

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**



LÊ THỊ HỒNG TÂM

**PHÂN TÍCH ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC
TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA
CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG TẠI VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Kế toán, kiểm toán và phân tích

Mã số: 9340301

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Người hướng dẫn khoa học:

PGS.TS. NGUYỄN NGỌC QUANG

HÀ NỘI, NĂM 2020

LỜI CAM ĐOAN

Tôi đã đọc và hiểu về các hành vi vi phạm sự trung thực trong học thuật. tôi cam kết bằng danh dự cá nhân rằng sự nghiên cứu này do tôi tự thực hiện và không vi phạm yêu cầu về sự trung thực trong học thuật.

Hà Nội, ngày tháng năm 2020

Tác giả

Lê Thị Hồng Tâm

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC	ii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	v
DANH MỤC CÁC BẢNG.....	vi
DANH MỤC CÁC HÌNH	vii
LỜI MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU.....	7
1.1. Các nghiên cứu về mối quan hệ tuyến tính giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp	7
1.1.1. Cấu trúc tài chính tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp ...	7
1.1.2. Cấu trúc tài chính tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp....	10
1.1.3. Cấu trúc tài chính không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp	13
1.2. Các nghiên cứu về mối quan hệ phi tuyến tính giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp	16
1.3. Các nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy phân vị để đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.....	18
1.4. Khoảng trống nghiên cứu.....	19
Kết luận chương 1.....	21
CHƯƠNG 2: NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG	22
2.1. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng.....	22
2.1.1. Đặc điểm về sản phẩm	22
2.1.2. Đặc điểm về cấu trúc tài chính.....	25
2.2. Cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp xây dựng	26
2.2.1. Khái niệm về cấu trúc tài chính	26
2.2.2. Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp	28
2.2.3. Cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp.....	29
2.3. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng	31
2.3.1. Khái niệm về hiệu quả kinh doanh.....	31
2.3.2. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng	36
2.3.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng	41
2.4. Vai trò của cấu trúc tài chính đối với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng	43
2.5. Cơ sở lý thuyết.....	44

2.5.1. Lý thuyết cấu trúc tài chính tối ưu	45
2.5.2. Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (M&M)	45
2.5.3. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade Off Theory – TOT).....	48
2.5.4. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Oder Theory – POT)	52
2.5.5. Lý thuyết thời điểm thị trường (Timing Market Theory)	54
2.5.6. Lý thuyết cấu trúc tài sản tối ưu (Optimum Asset Structure Theory)	54
2.5.7. Thảo luận các lý thuyết	55
Kết luận chương 2.....	58
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	59
3.1. Thiết kế nghiên cứu	59
3.2. Phương pháp thu thập và xử lý số liệu	60
3.2.1. Phương pháp thu thập số liệu.....	60
3.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu	61
3.3. Mô hình nghiên cứu	61
3.3.1. Các biến phụ thuộc.....	62
3.3.2. Các biến độc lập	63
3.3.3. Phương pháp ước lượng mô hình.....	67
Kết luận chương 3.....	72
CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG TẠI VIỆT NAM.....	73
4.1. Tổng quan về các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017.....	73
4.1.1. Lịch sử phát triển ngành xây dựng.....	73
4.1.2. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017	75
4.1.3. Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017	80
4.2. Thực trạng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017.....	85
4.2.1. Thực trạng cấu trúc tài sản của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017.....	85
4.2.2. Thực trạng cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017	89
4.3. Thực trạng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2012-2017	94
4.3.1. Kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	94
4.3.2. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	97

4.4. Kết quả nghiên cứu định lượng	99
4.4.1. Thống kê mô tả.....	99
4.4.2. Các kiểm định	100
4.4.3. Kết quả hồi quy tác động trung bình.....	101
4.4.4. Kết quả hồi quy phân vị	106
4.5. Kết quả nghiên cứu định tính	111
Kết luận chương 4.....	113
CHƯƠNG 5: GIẢI PHÁP VÀ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH.....	114
5.1. Quan điểm hoàn thiện cấu trúc tài chính để phù hợp với các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam trong quá trình hội nhập	114
5.2. Giải pháp hoàn thiện cấu trúc tài chính góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam trong quá trình hội nhập ...	118
5.2.1. Nhóm giải pháp hoàn thiện cấu trúc tài sản.....	118
5.2.2. Nhóm giải pháp hoàn thiện cấu trúc nguồn vốn	120
5.2.3. Nhóm giải pháp khác	123
5.3. Khuyến nghị	124
5.3.1. Đối với các cơ quan quản lý Nhà nước.....	124
5.3.2. Đối với các doanh nghiệp xây dựng.....	127
Kết luận chương 5.....	130
KẾT LUẬN	131
1. Kết luận	131
2. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo	132
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ.....	134
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	135
PHỤ LỤC	150
Phụ lục 1. Bảng hỏi điều tra doanh nghiệp, hợp tác xã của Tổng cục Thống kê....	150
Phụ lục 2. Các câu hỏi phỏng vấn sâu.....	159
Phụ lục 3. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	160
Phụ lục 4. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA	161
Phụ lục 5. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROE	165
Phụ lục 6. Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROA	168
Phụ lục 7. Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROE.....	171

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Chữ viết tắt	Diễn giải
CTNV	Cấu trúc nguồn vốn
CTTC	Cấu trúc tài chính
CTTS	Cấu trúc tài sản
CTV	Cấu trúc vốn
DN	Doanh nghiệp
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
DNXD	Doanh nghiệp xây dựng
FDI	Doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài
FEM	Mô hình tác động cố định
GMM	Phương pháp moment tổng quát
HQKD	Hiệu quả kinh doanh
KD	Kinh doanh
KT	Kinh tế
NCS	Nghiên cứu sinh
OLS	Phương pháp bình phương nhỏ nhất
REM	Mô hình tác động ngẫu nhiên
SX	Sản xuất
SXKD	Sản xuất, kinh doanh
TCTK	Tổng cục Thống kê
TS	Tài sản
TSDH	Tài sản dài hạn
TSNH	Tài sản ngắn hạn
TTCK	Thị trường chứng khoán
VCSH	Vốn chủ sở hữu
WACC	Chi phí vốn bình quân

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1.1.	Bảng tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm về tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh theo mỗi quan hệ tuyển tính.....	15
Bảng 1.2.	Bảng tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm về tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh theo mỗi quan hệ phi tuyển tính.....	17
Bảng 2.1.	Các chỉ tiêu đo lường cấu trúc tài sản căn cứ theo thời gian luân chuyển.....	28
Bảng 2.2.	Các chỉ tiêu đo lường cấu trúc nguồn vốn căn cứ theo chủ thể tài trợ.....	30
Bảng 2.3.	Các chỉ tiêu đo lường cấu trúc nguồn vốn căn cứ theo thời hạn hoàn trả.....	31
Bảng 2.4.	So sánh nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.....	31
Bảng 2.5.	Các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.....	40
Bảng 3.1.	Ký hiệu, giải thích và kỳ vọng chiều tác động của các biến trong mô hình....	66
Bảng 4.1.	Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo quy mô doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017.....	75
Bảng 4.2.	Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017.....	76
Bảng 4.3.	Số lượng doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp và theo quy mô doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017.....	77
Bảng 4.4.	Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo vùng kinh tế giai đoạn 2012-2017.....	78
Bảng 4.5.	Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo mã ngành sản xuất kinh doanh giai đoạn 2012-2017.....	79
Bảng 4.6.	Tổng số lao động và tình hình nộp ngân sách Nhà nước của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017.....	81
Bảng 4.7.	Vốn chủ sở hữu và nợ phải trả của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017.....	85
Bảng 4.8.	Cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng theo quy mô doanh nghiệp và loại hình doanh nghiệp.....	93
Bảng 4.9.	Chỉ tiêu ROA theo quy mô của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017.....	98
Bảng 4.10.	Chỉ tiêu ROE theo quy mô doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017.....	98
Bảng 4.11.	Thông kê mô tả của các biến số trong mô hình.....	100
Bảng 4.12.	Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc ROA.....	102
Bảng 4.13.	Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc ROE.....	103
Bảng 4.14.	Tổng hợp kết quả tác động của các biến đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng.....	106
Bảng 4.15.	Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROA.....	107
Bảng 4.16.	Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROE.....	108

