODA.

c. Tình hình các DN xây dựng niêm yết

Hiện nay trên sàn HNX và HSX có tất cả 119 doanh nghiệp xây dựng niêm yết (chiếm 19% tổng số công ty niêm yết). Tuy nhiên, về quy mô vốn hóa giá trị ngành xây dựng chỉ đạt 39,5 nghìn tỷ đồng chiếm 3% giá trị của toàn thị trường, trong đó top 20 công ty lớn nhất đã chiếm gần 79% giá trị của ngành, cho thấy đa phần các công ty xây dựng niêm yết hiện nay chỉ là các công ty nhỏ lẻ. Theo sàn niêm yết thì có 88 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX và 31 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX.

Các công ty trong ngành Xây Dựng có thể được chia theo nhóm ngành tham gia:

- 1) Nhóm Xây Dựng Dân Dụng (CTD, HBC, VCG...).
- 2) Nhóm Xây Dựng Công Nghiệp (LM8, LCG, BCE...).
- 3) Nhóm Xây Dựng Cơ Sở Hạ Tầng (VCG, HUT, CII, SD6, SDT....).

Hoặc chia theo cơ cấu sở hữu theo 2 nhóm chính:

1) Nhóm các công ty thuộc Bộ Xây Dựng quản lý như các công ty họ Sông Đà (SDT, SD6, SD9,...), Licogi (LCG, LIG, L18,...), Vinaconex, (VCG, V11, V12...), Lilama (LM8, LM3, LM7,...), Idico (HTI), và các công ty thuộc tập đoàn Nhà Nước như PVN (PVX, PVE,...), EVN (TV1, TV2, TV3,...), Becamex (BCE).

2) Nhóm các doanh nghiệp tư nhân (CTD, HBC, CII và FCN).

Trong đó các công ty thuộc nhóm các công ty Nhà Nước sẽ có ưu thế hơn khi đấu thầu các công trình thuộc vốn đầu tư Nhà Nước như các dự án nhà máy điện, hạ tầng giao thông và công trình trọng điểm quốc gia, do đó các công ty thuộc nhóm này chủ yếu nằm trong phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng. Còn các công ty thuộc nhóm tư nhân chủ yếu tham gia thực hiện các công trình dân dụng và công nghiệp. Một số công ty xây dựng niêm yết tiêu biểu có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường như CTD, HBC, LM8, LCG, VCG, HUT, SD6, SD9, SDT và CII.

Trong nghiên cứu này, để kết quả nghiên cứu có ý nghĩa, nhóm tác giả lựa chọn 47 DN là đại diện tiêu biểu cho 3 phân khúc thị trường và theo cơ cấu sở hữu. Các DN thuộc mẫu nghiên cứu được thể hiện đầy đủ trong Bảng 2.1 dưới đây.

Bảng 2.1. Các DN xây dựng niêm yết thuộc mẫu nghiên cứu

STT	Tên DN	Mã cổ phiếu
1	CTCP Tập đoàn Sao Mai	ASM
2	CTCP 482	B82
3	CTCP XD và Giao thông Bình Dương	BCE
4	CTCP XD và Đầu tư 492	C92
5	CTCP Chương Dương	CDC
6	CTCP ĐT Hạ tầng Kỹ thuật TPHCM	CII
7	CTCP Địa ốc Đà Lạt	DLR

NGHIÊN CỨU TÀI CHÍNH

8	CTCP XD và KD Địa ốc Hòa Bình	HBC
9	CTCP Than Hà Lâm	HLC
10	CTCP ĐT và XD HUD1	HU1
11	CTCP Tasco	HUT
12	CTCP Lilama 10	L10
13	CTCP ĐT và XD số 18	L18
14	CTCP Licogi 13	LIG
15	CTCP Lilama 18	LM8
16	CTCP ĐT và XD Lương Tài	LUT
17	CTCP Cơ điện và XD Việt Nam	MCG
18	CTCP Miền Đông	MDG
19	CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings	PHC
20	TCT Cổ phần Xây lắp dầu khí VN	PVX
21	CTCP XD Công nghiệp và dân dụng dầu khí	PXI
22	CTCP Kết cấu kim loại và lắp máy dầu khí	PXS
23	CTCP SCI	S99
24	CTCP Sông Đà 2	SD2
25	CTCP Sông Đà 6	SD6
26	CTCP Sông Đà 7	SD7
27	CTCP Sông Đà 9	SD9
28	CTCP Xây dựng hạ tầng Sông Đà	SDH
29	CTCP Sông Đà 10	SDT
30	CTCP Đầu tư - Phát triển Sông Đà	SIC
31	CTCP Sông Đà 11	SJE

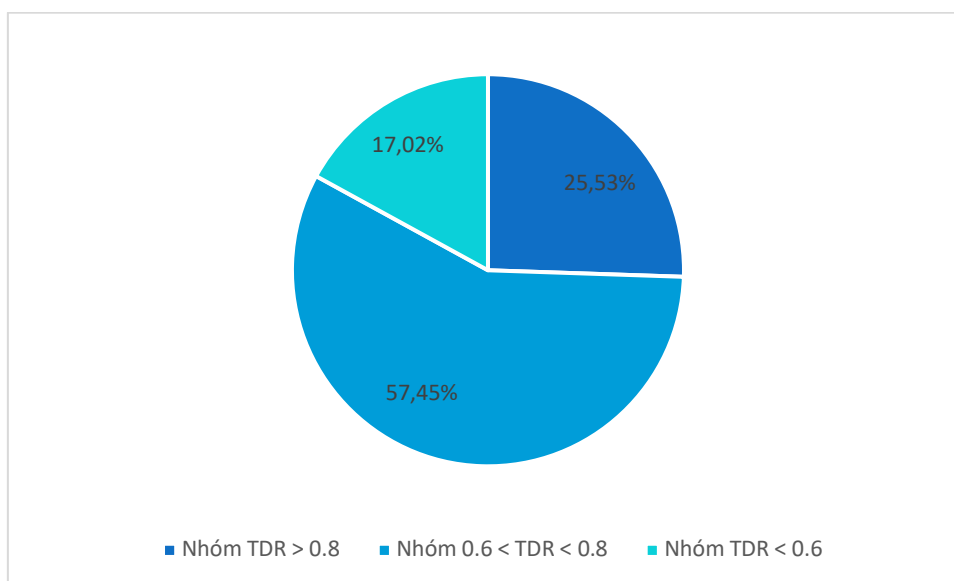
32	CTCP Đầu tư và Xây dựng Tiền Giang	THG
33	CTCP Tư vấn xây dựng điện 1	TV1
34	CTCP Tư vấn xây dựng điện 2	TV2
35	CTCP Tư vấn xây dựng điện 4	TV4
36	CTCP Xây dựng số 12	V12
37	CTCP Vinaconex 21	V21
38	CTCP Xây dựng số 1	VC1
39	CTCP Xây dựng số 2	VC2
40	CTCP Xây dựng số 7	VC7
41	CTCP Xây dựng số 9	VC9
42	TCT Cổ phần XNK và Xây dựng Việt Nam	VCG
43	CTCP Xây dựng điện Vneco 2	VE2
44	CTCP Xây dựng điện Vneco 9	VE9
45	CTCP Vimeco	VMC
46	TCT Cổ phần XD điện Việt Nam	VNE
47	CTCP Đầu tư và Xây dựng cấp thoát nước	VSI

2.1.2. Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết

2.1.2.1. Hệ số nợ trên tổng tài sản

Nhìn chung, các DN trong ngành xây dựng huy động khá nhiều nợ vay để tài trợ cho hoạt động của mình do đây là ngành thâm dụng vốn và vốn quay vòng rất chậm. Trong mẫu nghiên cứu, dễ nhận thấy phần lớn các DN (gần 58%) có hệ số nợ trên tổng tài sản ở mức 0.6 đến 0.8, thể hiện mức độ tự chủ về tài chính thấp (**Hình 2.2**). Đặc biệt, có tới 12 trong tổng số 47 DN có hệ số này trên 0.8, chiếm tỷ trọng 25.53%.

Hình 2.2. Tỷ trọng các nhóm DN phân loại theo hệ số nợ trên tổng tài sản (TDR)



Xem xét chi tiết trong nhóm DN có hệ số nợ cao nhất, đáng chú ý có ba đại diện “họ Vinaconex” là CTCP Vinaconex 9 (VC9), CTCP Vinaconex 12 (V12) và CTCP Vinaconex 21 (V21) sử dụng tới gần 90% là nợ vay trong nguồn vốn của mình. Điểm chung trong cơ cấu nguồn vốn của hai DN này là quy mô nợ vay ngắn hạn rất lớn. VC9 đang có nhu cầu vốn lớn để tài trợ cho một số dự án mới ký kết trong năm 2015 như dự án Nghi Phú (Nghệ An), dự án Chi Đông (Vĩnh Phúc) nên vẫn phải huy động thêm vốn vay dù số dư tiền mặt khá nhiều. Trong khi đó, V21 không những vay nợ ngắn hạn nhiều và còn đứng đầu trong danh sách nợ thuế (tới gần 40 tỷ đồng vào năm 2016), cổ phiếu V21 đã từng bị hạn chế giao dịch do công ty giải quyết không tốt việc thanh toán lãi vay và thu hồi công nợ.

Bảng 2.2. Các DN có hệ số nợ trên tổng tài sản trên 0.8

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VMC	0.87	0.83	0.8	0.8	0.78	0.75	0.79	0.8	0.80
VC9	0.87	0.88	0.9	0.87	0.87	0.88	0.88	0.86	0.88
V21	0.9	0.91	0.91	0.9	0.91	0.9	0.89	0.82	0.89
V12	0.87	0.89	0.87	0.87	0.83	0.84	0.8	0.82	0.85
TV1	0.81	0.79	0.74	0.8	0.84	0.84	0.83	0.83	0.81
LM8	0.84	0.77	0.85	0.89	0.86	0.86	0.85	0.84	0.85
L18	0.83	0.84	0.82	0.81	0.84	0.86	0.86	0.86	0.84

NGHIÊN CỨU TÀI CHÍNH

HUT	0.78	0.86	0.84	0.87	0.85	0.84	0.79	0.76	0.82
HU1	0.88	0.87	0.83	0.83	0.81	0.81	0.76	0.72	0.81
HLC	0.81	0.85	0.89	0.89	0.9	0.89	0.9	0.92	0.88
C92	0.88	0.91	0.85	0.84	0.84	0.83	0.75	0.81	0.84
B82	0.81	0.84	0.81	0.85	0.86	0.89	0.91	0.93	0.86
TB	0.84	0.86	0.85	0.86	0.86	0.86	0.84	0.83	0.85

Trong nhóm DN này cũng có đại diện của Tập đoàn Lilama là CTCP Lilama 18 (LM8) với hệ số nợ trên tổng tài sản bình quân là 0.85, duy trì từ ổn định từ năm 2008 trở lại đây. Phần lớn nợ vay của LM8 cũng là vay ngắn hạn (tới 400 tỷ) huy động chủ yếu từ ngân hàng BIDV, đây là nguyên nhân chính khiến tình hình làm cho tình hình lợi nhuận của công ty này khá ảm đạm. Trong khi các DN khác nỗ lực duy trì hệ số nợ ổn định hoặc giảm bớt tỷ trọng nợ trong tổng tài sản, CTCP 482 (B82) có xu hướng tăng sử dụng nợ từ năm 2011 trở lại đây và đạt tới mức cao nhất trong ngành là 0.93 vào năm 2015. Số vốn vay này chủ yếu là ngắn hạn, từ 6-9 tháng để bổ sung vốn lưu động, tuy nhiên công ty này vẫn duy trì được tình hình lợi nhuận tốt.

Các DN trong mẫu nghiên cứu tập trung chủ yếu ở nhóm DN có hệ số nợ trên tổng tài sản từ 0.6 đến 0.8, đây cũng là mức trung bình của ngành. Để nhận thấy TCT CP XNK và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex - VCG) và các công ty con (CV7, CV2, CV1) vẫn theo đuổi chính sách huy động vốn có đòn bẩy tài chính cao. Đáng chú ý, VC2 tăng hệ số nợ liên tục trong giai đoạn 2008-2015, trong đó chủ yếu là nợ vay ngắn và trung hạn để tài trợ cho các dự án nhà ở và trung tâm thương mại cấp cấp đang thực hiện. Dù tình hình kinh doanh trên thị trường BĐS khá thuận lợi, VC2 vẫn gặp khó khăn trong việc thanh toán lãi vay và nợ thuế do công nợ ứ đọng.

Bảng 2.3. Các DN thuộc Vinaconex có hệ số nợ trên tổng tài sản từ 0.6 đến 0.8

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VCG	0.89	0.84	0.83	0.82	0.76	0.69	0.68	0.65	0.77

VC7	0.66	0.78	0.76	0.79	0.79	0.77	0.72	0.77	0.76
VC2	0.69	0.71	0.8	0.83	0.8	0.82	0.83	0.82	0.79
VC1	0.74	0.74	0.73	0.69	0.67	0.67	0.61	0.59	0.68

Tất cả các đại diện của Sông Đà (SDT, SJE, SD2, SD6, SD7, SD9) cũng thuộc nhóm này. Chủ nợ chính của các công ty này là Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) và Ngân hàng TMCP Công thương (Vietinbank). So với nhóm Vinaconex, nhóm DN của Sông Đà có mức dư nợ lớn nhưng khả năng trả nợ lại khả quan hơn nhiều. Chẳng hạn, CTCP Sông Đà 10 (SDT) và CTCP Sông Đà 11 (SJE) là hai đơn vị chủ lực của Sông Đà, tham gia hầu hết các dự án xây dựng thủy điện của Nhà nước. Dù dư nợ đến năm 2015 ở mức trên 2,200 tỷ đồng, SDT vẫn duy trì tốt khả năng thanh toán nhanh và tỷ suất cổ tức ở mức 15-20%.

Bảng 2.4. Các DN thuộc Sông Đà có hệ số nợ trên tổng tài sản từ 0.6 đến 0.8

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
SJE	0.69	0.77	0.71	0.72	0.71	0.72	0.68	0.69	0.71
SIC	0.71	0.77	0.75	0.78	0.78	0.78	0.77	0.76	0.76
SDT	0.53	0.61	0.66	0.67	0.65	0.7	0.69	0.7	0.65
SD9	0.7	0.68	0.62	0.68	0.68	0.67	0.77	0.57	0.67
SD7	0.45	0.61	0.78	0.79	0.79	0.76	0.76	0.74	0.71
SD6	0.64	0.65	0.63	0.72	0.73	0.67	0.6	0.64	0.66
SD2	0.67	0.71	0.58	0.67	0.71	0.7	0.75	0.77	0.70

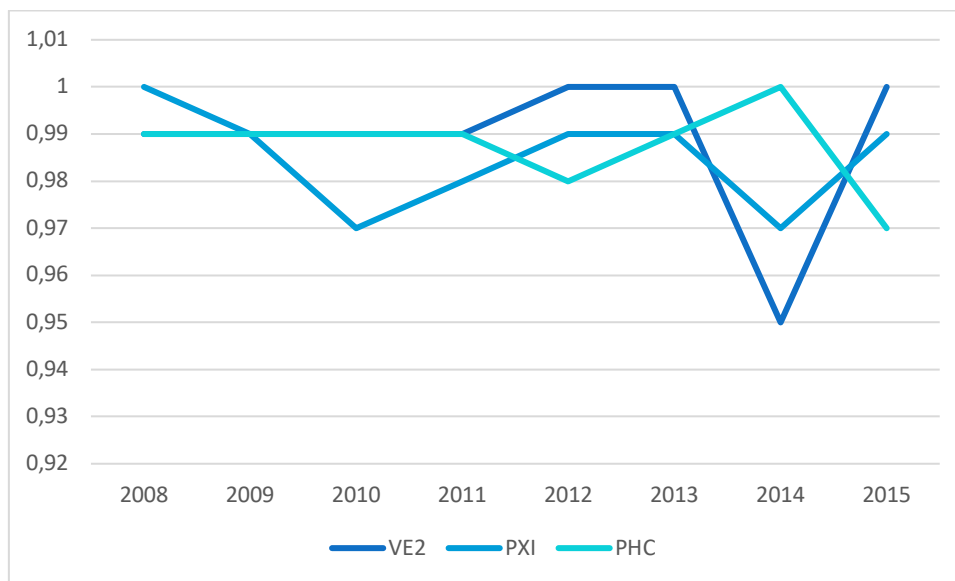
Mảng điện thương phẩm cũng đem lại doanh thu và lợi nhuận tốt cho SJE. Tuy hệ số nợ cao nhưng dư nợ của SJE chưa tới 1 tỷ, công ty cũng đang điều chỉnh giảm hệ số nợ từ năm 2013 để đảm bảo tốt khả năng thanh toán lãi vay. Các DN còn lại trực thuộc TCT Sông Đà vẫn duy trì hệ số nợ trung bình ở mức dưới 0.7, có thể coi là khá hợp lý trong ngành xây dựng.

2.1.2.2. Hệ số nợ ngắn hạn

Nhìn chung, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất lớn trong cơ cấu nợ phải trả của các DN niêm yết ngành xây dựng, mức sử dụng nợ ngắn hạn phổ biến ở

mức 70%-90%. Theo thống kê của nhóm tác giả, có tới 17 trong số 47 DN thuộc mẫu nghiên cứu (chiếm 36.17%) có tỷ trọng nợ ngắn hạn trên 90%. Cá biệt, cơ cấu nợ của một số DN hoàn toàn là nợ ngắn hạn như CTCP Xây dựng điện Vneco 2 (VE2), CTCP Xây dựng công nghiệp và dân dụng dầu khí (PXI) và CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings (PHC) (Hình 2.3). Phần lớn các DN đều hoạt động trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp đặc thù như điện và dầu khí.

Hình 2.3. Một số công ty có hệ số nợ ngắn hạn cao nhất



Nguồn: BCTC các công ty và tính toán của nhóm tác giả

VE2 là một trong những đơn vị hàng đầu trong ngành xây lắp đường và trạm biến áp của Việt Nam. Nhu cầu vốn lưu động lớn buộc VE2 phải duy trì tỷ trọng nợ ngắn hạn cao trong suốt giai đoạn 2008-2015, dù có giảm nhẹ năm 2014. Tuy nhiên, hiện nay Nhà nước vẫn nắm giữ hơn 30% cổ phần của VE2 nên công ty này vẫn nhận được nhiều ưu đãi. Hơn nữa, do đặc thù hoạt động của ngành xây dựng điện là vốn quay vòng nhanh hơn các phân khúc xây dựng khác, VE2 vẫn duy trì tình hình doanh thu và lợi nhuận ổn định. Trong khi đó, thuộc lĩnh vực xây dựng chuyên ngành dầu khí và là một thành viên của Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam, PXI có sẵn mạng lưới khách hàng lâu dài. Tuy nhiên, tính đến cuối năm 2015, PXI vẫn huy động tới gần 500 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn dù nhận được hỗ trợ tín dụng từ nhiều nhà cung cấp với thời hạn chậm trả dài. Công ty này đang chìm trong khó khăn về thanh khoản do nợ phải thu khó đòi và tồn đọng hàng tồn kho.

Trong nhóm có hệ số nợ ngắn hạn cao, không thể không kể đến các công ty con của VCG. VC7, VC1 và V12 là ba đại diện có mức độ sử dụng nợ ngắn hạn lớn nhất (Bảng 2.5). Trong các công ty này, CTCP Xây dựng số 7 (VC7) có 100% nợ huy động là từ vay ngắn hạn trong khi công ty này dư thừa tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn. Điều này giải thích vì sao trong thời gian gần đây, khi thị trường xây lắp sôi động trở lại thì VC7 vẫn thua lỗ liên tục.

Bảng 2.5. Hệ số nợ ngắn hạn của các công ty thuộc TCT Vinaconex

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VC7	0.99	0.97	0.99	0.99	0.95	0.91	0.75	1	0.94
VC1	0.97	0.99	0.99	1	1	1	0.89	0.87	0.96
V12	0.99	0.99	0.93	0.91	1	1	0.96	0.94	0.97

Tuy vẫn ở mức cao, VC1 và V12 có xu hướng giảm hệ số nợ ngắn hạn trong hai năm gần đây do đã hoàn tất một số dự án lớn và không nhiều dự án đang dở dang. Nhờ vậy, hai công ty này vẫn duy trì mức thanh toán cổ tức tiền mặt khá hấp dẫn cho cổ đông (10-15%).

Đáng chú ý là trường hợp của CTCP Đầu tư và xây dựng cấp thoát nước (VSI) và TCT CP Xây dựng điện Việt Nam (VNE), có mức độ sử dụng nợ ngắn hạn bình quân thấp nhưng tăng rất mạnh trong những năm gần đây. Hệ số nợ của VNE tăng vọt từ mức 0.54 năm 2012 cho đến năm 2015 đã đạt 0.99. Kể từ năm 2013, VNE gặp nhiều khó khăn do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh, hàng tồn kho ứ đọng, công ty phải tăng mạnh vay nợ ngắn hạn để bù đắp dòng tiền thiếu hụt.

Bảng 2.6. Hệ số nợ ngắn hạn của VSI và VNE

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VSI	0.36	0.39	0.37	0.46	0.42	0.44	0.34	0.85	0.45
VNE	0.41	0.41	0.33	0.45	0.54	0.88	0.72	0.99	0.59

VSI cũng rơi vào tình trạng tương tự, hệ số nợ ngắn hạn tăng gần gấp ba từ 0.34 năm 2014 lên 0.85 năm 2015. Công ty này đã phải bán lại một số dự án để trang trải nợ nần. Bên cạnh đó, một số công ty khác cũng có hệ số nợ ngắn hạn cao, ở mức trên 0.9, như CTCP Xây dựng hạ tầng Sông Đà (SDH), CTCP Sông Đà 6 (SD6), CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD1 (HU1), CTCP 482 (B82).

Ngược lại với xu hướng chung, một số DN có hệ số nợ ngắn hạn bình quân trong giai đoạn 2008-2015 khá thấp (Bảng 2.7). Trong số này, CTCP Tasco (HUT) và CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TPHCM (CII) chủ yếu sử dụng vốn vay dài hạn để tài trợ cho các dự án BOT, BT nên vốn vay ngắn hạn khá thấp. Hơn nữa, doanh thu ổn định từ các trạm thu phí giúp các DN này giảm bớt khá nhiều nhu cầu huy động thêm vốn bên ngoài.

Bảng 2.7. Một số DN có hệ số nợ ngắn hạn thấp

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
SIC	0.32	0.17	0.3	0.35	0.41	0.36	0.39	0.4	0.34
HUT	0.85	0.59	0.44	0.25	0.26	0.29	0.32	0.14	0.39
CII	0.2	0.17	0.26	0.24	0.35	0.4	0.41	0.16	0.27

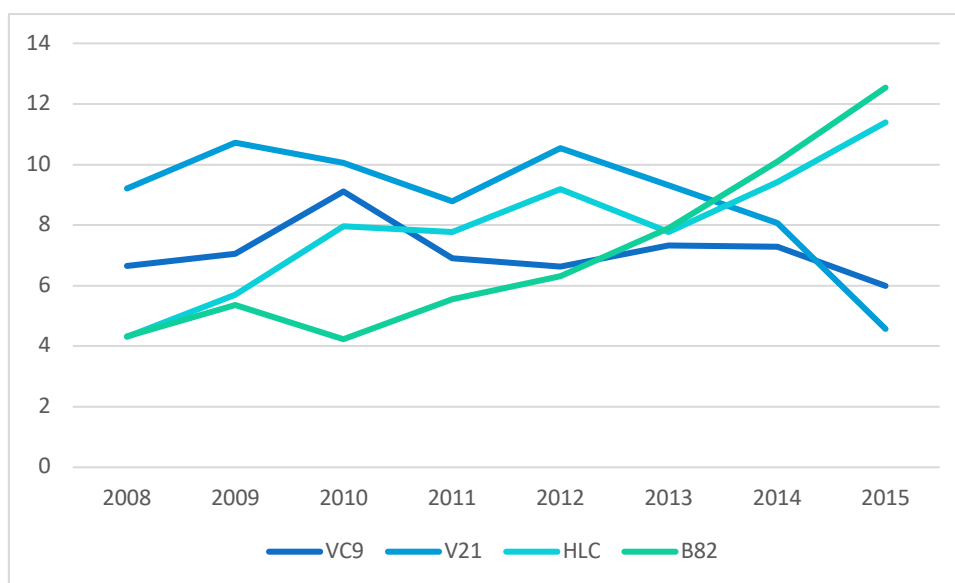
2.1.2.3. Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

Trong mẫu nghiên cứu, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của các DN đều lớn hơn 1, tức là các DN tài trợ cho các hoạt động của mình bằng vốn vay nhiều hơn vốn chủ sở hữu. Đối với ngành xây dựng, hầu hết các DN khó có thể đảm bảo tự chủ về tài chính, do đó hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu ở mức 4.0-5.0 có thể coi là hợp lý. Trong mẫu nghiên cứu, các DN thuộc TCT Vinaconex có hệ số nợ trên vốn chủ khá cao từ 3,0 tới gần 9,0. Tiếp theo là các đại diện của Lilama và Sông Đà. Điển hình có một số DN có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cao trên 7.0 (Bảng 2.8). Trong khi hệ số này của VC9 và V21 đang có xu hướng giảm thì HLC và B82 lại có xu hướng tăng. Tính đến năm 2015, tổng nợ phải trả ở hai DN này đã gấp gần 12 lần vốn chủ sở hữu (Hình 2.4).

Bảng 2.8. Các DN có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cao nhất

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VC9	6.65	7.06	9.11	6.91	6.62	7.33	7.29	5.99	7.12
V21	9.21	10.72	10.05	8.79	10.53	9.32	8.06	4.57	8.91
HLC	4.31	5.69	7.97	7.77	9.18	7.76	9.41	11.39	7.94
B82	4.32	5.37	4.23	5.54	6.32	7.9	10.09	12.54	7.04

Hình 2.4. Các DN có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cao nhất



Điều này thể hiện sự mất cân đối nghiêm trọng về cơ cấu nguồn vốn, DN phụ thuộc quá nhiều vào nợ vay với số vốn tự có ít ỏi. Gánh nặng về lãi vay làm giảm hiệu quả kinh doanh, tăng áp lực thanh toán và rủi ro mất khả năng thanh khoản.

Mặc dù sử dụng nợ ngắn hạn ở mức cao nhất trong ngành nhưng hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của các công ty xây dựng điện như VE9, VE2 và VNE khá thấp, ở mức dưới 1,0 trong những năm gần đây (Bảng 2.9).

Bảng 2.9. Một số DN có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu thấp

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VE9	0.7	1.54	0.55	0.6	0.85	1.2	2.38	0.52	1.04
VE2	0.7	0.66	0.68	0.64	0.64	1.45	0.64	1.43	0.86

VNE	4.3	3.16	1.54	1.74	1.53	1.69	1	0.83	1.97
-----	-----	------	------	------	------	------	---	------	------

Chính sách tài trợ này tạo ra áp lực thanh toán nhưng vẫn duy trì được sự tự chủ về tài chính cho DN. Các DN này chủ yếu vay nợ để tài trợ vốn lưu động, hầu như không có vay nợ dài hạn. Hơn nữa, ngành xây dựng điện được Nhà nước ưu đãi về lãi suất nên áp lực thanh toán lãi vay không lớn như các DN khác trong ngành.

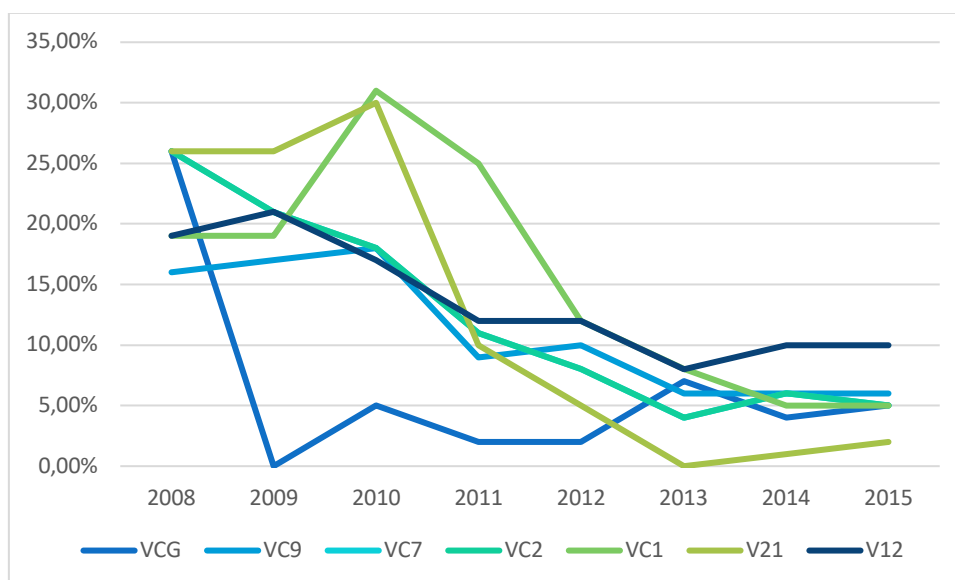
2.1.3 Giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết

2.1.3.1. Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE)

Trong giai đoạn 2008-2015, ROE của hầu hết các DN xây dựng đều ở mức khá thấp dưới 10% mặc dù từ năm 2013 trở lại đây, nhu cầu về xây dựng nhà ở, khu công nghiệp và các trung tâm thương mại, văn phòng gia tăng đáng kể.

Nhóm DN thuộc TCT Vinaconex với tình hình lợi nhuận không mấy khả quan, chỉ đạt được mức ROE trung bình khoảng 5%-6%. Chỉ tiêu ROE của các DN này khá cao từ năm 2008 đến năm 2010, sau đó giảm rất nhanh vào năm 2011 và duy trì ở mức thấp từ đó (Hình 2.5). Trong nhóm này, CTCP Vinaconex 21 (V21) có ROE thấp nhất, chỉ khoảng 1-2%.

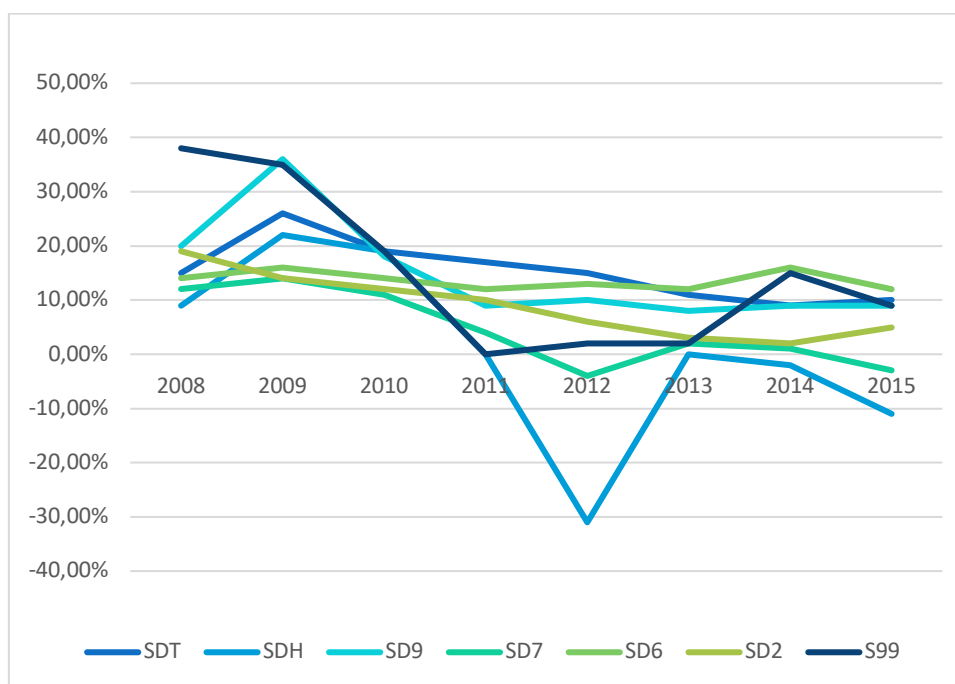
Hình 2.5. Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của các DN thuộc TCT Vinaconex



Tương tự, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của nhóm các DN thuộc TCT Sông Đà cũng sụt giảm trong giai đoạn nghiên cứu nhưng vẫn dao động ở

mức 10% từ năm 2012 trở lại đây nhờ kiểm soát được mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và lợi nhuận ổn định. Trong nhóm này, đáng chú ý là ROE của CTCP Xây dựng hạ tầng Sông Đà (SDH) và CTCP Sông Đà 7 (SD7) giảm tới mức âm do quản lý chi phí yếu kém và thua lỗ nặng nề (Hình 2.6).

Hình 2.6. Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của các DN thuộc TCT Sông Đà



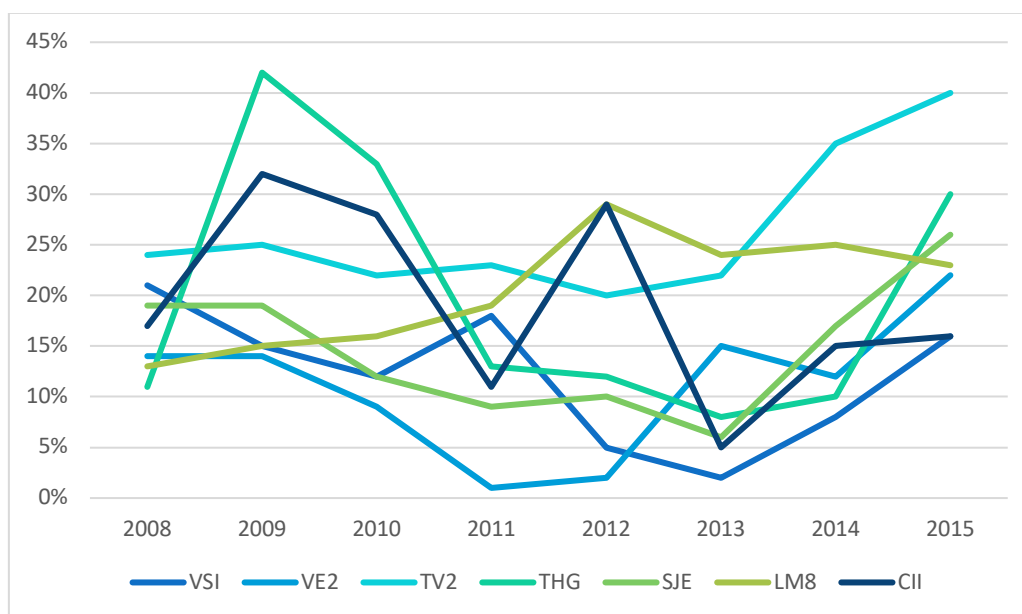
Bên cạnh đó, có một số ít DN trong mẫu nghiên cứu duy trì được ROE ở mức cao. Năm 2015, có 8 DN trong mẫu nghiên cứu có ROE trên 15% (Bảng 2.10, Hình 2.7).

Bảng 2.10. Các DN có ROE cao giai đoạn 2008-2015

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VSI	21%	15%	12%	18%	5%	2%	8%	16%	12%
VE2	14%	14%	9%	1%	2%	15%	12%	22%	11%
TV2	24%	25%	22%	23%	20%	22%	35%	40%	26%
THG	11%	42%	33%	13%	12%	8%	10%	30%	20%
SJE	19%	19%	12%	9%	10%	6%	17%	26%	15%
LM8	13%	15%	16%	19%	29%	24%	25%	23%	21%

CII	17%	32%	28%	11%	29%	5%	15%	16%	19%
PXS	33%	20%	51%	30%	14%	14%	19%	15%	25%

Hình 2.7. Các DN có ROE cao giai đoạn 2008-2015



Trong số này, TV2 là DN duy nhất duy trì ROE ở mức cao trên 20% trong giai đoạn 2008-2015. Đáng chú ý là từ năm 2013 trở lại đây, ROE của công ty này tăng mạnh từ 22% lên 40% vào năm 2015. Tình hình thực hiện lợi nhuận của TV2 khả quan là nhờ vào hoạt động khảo sát, thiết kế xây dựng các công trình về điện. LM8 và SJE cũng duy trì được ROE ở mức khá, năm 2015 lần lượt đạt 23% và 26%. LM8 sử dụng nợ vay ở mức cao nhưng lợi nhuận sau thuế khá cao nên ROE luôn ở mức cao hơn các DN khác trong ngành. Còn SJE cũng có lợi nhuận khả quan nhờ vào hoạt động xây dựng thủy điện nhưng ROE của DN này không ổn định.