DANH MỤC CÁC HÌNH

Hình 2.1.	Đặc điểm sản phẩm ngành xây dựng	23
Hình 2.2.	Quy trình kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng	26
Hình 2.3.	Sơ đồ phân loại tài sản và nguồn vốn của doanh nghiệp	27
Hình 2.4.	Giá trị doanh nghiệp	47
Hình 2.5.	Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp	48
Hình 2.6.	Tác động của cấu trúc tài sản đến ROA	55
Hình 3.1.	Quy trình nghiên cứu	59
Hình 3.2.	Mô hình nghiên cứu	66
Hình 3.3.	Minh họa về ứng dụng của hồi quy phân vị theo Koenker và Hallock.....	71
Hình 4.1.	Giá trị thặng dư ngành xây dựng theo giá so sánh năm 2010	74
Hình 4.2.	Cơ cấu số lượng doanh nghiệp xây dựng theo vùng kinh tế giai đoạn 2012-2017	78
Hình 4.3.	Cơ cấu số lượng doanh nghiệp xây dựng theo mã ngành chi tiết giai đoạn 2012-2017	80
Hình 4.4.	Quy mô và tốc độ tăng tổng tài sản của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	82
Hình 4.5.	Tài sản bình quân của doanh nghiệp xây dựng theo quy mô doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017	83
Hình 4.6.	Tài sản bình quân của doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017	84
Hình 4.7.	Cơ cấu tài sản của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	86
Hình 4.8.	Tỷ trọng tài sản dài hạn của các doanh nghiệp xây dựng phân loại theo quy mô doanh nghiệp	87
Hình 4.9.	Tỷ trọng hàng tồn kho và khoản phải thu trong tổng tài sản của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	88
Hình 4.10.	Cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	89
Hình 4.11.	Tình hình biến động cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	90
Hình 4.12.	Cấu trúc nguồn vốn theo quy mô của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	91
Hình 4.13.	Cấu trúc nguồn vốn theo loại hình doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	92
Hình 4.14.	Tổng doanh thu theo loại hình doanh nghiệp và bình quân doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	95
Hình 4.15.	Lợi nhuận trước thuế theo loại hình sở hữu và lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017	96

Hình 4.16. Cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017.....	96
Hình 4.17. Tình hình lợi nhuận của DNXD giai đoạn 2012-2017.....	97
Hình 4.18. Hệ số hồi quy biến CTNV trên các phân vị.....	109
Hình 4.19. Hệ số hồi quy biến CTTS trên các phân vị.....	109
Hình 4.20. Hệ số hồi quy biến CTPT trên các phân vị.....	110
Hình 4.21. Hệ số hồi quy biến CTTK trên các phân vị.....	110

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Trong nền kinh tế thị trường cạnh tranh và hội nhập, doanh nghiệp (DN) muốn tồn tại và phát triển thì trước hết, hoạt động kinh doanh phải mang lại hiệu quả. Hiệu quả kinh doanh (HQKD) càng cao, DN càng có điều kiện mở rộng và phát triển sản xuất, tạo việc làm, nâng cao đời sống người lao động, thực hiện tốt nghĩa vụ với ngân sách nhà nước. Vì vậy, HQKD của DN phải được xem xét một cách toàn diện và phải đặt trong mối quan hệ với hiệu quả chung của toàn bộ nền kinh tế.

Trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế và vận hành theo cơ chế thị trường, các ngành kinh tế, nhất là những ngành có thâm dụng vốn như ngành xây dựng (XD), được tiếp cận với nhiều nguồn vốn hơn để mở rộng quy mô hoạt động. Theo BMI ngành XD Việt Nam được dự đoán có tốc độ tăng trưởng trung bình 6,9%/năm trong vòng 10 năm tới, tuy giảm nhẹ so với trung bình 10 năm trước (7,1%/năm) nhưng vẫn ở mức cao so với trung bình thế giới. Đây sẽ là thị trường tiềm năng vô cùng to lớn cho ngành xây dựng để phát triển trong tương lai.

Tuy nhiên, bên cạnh những cơ hội phát triển, các doanh nghiệp xây dựng (DNXD) tại Việt Nam còn phải đối mặt với nhiều khó khăn. Những ảnh hưởng xấu của các cuộc khủng hoảng kinh tế, những biến động liên tục của lãi suất và lạm phát cũng như các chính sách quản lý của Nhà nước đã ảnh hưởng trực tiếp đến các DNXD. Với đặc thù riêng của ngành XD là sử dụng vốn nhiều, thời gian thanh toán lâu do ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như kế hoạch vốn của chủ đầu tư, hồ sơ thanh toán, tiến độ thi công, thiên tai thời tiết dẫn đến các DNXD phải huy động vốn thêm từ bên ngoài. Hơn nữa, các DNXD là những DN tạo ra cơ sở vật chất hạ tầng cho xã hội vì thế lượng tài sản trong các DNXD cũng rất lớn cần phải được kiểm soát chặt chẽ. Những vấn đề này khiến các DNXD tại Việt Nam ngày càng quan tâm đến bài toán quản trị DN mà trọng tâm là thiết lập cấu trúc tài chính (CTTC) phù hợp cho DN mình. Một CTTC phù hợp là quyết định quan trọng với mọi DN không chỉ bởi nhu cầu tối đa lợi ích thu được từ các cá nhân và tổ chức liên quan tới DN và hoạt động của DN mà còn bởi tác động của quyết định này tới năng lực kinh doanh của DN trong môi trường cạnh tranh. Một CTTC được coi là tối ưu khi chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) thấp nhất, đồng thời khi đó giá trị DN đạt được là lớn nhất. Dưới góc độ quản trị tài chính, một CTTC được lựa chọn phù hợp không chỉ giúp cho DNXD có thể tăng HQKD của DN lên mức tối đa, hạn chế rủi ro tài chính mà còn là nền tảng vững chắc giúp DN đương đầu với những biến động từ bên ngoài.

Trong thời điểm lạm phát cao nếu DN vay nhiều tiền, liệu HQKD có tăng không? Ngược lại trong giai đoạn hiện nay lạm phát thấp, lãi suất tiền vay ngân hàng giảm mạnh, DN dễ tiếp cận với nguồn vốn vay nhưng vẫn thua lỗ. Nguyên nhân chính dẫn đến HQKD giảm là do những yếu tố nào? Liệu CTTC có mối quan hệ với HQKD của DN hay không? Vậy việc nghiên cứu về CTTC đặc biệt là tác động của CTTC đến hiệu quả kinh doanh của các DNXD là rất cần thiết và có tính ứng dụng cao trong thực tế.

CTTC đã thu hút sự quan tâm nghiên cứu của các nhà tài chính và các nhà quản lý DN trên thế giới khi hai nhà kinh tế học người Mỹ là Modigliani và Miller cho công bố công trình của họ vào năm 1958. Kể từ sau khi nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958), có rất nhiều các tác giả đã thực hiện các nghiên cứu về CTTC ở các quốc gia phát triển như: Rajan và Zingales (1995) (các nước G7); Bevan và Danbolt (2002) (Anh); Akhtar và Oliver (2009) (Nhật)... và các quốc gia đang phát triển như: Pandey (2001) (Malaysia); Buferna và cộng sự (2005).

Ngoài ra, theo tìm hiểu của tác giả về sự tác động của CTTC tới HQKD của DN trong những năm gần đây cho các kết quả nghiên cứu tương đối khác nhau với sự không giống nhau về thời gian và không gian như Kiprop (2014); Farooq và Masood (2016); họ cho rằng: Các DN nên dùng CTTC thiên về nợ sẽ làm tăng giá trị DN. Tuy nhiên, Le (2015) lại cho rằng: Nếu DN dùng CTTC thiên về nợ thì sẽ làm giảm giá trị của DN. Nhưng với Karaca và Savsar (2012); Rajhans (2013) lại cho rằng: Chưa có bằng chứng khoa học cho thấy có mối quan hệ giữa CTTC và giá trị DN.

Tại Việt Nam, đã có nhiều nghiên cứu về CTTC của DN trong nhiều ngành nghề cụ thể như thủy sản (Lê Phương Dung và Đặng Thị Hồng Giang, 2013), ngành xây dựng (Phan Hồng Mai, 2011), (Lê Thị Nhu, 2017); ngành thực phẩm (Phan và Nguyen, 2014). Đồng thời cũng có nhiều tác giả xem xét tác động của CTTC đến giá trị của DN như: Trần Hùng Sơn (2008); Đoàn Vinh Thăng (2016); Võ Minh Long (2017). Với các kết quả nghiên cứu như trên, theo tác giả cần phải có nghiên cứu khoa học: Có hay không sự tác động của CTTC đến HQKD của DN, với mẫu là toàn bộ các DNXD tại Việt Nam để giúp các nhà quản trị DN hoạch định CTTC phù hợp với mục tiêu nâng cao HQKD của DNXD. Hơn nữa, một vấn đề thường gặp trong nghiên cứu thực nghiệm là hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng biến nội sinh trong mô hình. Để giải quyết hiện tượng này cần sử dụng biến công cụ có mối tương quan với biến độc lập bị nội sinh và không tương quan với phần dư của mô hình ban đầu thông qua phương pháp moment tổng quát GMM. Việc sử dụng

phương pháp này ngoài việc giải quyết được các khuyết tật của mô hình còn có thể giúp nghiên cứu đưa ra các kiến nghị phù hợp hơn nhằm tối đa hóa HQKD của DN thông qua chính sách hoạch định CTTC và các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách này. Bên cạnh đó, không nhiều nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy phân vị nhằm xem xét sự khác biệt trong chiều hướng tác động của CTTC lên từng phân vị của HQKD đối với DN nói chung và DNXD nói riêng. Do đó, đây cũng là một hạn chế khi nghiên cứu mối quan hệ giữa CTTC và HQKD.

Từ những vấn đề nêu trên, đề tài ***“Phân tích ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam”*** đã được lựa chọn để thực hiện cho nghiên cứu này. Mặc dù, cho đến nay có tương đối nhiều các nghiên cứu về tác động của CTTC tới HQKD của DN nhưng đề tài này vẫn đảm bảo không hoặc ít có sự trùng lặp khi đặt ra mục tiêu, phạm vi và phương pháp nghiên cứu so với các đề tài đã công bố trước đây. Trong nghiên cứu này, ngoài phương pháp hồi quy trung bình tác giả sẽ sử dụng thêm phương pháp hồi quy phân vị để phân tích sự tác động của CTTC đến HQKD của các DNXD trên các phân vị khác nhau. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu này cũng thật sự cần thiết đối với các nhà quản trị tài chính trong việc hoạch định CTTC hợp lý, đảm bảo việc huy động và sử dụng nguồn vốn có hiệu quả cao hơn, góp phần nâng cao HQKD của DNXD. Vì vậy, theo tác giả đề tài này vẫn mang tính thời sự cũng như tính độc lập cao.

2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu của luận án

2.1. Mục tiêu của luận án

Mục tiêu cơ bản của luận án là hoàn thiện CTTC phù hợp góp phần nâng cao HQKD của các DNXD.

Từ mục tiêu cơ bản của luận án, các mục tiêu nghiên cứu cụ thể về mặt lý thuyết và thực nghiệm bao gồm:

- (1) Hệ thống hóa về mặt lý luận CTTC và HQKD của các DN.
- (2) Phân tích thực trạng và xu hướng biến động CTTC của các DNXD tại Việt Nam
- (3) Phân tích thực trạng và xu hướng biến động HQKD của các DNXD tại Việt Nam
- (4) Xây dựng mô hình tác động CTTC đến HQKD của DNXD tại Việt Nam.
- (5) Đo lường mức độ tác động của CTTC đến HQKD của DNXD tại Việt Nam.
- (6) Đề xuất một số giải pháp để nâng cao HQKD của DNXD tại Việt Nam.

2.2. Câu hỏi nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu sẽ đạt được thông qua việc tìm kiếm câu trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu cụ thể dưới đây:

Câu hỏi nghiên cứu 1: Đặc điểm CTTC của các DNXD tại Việt Nam giai đoạn 2012-2017 như thế nào?

Câu hỏi nghiên cứu 2: Đặc điểm hiệu quả kinh doanh của DNXD tại Việt Nam giai đoạn 2012-2017 như thế nào?

Câu hỏi nghiên cứu 3: CTTC có tác động như thế nào đến HQKD của DNXD tại Việt Nam giai đoạn 2012-2017?

Câu hỏi nghiên cứu 4: Mức độ tác động của CTTC đến HQKD có khác nhau theo các phân vị của hiệu quả kinh doanh không?

Câu hỏi nghiên cứu 5: Những hàm ý chính sách nào để nâng cao HQKD của DNXD tại Việt Nam?

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

3.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu chính của luận án là tác động của CTTC đến HQKD của DNXD. Ngoài ra, còn có các biến phụ thuộc là các biến kiểm soát trong mô hình như: Quy mô, tuổi, tăng trưởng,... của DN.

3.2. Phạm vi nghiên cứu

- Phạm vi nội dung: Tập trung chính vào cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của DNXD tại Việt Nam.

- Phạm vi thời gian: Giai đoạn 2012-2017.