2.1.3.2. Chỉ số Tobin's Q

Tobin's Q là một trong số các chỉ tiêu hiệu quả phản ánh giá trị thị trường của một DN, qua đó thấy được mối quan hệ giữa chính sách đầu tư của DN với chi phí huy động vốn. Đối với các DN xây dựng niêm yết thuộc mẫu nghiên cứu, chỉ số Tobin's Q đều nhỏ hơn 1, dao động trong khoảng 0.6-0.7, cho thấy chi phí thay thế tài sản của các công ty này lớn hơn đáng kể so với giá trị thị trường của cổ phiếu.

Trong nhóm các DN có chỉ số Tobin's Q cao có các đại diện của Vinaconex với giá trị bình quân đạt mức khoảng 0.8 vào năm 2015 (Bảng 2.11). Đáng chú ý có VC9, V21 và V12 duy trì Tobin's Q trên 0.8 trong suốt thời gian nghiên cứu nhưng đang có xu hướng giảm nhẹ. Dù sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao, “Họ” Vinaconex vẫn là nhóm cổ phiếu hấp dẫn nhất ngành xây dựng do chi tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt cao.

Bảng 2.11. Các DN xây dựng niêm yết có chỉ số Tobin's Q cao

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VMC	0.87	0.83	0.8	0.8	0.78	0.75	0.79	0.8	0.80
VC9	0.87	0.88	0.9	0.87	0.87	0.88	0.88	0.86	0.88
VC7	0.66	0.78	0.76	0.79	0.79	0.77	0.72	0.77	0.76
VC2	0.69	0.71	0.8	0.83	0.8	0.82	0.83	0.82	0.79
V21	0.9	0.91	0.91	0.9	0.91	0.9	0.89	0.82	0.89
V12	0.87	0.89	0.87	0.87	0.83	0.84	0.8	0.82	0.85
TV2	0.71	0.73	0.74	0.75	0.78	0.74	0.79	0.74	0.75
TV1	0.81	0.79	0.74	0.8	0.84	0.84	0.83	0.83	0.81
SIC	0.71	0.77	0.75	0.78	0.78	0.78	0.77	0.76	0.76
PXI	0.56	0.64	0.61	0.67	0.73	0.83	0.81	0.81	0.71
PHC	0.86	0.88	0.76	0.72	0.73	0.74	0.74	0.74	0.77
LM8	0.84	0.77	0.85	0.89	0.86	0.86	0.85	0.84	0.85
LIG	0.74	0.79	0.77	0.78	0.8	0.83	0.84	0.78	0.79
L18	0.83	0.84	0.82	0.81	0.84	0.86	0.86	0.86	0.84
L10	0.68	0.74	0.78	0.8	0.8	0.81	0.81	0.8	0.78
HUT	0.78	0.86	0.84	0.87	0.85	0.84	0.79	0.76	0.82
HLC	0.81	0.85	0.89	0.89	0.9	0.89	0.9	0.92	0.88
HBC	0.49	0.53	0.64	0.78	0.83	0.8	0.73	0.85	0.71
DLR	0.7	0.65	0.7	0.77	0.79	0.77	0.8	0.79	0.75
C92	0.88	0.91	0.85	0.84	0.84	0.83	0.75	0.81	0.84
B82	0.81	0.84	0.81	0.85	0.86	0.89	0.91	0.93	0.86

Trong nhóm này còn cũng phải kể đến CTCP Than Hà Lâm (HLC) và CTCP 482 (B82) với hệ số Tobin's Q năm 2015 đạt trên 0.9, đây là mức cao nhất đạt được trong ngành. Giá cổ phiếu của các DN trong phân khúc tư vấn xây dựng điện cũng khá ổn định, đưa CTCP Tư vấn Xây dựng điện 1 và 2 (TV1, TV2) vào nhóm có Tobin's Q cao. Một số DN khác có sự cải thiện đáng kể về Tobin's Q trong giai đoạn 2008-2015 như các DN thuộc TCT Lilama (LM8, L18, L10), các DN trong lĩnh vực xây dựng dầu khí (PXI, PHC) và CTCP Xây dựng và kinh doanh địa ốc Hòa Bình (HBC), thể hiện sự đánh giá tích cực về tình hình kinh doanh và triển vọng của các DN này trong tương lai.

Nằm trong nhóm có chỉ số Tobin's Q thấp nhất có các đại diện của TCT CP Xây dựng điện Việt Nam (VE2 và VE9), với giá trị dưới 0.5 vào năm 2015 (Bảng 2.9). Từ sau khi CTCP Sông Đà 9 thoái hết vốn ở CTCP SCI (S99), hoạt động của công ty này cũng bị ảnh hưởng, các dự án thủy điện mà S99 đảm nhiệm cũng dần tới hạn, làm giá cổ phiếu sụt giảm nghiêm trọng. Trong khi TV1 và TV2 có Tobin's Q ở mức khá quan trọng trong ngành thì chỉ số này của TV4 chỉ đạt 0.25, mức thấp nhất trong ngành.

Bảng 2.12. Một số DN có chỉ số Tobin's Q thấp nhất

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VE9	0.41	0.61	0.36	0.38	0.46	0.54	0.7	0.34	0.48
VE2	0.41	0.4	0.41	0.39	0.39	0.59	0.39	0.59	0.45
TV4	0.61	0.64	0.66	0.62	0.52	0.39	0.35	0.25	0.51
S99	0.61	0.46	0.36	0.4	0.35	0.31	0.26	0.43	0.40
ASM	0.69	0.61	0.68	0.52	0.57	0.58	0.49	0.38	0.57

2.1.4. Các nhân tố khác ảnh hưởng tới giá trị của các DN xây dựng niêm yết

2.1.4.1. Khả năng thanh toán hiện thời

Nhìn chung, các DN xây dựng đều đảm bảo khả năng thanh toán hiện thời, trừ trường hợp của CTCP Than Hà Lâm (HLC) với giá trị của hệ số này chỉ ở khoảng 0.5 trong giai đoạn 2008-2015. Điều này cho thấy việc đầu tư tài sản ngắn hạn ở các công ty này là khá tương xứng với quy mô nợ vay ngắn hạn mà

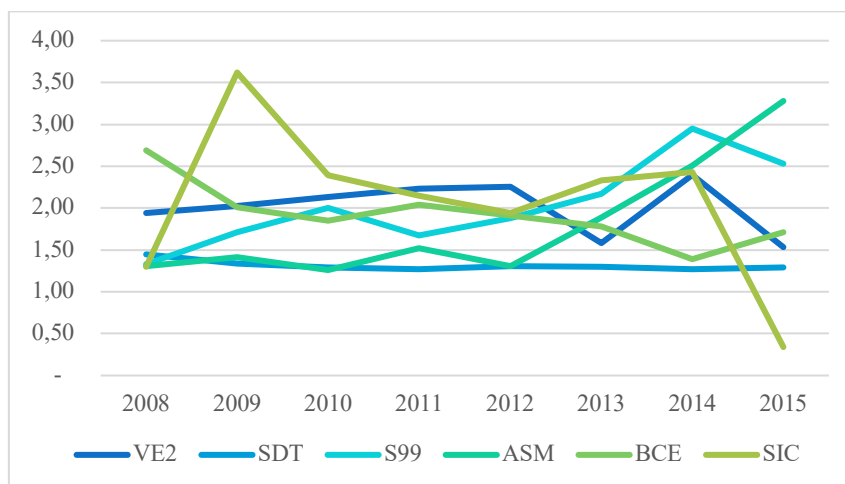
họ huy động, nói cách khác, việc sử dụng nợ vay tại các DN xây dựng chủ yếu là để tài trợ cho tài sản ngắn hạn.

Một số công ty có hệ số khả năng thanh toán hiện thời khá cao, ở mức từ 1.8 đến trên 2.0. Đây đều là các DN thuộc sự quản lý trực tiếp của Bộ Xây dựng. Trong số này có các đại diện họ Sông Đà như S99 và SIC với hệ số khả năng thanh toán hiện thời cao nhất, ở mức trên 2.0 (Bảng 2.13).

Bảng 2.13. Các DN có hệ số KNTT hiện thời cao nhất

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VE2	1.94	2.03	2.13	2.24	2.25	1.58	2.40	1.53	2.01
S99	1.33	1.71	2	1.67	1.88	2.17	2.95	2.53	2.03
ASM	1.31	1.41	1.26	1.52	1.31	1.89	2.51	3.28	1.81
BCE	2.69	2.01	1.85	2.04	1.91	1.78	1.39	1.71	1.92
SIC	1.30	3.62	2.39	2.15	1.94	2.33	2.43	0.34	2.06

Hình 2.8. Các DN có KNTT hiện thời cao nhất



Xét về biến động trong giai đoạn 2008-2015, hệ số KNTT hiện thời của các DN này phần lớn có xu hướng giảm, đặc biệt là SIC giảm mạnh từ gần 2,5 xuống dưới 0.5, thể hiện việc mất KNTT nghiêm trọng.

Nhóm các Vinaconex đóng góp tới 7 công ty với hệ số KNTT hiện thời đều ở mức trên 1,0. Đây đều là các DN sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao trong ngành, đặc biệt là sử dụng nhiều nợ vay ngắn hạn. Trong đó, VC7 và VC1 có hệ số nợ cao nhưng duy trì KNTT trung bình khá tốt, đáng chú ý là VC1 có hệ

số KNTT tăng đều trong giai đoạn nghiên cứu. Các DN còn lại đều duy trì KNTT ổn định.

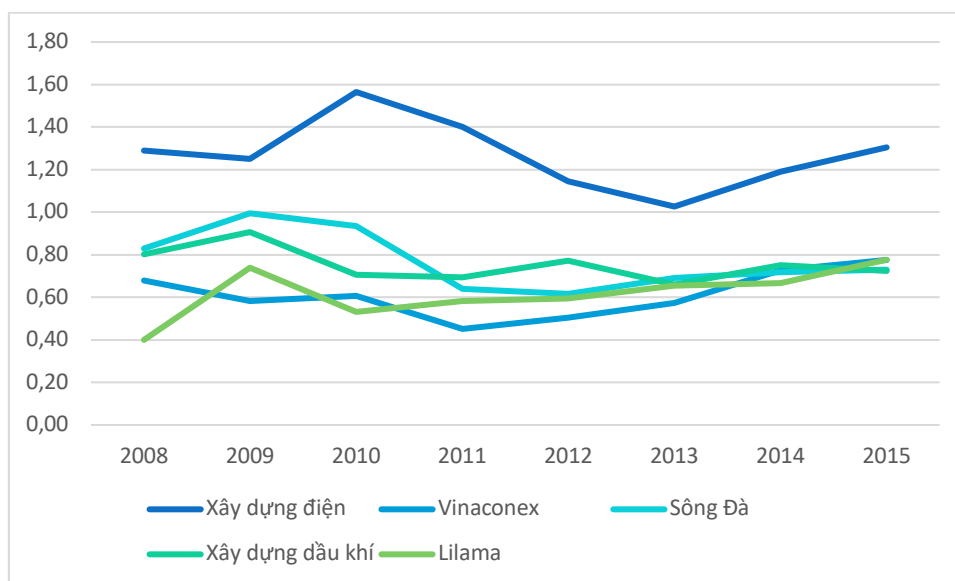
Bảng 2.14. Hệ số KNTT hiện thời của các công ty Vinaconex

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VCG	1.03	0.98	1.15	0.98	1.03	1.21	1.2	1.05	1.08
VC9	1.05	1.02	1.51	1.3	1.33	1.29	1.24	1.13	1.23
VC7	1.39	1.15	0.93	1.14	1.18	2.27	1.63	1.15	1.36
VC2	1.31	1.19	1.48	1.19	1.26	1.23	1.08	1.24	1.25
VC1	1.27	1.2	1.24	1.27	1.4	1.42	1.41	1.68	1.36
V21	1.72	1.43	1.19	1	1.06	1.17	0.98	0.04	1.07
V12	1.06	1.05	1.15	1.18	1.1	1.11	1.13	1.1	1.11

2.1.4.2. Khả năng thanh toán nhanh

Khả năng thanh toán nhanh của các DN xây dựng niêm yết nhìn chung khá thấp, trung bình đạt mức 0.6-0.8 nhưng có sự khác nhau giữa các phân khúc xây dựng và các nhóm công ty lớn. Trong giai đoạn 2008-2015, hệ số này đang có xu hướng cải thiện, đặc biệt là đối với mảng tư vấn và xây dựng điện. Hình 2.8 cho thấy các DN trong lĩnh vực xây dựng điện có hệ số khả năng thanh toán nhanh tốt nhất trong ngành, giá trị trung bình luôn duy trì trên 1.0. Nhóm công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp và dầu khí và nhóm các tổng công ty (Vinaconex, Sông Đà và Lilama) đều có khả năng thanh toán nhanh dưới 1.0, duy trì bình quân ở mức 0.8 vào năm 2015.

Hình 2.9. Hệ số khả năng thanh toán nhanh của các nhóm doanh nghiệp giai đoạn 2008-2015



Xem xét chi tiết có thể thấy hầu hết các DN trong lĩnh vực xây dựng điện (VNE, VE2, TV4, TV2) đều đảm bảo khá tốt khả năng thanh toán nhanh. Điều này là do thương phẩm điện tiêu thụ ổn định và có sự hỗ trợ của Nhà nước. Trong nhóm này TV1 là DN duy nhất có hệ số khả năng thanh toán nhanh thấp và giảm dần từ năm 2010 trở lại đây (Bảng 2.13). Ngoài ra, trong mẫu nghiên cứu, CTCP Xây dựng và kinh doanh địa ốc Hòa Bình (HBC), CTCP Tasco (HUT) và CTCP Đầu tư Hạ tầng kỹ thuật TPHCM cũng là một trong số ít các DN đảm bảo tốt khả năng thanh toán nhanh.

Bảng 2.15. Hệ số khả năng thanh toán nhanh của các DN trong lĩnh vực tư vấn và xây dựng điện

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VNE	1.37	1.75	2.68	1.7	1.21	0.81	1.44	1.21
VE9	1.61	0.98	2.09	1.58	0.9	1	0.56	1.91
VE2	1.61	1.63	1.67	1.81	1.77	1.44	2.15	1.4
TV4	1.38	1.29	0.83	1.41	1.41	1.31	1.39	1.62
TV2	1.1	1.12	1.15	1.04	0.95	0.98	1.07	1.22
TV1	0.67	0.73	0.97	0.86	0.64	0.62	0.54	0.47
TB	1.29	1.25	1.57	1.40	1.15	1.03	1.19	1.31

Các công ty con thuộc TCT Vinaconex có khả năng thanh toán nhanh đạt khoảng 0.7-0.8 và đang có xu hướng cải thiện (Bảng 2.14). VC7 và VC1 có

sự cải thiện rõ nét nhất do sử dụng nợ ngắn hạn ở mức thấp hơn các công ty họ “Vinaconex” khác và liên tục hoàn thành các công trình xây lắp dân dụng lớn.

Bảng 2.16. Hệ số khả năng thanh toán nhanh của nhóm công ty Vinaconex

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VCG	0.6	0.59	0.71	0.53	0.54	0.7	0.79	0.77
VC9	0.47	0.45	0.61	0.49	0.54	0.65	0.66	0.65
VC7	1.09	0.9	0.78	0.46	0.46	0.47	1.14	0.9
VC2	0.73	0.71	0.7	0.41	0.49	0.53	0.44	0.53
VC1	0.74	0.54	0.53	0.53	0.47	0.53	0.81	1.04
V21	0.71	0.55	0.45	0.41	0.58	0.52	0.53	0.67
V12	0.41	0.33	0.46	0.33	0.44	0.62	0.72	0.87
TB	0.68	0.58	0.61	0.45	0.50	0.57	0.73	0.78

Trong khi đó, hệ số khả năng thanh toán nhanh của VC2 và V21 thấp nhất ở chỉ đạt khoảng 0.5.

So với nhóm Vinaconex, nhóm Sông Đà có khả năng thanh toán tốt hơn (Bảng 2.15). Trong 8 đại diện của Sông Đà có 6 công ty có hệ số khả năng thanh toán nhanh trên 0.7. CTCP Sông Đà 11(SJE) có khả năng thanh toán tốt nhất. Đây là công ty chủ lực của TCT Sông Đà trong lĩnh vực xây dựng điện, luôn kiểm soát được đòn bẩy tài chính ở mức vừa phải. Trong khi đó, hệ số này ở CTCP đầu tư và phát triển Sông Đà (SIC) thấp hơn hẳn các DN còn lại trong nhóm.

Bảng 2.17. Hệ số khả năng thanh toán nhanh của nhóm công ty Sông Đà

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
SJE	0.88	0.78	0.83	0.74	0.88	0.88	1.03	0.95
SIC	1.14	2.8	1.38	0.46	0.33	0.3	0.33	0.33
SDT	0.69	0.71	0.68	0.69	0.89	0.92	0.9	0.9
SDH	1.3	1.05	1.52	0.96	0.7	0.82	0.85	0.79
SD9	0.48	0.62	0.59	0.59	0.54	0.66	0.68	0.99

SD7	0.7	0.55	0.55	0.44	0.45	0.5	0.47	0.58
SD6	0.48	0.44	0.57	0.47	0.47	0.77	0.74	0.57
SD2	0.96	1.01	1.36	0.77	0.67	0.67	0.74	0.73
TB	0.83	1.00	0.94	0.64	0.62	0.69	0.72	0.73

Bên cạnh đó, trong mẫu nghiên cứu, đáng chú ý còn có một số DN có hệ số khả năng thanh toán nhanh rất thấp như CTCP 482 (B82) và CTCP Than Hà Lâm (HLC) (Bảng 2.16). Kể từ năm 2011, khả năng thanh toán của hai công ty này sụt giảm đáng kể. Nếu B82 gặp nhiều khó khăn trong việc giải quyết vốn tồn kho thì HLC gần như không tăng trưởng về tài sản ngắn hạn trong khi huy động nợ vay ngày càng nhiều.