- Phạm vi không gian: Toàn bộ các DNXD tại Việt Nam

4. Đóng góp mới của luận án

So sánh với những nghiên cứu trước, luận án đã có những đóng góp nhất định về mặt lý luận và thực tiễn, đó là:

4.1. Về mặt lý luận

Thứ nhất, nghiên cứu là một sự tổng kết, phân tích và đánh giá các lý thuyết, các kết quả nghiên cứu về CTTC của doanh nghiệp và vai trò của CTTC đối với HQKD của DNXD. Vì vậy, kết quả của nghiên cứu sẽ có những đóng góp nhất định vào việc

hệ thống hóa và phát triển các lý thuyết về CTTC. Góp phần làm rõ hơn khái niệm về cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh nhằm thống nhất về mặt lý luận, nhận thức đối với một phạm trù quen thuộc trong khoa học quản lý đối với các nhà quản lý doanh nghiệp tại Việt Nam.

Thứ hai, nghiên cứu góp phần phát triển phương pháp đo lường CTTC của các doanh nghiệp.

Thứ ba, nghiên cứu là một thể nghiệm về sự kết hợp giữa nghiên cứu hàn lâm và nghiên cứu ứng dụng. Đó là xây dựng và kiểm định mô hình nghiên cứu, phỏng vấn sâu để khẳng định kết quả nghiên cứu. Phát triển thêm một bước về mặt phương pháp luận và công cụ nghiên cứu.

Luận án được nghiên cứu lần đầu tiên nhằm cung cấp một phân tích học thuật về cách xây dựng CTTC, cách xác định CTTC phù hợp cho các DNXD tại Việt Nam và đánh giá ảnh hưởng của nó tới HQKD của các DNXD tại Việt Nam qua các phân vị khác nhau của HQKD. Từ đây, NCS mong muốn phương pháp này được ứng dụng vào quản lý tài chính của các DNXD nói riêng và các DN tại Việt Nam nói chung.

4.2. Về mặt thực tiễn

Một là, kết quả nghiên cứu giúp cho các nhà nghiên cứu, các nhà quản trị DN có cách nhìn đầy đủ và toàn diện hơn về phương thức tiếp cận và đo lường CTTC của DN.

Hai là, bằng kết quả phân tích của 15.288 doanh nghiệp với 91.278 quan sát nghiên cứu đã dùng phương pháp định lượng gồm OLS, FEM, REM và GMM để thực hiện hồi quy tác động của CTTC đến HQKD của các DNXD tại Việt Nam nhằm xác định chiều hướng tác động của chúng. Kết quả cho thấy trong CTTC thì biến cấu trúc nguồn vốn (CTNV) và biến cấu trúc tài sản (CTTS) có tác động tích cực đến HQKD còn tỷ lệ hàng tồn kho và tỷ lệ các khoản phải thu có tác động trái chiều tới HQKD của các DNXD. Thông qua các kiểm định có ý nghĩa thống kê, còn cho thấy HQKD còn chịu sự tác động của biến quy mô và tuổi của DN. Ngoài ra, trong nghiên cứu không tìm thấy mối liên hệ nào giữa tốc độ tăng trưởng với HQKD.

Ba là, không chỉ kiểm định tác động của CTTC đến HQKD của DNXD ở mức độ trung bình, nghiên cứu còn đánh giá tác động này bằng phương pháp hồi quy phân vị và thấy rằng ở các phân vị thấp (mức phân vị 0,1 và 0,25) tác động của yếu tố CTTC lên HQKD tích cực hơn ở các phân vị cao (mức phân vị 0,75 và 0,9)

Bốn là, kết quả nghiên cứu cũng là một luận cứ chắc chắn và có khoa học để củng cố thêm quan điểm về HQKD mà luận án đưa ra và là cơ sở để cho các DNXD

điều chỉnh hoạt động của mình hướng tới sự phát triển tốt hơn; các cơ quan quản lý nhà nước có căn cứ cho những chính sách phát triển của ngành XD trong thời gian tới đảm bảo sự phát triển này là bền vững mà vẫn đảm bảo kích thích đóng góp của ngành vào nền kinh tế quốc dân; các nhà đầu tư có thêm một căn cứ chắc chắn cho những quyết định đầu tư của mình vào ngành XD.

Năm là, luận án sử dụng kết hợp giữa nghiên cứu định lượng và nghiên cứu định tính. Nghiên cứu định tính là phỏng vấn sâu đối với các nhà quản trị DN để đánh giá kết quả nghiên cứu định lượng từ đó đề xuất hàm ý chính sách liên quan đến CTTC nhằm nâng cao HQKD của DNXD. Do đó luận án sẽ là nguồn tài liệu tham khảo về phương pháp luận, thiết kế nghiên cứu, mô hình nghiên cứu và xử lý dữ liệu nghiên cứu cho các nhà nghiên cứu, giảng viên, học viên và sinh viên trong cùng lĩnh vực.

5. Cấu trúc của luận án

Ngoài mục lục, danh mục các từ viết tắt, danh mục bảng biểu, danh mục hình vẽ, danh mục tài liệu tham khảo và Phụ lục, luận án được cấu trúc thành 5 chương. Cụ thể như sau:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu

Chương 2: Những vấn đề lý luận cơ bản về cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam

Chương 5: Giải pháp và khuyến nghị chính sách

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của CTTC đến HQKD của các DN được thực hiện bởi các nhà nghiên cứu trong và ngoài nước với các mẫu nghiên cứu khác nhau vẫn cho ra các kết quả khác nhau. Theo tác giả, nguyên nhân này xuất phát từ các đặc điểm như: ngành nghề kinh doanh, môi trường hoạt động, mức độ chấp nhận rủi ro của DN... Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm gần đây sẽ được tác giả trình bày ở phần sau đây:

1.1. Các nghiên cứu về mối quan hệ tuyến tính giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa CTTC với HQKD của DN vẫn là vấn đề được quan tâm bởi các nhà nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trên thế giới. Trong đó phải kể đến quan điểm được đưa ra bởi các lý thuyết điển hình như lý thuyết M&M, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết cấu trúc vốn (CTV)... Lý thuyết M&M của Modigliani và Miller (1958) chỉ ra rằng giá trị thị trường của một DN độc lập với CTV trong điều kiện thị trường hoàn hảo, không có thuế thu nhập doanh nghiệp. Với việc loại bỏ giả thiết về thuế thu nhập doanh nghiệp, M&M đưa ra kết luận CTTC có tác động tích cực đến giá trị DN hay DN sử dụng nhiều nợ giá trị DN càng gia tăng và gia tăng tối đa khi DN được tài trợ bằng 100% nợ (Modigliani và Miller, 1963). Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers và Majluf, 1984) lại chỉ ra tác động tiêu cực giữa CTTC với giá trị DN thông qua kết quả nghiên cứu các DN có khả năng sinh lời cao sẽ sử dụng ít vốn vay hơn các DN có khả năng sinh lời thấp. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh (Myers, 1977) cho rằng giá trị DN có sử dụng nợ bằng giá trị DN không sử dụng nợ cộng với giá trị hiện tại của tấm lá chắn thuế từ nợ trừ đi giá trị hiện tại của chi phí phá sản. Vì vậy, tồn tại một CTTC tối ưu tại đó hiện giá của các khoản tiết kiệm thuế do vay nợ tăng thêm vừa đủ bù cho sự gia tăng hiện giá của chi phí kiệt quệ tài chính. Như vậy có thể thấy rằng, CTTC là một yếu tố quan trọng có tác động tới HQKD của DN. Tuy nhiên, chiều hướng và mức độ tác động giữa các yếu tố này có sự khác nhau giữa các DN, giữa các nhóm DN trong những điều kiện cụ thể.