Bảng 2.18. Hệ số khả năng thanh toán nhanh của B82 và HLC

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
B82	0.41	0.52	0.71	0.47	0.49	0.35	0.32	0.36
HLC	0.63	0.26	0.77	0.28	0.09	0.26	0.25	0.23

2.1.4.3. Tỷ trọng tài sản cố định

Mức độ đầu tư vào tài sản cố định phản ánh mức độ sử dụng đòn bẩy kinh doanh của DN, qua đó tác động tới rủi ro trong kinh doanh và khả năng huy động nợ vay. Do nhu cầu vốn cố định lớn, hầu hết các DN xây dựng niêm yết có tỷ trọng đầu tư vào tài sản cố định cao, bình quân ở mức 70-80%. Một số DN có tỷ trọng TSCĐ lớn hơn mặt bằng chung của ngành như CTCP Kinh doanh và xây dựng địa ốc Hòa Bình (HBC), CTCP Chương Dương (CDC), CTCP Đầu tư và xây dựng HUD 1 (HU1) và CTCP Xây dựng và giao thông Bình Dương (BCE).

Nhóm Vinaconex có sự thống nhất về chính sách phân bổ vốn là tập trung đầu tư vào TSCĐ (Bảng 2.17). Tỷ trọng TSCĐ ở các công ty này luôn ở mức trên 85% trong giai đoạn 2008-2015. Nhờ có giá trị tài sản đảm bảo cao, nhóm công ty thường xuyên huy động nợ vay ngắn hạn ở mức cao nhất trong ngành.

Bảng 2.19. Tỷ trọng TSCĐ ở nhóm các công ty thuộc TCT Vinaconex

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
VC9	85%	84%	81%	80%	80%	81%	84%	85%	82.50%
VC7	90%	87%	70%	89%	89%	90%	88%	88%	86.38%
VC2	89%	77%	84%	86%	86%	89%	87%	87%	85.63%
VC1	91%	89%	90%	88%	93%	95%	77%	86%	88.63%
V21	93%	94%	94%	86%	87%	87%	85%	85%	88.88%
V12	91%	92%	94%	93%	92%	93%	86%	85%	90.75%

Trong khi đó, nhóm Sông Đà có tỷ trọng đầu tư vào TSCĐ thấp hơn và đang có xu hướng giảm (Bảng 2.18). CTCP Sông Đà 2 (SD2) có mức độ phân bổ vốn vào TSCĐ lớn nhất, trong 3 năm gần đây đạt xấp xỉ 90%. CTCP Xây dựng hạ tầng Sông Đà (SDH) và CTCP Sông Đà 10 (SDT) cũng có tỷ trọng TSCĐ cao và tăng đều trong những năm gần đây. Ngược lại, các công ty khác trong nhóm giảm mạnh tỷ trọng đầu tư vào TSCĐ. Cá biệt có CTCP Đầu tư và phát triển Sông Đà (SIC) giảm từ 72% năm 2014 xuống chỉ còn 10% năm 2015 do thanh lý số lượng lớn TSCĐ và chuyển nhượng thành công một số dự án thủy điện.

Bảng 2.20. Tỷ trọng TSCĐ ở nhóm các công ty thuộc TCT Sông Đà

Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TB
SJE	64%	78%	71%	74%	78%	81%	82%	55%	72.88%
SIC	29%	48%	53%	59%	62%	66%	72%	10%	49.88%
SDT	70%	70%	71%	78%	82%	71%	68%	73%	72.88%
SDH	78%	80%	68%	70%	71%	78%	83%	81%	76.13%
SD9	44%	47%	45%	48%	47%	51%	54%	52%	48.50%
SD7	62%	60%	46%	51%	44%	50%	48%	47%	51.00%
SD6	60%	63%	66%	67%	71%	73%	77%	64%	67.63%
SD2	63%	75%	79%	86%	89%	91%	90%	89%	82.75%

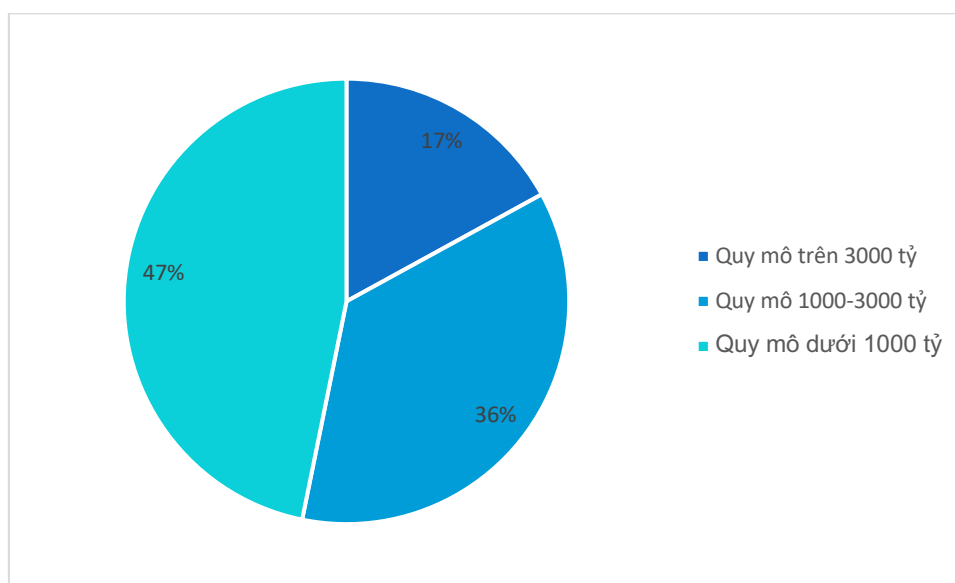
Các công ty thuộc lĩnh vực xây dựng chuyên ngành điện và dầu khí có tỷ trọng TSCĐ thấp hơn nhóm xây lắp dân dụng, đạt mức trung bình 50-60% trong tổng tài sản. Ngoài ra, trong mẫu nghiên cứu có một số ít các DN có mức

độ đầu tư vào TSCĐ khá hạn chế, chỉ chiếm đạt mức 20-30% như CTCP Đầu tư hạ tầng kỹ thuật TPHCM (CII), CTCP Than Hà Lâm (HLC).

2.1.4.4. Quy mô doanh nghiệp

Quy mô tổng tài sản của các DN xây dựng niêm yết chủ yếu ở mức dưới 3,000 tỷ đồng. Trong 47 DN được lựa chọn, có 22 DN (chiếm tỷ trọng 47%) có quy mô dưới 1.000 tỷ và 17 DN (chiếm tỷ trọng 36%) có quy mô từ 1,000 đến 3,000 tỷ (Hình 2.9).

Hình 2.10. Quy mô tổng tài sản của các DN thủy sản niêm yết năm 2015



Xem xét cụ thể trong nhóm có quy mô dưới 1,000 tỷ, có thể thấy nhiều đại diện của Vinaconex như VC7, VC1, V21, V12 với tổng giá trị tài sản trung bình ở mức 500-700 tỷ đồng và đang có xu hướng giảm nhẹ. Ngoài ra, còn có 2 đại diện của Sông Đà là SIC và SDH với quy mô tổng tài sản thấp, lần lượt là khoảng 700 và 600 tỷ vào năm 2015 và rất ít biến động trong giai đoạn 2010-2015. Các công ty thuộc lĩnh vực tư vấn và xây dựng điện như TV4, VE9 và VE2 có quy mô nhỏ nhất trong mẫu nghiên cứu, và ổn định ở mức dưới 200 tỷ.; TV2 có quy mô lớn hơn ở mức 660 tỷ.

Phần lớn các công ty thuộc TCT Sông Đà (SJE, SD9, SD7, SD6) có quy mô lớn hơn trung bình ngành, ở nhóm có quy mô từ 1,000 đến 3,000 tỷ. Trong số này, SD7 và SD9 có quy mô xấp xỉ 2,000 tỷ. Các công ty thuộc lĩnh vực xây dựng dầu khí (PXS, PXI) cũng có quy mô tương đối lớn, đặc biệt PVX có giá trị tổng tài sản lên tới gần 19,000 tỷ vào năm 2012, từ sau đó giảm mạnh còn xấp xỉ

15,000 tỷ vào năm 2015 nhưng vẫn là DN có quy mô lớn thứ 2 trong mẫu nghiên cứu, sau TCT Vinaconex - VCG (với khoảng 20,700 tỷ năm 2015). VC9 và VC2 cũng là hai đại diện có quy mô lớn của Vinaconex với mức tổng tài sản lên tới khoảng 1,500 tỷ. Ba đại diện của Lilama (LM8, L18 và L10) cũng nằm trong nhóm có quy mô trên 1,000 tỷ.

Trong nhóm có quy mô dẫn đầu ngành, ngoài VCG và PVX thì CII cũng là DN có quy mô rất lớn (Bảng . Quy mô của CII tăng đều đặn từ năm 2008 đến năm 2014 và tăng đột biến vào năm 2015 (từ 9,000 tỷ lên hơn 15,000 tỷ). Các DN còn lại trong nhóm này có CTCP Sông Đà 10 (SDT), CTCP Tasco (HUT) và CTCP XD và KD Địa ốc Hòa Bình (HBC). Đây đều là các DN mạnh và đang cải thiện đáng kể về uy tín trong lĩnh vực xây dựng với nhiều dự án lớn.

Bảng 2.21. Các DN có quy mô tổng tài sản lớn nhất trong ngành (triệu đồng)

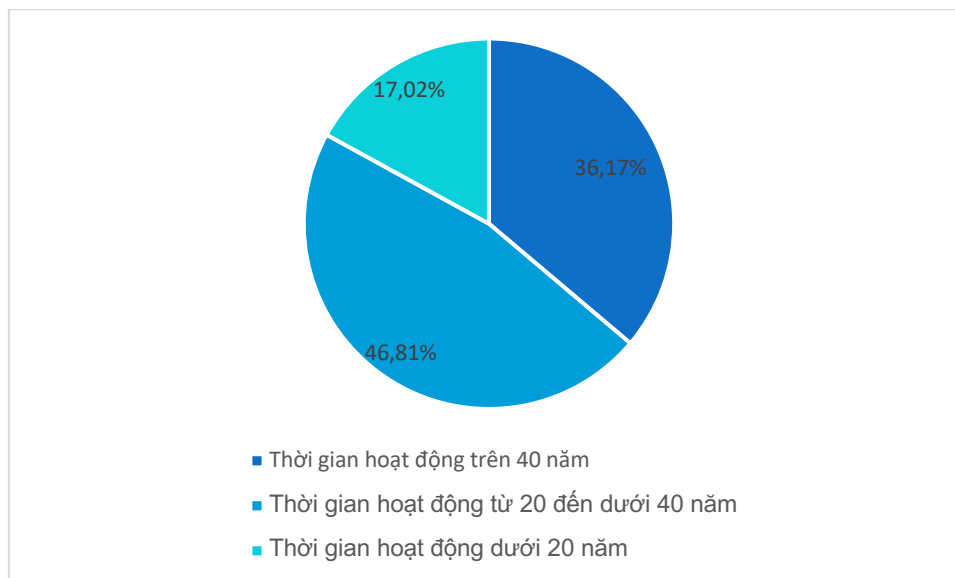
Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VCG	22,659,347	27,238,665	31,686,889	30,124,909	28,416,846	22,953,150	22,821,842	20,729,701
PVX	3,822,294	5,648,503	12,503,695	16,773,069	18,954,016	16,515,659	15,079,229	14,862,769
CII	2,011,311	2,504,297	3,538,468	4,999,713	6,637,745	8,016,673	9,035,490	15,065,849
HBC	1,163,293	1,355,935	1,912,959	3,285,396	4,580,416	4,726,785	5,803,481	7,291,231
HUT	304,008	1,148,213	3,178,533	4,422,337	4,167,870	4,770,423	6,213,337	7,086,351
ASM	871,428	759,206	1,244,893	1,378,252	1,577,815	1,673,512	2,481,244	3,908,502
SDT	766,435	1,129,208	1,532,959	1,818,852	1,857,611	2,366,333	3,024,592	3,170,088
HLC	608,698	813,061	1,148,743	1,347,272	1,551,367	2,180,261	2,648,164	3,200,405

2.1.4.5. Thời gian hoạt động của doanh nghiệp

Hầu hết các DN xây dựng có thời gian hoạt động trên 50 năm đều là các công ty cổ phần hóa từ DN nhà nước và ít nhiều Nhà nước hiện nay vẫn nắm giữ cổ phần ở các DN này. Do là lĩnh vực cơ bản và quan trọng của quốc gia, có khá nhiều DN xây dựng hoạt động lâu năm. Cụ thể, trong mẫu nghiên cứu, có 16 trong 47 DN có thời gian hoạt động trên 40 năm. CTCP Cơ điện và xây dựng Việt Nam (MCG) là DN lâu đời nhất, tính đến nay đã có 59 năm trong ngành. Với thời gian hoạt động trên 50 năm, các công ty của TCT Sông Đà (SD7, SD9, SJE), Lilama (L10, L18) và CTCP Licogi 13 (LIG) cũng là những DN có thâm niên trong ngành. Một số DN khác đã hoạt động trên 40 năm như CTCP Vinaconex 2,

9 (VC2, VC9), CTCP Chương Dương (CDC), CTCP 482 (B82), CTCP Tư vấn xây dựng điện 4 (TV4), CTCP Tasco (HUT) và CTCP Than Hà Lâm (HLC).

Hình 2.11. Thời gian hoạt động của các DN xây dựng niêm yết



Nhiều DN khác trong mẫu nghiên cứu có thời gian hoạt động trên 20 năm. Trong đó, có các đại diện còn lại của Vinaconex, Sông Đà, các công ty trong lĩnh vực xây dựng điện và dầu khí. Trong ngành, có một số ít các DN “trẻ” có thời gian hoạt động dưới 15 năm như CTCP Xây dựng và giao thông Bình Dương (BCE), CTCP Đầu tư hạ tầng kỹ thuật TPHCM (CII), CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings (PHC), CTCP Kết cấu kim loại và xây lắp dầu khí (PXS), CTCP Xây dựng hạ tầng Sông Đà (SDH). Các DN này dù có thời gian hoạt động chưa lâu nhưng có quy mô doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng nhanh chóng trong thời gian gần đây.

2.2 Đánh giá chung về cơ cấu nguồn vốn, giá trị doanh nghiệp và một số chỉ tiêu tài chính của các công ty xây dựng niêm yết.

Qua phân tích thực trạng cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp của các công ty xây dựng niêm yết giai đoạn 2008-2015 cho thấy:

Thứ nhất, đặc trưng cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng niêm yết trong mẫu nghiên cứu thiên về sử dụng nợ. Trong cơ cấu nợ, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn (phổ biến từ 70-90%). Trong số các công ty xây dựng thuộc mẫu nghiên cứu, nhóm các công ty thuộc Vinaconex sử dụng nợ ngắn hạn lớn. Tuy nhiên cũng có một số công ty sử dụng ít nợ ngắn hạn. Điều này cho thấy có

sự khác biệt giữa sử dụng nợ ngắn hạn của các công ty xây dựng thuộc nhóm nghiên cứu.

Thứ hai, giá trị doanh nghiệp thể hiện qua chỉ tiêu ROE và chỉ số Tobin's Q khá thấp so với các ngành khác. ROE của các công ty trong mẫu nghiên cứu chủ yếu dưới 10% và chỉ số TobinQ chỉ nằm trong khoảng 0,6-0,7. Tuy nhiên các DN sử dụng nhiều nợ có xu hướng đạt được ROE và Tobin's Q ở mức khả quan hơn.

Thứ ba, tình hình tài chính của các công ty xây dựng thuộc mẫu nghiên cứu nói chung có mức độ lành mạnh không cao và có xu hướng giảm. Điều này được thể hiện thông qua:

(i) *Khả năng thanh toán*: KNTT hiện thời được duy trì khá tốt, hầu hết các DN thuộc mẫu nghiên cứu đều có hệ số này trên 1,0 nhưng hệ số KNTT nhanh lại khá thấp, chỉ đạt bình quân 0,6-0,8. Phân tích trên còn cho thấy các DN thuộc lĩnh vực xây dựng điện đảm bảo KNTT tốt hơn hẳn các DN còn lại trong mẫu nghiên cứu.

(ii) *Quy mô doanh nghiệp*: Các DN xây dựng niêm yết phần lớn có quy mô dưới 3.000 tỷ, gần nửa số DN thuộc mẫu nghiên cứu có quy mô dưới 1.000 tỷ, cho thấy giá trị tổng tài sản của các DN ngành này không quá lớn. Nhóm công ty Sông Đà và xây dựng dầu khí có quy mô lớn hơn nhiều so với trung bình ngành, đây cũng là những DN duy trì được tình hình tài chính khả quan.

(iii) *Tỷ trọng TSCĐ*: Các DN xây dựng đầu tư khá mạnh vào TSCĐ, tỷ trọng đầu tư bình quân của ngành đạt khoảng 70-80%.

(iv) *Thời gian hoạt động*: Các DN xây dựng có sự phân chia rõ rệt về thời gian hoạt động trong ngành. Gần 1/3 số DN có thời gian hoạt động trên 40 năm, đều là các DN đang là DNNN hoặc cổ phần hóa từ DNNN. Số DN còn lại khá “trẻ” với thời gian hoạt động khoảng dưới 15 năm.

Chương 3

NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG VIỆT NAM NIÊM YẾT

3.1 Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu

3.1.1 Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata để tiến hành ước lượng các tham số và thực hiện kiểm định cần thiết. Trước tiên, nghiên cứu tiến hành: (1) thống kê mô tả để có những thông số cơ bản về các biến, (2) kiểm định tính dừng của các biến; (3) phân tích sơ bộ bằng hệ số tương quan giữa các nhân tố tài chính phản ánh đặc trưng của doanh nghiệp đối với cơ cấu nguồn vốn và mối tương quan giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp.

Sau khi có những kết quả đánh giá về chiều hướng tác động, nghiên cứu tiến hành các bước để hồi quy mô hình. Do số liệu thu thập và được xử lý ở dạng bảng nên bài nghiên cứu sử dụng hai phương pháp: (1) Mô hình hồi quy tác động cố định (fixed effects model - FEM); (2) Mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (random effects model - REM).