1.1.1. Cấu trúc tài chính tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Abor (2005) đã sử dụng dữ liệu tài chính của 20 doanh nghiệp niêm yết để xem xét mối quan hệ giữa CTTC và HQKD của các doanh nghiệp ở Ghana phát hiện thấy mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê giữa nợ ngắn hạn và tổng nợ với

HQKD đo bằng ROE nhưng lại có quan hệ ngược chiều giữa nợ dài hạn với ROE. Kết quả nghiên cứu này cho thấy, sự gia tăng về quy mô nợ có liên quan đến sự gia tăng lợi nhuận và do đó nợ cao hơn thì HQKD sẽ cao hơn. Khan (2012); Awunyo-Vitor và Badu (2012) cũng đưa ra kết luận tương tự.

Kế thừa nghiên cứu của Abor (2005), Gill và cộng sự (2011) đã mở rộng quy mô nghiên cứu lên 272 doanh nghiệp được chia thành hai ngành sản xuất và dịch vụ trong thời gian từ 2005-2007 tại sàn chứng khoán New York, Mỹ. Với phương pháp OLS, ở cả 2 loại hình DN sản xuất và dịch vụ thì CTTC được đo bằng hệ số nợ và hệ số nợ ngắn hạn đều có tác động tích cực đến ROE, phù hợp với nghiên cứu của Abor (2005). Trong giai đoạn nghiên cứu này, nền kinh tế tương đối ổn định, giống như trong giai đoạn nghiên cứu của Abor (2005), giá trị trung bình của ROE lần lượt đối với ngành sản xuất và dịch vụ là 26,5% và 25,9%. Điểm khác biệt trong nghiên cứu này so với nghiên cứu của Abor (2005) là nợ dài hạn tác động tích cực đến ROE đối với DN thuộc ngành sản xuất nhưng lại không có ý nghĩa thống kê với ngành dịch vụ. Như vậy khi áp dụng cùng một mô hình nghiên cứu, cùng một phương pháp ước lượng nhưng ở các quốc gia khác nhau sẽ có sự khác nhau về chiều tác động của nợ dài hạn đến ROE. Ngoài ra, khi phân ra các ngành nghề khác nhau trong cùng một môi trường nghiên cứu cũng có sự khác biệt về sự tác động của nợ dài hạn đến ROE.

Ngoài việc sử dụng chỉ tiêu ROA, ROE các tác giả còn mở rộng các chỉ tiêu đo lường HQKD của DN như lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (Return On Sales – ROS), biên lợi nhuận gộp (Gross Profit Margin – GM), giá thị trường trên thu nhập một cổ phiếu (P/E), giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (Tobin'Q), thu nhập một cổ phiếu phổ thông. Chẳng hạn như nghiên cứu của El-Sayed Ebaid (2009) đã nghiên cứu 64 doanh nghiệp phi tài chính trên sàn chứng khoán Ai Cập giai đoạn 1997-2005. Trong nghiên cứu này tác giả xem xét tác động của TD, STD, LTD đến ROA, ROE và GM. Với phương pháp hồi quy OLS, kết quả chỉ ra STD tác động tích cực đến ROE với mức ý nghĩa 5%, còn TD tác động cùng chiều với ROE nhưng lại có ý nghĩa thống kê. Kết quả này đúng một phần với nghiên cứu của Abor (2005) và Gill và cộng sự (2011) về tác động của hệ số nợ ngắn hạn. Điểm tương đồng của các nghiên cứu này là trị số trung bình của ROE tương đối cao (khoảng 21,37%). Riêng mô hình GM tác động tới CCTC thì cả 3 biến TD, STD và LTD đều không có ý nghĩa thống kê

Chowdhury và Chowdhury (2010) nghiên cứu tác động của CTTC lên HQKD của DN niêm yết trên TTCK Bangladesh bằng bộ dữ liệu bảng gồm 77 doanh nghiệp phi tài chính thuộc 4 lĩnh vực khác nhau như: dược phẩm và hóa chất, nhiên liệu và

năng lượng, thực phẩm và công nghệ kỹ thuật trong giai đoạn 1994-2003. Nhóm tác giả đưa ra biến phụ thuộc là giá cổ phiếu đo lường cho HQKD của DN. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ trên tổng TS có tác động tích cực lên HQKD của DN nhưng độ tin cậy không cao. Trong nghiên cứu tác giả cũng đưa ra hàm ý chính sách nên kết hợp hoàn hảo giữa nợ và VCSH để tạo thành CTTC tối ưu để HQKD của DN là cao nhất.

Trước và trong khủng hoảng kinh tế năm 2007 thì San và Heng (2011) đã thực hiện nghiên cứu tập trung vào 49 doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán Malaysia từ 2005-2008. Nghiên cứu sử dụng biến giả trong mô hình, phân loại theo quy mô lớn, vừa, nhỏ. Kết quả nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ dương giữa nợ dài hạn với HQKD được đo bằng ROE và EPS ở những DN có quy mô lớn và vừa, trong khi tổng nợ có quan hệ âm với EPS ở DN có quy mô lớn và nhỏ.

Abu-Rub (2012) nghiên cứu 28 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Palestin giai đoạn 2006-2011 cho thấy CCTC có mối quan hệ tích cực với HQKD. Các kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh và nghiên cứu thực nghiệm của Antwi và cộng sự (2012)

Asiri và Hameed (2014) nghiên cứu thực nghiệm trên TTCK Bahrain Bourse về tỷ số tài chính và giá trị DN. Với 44 DN niêm yết của 6 ngành: Ngân hàng, đầu tư, bảo hiểm, dịch vụ, sản xuất và du lịch khách sạn giai đoạn 1995-2003, tác giả sử dụng 2 thước đo HQKD là hệ số P/E và tỷ số giá trị thị trường/sổ sách (M/B). Kết quả nghiên cứu cho thấy biến P/E không giải thích tốt cho mô hình. Ngoài ra, nghiên cứu còn chỉ rõ biến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), đòn bẩy tài chính là những biến chính có tác động tích cực đến HQKD với biến đại diện là M/B.

Hoque và cộng sự (2014) nghiên cứu mối quan hệ của chính sách CTTC đến giá trị DN đối với các DN sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán Dhaka trong giai đoạn 2008-2012. Nghiên cứu này chỉ ra rằng các biến độc lập như CTTC (được đo bằng nợ trên VCSH và nợ trên tổng tài sản), tỷ trọng TSCĐ hữu hình trên tổng tài sản, hệ số thanh toán lãi vay, đòn bẩy tài chính đã ảnh hưởng đến HQKD của DN đến mức 79,1%.