- Kiểm định Hausman cho thấy FEM phù hợp hơn REM.

Vì vậy, nghiên cứu sử dụng FEM hồi quy mô hình để tìm ra tác động của các nhân tố đến cơ cấu nguồn vốn và tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các công ty xây dựng niêm yết trong giai đoạn 2008-2015. Sau đó, nghiên cứu tiến hành kiểm định các khuyết tật và có những hiệu chỉnh khắc phục các khuyết tật để cho kết phù hợp hơn.

3.1.2 Dữ liệu nghiên cứu

Số liệu trong bài nghiên cứu được thu thập từ các báo cáo tài chính và các số liệu thị trường của các công ty xây dựng Việt Nam đang niêm yết. Hiện tại các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán khá nhiều. Để có thể thu thập được đầy đủ dữ liệu, nhóm tác giả đã phải loại bỏ một vài công ty vì không khớp thời gian nghiên cứu giữa các doanh nghiệp. Do vậy nhóm tác giả chỉ thu thập số liệu của 47 doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên tất cả các sàn chứng

khoán ở Việt Nam từ năm 2008 – 2015, sau đó được xử lý để phục vụ quá trình nghiên cứu. Số liệu của mỗi nhân tố hay mỗi biến được thu thập tồn tại dưới dạng dữ liệu bảng (panel data) với 2 chiều là năm (từ 2008-2015) và các công ty (47 công ty).

3.2 Kết quả nghiên cứu

3.2.1 Tác động của cơ cấu nguồn đến giá trị doanh nghiệp của các công ty xây dựng niêm yết.

Dựa trên các giả thiết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu đã được xây dựng ở chương 1, kết quả nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn đến giá trị doanh nghiệp của các công ty xây dựng niêm yết như sau:

3.2.1.1 Nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết theo cách tiếp cận ROE

Biến phụ thuộc:

ROE: Chỉ tiêu này cho biết một đồng VCSH BQ trong kỳ đưa vào kinh doanh tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Đây là chỉ tiêu tổng hợp phản ánh tất cả trình độ quản trị doanh thu, chi phí; khả năng khai thác, sử dụng tài sản; trình độ quản trị nguồn vốn của DN.

Các biến độc lập:

Hệ số nợ (TDR): Theo lý thuyết, có 3 cách để đo lường hệ số nợ của các DN: Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, và tổng nợ trên tổng tài sản. Trong các nghiên cứu lý thuyết và nghiên cứu tại các nước phát triển, nguồn vốn dài hạn thường là nguồn vốn ổn định và thường được quan tâm nhiều khi xem xét chính sách tài trợ của DN. Tuy nhiên, như phân tích ở chương 2, đa phần các DN xây dựng niêm yết dùng nợ ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu vốn (tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ lên tới 70 – 90%), chỉ trừ một số công ty có tỷ trọng nợ ngắn hạn thấp do đầu tư vào các dự án BOT, BT có thời gian thu hồi vốn lâu. Kết quả này cũng tương tự như kết quả trong nghiên cứu của Diamond (1991, 1993), Rajan (1992) và Demirguc-Kundiand và Maksimovic (1999), các tác giả này cũng đã chỉ ra rằng các DN trong các thị trường mới nổi chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn. Nhưng riêng đối với trường hợp các DN xây dựng niêm yết của Việt Nam thì mặc dù các doanh nghiệp đa số là vay nợ ngắn hạn, nhưng hầu hết đều

thực hiện việc đảo nợ khi các khoản nợ đến hạn trả, chính vì thế, bản chất của các khoản nợ này được xem như là một khoản vay dài hạn của doanh nghiệp. Chính vì lý do trên, nhóm tác giả quyết định sử dụng chỉ tiêu tổng nợ trên tổng tài sản để nghiên cứu về tác động của cơ cấu nguồn vốn đến các DN xây dựng niềm yết ở Việt Nam. Hệ số nợ có thể được tính theo giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường. Có những quan điểm ủng hộ sử dụng hệ số nợ theo giá trị sổ sách là biến phụ thuộc bởi vì hệ số này dựa trên những tài sản thực có của doanh nghiệp. Mặt khác, việc sử dụng hệ số nợ theo giá trị thị trường sẽ có sự biến động lớn và không đáng tin cậy trong việc ra các quyết định tài trợ của doanh nghiệp vì những hiện tượng như tình trạng đầu cơ trên thị trường chứng khoán. Vì vậy các chỉ tiêu được tính toán là các chỉ tiêu theo giá trị sổ sách.

Nhóm tác giả sử dụng phần mềm Stata để tiến hành ước lượng các tham số và thực hiện kiểm định cần thiết.

Bảng 3.1 : Thống kê mô tả các biến

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
VARIABLES	N	mean	sd	min	max
TDR	376	0.709	0.139	0.251	0.926
LIQUID	376	1.318	0.435	0.301	3.621
ROE	376	0.124	0.110	-0.408	0.595
SIZE	376	5.907	0.505	4.562	7.501
GROWTH	376	0.220	0.470	-0.812	2.689
BEP	376	0.0676	0.0457	-0.0887	0.295
Age	376	34.12	13.29	2	61
Number of id	47	47	47	47	47

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của nhóm tác giả từ phần mềm Stata

Từ bảng trên ta có thể thấy ROE của các DN xây dựng niềm yết trong giai đoạn 2008 – 2015 có giá trị trung bình là 0.124, là một mức sinh lời trung bình so với các ngành nghề khác, tuy nhiên từ giá trị min và max có thể thấy nhiều DN xây dựng niềm yết kinh doanh rất kém trong giai đoạn ($ROE < 0$) này và một số

khác thì hoạt động khá tốt (ROE lên tới 0.595). Hệ số nợ trung bình là 0.709 khá cao và dao động trong khoảng (0.251;0.926), điều này cho thấy bên cạnh những doanh nghiệp dùng đòn bẩy tài chính gần như tuyệt đối thì vẫn có những doanh nghiệp dùng đa số là vốn chủ để giảm thiểu rủi ro.

Bảng 3.2 : Ma trận tương quan giữa các biến

	ROE	SIZE	GROW			LIQUI	
			TH	BEP	TDR	D	Age
RO							
E	1						
SIZ	-						
E	0.1706	1					
GR	0.	-					
OWTH	1635	0.0363	1				
BE	0.	-	0.				
P	7417	0.1921	1143	1			
TD	0.	0.	0.	-			
R	0659	316	0173	0.314	1		
LI	-	-	-	0.	-		
QUID	0.0767	0.2401	0.0322	0655	0.5371	1	
Ag	0.	0.	-	-	0.	-	
e	0539	159	0.0473	0.0277	3155	0.2768	

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của nhóm tác giả từ phần mềm Stata

Bảng trên cho thấy mối tương quan giữa các biến được lựa chọn, những biến có mối quan hệ khá chặt chẽ với nhau là BEP và ROE, hệ số nợ với quy mô, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản, khả năng thanh toán, thời gian hoạt động.

Do số liệu thu thập và được xử lý ở dạng bảng nên nhóm tác giả sử dụng hai phương pháp: (1) Mô hình hồi quy tác động cố định (fixed effects model - FEM); (2) Mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (random effects model - REM).

Kiểm định Hausman cho thấy FEM phù hợp hơn REM. Vì vậy, nghiên cứu sử dụng mô hình FEM.

Kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 18.89$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0043$$

($V_b - V_B$ is not positive definite)

Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi cho thấy mô hình có khuyết tật phương sai sai số thay đổi.

Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi cho mô hình FEM

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

$$H_0: \sigma^2(i) = \sigma^2 \text{ for all } i$$

$$\chi^2(47) = 1828.41$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$$

Vì mô hình FEM sau khi kiểm định bị khuyết tật là phương sai sai số thay đổi, do vậy bài nghiên cứu có sử dụng tham số robust để điều chỉnh phương sai sai số thay đổi đối với mô hình FEM.

Bảng 3.3 : Tổng hợp kết quả phân tích định lượng với giá trị DN được tiếp cận bởi biến đại diện là ROE

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	Fixed effect	Random effect	Robust
SIZE	-0.0900*** (0.0181)	-0.0349*** (0.00929)	-0.0349*** (0.00929)
GROWTH	0.0122* (0.00674)	0.0146** (0.00667)	0.0146** (0.00667)
BEP	1.945***	1.989***	1.989***

	(0.0877)	(0.0801)	(0.0801)
TDR	0.291***	0.298***	0.298***
	(0.0510)	(0.0367)	(0.0367)
LIQUID	0.0269**	0.0186*	0.0186*
	(0.0109)	(0.00963)	(0.00963)
Age	-0.00293	4.09e-05	4.09e-05
	(0.00358)	(0.000379)	(0.000379)
Constant	0.380**	-0.0448	-0.0448
	(0.171)	(0.0613)	(0.0613)
Observations	376	376	376
R-squared	0.663	0.663	0.663
Number of id	47	47	47

*Ghi chú: (i) ***, **, *, lần lượt cho biết mức ý nghĩa thống kê p-value 1%, 5%, 10%; (ii): lệnh robust được dùng để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi đối với mô hình FEM.*

Nguồn: Chiết xuất của nhóm tác giả từ phần mềm Stata

Hệ số xác định R² khá cao = 0.663 cho biết sự phù hợp của mô hình là 66.3%, hay nói cách khác các biến độc lập đã được lựa chọn trong mô hình đã giải thích được 66.3% sự biến động của biến phụ thuộc ROE.

Trừ biến Thời gian hoạt động (Age) không có ý nghĩa thống kê (tức là chưa giải thích được thời gian hoạt động của các DN xây dựng niêm yết có ảnh hưởng gì đến ROE hay không), các biến còn lại đều giải thích khá rõ sự tác động của nó đến ROE, cụ thể:

Hệ số nợ (TDR) có tác động cùng chiều với ROE, tức là khi hệ số nợ trung bình của các DN xây dựng niêm yết tăng thì ROE cũng tăng. Tuy nhiên điều này chỉ xảy ra khi BEP của DN lớn hơn lãi suất đi vay thì mới khuếch đại được ROE. Những doanh nghiệp có BEP thấp nhưng sử dụng hệ số nợ cao như V21, SDH (hệ số nợ trên 0.7) nhưng BEP trung bình chỉ khoảng (4%) thậm chí có năm nhỏ hơn 0, trong khi theo số liệu của Worldbank lãi suất cho vay trong giai đoạn này

trung bình là 11% nên ROE của các DN này rất thấp do tác dụng ngược của đòn bẩy tài chính.

Biến Quy mô (SIZE) có tác động ngược chiều với biến ROE. Điều này có nghĩa là những DN xây dựng niêm yết mà tăng quy mô 1% thì lại có tác dụng ngược là làm giảm ROE tương ứng là (-0.0349). Điều này có thể dễ dàng lý giải: Trong giai đoạn 2008-2015, rất nhiều DN xây dựng ồ ạt tăng vốn nhưng số vốn này sử dụng không hiệu quả khi nó bị ứ đọng trong các khoản phải thu, hàng tồn kho cũng như đầu tư kém hiệu quả vào các công ty con, công ty liên kết.

Biến Khả năng tăng trưởng (GROWTH) có tác dụng tích cực tới ROE, cụ thể khi doanh thu tăng trưởng 1% thì ROE tăng trưởng được 0.0146%. Tăng trưởng doanh thu là điều kiện cần để DN xây dựng niêm yết có thể gia tăng được ROE, gia tăng doanh thu đồng nghĩa với việc thị phần của DN được mở rộng, các dự án dở dang được hoàn thành, hàng tồn kho được giải phóng bớt. Một DN muốn phát triển và được đánh giá cao thì trước hết DN đó phải thể hiện được sự tăng trưởng trong doanh thu.

Biến Khả năng sinh lời (BEP) có mối quan hệ thuận chiều với ROE, không những thế biến này còn có tác động rất mạnh khi hệ số tác động lên tới 1.989. Điều này có nghĩa là khi BEP tăng được 1% thì ROE của các DN xây dựng niêm yết có khả năng tới 1.989%. Trong mô hình vừa xây dựng thì BEP là biến số có tác động mạnh mẽ nhất tới ROE, như vậy có thể khẳng định rằng điều kiện tiên quyết để có thể gia tăng ROE là phải nâng cao được tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP).

Biến Khả năng thanh toán (LIQUID) cũng có mối quan hệ dương với ROE nhưng mức tác động không đáng kể. Trong giai đoạn 2008-2015, nền kinh tế có nhiều biến động. Các DN xây dựng niêm yết khó khăn trong thu hồi công nợ dẫn tới tình hình tài chính hạn chế. Một số DN xây dựng niêm yết duy trì được khả năng thanh toán tốt tạo ra cơ hội lớn trong kinh doanh từ đó gia tăng được ROE.

3.2.1.2. Nghiên cứu tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết theo cách tiếp cận TobinQ

Trong phần này nhóm tác giả tiếp tục đi tìm hiểu mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp, biến đại diện cho giá trị doanh nghiệp ở phần nghiên cứu này là chỉ số Tobin's Q.

Việc lựa chọn các biến độc lập trong mô hình cũng tương tự như trên. Riêng biến phụ thuộc, nhóm tác giả lựa chọn Tobin's Q để đại diện cho giá trị doanh nghiệp.

Biến Tobin's Q được nhóm tác giả tính toán dựa trên giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với tổng nợ của từng DN xây dựng niêm yết mà chia cho giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu cộng với tổng nợ tại thời điểm cuối mỗi năm trong giai đoạn nghiên cứu.

Bảng 3.4 Thống kê mô tả giá trị các biến được lựa chọn trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TobinQ	376	0.486148	0.75983	0	8.027335
SIZE	376	5.906978	0.505281	4.562091	7.50088
GROWTH	376	0.220021	0.470108	-0.81229	2.689142
BEP	376	0.067605	0.045678	-0.08865	0.295328
TDR	376	0.709339	0.138568	0.250945	0.926139
LIQUID	376	1.31762	0.435059	0.300867	3.620813
Age	376	34.12234	13.29284	2	61

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của nhóm tác giả từ phần mềm Stata

Bảng thống kê mô tả các biến trong mô hình cho ta thấy giá trị trung bình, độ lệch chuẩn và giá trị lớn nhất và nhỏ nhất trong 376 quan sát theo từng biến. Vì lần thực nghiệm này các biến độc lập được giữ nguyên theo cách tiếp cận ROE, nên các giá trị của các biến này tương ứng với phần trên. Vì vậy, nhóm tác giả chỉ giải thích giá trị của biến phụ thuộc là TobinQ. Đa phần các DN xây dựng niêm yết có thị giá nhỏ hơn giá trị sổ sách, điều này chứng tỏ trong giai đoạn 2008-2015 các nhà đầu tư đánh giá về các DN xây dựng không cao. Tuy nhiên, có những DN xây dựng nổi bật thì lại được đánh giá rất cao, và cao nhất lên tới 8.02, những DN xây dựng có cách thức quản trị tốt, các dự án được thi công đúng tiến độ, đảm bảo chất lượng và vòng quay vốn nhanh được các nhà đầu tư kỳ vọng nhiều như HBC, CTD...

Vẫn thống nhất phương pháp nghiên cứu như phần trên, khi thay biến phụ thuộc là TobinQ thì các thủ tục kiểm định vẫn là chạy mô hình FEM, REM.

Bảng 3.5: Tổng hợp kết quả phân tích định lượng với giá trị DN theo cách tiếp cận bởi biến đại diện là TobinQ

	(1)	(2)
VARIABLES	Fixed effect	Random effect
SIZE	-0.507*** (0.186)	-0.508*** (0.120)
GROWTH	0.0220 (0.0694)	0.0124 (0.0681)
BEP	-0.133 (0.902)	-0.281 (0.849)
TDR	-0.229 (0.525)	0.380 (0.427)
LIQUID	-0.116 (0.112)	-0.109 (0.103)
Age	0.0350 (0.0369)	0.00347 (0.00544)
Constant	2.609	3.257***

	(1.762)	(0.753)
Observations	376	376
R-squared	0.041	
Number of id	47	47

*Ghi chú: ***, **, *, lần lượt cho biết mức ý nghĩa thống kê p-value 1%, 5%, 10%*

Nguồn: Chiết xuất của nhóm tác giả từ phần mềm Stata

Kết quả của mô hình trên cho thấy với cách tiếp cận giá trị DN xây dựng được đại diện bởi biến TobinQ thì mô hình không có ý nghĩa nhiều. Với hệ số R2 rất thấp (0.041), điều đó có nghĩa là các biến độc lập trong mô hình chỉ giải thích được khoảng 4% sự biến động của chỉ số TobinQ. Trừ biến quy mô (SIZE), các biến còn lại như khả năng tăng trưởng, khả năng sinh lời, khả năng thanh toán, hệ số nợ và thời gian hoạt động không đóng góp gì vào sự thay đổi của chỉ số TobinQ.

Chỉ riêng chỉ số quy mô (SIZE) với mức ý nghĩa thống kê tới 1%, cho ta thấy một thực trạng đối với các DN xây dựng niêm yết trong giai đoạn 2008-2015 là càng tăng quy mô thì chỉ số phản ánh giá trị DN là TobinQ càng giảm. Điều này cho thấy các nhà đầu tư cảm thấy bất an và đánh giá thấp những DN cố gắng mở rộng quy mô trong giai đoạn mà nền kinh tế rơi vào chu kỳ hậu suy thoái, đặc biệt các DN xây dựng niêm yết quy mô nhỏ, khả năng quản trị kém thì càng mở rộng quy mô thì khả năng thua lỗ càng lớn.

Chính vì sau khi chạy mô hình FEM và REM, nhóm tác giả nhận thấy không cần thiết phải dùng kiểm định hausman và chạy robust hiệu chỉnh vì cả hai mô hình này không có nhiều ý nghĩa trong việc giải thích hệ số nợ có tác động tới giá trị DN được đại diện bởi biến TobinQ.

3.2.2 Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng trong mẫu nghiên cứu

Dựa trên các giả thiết nghiên cứu và mô hình nghiên cứu đã được xây dựng ở chương 1, kết quả nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng trong mẫu nghiên cứu như sau:

Các chỉ số thống kê mô tả mẫu được giới thiệu trong bảng sau:

Bảng 3.6: Thống kê mô tả các biến

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Thấp nhất	Cao nhất
TDR	0.709	0.139	0.251	0.926
LIQUID	1.318	0.435	0.301	3.621
TANG	0.694	0.196	0.0682	0.971
NDTS	0.133	0.118	0.00155	0.563
SIZE	5.907	0.505	4.562	7.501
GROWTH	0.220	0.470	-0.812	2.689
BEP	0.0676	0.0457	-0.0887	0.295

Nhìn vào bảng 1 có thể thấy hệ số nợ trung bình của các công ty xây dựng được nghiên cứu trong giai đoạn 2008-2015 là 70,9%. Điều này cho thấy trong giai đoạn nghiên cứu các công ty xây dựng đã phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn vay. Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn trung bình lớn hơn 1.

Bảng 3.7: Giá trị trung bình một số biến theo năm

Biến	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
TDR	0,73	0,73	0,72	0,69	0,68	0,69	0,7	0,73
LIQUID	1,30	1,31	1,40	1,35	1,23	1,25	1,34	1,37
NDTS	0,16	0,14	0,12	0,12	0,13	0,13	0,13	0,13
SIZE	5,62	5,75	5,89	5,96	5,97	5,99	6,02	6,05
GROWTH	0,37	0,45	0,26	0,03	0,12	0,15	0,11	0,28
TANG	0,70	0,70	0,68	0,70	0,68	0,70	0,70	0,69
BEP	0,08	0,08	0,10	0,07	0,05	0,05	0,05	0,05

Bảng 3.7 cho thấy hệ số nợ của các công ty xây dựng qua các năm đều khá cao, tuy nhiên trong thời kỳ 2011-2014, hệ số nợ có giảm so với giai đoạn

trước. Khả năng thanh toán đều lớn hơn 1. Tài sản cố định luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản và khả năng sinh lời khá thấp.

Kiểm định tính dừng của các biến

Nghiên cứu sử dụng tiêu chuẩn Harris-Tzavalis và Levin-Lin-Chu để kiểm định tính dừng của các biến. Kết quả kiểm định của cả hai phương pháp với mức ý nghĩa 5% thì tất cả các chuỗi dữ liệu trong mẫu nghiên cứu là các chuỗi dừng.

Phân tích mối tương quan giữa các biến

	TDR	LIQ UID	TAN G	NDT S	SIZE	GRO WTH	BEP	DU M1	OCF	AGE	DU M2
TDR	1										
LIQUID	-0,5371	1									
TANG	0,1104	0,144	1								
NDTS	-0,0643	-0,099	-0,1447	1							
SIZE	0,316	0,2401	0,3217	0,1919	1						
GROWTH	0,0173	0,0322	0,0348	0,0532	0,0363	1					
BEP	-0,314	0,0655	0,1543	0,2681	-0,1921	0,1143	1				
DUM1	0,0351	-0,034	0,0065	-0,0585	0,2392	-0,2281	-0,3288	1			
OCF	0,02	-0,0764	-0,1114	0,0568	0,0599	0,0242	0,032	0,0401	1		

AGE	0,31 55	- 0,276 8	- 0,112 5	0,201 2	0,159	- 0,0473	- 0,02 77	0,003 7	0,062 3	1	
DUM2	0,18 85	0,015 5	0,186 4	0,188 4	- 0,047 4	- 0,1166	- 0,10 11	- 0,098 6	0,036 2	0,313 5	1

Bảng 3.8 Ma trận tương quan giữa các biến

Nhìn vào bảng 3.8 có thể thấy tương quan giữa các biến độc lập không quá lớn. Bảng kết quả cũng cho thấy hệ số nợ và khả năng thanh toán, tỷ suất sinh lời, lá chắn thuế phi nợ có mối tương quan âm và mỗi tương quan dương giữa các biến còn lại với hệ số nợ.

Lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp

Tác giả đã thực hiện các kiểm định để xem mô hình nào trong hai mô hình REM và FEM là phù hợp nhất bằng cách thực hiện kiểm định Hausman. Kết quả mô hình FEM được lựa chọn.

Kiểm định khuyết tật tự tương quan cho mô hình bằng kiểm định Wooldridge và kết quả là mô hình không có bị tự tương quan bậc một (Bảng 3.9).

Bảng 3.9: Kết quả kiểm định tự tương quan bậc một

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

$$F(1, 46) = 26.917$$

$$\text{Prob} > F = 0.0000$$

Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi cho thấy mô hình có khuyết tật phương sai sai số thay đổi. Do vậy bài nghiên cứu có sử dụng tham số robust để điều chỉnh phương sai sai số thay đổi.

Kết quả và thảo luận

Bảng 3.10 cho thấy kết quả phân tích định lượng bằng hai phương pháp FEM và REM, đồng thời cho thấy kết quả hiệu chỉnh bằng tham số robust để điều chỉnh phương sai sai số thay đổi.

Bảng 3.10: Kết quả phân tích định lượng

NGHIÊN CỨU TÀI CHÍNH

Phương pháp Biến	FEM TDR	REM TDR	ROBUST TDR
LIQUID	-0.111*** (0.0104)	-0.115*** (0.0101)	-0.111*** (0.0237)
TANG	0.219*** (0.0362)	0.202*** (0.0336)	0.219*** (0.0621)
NDTS	-0.117 (0.0908)	-0.158** (0.0717)	-0.117 (0.105)
SIZE	0.207*** (0.0262)	0.142*** (0.0194)	0.207*** (0.0407)
GROWTH	0.00647 (0.00699)	0.00577 (0.00708)	0.00647 (0.00911)
BEP	-0.247*** (0.0928)	-0.266*** (0.0932)	-0.247 (0.151)
AGE	0.00820** (0.00360)	0.00215** (0.000959)	0.00820*** (0.00239)
DUM1	-0.0521*** (0.00914)	-0.0374*** (0.00852)	-0.0521*** (0.0134)
OCF	-8.35e-09 (1.47e-08)	-8.61e-09 (1.50e-08)	-8.35e-09 (1.57e-08)
DUM2	0.0254 (0.0327)	0.0328 (0.0295)	0.0254 (0.0335)
Constant	-0.729*** (0.217)	-0.137 (0.125)	-0.729** (0.307)
Observations	376	376	376
R-squared	0.431		0.431
Number of id	47	47	47

*Ghi chú: (i) ***, **, *, lần lượt cho biết mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; (ii): lệnh robust được dùng để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi.*

Nguồn: Chiết xuất của nhóm tác giả từ phần mềm Stata

Hệ số xác định $R^2=0,431$ thể hiện các biến độc lập được lựa chọn trong mô hình đã giải thích được 43,1% phương sai của hệ số nợ.

Qua kết quả ước lượng mô hình FEM đã robust, có thể nhận xét rằng các nhân tố có ảnh hưởng đến hệ số nợ là khả năng thanh toán, cơ cấu tài sản cố định, quy mô doanh nghiệp, thời gian hoạt động của doanh nghiệp và biến giả DUM1 đại diện cho điều hành vĩ mô với mức ý nghĩa thống kê $p\text{-value} < 0,01$.

Nhân tố khả năng thanh toán có mối tương quan âm với hệ số nợ. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Khi doanh nghiệp có khả năng thanh toán cao, doanh nghiệp ưu thích dùng nguồn vốn nội sinh để đầu tư hơn là dùng nguồn vốn vay.

Nhân tố cơ cấu tài sản cố định có mối tương quan dương với hệ số nợ. Đặc trưng của các doanh nghiệp ngành xây dựng là có cơ cấu tài sản nghiêng về tài sản cố định. Trong những năm qua, các doanh nghiệp xây dựng thường sử dụng nợ vay để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Nhân tố quy mô có mối tương quan dương với hệ số nợ, điều này rất phù hợp với lý thuyết đánh đổi (trade-off theory). Đó là quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Những doanh nghiệp có quy mô vốn lớn thường có rủi ro phá sản thấp và chi phí phá sản thấp. Mặt khác, các doanh nghiệp này thường có dòng tiền ít biến động và dễ dàng tiếp cận với thị trường tín dụng. Do vậy, cơ cấu vốn của doanh nghiệp này thường nghiêng về hệ số nợ.

Thời gian hoạt động của doanh nghiệp có mối tương quan dương với hệ số nợ, điều này thể hiện doanh nghiệp có thời gian hoạt động nhiều thì duy trì hệ số nợ cao. Điều này có thể cho thấy các doanh nghiệp xây dựng thiếu vốn thường dựa vào việc vay nợ. Doanh nghiệp có thời gian hoạt động dài thường có uy tín hơn so với các doanh nghiệp mới hoạt động nên dễ dàng vay vốn ngân hàng hơn. Tuy nhiên nếu xét từ phía doanh nghiệp, việc duy trì hệ số nợ cao có thể là dấu hiệu cho thấy hành vi né tránh rủi ro thông qua nợ vay của chủ sở hữu.

Một kết quả nghiên cứu rất thú vị là biến giả DUM1 đại diện cho giai đoạn thắt chặt tín dụng, điều hành vĩ mô của Chính phủ có ảnh hưởng tiêu cực đến hệ số nợ. Tương quan âm cho thấy thắt chặt tín dụng trong giai đoạn 2011-2014 đã khiến cho doanh nghiệp có xu hướng giảm nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn. Điều này cũng phần nào phản ánh rủi ro của các doanh nghiệp ngành xây dựng.

Tuy nhiên hai biến dòng tiền thuần và cơ cấu sở hữu đại diện cho ràng buộc tài chính, nhân tố lá chắn thuế phi nợ, tốc độ tăng trưởng và tỷ suất sinh lời đã không có ảnh hưởng chặt với hệ số nợ.

3.3 Đánh giá kết quả nghiên cứu

Từ các nghiên cứu định lượng trên, nhóm tác giả nhận thấy cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp thể hiện ở biến ROE và chưa tìm được mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp thể hiện ở chỉ số TobinQ. Bên cạnh đó, nhóm tác giả cũng nhận thấy hệ số nợ của các công ty xây dựng trong giai đoạn nghiên cứu khá cao, các công ty chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn. Giá trị doanh nghiệp thể hiện ở chỉ số ROE và TobinQ còn chưa cao. Điều này thể hiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng còn kém và các doanh nghiệp này chưa được thị trường đánh giá cao trong giai đoạn nghiên cứu.

Để tìm hiểu nguyên nhân của việc sử dụng nợ nhiều, nhóm tác giả cũng đã thực hiện đánh giá thông qua mô hình định lượng và đã tìm ra được các nhân tố quy mô, khả năng thanh toán, cơ cấu tài sản cố định, thời gian hoạt động của doanh nghiệp và điều hành vĩ mô trong giai đoạn 2011-2014 có tác động đến hệ số nợ của các công ty xây dựng được nghiên cứu. Do đó, việc điều chỉnh hay tác động vào những nhân tố này sẽ giúp cho doanh nghiệp đạt được một cơ cấu nguồn vốn phù hợp.

Chương 4

GIẢI PHÁP VÀ CÁC PHƯƠNG ÁN XÂY DỰNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN NHẪM GÓP PHẦN GIA TĂNG GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG VIỆT NAM NIÊM YẾT

4.1 Cơ hội và thách thức của các DN xây dựng niêm yết

Ngành xây dựng là ngành có mức tăng trưởng bền vững hàng năm và đóng góp tỷ trọng lớn và cơ cấu tăng trưởng GDP của cả nước. Theo tổng cục thống kê, trong năm 2016 ngành xây dựng có mức tăng trưởng khá với mức tăng 10.1% và đóng góp 0.6 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng kinh tế của cả nước.

Với vị thế của một ngành luôn tăng trưởng trong những năm gần đây và có tốc độ tăng trưởng đứng thứ 3 trong khu vực châu Á năm 2016 (theo thống kê của ngành xây dựng Việt Nam) và vẫn tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2017, ngành Xây dựng Việt Nam có triển vọng phát triển rất lớn trong các năm tới. Cụ thể, ngành xây dựng đang có rất nhiều thuận lợi:

Thứ nhất, số lượng nhà thầu xây dựng của Việt Nam hiện nay của Việt Nam là rất lớn. Theo số liệu ước tính của Hiệp hội Doanh nghiệp Cơ khí Việt Nam (VAMI), hiện Việt Nam có khoảng 150.000 nhà thầu xây dựng, trong đó có khoảng 2.000 nhà thầu cỡ lớn và vừa. Tính trung bình cứ 2.2km² có một nhà thầu xây dựng này chứng tỏ thị trường xây dựng tại Việt Nam đang diễn ra sôi động và có nhiều dự án đang triển khai.

Thứ hai, nguồn lực phục vụ ngành dồi dào. Hiện nay, nguồn lực con người ngành xây dựng hiện Việt Nam có khoảng 9.000 kỹ sư/triệu dân, gấp 3 lần so với mức bình quân của thế giới là 3.000 kỹ sư/triệu dân. Các kỹ sư xây dựng Việt Nam được đào tạo khá bài bản và có trình độ cao, đáp ứng được yêu cầu cao của thị trường hiện nay. Ngoài ra nhiều công ty còn cử các kỹ sư đi học tập tại nước ngoài và học hỏi kinh nghiệm từ phía đối tác nước ngoài, sau đó tiếp thu trình độ công nghệ và kỹ năng từ phía đối tác áp dụng thực tiễn tại Việt Nam. Do đó chất lượng các công trình ngày càng có chất lượng cao hơn, thời gian thi công ngắn hơn. Bên cạnh đó, Việt Nam còn có đội ngũ công nhân dồi dào, có tay nghề cao, có trình độ làm việc khá tốt, chịu được áp lực công việc cao, nên có thể đảm bảo được tiến độ các công trình.

Thứ ba, nguồn vốn nước ngoài đầu tư vào ngành xây dựng Việt Nam lớn. Mỗi năm có từ 40-50% nguồn vốn FDI đổ vào Việt Nam trong lĩnh vực xây dựng ước đạt 4-5 tỷ USD/năm, chưa kể đến các công ty trong nước cũng đầu tư xây dựng và khai thác lĩnh vực này, làm cho ngành xây dựng ngày càng phát triển. Hiện nay, Giá trị sản xuất ngành Xây dựng năm 2016 theo giá hiện hành ước đạt khoảng 1.089,3 nghìn tỷ đồng, tăng 10,4% so với năm 2015 đạt 104% kế hoạch năm. Mỗi năm ngành xây dựng đều tăng trưởng trên 10%, như vậy dự kiến đến năm 2021 quy mô thị trường xây dựng Việt Nam sẽ đạt 14 tỷ USD.

Tuy nhiên, ngành xây dựng Việt Nam vẫn đứng trước những thách thức cần phải giải quyết như:

Các DN xây dựng niêm yết đang phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của các nhà thầu quốc tế. Hiện tại, chỉ có một số ít các nhà thầu lớn trong nước có cơ hội tiếp cận những phương pháp quản lý, kỹ thuật thi công tiên tiến của thế giới, tuy nhiên trong nước lại không có những doanh nghiệp phụ trợ để tạo ra lực hỗ trợ cho các doanh nghiệp này vươn lên tầm thế giới. Hiện nay, có một số nhà thầu lớn như CotecCons (CTD) và Hòa Bình (HBC) đang đi sâu vào mô hình Design - Build nhằm tạo nên giá trị tăng cho các gói thầu thực hiện và cải thiện biên lợi nhuận gộp. Đây có thể xu hướng và chiến lược sắp tới cho các công ty xây dựng Việt Nam.

Các DN xây dựng vừa và nhỏ đang phát triển theo hướng tự phát, không có chiến lược, thế mạnh hay sản phẩm chủ lực và sử dụng công nghệ lạc hậu. Điều này tạo ra sự lãng phí, thất thoát trong sản xuất và xây dựng. Do đó, việc phổ cập và phát triển các công nghệ thi công và quản lý mới là bước đi cần thiết cho ngành xây dựng trong thời gian sắp tới.

4.2 Quan điểm trong xây dựng cơ cấu nguồn vốn

Doanh nghiệp cần hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp

Có thể thấy rằng hoạt động của các DN trong nền kinh tế thị trường đều hướng tới mục tiêu tối đa hóa giá trị DN. Điều này đảm bảo gia tăng lợi ích cho chủ sở hữu. Cơ cấu nguồn vốn hợp lý giúp cân bằng giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời từ đó có thể mang lại giá trị cao nhất cho DN. Vì vậy, trong quá trình hoạt

động, khi cơ cấu nguồn vốn có những dấu hiệu bất ổn, mất cân đối, tác động tiêu cực đến giá trị DN, DN cần chủ động tiến hành cho phù hợp.

Xây dựng cơ cấu nguồn vốn phải đảm bảo phù hợp với sự biến động của môi trường kinh doanh

Môi trường kinh doanh là một trong những nhân tố tác động mạnh mẽ và trực tiếp đến hoạt động của DN. Khi môi trường kinh doanh có biến động, DN cần điều chỉnh hoạt động của mình để tránh những tác động bất lợi ảnh hưởng đến khả năng tồn tại và phát triển của DN. Trong điều kiện hiện tại, sự biến động của môi trường kinh doanh khiến các DN xây dựng niềm yết đang phải đối mặt với áp lực nâng cao khả năng cạnh tranh để tồn tại trong điều kiện nền kinh tế đang hội nhập ngày càng sâu rộng vào kinh tế quốc tế và khu vực.

Trước thực tế đó, xây dựng cơ cấu các DN trong xây dựng niềm yết phải gắn với mục tiêu gia tăng năng lực cạnh tranh, khắc phục khó khăn trong hoạt động kinh doanh, từng bước lành mạnh hóa và nâng cao năng lực tài chính, tăng quy mô, năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm. Do đó các DN cần cung ứng một lượng vốn đầu tư, hiện

Cơ cấu nguồn vốn luôn biến động vì vậy DN cần xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho từng giai đoạn phát triển cụ thể. Đứng trước cuộc khủng hoảng kinh tế trong giai đoạn 2008 - 2009, các DN gặp rất nhiều khó khăn do khách quan đem lại. Muốn tồn tại và phát triển trong giai đoạn tới, các DN cần xây dựng một cơ cấu nguồn vốn mục tiêu chi tiết, làm cơ sở cho việc tổ chức huy động các nguồn vốn một cách kịp thời, tiết kiệm và có hiệu quả. Trong thực tế, việc lựa chọn nguồn vốn huy động là rất phức tạp bởi mỗi hình thức huy động vốn đều tồn tại những ưu và nhược điểm nhất định. Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của mỗi doanh nghiệp là khác nhau và sẽ thay đổi theo từng thời kỳ, từng giai đoạn phát triển nhất định.