Nghiên cứu trong ngành xi măng với dữ liệu gồm 19 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi giai đoạn 2008-2012; Farooq và Masood (2016) đã sử dụng biến Tobin'Q để làm biến đại diện cho HQKD của DN, còn tỷ số nợ/ VCSH làm biến đại diện cho CTTC. Bằng phương pháp FEM, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng: CTTC tác động tích cực lên HQKD của DN và có ý nghĩa thống kê cao (1%). Kết quả này trùng với kết luận của D. K Ater (2017) khi nghiên cứu các DN niêm yết phi tài chính

trên TTCK Nairobi – Kenya. Ngoài ra, D. K Ater (2017) còn cho biết nợ dài hạn cũng như VCSH cũng có ảnh hưởng tích cực đến HQKD. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn khuyến khích các DN nên luôn so sánh lợi ích biên của việc sử dụng nợ dài hạn với chi phí biên của khoản nợ dài hạn trước khi sử dụng nguồn tài trợ cho hoạt động của DN.

Tại Việt Nam, trong những năm gần đây, có một số tác giả cũng ủng hộ quan điểm cho rằng CTTC tác động đến HQKD của DN như Trần Hùng Sơn (2008). Tác giả nghiên cứu mối quan hệ này với mẫu gồm 50 doanh nghiệp phi tài chính đang niêm yết trên Sàn chứng khoán HOSE. Bài nghiên cứu sử dụng mô hình OLS để nghiên cứu mối quan hệ giữa CTTC và HQKD với biến HQKD được đo bằng ROA, ROE còn CTTC được đo bằng tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (TS), tỷ số nợ dài hạn trên tổng TS, tỷ số nợ trên VCSH. Kết quả cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ số nợ và ROA, ROE. Ngoài ra, tốc độ tăng tương và quy mô lại không có ý nghĩa thống kê.

Với cách tiếp cận CTTC trên quan điểm cả CTNV và CTTS trong hầu hết các nghiên cứu thì CTTS được tính bằng tài sản cố định/tổng tài sản đều có tác động ngược chiều với ROA. Tuy nhiên, với nghiên cứu tại sàn chứng khoán Bombay, dữ liệu phân tích bao gồm 78 doanh nghiệp phi tài chính, Robert M Hull và Varun Dawar (2014) lại chỉ ra CTTC tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê với cả ROA, ROE.

1.1.2. Cấu trúc tài chính tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Nghiên cứu của Zeitun và Gang Tian (2007) cho thấy CTTC có tác động tới HQKD của DN khi đo lường theo kế toán và theo chỉ số thị trường. Tác giả đã khẳng định, mối quan hệ ngược chiều giữa CTTC với hiệu quả kinh doanh của DN là chắc chắn và có ý nghĩa thống kê cao. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tỷ suất nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có quan hệ cùng chiều với HQKD của DN, kết quả này dường như ủng hộ quan điểm của Myers (1977) khi cho rằng, DN nào vay vốn ngắn hạn cao có nghĩa là đang hoạt động tốt và tăng trưởng tốt.

Cũng sử dụng mô hình nghiên cứu của Abor (2005) để đánh giá tác động của CTTC đến ROE, các tác giả Shubita và Alsawalhah (2012) nghiên cứu 39 DN ngành công nghiệp trên sàn chứng khoán của Jordan trong 6 năm từ 2004 đến 2009, các tác giả lại phát hiện ra kết quả ngược với Abor (2005); Gill và cộng sự (2011) đó là cả 3 chỉ số đo lường CTTC cùng có quan hệ ngược chiều với ROE. Nguyên nhân là do thời điểm nghiên cứu là giai đoạn suy thoái của nền kinh tế Jordan, giá trị trung bình của

ROE trong giai đoạn nghiên cứu này chỉ đạt 8%, thấp hơn rất nhiều so với nghiên cứu của Abor (2005); Gill và cộng sự (2011).

Kế thừa mô hình CTTC tác động tới HQKD của El-Sayed Ebaid (2009), Khan (2012) nghiên cứu 36 doanh nghiệp thuộc ngành kỹ thuật, niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi giai đoạn 2003-2009. Kết quả hồi quy OLS chỉ ra chiều tác động của CTTC đến ROA là tiêu cực, đồng quan điểm với nghiên cứu của El-Sayed Ebaid (2009). Điểm khác biệt trong nghiên cứu này là hai hệ số TD và STD có tác động tiêu cực, LTD tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến GM. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra TD, STD và quy mô DN tác động tiêu cực, duy nhất LTD tác động tích cực đến Tobin'Q. Như vậy, cùng mô hình nghiên cứu và phương pháp ước lượng vào thời điểm nền kinh tế phát triển khác nhau thì chiều và mức độ tác động của TD, STD và LTD đến ROA, ROE và GM cũng khác biệt.

Ahmad và cộng sự (2012) nghiên cứu ảnh hưởng của CTTC đến HQKD của DN thông qua phân tích mối quan hệ giữa HQKD được đo bằng ROA, ROE với nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ. Mẫu nghiên cứu sử dụng dữ liệu tài chính của 58 doanh nghiệp công nghiệp và tiêu dùng thu thập trên thị trường chứng khoán (TTCK) của Malaysia trong giai đoạn 2005-2010. Kết quả nghiên cứu cho thấy, nợ dài hạn và tổng nợ ảnh hưởng tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA và ROE.

Salim và Yadav (2012) sử dụng các thước đo là ROA, ROE, EPS và Tobin'Q để đo lường hiệu quả của 237 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Bursa Malaysia. Kết quả cũng cho thấy có mối tương quan ngược chiều giữa các thước đo hiệu quả kinh doanh bằng ROA, ROE, EPS và các thước đo của nợ (nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ trên tổng tài sản).

Chinaemerem và Anthony (2012) nghiên cứu tác động của CTTC đến hiệu suất tài chính của các DN tại Nigeria. Dữ liệu bảng cân bằng thu thập từ 30 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Nigeria giai đoạn 2004-2010, phương pháp Pooled OLS. Kết quả cho thấy CTTC tác động tiêu cực đến HQKD. Quan điểm này được sự ủng hộ của Ahmad và cộng sự (2012); Khan (2012); Le Thi Phuong Vy (2015)

Toraman và cộng sự (2013) nghiên cứu ảnh hưởng của CTTC đến khả năng sinh lời của các DN sản xuất ở Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2005-2011. Các tác giả này xem xét các thước đo CTTC là nghĩa vụ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và nghĩa vụ nợ dài hạn trên tổng tài sản và ROA là thước đo HQKD. Kết quả cho thấy cả hai thước đo của CTTC có ảnh hưởng tiêu cực đến HQKD của DN.

Zeitun và Haq (2015) kiểm định mối quan hệ giữa kỳ hạn nợ đối với hoạt động của 400 doanh nghiệp ở Qatar, Oman, Kuwait, UEA và Bahrain từ năm 2004 đến 2012. Các tác giả cho rằng cả nợ dài hạn và nợ ngắn hạn đều có tác động tiêu cực đến hiệu suất của DN và tác động của nợ ngắn hạn đến HQKD của DN đặc biệt tiêu cực trong giai đoạn hậu khủng hoảng. Những kết quả này xác nhận ảnh hưởng tiêu cực của cả nợ ngắn hạn và dài hạn đối với HQKD của DN.