Để hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, doanh nghiệp cần tuân thủ các nguyên tắc, xem xét các nhân tố ảnh hưởng, kết hợp các dự báo thay đổi trong tương lai, căn cứ vào chiến lược phát triển, mục tiêu của doanh nghiệp trong từng giai đoạn cụ thể, biến động của nền kinh tế... có như vậy doanh nghiệp mới đảm bảo cơ cấu nguồn vốn mục tiêu có hiệu quả trong thực tiễn.

Xây dựng cơ cấu nguồn vốn phải đảm bảo sự thống nhất với xây dựng cơ cấu hoạt động và xây dựng cơ cấu chiến lược của DN

Mặc dù xây dựng cơ cấu nguồn vốn chỉ tập trung đến việc thay đổi cơ cấu nguồn vốn của DN tuy nhiên một cơ cấu nguồn vốn được coi là hợp lý khi có sự phù hợp, thống nhất với chiến lược hoạt động của DN. Đặc biệt, trong điều kiện các DN bị khủng hoảng, đe dọa đến sự tồn tại, thì xây dựng cơ cấu nguồn vốn cần được thực hiện đồng thời với xây dựng cơ cấu chiến lược và xây dựng cơ cấu hoạt động. Lúc này, cơ cấu nguồn vốn cần được thay đổi để phù hợp những thay đổi trong chiến lược kinh doanh của DN là mở rộng hay thu hẹp, hoặc chuyển đổi sang một lĩnh vực kinh doanh mới. Ngược lại, xây dựng cơ cấu chiến lược thông qua việc thoái vốn đầu tư có thể tạo ra nguồn lực để đảm bảo xây dựng cơ cấu nguồn vốn. Xây dựng cơ cấu nguồn vốn giúp tình hình tài chính ổn định, chi phí tài chính được cắt giảm dẫn đến cải thiện hiệu quả hoạt động của DN.

4.3. Giải pháp xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp cho các công ty xây dựng niêm yết.

Việc thiết lập cơ cấu nguồn vốn phù hợp là một trong những nội dung quan trọng trong công tác quản trị tài chính của các công ty xây dựng niêm yết. Một cơ cấu nguồn vốn phù hợp sẽ góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp. Trong chương này, nhóm đề tài đề xuất các giải pháp xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp cho các công ty xây dựng niêm yết. Để có các giải pháp xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp, nhóm đề tài dựa trên các cơ sở sau:

Từ kết quả phân tích thực trạng về cơ cấu nguồn vốn, giá trị doanh nghiệp và một số chỉ tiêu tài chính của các công ty xây dựng niêm yết cho thấy:

- Đặc trưng cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng niêm yết là sử dụng nợ khá cao, trong đó chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn. Trong quan hệ với cơ cấu đầu tư, tỷ trọng tài sản cố định của các công ty xây dựng niêm yết khá cao (khoảng 70%). Kết quả này cho thấy các công ty xây dựng chưa quan tâm đến việc huy động nguồn vốn dài hạn để đầu tư dài hạn.

- Vốn chủ sở hữu của các công ty xây dựng niêm yết đang chiếm tỷ trọng thấp. Vốn chủ sở hữu chủ yếu được tích lũy từ lợi nhuận giữ lại. Tuy nhiên hiệu quả hoạt động của các công ty xây dựng niêm yết lại thấp. Kết quả này cho

thấy xu hướng tăng vốn chủ sở hữu từ lợi nhuận giữ lại của các công ty xây dựng niêm yết đang gặp khó khăn.

- Năng lực tài chính của các công ty xây dựng niêm yết vẫn còn chưa cao. Quy mô của các công ty xây dựng hiện nay còn chưa lớn.

Từ kết quả nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn lên giá trị doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng niêm yết cho thấy:

- Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp.
- Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn là nhân tố quy mô, khả năng thanh toán, cơ cấu tài sản cố định, thời gian hoạt động của doanh nghiệp và điều hành vĩ mô trong giai đoạn 2011-2014.

Từ kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả cho rằng các công ty xây dựng niêm yết cần có biện pháp xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp để góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp. Muốn vậy, cần thực hiện một số giải pháp sau:

4.3.1 Tái cơ cấu nguồn vốn theo hướng gia tăng nợ dài hạn, đảm bảo sự an toàn và ổn định về nguồn tài trợ của DN

Cơ cấu nguồn vốn của các công ty trong mẫu nghiên cứu hiện tại tập trung ở nợ phải trả trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn làm gia tăng rủi ro cho các DN xây dựng niêm yết.

Đa số các DN xây dựng niêm yết là những DN có quy mô nhỏ, khả năng quản trị chưa tốt, nợ vay cao và chủ yếu là nợ ngắn hạn, hiệu quả kinh doanh không ổn định, biên lợi nhuận thấp (chẳng hạn như LM8 có biên lợi nhuận gộp vào khoảng 8% nhưng chi phí lãi vay lên tới 3%). Chính vì vậy, điều tiết nợ vay hợp lý có ý nghĩa rất quan trọng đối với các công ty xây dựng niêm yết.

Mục tiêu tái cơ cấu các khoản nợ trong các DN xây dựng niêm yết là chủ động kiểm soát nợ, giảm hệ số nợ, đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ đồng thời tăng tỷ trọng nợ dài hạn để đảm bảo an toàn tài chính.

Biện pháp tái cấu trúc các khoản nợ cần phù hợp với hoàn cảnh thực tế của từng DN. Cụ thể:

Đối với các DN gặp khó khăn trong việc thanh toán các khoản nợ đến hạn song vẫn có khả năng hoạt động cần áp dụng các biện pháp nhằm cải thiện khả năng thanh toán như thực hiện đàm phán với các chủ nợ trong việc giảm lãi suất, khoan nợ, giãn nợ. Các biện pháp trên sẽ giúp các DN giảm được áp lực thanh toán, tập trung vào cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh để có nguồn thanh toán nợ. Để thực hiện được điều này các DN cần có phương án phục hồi hoạt động kinh doanh và kế hoạch trả nợ hợp lý để có thể thuyết phục chủ nợ.

Đối với các DN có chính sách tài trợ thiếu an toàn, do sử dụng nợ ngắn hạn để đầu tư tài sản dài hạn, có thể tái cơ cấu bằng cách đàm phán điều chỉnh kỳ hạn nợ đảm bảo phù hợp với thời gian sử dụng tài sản nhằm tránh tình trạng mất cân đối nguồn vốn, góp phần lành mạnh hóa tình hình tài chính của DN. Việc hỗ trợ các DN tái cấu trúc nợ thông qua dùng vốn dài hạn để tái cấu trúc các khoản nợ ngắn hạn của các tổ chức tín dụng góp phần làm bằng cân đối kế toán của DN lành mạnh hơn, nâng cao tính cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của DN. Trong trường hợp các DN có khả năng hoạt động tốt ngân hàng cũng cần xem xét tới việc bơm thêm dòng vốn nhằm duy trì hoạt động và tiến tới hoạt động có hiệu quả. Bản thân DN cần điều chỉnh tốc độ tăng trưởng chậm lại, cắt giảm tiến độ đầu tư mới, bán các tài sản và vốn góp tại các công ty thành viên để trả bớt nợ đồng thời tái cấu trúc lại hoạt động kinh doanh nhằm cải thiện khả năng sinh lời từ đó tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu.

Chuyển nợ thành vốn góp cổ phần là một giải pháp hữu hiệu đối với các DN cần thực hiện tái cấu trúc một cách toàn diện. Trong trường hợp này, DN có thể đàm phán với chủ nợ để chuyển một phần vốn vay thành vốn cổ phần khi đó chủ nợ có quyền tham gia sâu vào các hoạt động của DN nhằm kiểm soát tốt hơn dòng tiền đầu tư và giải ngân đúng hướng. Tuy nhiên để hạn chế rủi ro cho các chủ nợ, cần cân nhắc kỹ lưỡng phương án sản xuất kinh doanh sau tái cấu trúc và khả năng am hiểu cũng như tham gia vào các hoạt động của DN khi chủ nợ chuyển thành chủ sở hữu của DN.

Đối với các DN không có khả năng phục hồi do hệ số nợ quá cao, hoạt động kinh doanh thua lỗ kéo dài cần có những giải pháp kịp thời như bán lại các khoản nợ cho bên thứ ba hay thực hiện thủ tục phá sản DN.

Sau khi thực hiện các biện pháp tái cấu trúc nợ, các chủ nợ và DN cần thiết lập cơ chế kiểm soát nợ vay phát sinh mới của DN nhằm giúp DN có được cấu trúc tài chính hợp lý. Muốn vậy, cơ chế cho vay và giám sát nợ của DN cũng cần được đổi mới. Chẳng hạn như: Khống chế tổng mức vốn đối ứng của DN tính cho tất cả các dự án của DN không được vượt quá vốn chủ sở hữu của DN trên báo cáo tài chính được công bố tại thời điểm gần nhất; Đối với DN mở nhiều tài khoản giao dịch tại nhiều ngân hàng khác nhau cần cử ra một ngân hàng chủ nợ giám sát về hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của DN. Hệ số này do DN xây dựng làm căn cứ điều hành, giám sát nhằm kiểm chế gia tăng nợ.

4.3.2 Nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh tạo điều kiện tích lũy vốn chủ sở hữu đối với các DN.

Việc nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN, gia tăng lợi nhuận không chỉ là điều kiện sống còn giúp các DN tồn tại trong môi trường cạnh tranh mà còn tạo ra nguồn lực tài chính nhằm tích lũy và gia tăng quy mô của DN một cách bền vững. Do đó để xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp thì các công ty xây dựng nên gia tăng vốn chủ sở hữu từ các khoản lợi nhuận để lại. Muốn vậy, các công ty xây dựng cần nâng cao cơ hội tăng trưởng và hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và giá trị DN theo cách tiếp cận biến đại diện ROE đưa ra kết luận việc sử dụng nợ tỷ lệ thuận với ROE. Tuy nhiên kết quả này chỉ có được khi BEP của DN lớn hơn lãi suất đi vay. Kết quả thực nghiệm này nhằm khẳng định lại một lần nữa rằng các DN xây dựng niềm yết chỉ nên gia tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính khi có sự chắc chắn về tỷ suất sinh lời kinh tế đủ lớn hơn lãi suất tiền vay để đòn bẩy tài chính có tác dụng thuận.

Hoạt động của các DN ngành xây dựng chịu nhiều rủi ro xuất phát từ các yếu tố bên trong và bên ngoài DN. Tính đến năm 2015, tình hình kinh tế vĩ mô đã ổn định, lạm phát được kiểm chế, lãi suất cho vay đã giảm, thị trường xây dựng và bất động sản được phục hồi song các DN ngành xây dựng vẫn còn phải đối mặt với nhiều khó khăn dẫn đến hiệu quả chưa cao. Do vậy, trong thời gian tới các công ty xây dựng nên chú ý:

Trong hoạt động sản xuất, các DN cần quan tâm đến những vấn đề như giá chỉ định thầu, mức độ trượt giá vật liệu và thời gian thi công. Trong lựa chọn giá bỏ thầu, phải xem xét đầy đủ các yếu tố như tính đúng, tính đủ chi phí; chỉ hạ giá bỏ thầu khi DN đã tìm được giải pháp tiết kiệm chi phí, đồng thời tránh trường hợp hạ giá để trúng thầu bằng được.

Trong tổ chức thi công, phải sắp xếp, bố trí nguồn lực hợp lý nhằm đẩy nhanh tiến độ thi công, góp phần tiết kiệm chi phí chung; khai thác tối đa nguồn vật liệu từ khách hàng truyền thống để đảm bảo nguồn vật tư cho thi công ổn định, giá cả hợp lý và thời gian thanh toán hợp lý...

Tăng cường áp dụng các biện pháp quản lý ở tất cả các khâu để tiết kiệm chi phí, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Mặt khác, DN cần xây dựng kế hoạch ngắn hạn và dài hạn để tiếp tục mở rộng thị trường, đa dạng hóa ngành nghề, áp dụng phương thức huy động vốn phù hợp để giảm chi phí sử dụng vốn.

Tái cơ cấu hoạt động sản xuất kinh doanh cho phù hợp với năng lực về vốn, công nghệ và con người hiện có. Các DN xây dựng nên rà soát lại tất cả các nhu cầu về vốn, các khoản chi phí cần thiết nhằm loại bỏ những dòng vốn đầu tư vào những hoạt động không hiệu quả.

Nâng cao chất lượng các công trình thi công. Một trong những lý do làm cho các công ty xây dựng thiếu cạnh tranh là vấn đề chất lượng các công trình xây dựng. Để nâng cao được chất lượng các công trình xây dựng, các công ty nên:

- Phải có hệ thống quản lý chất lượng để thực hiện nội dung quản lý chất lượng thi công công trình.
- Thi công xây dựng công trình theo đúng thiết kế, tiêu chuẩn kỹ thuật, bảo đảm chất lượng, tiến độ, an toàn và vệ sinh môi trường.
- Các loại vật tư, vật liệu và thiết bị sử dụng cho công trình do nhà thầu cung cấp phải đúng nguồn gốc, xuất xứ và đảm bảo chất lượng theo yêu cầu của thiết kế và được chủ đầu tư, tư vấn giám sát chấp thuận nghiệm thu trước khi đưa vào sử dụng.
- Phải lập và ghi nhật ký thi công

- Thực hiện giám sát việc thi công một cách chặt chẽ, thực hiện thi công theo như thiết kế. Với những công trình khó có thể thuê chuyên gia tư vấn thiết kế, tư vấn giám sát.

4.3.3 Xem xét nhân tố quy mô doanh nghiệp khi xây dựng cơ cấu nguồn vốn

Đối với các công ty xây dựng có quy mô lớn, thời gian hoạt động dài, thường phải huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau mới thỏa mãn được nhu cầu đầu tư, do vậy thường phải chấp nhận các nguồn tài trợ có chi phí sử dụng vốn lớn. Do vậy nguyên tắc giảm thiểu chi phí sử dụng vốn được đặt lên hàng đầu. Nguyên tắc này được xây dựng trên quan điểm cho rằng chi phí sử dụng vốn phản ánh mức giá thị trường của quyền sử dụng vốn. Mỗi nguồn tài trợ có chi phí sử dụng vốn khác nhau, và biến động theo mức độ rủi ro của dự án đầu tư mà nó được dùng tài trợ cho dự án.

Kết quả hệ số hồi quy các biến thể hiện quy mô của doanh nghiệp cho kết quả dấu dương đối với cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp: doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn. Điều này có thể gợi ý rằng Lý thuyết đánh đổi đúng đối với các doanh nghiệp xây dựng. Theo lý thuyết này, nếu công ty có quy mô càng lớn càng có khả năng hấp thụ nhiều nợ hơn, do lợi thế về sự đảm bảo mà lượng lớn tài sản (hữu hình) đem lại đối với chủ nợ, và công ty cũng có thể thanh lý một bộ phận hoạt động trong trường hợp cần thiết để trang trải các nghĩa vụ đối với chủ nợ. Nếu kết luận Lý thuyết đánh đổi là đúng, công ty nên duy trì cơ cấu vốn ở một tỷ lệ mục tiêu. Tỷ lệ này là bao nhiêu tùy thuộc vào chi phí kiệt quệ tài chính biên và lợi ích biên đến từ một đơn vị vốn vay tăng thêm. Thường thì chi phí kiệt quệ tài chính không tăng nhiều khi công ty sử dụng ít vốn vay và lợi ích từ việc sử dụng thêm vốn vay lấn át chi phí kiệt quệ tài chính. Nhưng khi tỷ lệ sử dụng vốn vay tăng lên, chi phí kiệt quệ tài chính tăng mạnh và lấn át lợi ích của lá chắn thuế. Để quyết định được tỷ lệ vốn vay tối ưu, cần phải có sự phân tích cụ thể đối với từng doanh nghiệp, dựa trên các đặc trưng của từng doanh nghiệp. Tuy nhiên từ đề tài này, có thể đề xuất rằng, doanh nghiệp có quy mô lớn hơn nên sử dụng tỷ lệ nợ cao hơn so với các doanh nghiệp tương đồng nhưng có quy mô khiêm tốn hơn.

Các công ty xây dựng có quy mô lớn, thời gian hoạt động dài có thể gia tăng sử dụng nợ do quy mô vốn lớn là một dấu hiệu của rủi ro phá sản thấp và chi phí phá sản thấp. Do đó, những công ty này thường dễ vay vốn hơn những công ty nhỏ để thực hiện đầu tư, sản xuất kinh doanh. Ngược lại, những công ty có quy mô nhỏ mới đi vào hoạt động nếu không có dự án đầu tư hay phương án sản xuất kinh doanh hiệu quả thì việc sử dụng ít nợ là điều các nhà quản trị của các công ty này nên suy nghĩ.

4.3.4 Có các quyết định đầu tư tài sản phù hợp.

Cơ cấu tài sản cố định có mối tương quan dương với hệ số nợ. Cơ cấu tài sản cố định thể hiện quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Quyết định đầu tư mang tính chiến lược, giữ vai trò quyết định tới sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Quyết định đầu tư liên quan tới tài sản đầu tư mà tài sản đầu tư ảnh hưởng trực tiếp đến cơ cấu nguồn vốn. Trong bối cảnh thị trường bất động sản bắt đầu có dấu hiệu tăng trưởng, nếu các công ty xây dựng đầu tư mở rộng quy mô, thì công ty phải đầu tư bổ sung tài sản cố định. Vốn đầu tư cho tài sản cố định thường là vốn dài hạn được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn. Nếu quyết định đầu tư đúng đắn sẽ tạo ra giá trị gia tăng cho doanh nghiệp. Dự án đầu tư tốt sẽ tạo tiền đề cho việc sử dụng vốn đạt hiệu quả cao, giá trị doanh nghiệp tăng. Ngược lại, nếu quyết định đầu tư sai sẽ gây ra nhiều hệ lụy xấu. Một sai lầm trong quyết định đầu tư, kéo theo sai lầm trong quyết định tài trợ, kết quả hoạt động kinh doanh thua lỗ, doanh nghiệp mất vốn, cơ cấu nguồn vốn bị ảnh hưởng nghiêm trọng.

Thực tế cho thấy, trong giai đoạn 2008-2015 vừa qua, những DN nào đầu tư mở rộng quá mức thì lại làm giảm giá trị, vì đầu tư mở rộng cần phải căn cứ vào chu kỳ vận động của ngành cũng như khả năng hấp thụ của nền kinh tế và khả năng quản trị khi quy mô được mở rộng.

4.3.5 Các giải pháp khác

4.3.5.1 Nâng cao công tác quản trị rủi ro

Các công ty xây dựng niêm yết nên ứng dụng các phương pháp đo lường và cảnh báo sớm tình trạng khó khăn trong thanh toán và kiệt quệ tài chính của mình. Việc đo lường này giúp cho công ty có những biện pháp thay đổi cơ cấu nguồn vốn kịp thời tránh cho doanh nghiệp rơi vào tình trạng khó khăn.

Ngoài các chỉ tiêu tài chính cơ bản, các DN cần thường xuyên đánh giá tình hình sử dụng và khả năng quản trị nợ qua một số chỉ tiêu dưới đây:

Tỷ số thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC – Return on invested capital): là một tỷ số giữa lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) với vốn đầu tư. Trên quan niệm nhà đầu tư là người cung cấp vốn cho hoạt động của DN vốn đầu tư bao gồm nợ vay (phải trả lãi) và vốn chủ sở hữu. Tỷ số thu nhập trên vốn đầu tư được xác định theo công thức:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nợ vay} + \text{Vốn chủ sở hữu}}$$

ROIC là một chỉ tiêu rất hữu dụng trong việc đánh giá hiệu quả kinh doanh của các DN và chỉ ra dấu hiệu cho việc tái cấu trúc. Để sử dụng chỉ tiêu này làm chỉ tiêu giám sát, DN cần so sánh với mức lãi suất vay vốn trong điều kiện bình thường. Nếu ROIC cao so với lãi suất vay vốn, điều này chỉ ra DN đang sử dụng tài sản và vốn hiệu quả và việc đi vay sẽ giúp gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Ngược lại, nếu ROIC quá thấp, nó chỉ ra rằng tài sản và vốn đầu tư của công ty đang được khai thác và sử dụng kém hiệu quả, từ đó, cần đi sâu phân tích làm rõ nguyên nhân yếu kém nằm ở đâu và đưa ra giải pháp tái cấu trúc phù hợp. Với những DN có ROIC thấp hơn lãi suất vay vốn thông thường thì việc bán tài sản hoặc những bộ phận kém hiệu quả để trả nợ sẽ giúp cải thiện được khả năng sinh lời chung. Bên cạnh đó, một DN có ROIC kém hơn các DN trong cùng ngành cần áp dụng các biện pháp cải thiện hiệu quả và tái cấu trúc để gia tăng khả năng sinh lời.

Hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư: được xác định bằng tỷ lệ giữa nợ vay có trả lãi trên tổng vốn đầu tư vào DN. Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư được xác định theo công thức:

$$\text{Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư} = \frac{\text{Nợ vay phải trả lãi}}{\text{Nợ vay} + \text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Đứng trên góc độ các nhà đầu tư vốn, mức độ rủi ro tài chính không tương quan chặt chẽ với hệ số nợ thông thường mà tương quan chặt chẽ với hệ số nợ vay trên vốn đầu tư. Để sử dụng hệ số này, chúng ta sẽ so sánh chỉ tiêu của các DN với một ngưỡng an toàn đặc trưng của ngành. Nếu hệ số này của DN lớn hơn ngưỡng an toàn thì nó cho thấy rủi ro tài chính cao và nếu ở dưới ngưỡng này, nó cho thấy rủi ro tài chính đang nằm trong tầm kiểm soát. Các DN có hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư vượt quá ngưỡng an toàn thường rất khó có thể tiếp cận với nguồn vốn vay để đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng cũng như có khả năng giảm sút hiệu quả sử dụng vốn. Vì vậy, nếu một DN có hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư quá cao cần thực hiện tái cấu trúc tài chính thông qua phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ. Trong trường hợp chủ trương tăng vốn điều lệ không được thông qua vì nhiều lý do, việc bán tài sản hoặc thoái vốn là cần thiết nhằm thực hiện cân đối tài chính.

Hệ số khả năng trả nợ: là chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán các khoản nợ gốc và lãi được xác định theo công thức:

$$\text{Hệ số khả năng trả nợ} = \frac{\text{Lợi nhuận trước lãi vay và thuế} + \text{Khấu hao TSCĐ}}{\text{Nợ gốc} + \text{Lãi vay}}$$

Hệ số khả năng trả nợ là một chỉ tiêu hữu ích để DN đưa ra quyết định sử dụng nợ. Thông thường các DN thường sử dụng chỉ tiêu khả năng thanh toán lãi vay được xác định bằng tỷ lệ giữa lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) với lãi vay phải trả trong kỳ để đánh giá khả năng thanh toán lãi vay của DN. Tuy nhiên, lãi vay không phải là khoản chi phí tài chính cố định duy nhất mà công ty còn phải trả nợ gốc định kỳ; mặt khác EBIT không thể hiện tất cả các dòng tiền khả dụng cho công ty dùng để trả nợ, đặc biệt với công ty có chi phí khấu hao cao. Trong ngắn hạn, nguồn khấu hao có thể sử dụng để thanh toán nợ vay mặc dù mục đích của nguồn này được tái đầu tư duy trì năng lực sản xuất của DN trong dài hạn. Như vậy, các ngân hàng cũng như chủ nợ ngắn hạn có thể quan tâm đến

chỉ tiêu hệ số khả năng trả nợ để quyết định hạn mức cho vay và đây cũng là căn cứ giúp các DN xây dựng hệ số nợ bao gồm các khoản nợ ngắn hạn một cách an toàn.

4.3.5.2 Nâng cao tính minh bạch trong công bố thông tin và báo cáo tài chính của DN.

Bất cân xứng thông tin và thiếu minh bạch về thông tin trong báo cáo tài chính của các DN là một trở ngại trong quá trình huy động vốn của các DN. Để nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn vốn từ bên ngoài các DN cần nhận thức được tầm quan trọng của chất lượng thông tin trên báo cáo tài chính và vai trò của công bố thông tin đối với các đối tượng liên quan. Thông tin trên báo cáo tài chính trung thực còn góp phần làm tăng tính thanh khoản của chứng khoán và giảm chi phí phát hành đối với các DN.

Thời gian qua, việc công bố thông tin của các công ty niêm yết ở Việt Nam nói chung cũng như các DN ngành xây dựng nói riêng còn nhiều bất cập như chất lượng công bố thông tin trong các báo cáo thường niên chưa đầy đủ, có sự sai lệch trọng yếu của một số chỉ tiêu trên báo cáo tài chính, chậm công bố thông tin... Những yếu tố này đã gây ra những thiệt hại cho các nhà đầu tư khiến cho các nhà đầu tư mất niềm tin đối với việc đầu tư vào DN. Chính vì vậy, để nâng cao khả năng tiếp cận nguồn vốn, các DN cần từng bước hoàn thiện công tác kế toán, quy trình lập báo cáo tài chính, công bố thông tin và đảm bảo thông tin đến được với nhà đầu tư một cách kịp thời và có độ tin cậy cao.

4.4. Kiến nghị đối với các bên liên quan

Để hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn, ngoài nỗ lực từ phía bản thân các doanh nghiệp, còn cần những điều kiện nhất định thì DN mới thực hiện tốt các giải pháp đã được đưa ra. Các điều kiện này có thể là các điều kiện về thị trường, có thể là các điều kiện xuất phát từ phía Nhà Nước. Qua nghiên cứu thực nghiệm cho thấy điều hành vĩ mô nền kinh tế có ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng niêm yết, do vậy nhóm tác giả đề xuất một số điều kiện thực hiện giải pháp như sau:

Đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, tăng trưởng hợp lý, tạo điều kiện thuận lợi về môi trường kinh doanh cho các DN

Tăng trưởng kinh tế, lạm phát và lãi suất là các yếu tố vĩ mô có tác động trực tiếp đến hoạt động của DN cũng như quá trình tái cơ cấu nguồn vốn của các DN. Do vậy quá trình thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn tại các DN nói chung và các DN xây dựng niềm yết nói riêng với các giải pháp nêu trên có khả thi hay không phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố vĩ mô đó.

Với những nỗ lực trong việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, ưu tiên kiềm chế lạm phát từ năm 2013, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam đang có xu hướng ổn định. Trong bối cảnh hiện tại, mô hình tăng trưởng kinh tế tập trung vào sản xuất, khuyến khích các DN khởi nghiệp, tăng trưởng số lượng phải đi liền với tăng trưởng chất lượng gắn liền với tiến bộ, công bằng xã hội để đảm bảo phát triển bền vững, duy trì tăng trưởng lâu dài. Vì vậy, việc duy trì và thực hiện đổi mới mô hình tăng trưởng tập trung vào đầu tư nâng cao chất lượng nguồn nhân lực và hoạt động nghiên cứu phát triển (R&D) là hết sức cần thiết.

Ngoài ra, để các DN thực hiện thành công tái cơ cấu nguồn vốn, cần thiết phải tạo ra các điều kiện vĩ mô thuận lợi để tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn. Theo đó, nhà nước cần tạo điều kiện thuận lợi về môi trường kinh doanh, cơ chế chính sách nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài vào các lĩnh vực sản xuất trong nước. Bên cạnh đó, việc ổn định thị trường tiền tệ, tín dụng, giữ lãi suất vay ở mức hợp lý, sẽ tạo điều kiện cho các DN tiếp cận với nguồn vốn phục vụ cho mục tiêu tái cơ cấu thuận lợi hơn.

Phát triển thị trường chứng khoán

Thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng là kênh thực hiện quá trình huy động vốn cho DN, đồng thời là kênh thực hiện thoái vốn theo cơ chế thị trường và hết sức minh bạch. Do vậy, lành mạnh hóa và phát triển thị trường chứng khoán là một điều kiện quan trọng đảm bảo quá trình tái cấu trúc tài chính của các DN thành công.

Trong thời gian gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những biến động theo chiều hướng tích cực hơn, thanh khoản tương đối tốt đã giúp các DN khởi thông được nguồn vốn từ các nhà đầu tư cũng như tạo sự linh hoạt trong vấn đề chuyển nhượng. Tuy nhiên, để có một sự phục hồi ổn định thì các cơ quan quản lý cần có nhiều biện pháp cụ thể để định hướng thị trường chứng khoán trở thành một môi trường giao dịch lành mạnh có chất lượng. Cụ thể, để lành mạnh

hóa và thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán về vĩ mô cần thực hiện các giải pháp đồng bộ như: (i) Tăng cường giám sát để củng cố tính minh bạch của thị trường; (ii) Giám sát năng lực tài chính, đạo đức nghề nghiệp của các công ty chứng khoán; (iii) Đa dạng hóa các loại hình nhà đầu tư; (iv) Đa dạng hóa nguồn cung, chuẩn hóa các quy định để tạo điều kiện cho các DN có thể huy động được vốn khi tham gia thị trường chứng khoán.

Hoàn thiện chính sách hỗ trợ, định hướng phát triển ngành xây dựng một cách đồng bộ, bền vững

Hoàn thiện các thể chế pháp luật liên quan đến đầu tư xây dựng, để tạo ra môi trường lành mạnh, huy động nguồn lực cho đầu tư phát triển. Trong đó tập trung để quản lý các công trình xây dựng về cả chất lượng và hiệu quả kinh tế để khắc phục những thất thoát, lãng phí, để nâng cao hiệu quả trong đầu tư xây dựng.

Đổi mới công tác quản lý và phát triển đô thị để công tác phát triển đô thị theo quy hoạch, theo kế hoạch thay vì tình trạng phát triển tự phát, phong trào đã và đang diễn ra, gây ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của các đô thị.

Nâng cao năng lực của ngành Xây dựng cả về quản lý nhà nước cũng như năng lực thực hiện nhiệm vụ xây dựng. Khuyến khích các DN thuộc mọi thành phần kinh tế để tham gia, tạo ra những tài sản cố định mới của nền kinh tế để từ đó góp phần đưa đất nước cơ bản trở thành nước hiện đại vào năm 2020.

KẾT LUẬN

Qua việc thực hiện nghiên cứu đề tài, nhóm đề tài đã thực hiện được các kết quả sau:

- Đề tài đã tổng hợp các lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trước đây về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Dựa trên các lý thuyết và các nghiên cứu trước đây, đề tài đã xây dựng các giả thiết và mô hình nghiên cứu về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp và các nhân tố tài chính phản ánh đặc trưng của doanh nghiệp ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt nam trong giai đoạn 2008-2015.

- Đề tài phân tích khái quát các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán trên các nội dung sau: khái quát quá trình phát triển ngành xây dựng; khái quát cơ cấu nguồn vốn và giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu; khái quát các chỉ số tài chính phản ánh đặc trưng doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

- Đề tài sử dụng phần mềm Stata để thực hiện chạy mô hình nghiên cứu, đồng thời thực hiện các kiểm định để kiểm định mô hình nghiên cứu. Kết quả chỉ ra rằng: (i) cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng tích cực đáng kể đến giá trị doanh nghiệp thể hiện ở chỉ số ROE và không tìm được mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn với giá trị doanh nghiệp thể hiện ở chỉ số TobinQ; (ii) nhận diện được ảnh hưởng của các nhân tố quy mô, khả năng thanh toán, cơ cấu tài sản cố định, thời gian hoạt động và điều hành vĩ mô thắt chặt tín dụng trong giai đoạn 2011-2014 có tác động đến hệ số nợ của các công ty xây dựng được nghiên cứu trong giai đoạn 2008 – 2015.

- Trên cơ sở nghiên cứu định lượng, đề tài đã đề xuất một số giải pháp nhằm xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp cho các công ty xây dựng trong thời gian tới nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Mặc dù đã có sự cố gắng, nhưng đề tài vẫn còn các khiếm khuyết nhất định. Đó là đề tài mới chỉ thực hiện nghiên cứu trên cơ sở định lượng, việc phân tích định tính còn chưa được đề cập đến. Tuy nhiên mục đích nghiên cứu của đề tài hiện tại mới chỉ dừng lại ở nghiên cứu định lượng.

Hai là, nhóm đề tài đã cố gắng áp dụng phương pháp hồi quy ngưỡng để tìm ngưỡng hệ số nợ tối ưu cho các công ty xây dựng, nhưng đã bị thất bại. Nguyên nhân có thể là mẫu số liệu bị hạn chế. Việc thu thập số liệu kinh tế để thực hiện nghiên cứu rất khó khăn. Nhóm nghiên cứu đã phải thực hiện thu thập số liệu từ các báo cáo tài chính của các công ty xây dựng niêm yết, mà hiện tại việc tải dữ liệu chưa được ở định dạng phù hợp cho việc xử lý số liệu. Việc thiếu đi nhiều biến số trong mô hình nghiên cứu khiến cho mô hình nghiên cứu chưa được toàn diện.

Do vậy, để kết quả nghiên cứu được hoàn thiện hơn, rất cần bổ sung thêm các nghiên cứu định tính và cần có những nghiên cứu mở rộng hơn với chất lượng của mẫu tốt hơn trong thời gian tới để kết quả đạt được mang tính đại diện hơn.

Với sự chân thành, nhóm tác giả rất mong nhận được sự đóng góp ý kiến của các nhà khoa học, các đồng nghiệp và những người quan tâm đến đề tài để đề tài được hoàn thiện hơn.

Nhóm tác giả xin chân thành cảm ơn!

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Thị Hải Yến (2014), *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)*, Tạp chí Phát triển & Hội nhập, số 18 (28)
2. Lê Đại Chí (2013), *Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam*, Tạp chí Phát triển & Hội nhập, số 9 (19).
3. Nguyễn Thành Công (2015), *Tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp chế biến thủy sản Nam trung bộ*, Luận án tiến sĩ.
4. Nguyễn Minh Kiều (2013), *Quản trị tài chính doanh nghiệp*, NXB Lao động.
5. Bùi Văn Vân và Vũ Văn Ninh (2013) *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*; NXB Tài chính.
6. Lê Thị Phương Vy và Phùng Đức Nam (2013), *Nghiên cứu ảnh hưởng của nhân tố sở hữu nước ngoài đến cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: bằng chứng thực nghiệm tại các công ty cổ phần Việt Nam*.
7. Ahmad, A. H., & Abdullah, N. A. H. (2013), *Investigation of optimal capital structure in Malaysia: a panel threshold estimation*, Studies in economics and finance, 30(2), pp.108-117. [L]
[SEP]
8. Chen, J.J. (2004), *"Determinants of capital structure of Chinese-listed companies"*, Journal of Business Research, Vol.57, pp1341-51.
9. Deangelo, H., and Masulis, R. W. (1980): Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics. Vol. 35(1) Pp 453 – 464
10. Deesomsak, R., Paudyal, K. And Pescetto, G., (2004): The determinants of capital structure: evidence from the Asian Pacific Region. Journal of Multinational Management. Vol.14 (4/5) Pp 387 – 405
11. Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983). "Separation of Ownership and Control." Journal of Law and Economics **26**(2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution): 301-325
12. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital,

Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.

13. Modigliani, F. and Miller, M. (1963), —Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, Vol. 53, 1963, pp. 443–53. [L]
[SEP]

14. M.Z. Frank, V.K. Goyal (2009), *Capital structure decisions: which factors are reliably important?* *Financial Management*, 38 (1) (2009), pp. 1–37

15. Jensen, M C (1986), ‘Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers’, *American Economic Review*, Vol. 76, pages 323-329.

16. Michael Bradley, Gregg A. Jarrell, E. Han Kim (1984) *On the Existence of an Optimal Capital Structure: theory and evidence*, *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp 857-878.

17. Myers SC (1977), *Determinants of corporate borrowing*, *Journal of Financial Economics*, Vol 5, pp. 147-75. [L]
[SEP]

18. Myers, S C (1984), ‘The capital structure puzzle’, *Journal of Finance*, Vol. 39, pages 575-592.

19. Myers SC, Majluf, NS (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 2, 1984, pp. 187-222. [L]
[SEP]

20. Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance : evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 40-61.