Ngoài các nghiên cứu thực nghiệm ở nước ngoài, mối quan hệ giữa CTTC và HQKD của các DN cũng được các nhà nghiên cứu học thuật trong nước quan tâm trong những năm gần đây như:

Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu nước ngoài, CTV và giá trị DN của 203 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2008-2011. Chỉ số Tobin'Q đại diện cho giá trị DN còn tỷ số nợ đại diện cho CTV của DN. Nhóm tác giả cũng đưa thêm các biến kiểm soát vào mô hình như: Quy mô DN, cơ hội tăng trưởng, thuế suất thuế TNDN, tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn, khả năng sinh lời và vốn đầu tư. Với phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng bằng mô hình tác động cố định FEM, nhóm tác giả cho thấy cả tỷ lệ sở hữu nước ngoài và CTV có mối quan hệ tiêu cực đến giá trị DN. Nhưng ngược lại các biến kiểm soát như khả năng sinh lời, khả năng thanh toán ngắn hạn và quy mô DN lại có tác động tích cực đến HQKD của DN.

Một nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của CTTC đến HQKD của DN nhà nước sau cổ phần hóa của Đoàn Ngọc Phúc (2014) với nguồn dữ liệu được sử dụng bao gồm 217 doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội giai đoạn 2007-2012 cho thấy nợ ngắn hạn và tổng nợ có tác động tiêu cực có ý nghĩa thống kê đến ROA và ROE, tuy nhiên nợ dài hạn lại có tác động tích cực đến HQKD của DN.

Nghiên cứu của Phan Thanh Hiệp (2017) cũng thấy ảnh hưởng ngược chiều và có ý nghĩa thống kê chắc chắn giữa CTTC và HQKD của DN trong ngành sản xuất công nghiệp ở Việt Nam. Trong khi nghiên cứu thực nghiệm của Trịnh Quốc Trung và Nguyễn Văn Sang (2013) lại cho thấy ảnh hưởng của tỷ lệ VCSH trên tổng tài sản có quan hệ dương với ROA nhưng âm với ROE khi thực nghiệm với các ngân hàng thương mại Việt Nam.

Sau khi có nguồn lực về vốn, việc phân bổ vốn vào từng lĩnh vực như thế nào sẽ ảnh hưởng rất lớn đến HQKD của DN. Đặc biệt trong các DN phi tài chính, cấu trúc đầu tư vốn vào tài sản sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền lưu thông trong DN, từ đó tác động

đến HQKD của DN. Chính vì vậy đã có một số nghiên cứu về tác động của CTTC đến HQKD của DN đã nghiên cứu thêm tác động của CTTS tới HQKD của các DN. Phần lớn các nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu đại diện cho CTTS là tỷ trọng TSCĐ trên tổng tài sản để đưa vào mô hình phân tích.

Zeitun và Gang Tian (2007) khảo sát 167 DN phi tài chính giai đoạn 1989 đến 2003 tại Jordan chia làm 16 loại ngành nghề đã chỉ ra rằng CTTS tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê với ROA nhưng lại không có ý nghĩa thống kê với Tobin'Q cho tất cả các mô hình. Kế thừa nghiên cứu của Zeitun và Gang Tian (2007), Đoàn Vinh Thăng (2016) khi nghiên cứu 2.888 doanh nghiệp có vốn Nhà nước lại cho thấy CTTS có ảnh hưởng ngược chiều với ROA, ROE kể cả khi có sự tương tác của loại hình doanh nghiệp nhà nước (DNNN).

Onaolapo và Kajola (2010) sử dụng mẫu nghiên cứu là 30 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Nigeria giai đoạn 2001-2007 bằng phương pháp OLS đã chỉ ra CTTS được đo bằng tỷ lệ giữa TSCĐ trên tổng tài sản có tác động âm và có ý nghĩa thống kê với ROA nhưng lại không có ý nghĩa thống kê với ROE. Muritala (2012) bằng phương pháp hồi quy OLS cũng có kết luận tương tự giống nghiên cứu của Onaolapo và Kajola (2010). Kết luận tương tự cũng được tìm thấy trong bài viết của Ahmed Sheikh và Wang (2013).

Không chỉ đề cập tới CTTS với phương diện tài sản ở góc độ TSCĐ, nghiên cứu của Lê Thị Nhu (2017) về tác động của CTTC tới tỷ suất sinh lời của các DNXD niêm yết trên TTCK đã đề xuất đưa thêm biến tỷ lệ các khoản phải thu trên tổng tài sản (RECE) và tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản (INVE) vào mô hình nghiên cứu để đánh giá một cách toàn diện hơn về tác động của CTTS trên phương diện tài sản tới HQKD của các DNXD. Với mẫu nghiên cứu là 584 quan sát là các DNXD đang niêm yết trên TTCK, bằng phương pháp GMM tác giả đã đưa ra khẳng định INVE và RECE có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê tới ROA, nhưng lại tác động không có ý nghĩa thống kê với biến ROE.

1.1.3. Cấu trúc tài chính không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Krishnan và Moyer (1997) cung cấp một cái nhìn thực nghiệm về HQKD và CTTC từ những DN lớn của 4 nền kinh tế tại Châu Á. Bài nghiên cứu này là kết hợp hai mảng kinh doanh: một là lĩnh vực kinh doanh quốc tế trong HQKD và nước xuất xứ, hai là nghiên cứu lĩnh vực về tài chính DN trong CTTC. Các tác giả nghiên cứu 81 doanh nghiệp từ Hồng Kong, Singapore và Hàn Quốc và nhận thấy rằng cả HQKD và CTV đều chịu sự ảnh hưởng của nước xuất xứ. Các DN Hàn Quốc có đòn bẩy tài

chính cao hơn các DN ở nước khác. Họ sử dụng 4 cách đo lường khác nhau để đo lường HQKD của doanh nghiệp đó là lợi nhuận trên VCSH (ROE), lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC), tỷ suất lợi nhuận trước thuế (PTM) và lợi nhuận thị trường (RETURN). Nghiên cứu chỉ ra rằng đòn bẩy dường như không ảnh hưởng tới HQKD, từ đó các tác giả đã đưa ra nhận định nợ vay chỉ giới hạn hỗ trợ cho các lý thuyết về CTV hiện có trong thị trường kinh tế mới nổi.

Bằng mô hình Pooled OLS, Phillips và Sipahioglu (2004) đã nghiên cứu về mối quan hệ giữa CTTC và hiệu quả tài chính của DN kinh doanh khách sạn tại Vương quốc Anh cho thấy không có mối quan hệ giữa CTTC và HQKD. El-Sayed Ebaid (2009) cũng nghiên cứu mối quan hệ này tại thị trường Ai Cập và có kết quả tương tự.

Cũng nghiên cứu về CTTC và HQKD, gần đây Saeedi và Mahmoodi (2011a) đã sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng có mẫu gồm 320 doanh nghiệp đang niêm yết trên TTCK của Tehra (Iran) với biến HQKD được đo bằng ROA, ROE, EPS và Tobin'Q, còn biến CTTC là 3 chỉ số nợ. Kết quả tìm được, EPS và Tobin'Q có tương quan thuận chiều với CTTC, có mối tương quan nghịch chiều giữa CTTC và ROA, nhưng lại không có ý nghĩa thống kê giữa CTTC và ROE. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng phát hiện không có mối quan hệ đáng kể giữa CTTC và HQKD của DN.

Một nghiên cứu khác tại Ấn Độ với bằng chứng từ 16 doanh nghiệp tại Ấn Độ thuộc 4 lĩnh vực bao gồm: luyện kim, hàng tiêu dùng nhanh, công nghệ thông tin và công nghệ ô tô được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Bombay (BSE) giai đoạn 2002-2011, Rajhans (2013) cũng chỉ ra rằng CTTC không có tác động đến HQKD, trong đó biến đại diện cho CTTC trong nghiên cứu này là: Tỷ số nợ/ VCSH, còn biến đại diện cho HQKD là giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường.

Karaca và Savsar (2012) nghiên cứu ảnh hưởng của tỷ số tài chính lên giá trị DN bằng dữ liệu bảng cho mẫu gồm 36 doanh nghiệp Thổ Nhĩ Kỳ thuộc ngành thuốc lá, thức uống, thực phẩm và kim loại trong giai đoạn 2002-2009. Biến phụ thuộc là Tobin'Q, nhóm biến liên quan đến CTTC bao gồm: tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản, VCSH trên tổng nợ. Ngoài ra, nghiên cứu còn sử dụng các biến kiểm soát liên quan đến tỷ số thanh khoản, tỷ số hoạt động, khả năng sinh lời, tỷ số chứng khoán. Kết quả cho thấy chỉ có các biến tỷ số thanh toán nhanh, lợi nhuận sau thuế trên VCSH và vòng quay hàng tồn kho là có tác động đến HQKD và có ý nghĩa thống kê, còn các biến khác còn lại trong mô hình kể cả các biến về CTTC có tác động đến HQKD của DN nhưng lại không có ý nghĩa thống kê.

Nghiên cứu của Hasan và cộng sự (2014) với 36 doanh nghiệp Bangladesh cho kết luận, CTV có ảnh hưởng ngược chiều đến ROA của DN nhưng lại không có mối quan hệ nào với ROE và cơ hội tăng trưởng của DN

Bảng 1.1. Bảng tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm về tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh theo mối quan hệ tuyến tính

Biến độc lập	Kết quả	Tác giả
Hệ số nợ	+	Abor (2005); Zeitun và Gang Tian (2007); El-Sayed Ebaid (2009); Gill và cộng sự (2011); Chowdhury và Chowdhury (2010); Sudiyatno và cộng sự (2012); Antwi và cộng sự (2012); Asiri và Hameed (2014); Hoque và cộng sự (2014); Khan (2012);
	-	Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013)
	N/A	Carpentier (2006); Karaca và Savsar (2012); Rajhans (2013); Asiri và Hameed (2014)
Hệ số nợ ngắn hạn	N/A	Karaca và Savsar (2012)
Hệ số nợ dài hạn	+	Chowdhury và Chowdhury (2010); Antwi và cộng sự (2012)
	N/A	Karaca và Savsar (2012)
Cơ cấu tài sản	+	Robert M Hull và Varun Dawar (2014)
	-	Zeitun và Gang Tian (2007); Muritala (2012); Onaolapo và Kajola (2010); Đoàn Vinh Thăng (2016)
	N/A	Zeitun và Gang Tian (2007); Muritala (2012); Onaolapo và Kajola (2010)
Cơ cấu nợ phải thu	-	Lê Thị Nhu (2017)
	N/A	Lê Thị Nhu (2017)
Cơ cấu hàng tồn kho	-	Lê Thị Nhu (2017)
	N/A	Lê Thị Nhu (2017)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Ghi chú: Dấu (+): Tác động tích cực; dấu (-): Tác động tiêu cực; N/A: Không tác động hoặc có tác động nhưng không có ý nghĩa thống kê

1.2. Các nghiên cứu về mối quan hệ phi tuyến tính giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Nghiên cứu của Nieh và cộng sự (2008) đã sử dụng dữ liệu bảng cho mẫu gồm 143 doanh nghiệp điện tử niêm yết trên TTCK của Đài Loan giai đoạn 1999-2004 với biến đại diện cho HQKD của DN là ROE và EPS. Nhóm nghiên cứu đã dùng hồi quy ngưỡng Hansen để cho ra kết quả: Tỷ lệ nợ thích hợp cho các DN là từ 12,37% đến 51,57%, và tỷ lệ nợ tối ưu nằm trong khoảng 12,37% đến 28,7% sẽ nâng cao HQKD của DN. Bên cạnh đó nhóm tác giả cũng đưa ra hai biến kiểm soát là tốc độ tăng trưởng và quy mô DN vào mô hình vì họ cho rằng 2 biến này có thể ảnh hưởng đến HQKD. Tuy nhiên với mẫu của nghiên cứu của nhóm tác giả thì chưa tìm thấy bằng chứng thống kê cho thấy tác động của hai biến kiểm soát này đến HQKD của DN.

Cũng nghiên cứu tại thị trường Đài Loan nhưng giai đoạn nghiên cứu là từ 1993-2005, Lin và Chang (2011) đã thực hiện nghiên cứu với 196 doanh nghiệp tại Đài Loan để đi tìm câu trả lời cho câu hỏi nợ có ảnh hưởng đến HQKD của DN không? Nghiên cứu đã phát hiện ra hai ngưỡng giữa tỷ số nợ và HQKD của DN đó là 9,86% và 33,33%. Khi tỷ số nợ thấp hơn 9,86% thì HQKD của DN được đo bằng Tobin'Q tăng bằng 0,0546% tương ứng với mức tăng 1% trong tỷ số nợ. Khi tỷ số nợ nằm trong khoảng 9,86% đến 33,33% thì HQKD của DN chỉ tăng 0,0057%. Vì vậy, nghiên cứu này cho biết tỷ lệ nợ tối ưu dưới 33,33% và tại mức này, HQKD của DN không tăng. Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa cung cấp đầy đủ bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa tỷ số nợ và HQKD của DN khi tỷ số nợ lớn hơn 33,33%.

Nghiên cứu tại TTCK Trung Quốc, với bộ dữ liệu bảng cho mẫu gồm 650 doanh nghiệp giai đoạn 2001-2006 với chỉ tiêu HQKD được đo bằng ROE, còn tỷ số nợ được sử dụng làm thước đo CTTC, nhóm tác giả Cheng và cộng sự (2010) cũng sử dụng mô hình hồi quy ngưỡng để đánh giá tác động của CTTC đến HQKD của DN. Kết quả nghiên cứu cho rằng HQKD của DN sẽ tăng khi tỷ số nợ thấp hơn 53,97% tức là khi tỷ số nợ thấp hơn mức này mà DN lại tăng nợ lên và tăng chỉ đến mức 53,97% sẽ làm cho HQKD tăng lên. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho rằng: HQKD của DN vẫn còn cao nhưng sẽ bắt đầu giảm dần khi tỷ số nợ trong khoảng từ 53,97% đến 70,48% và họ cũng cho rằng HQKD của DN sẽ giảm mạnh khi tỷ lệ nợ lớn hơn 70,48%.

Berzkalne (2015) nghiên cứu CTTC và HQKD của DN thông qua phân tích dữ liệu bảng. Tác giả nghiên cứu về mối quan hệ phi tuyến tính giữa CTTC và HQKD của DN bằng cách dùng phương pháp phân tích hồi quy ngưỡng với mẫu là 58 doanh nghiệp niêm yết ở Baltic, trong đó có 22 doanh nghiệp từ chính vùng Baltic còn lại là các DN thuộc vùng lân cận, giai đoạn nghiên cứu từ năm 2005 đến 2013. Nghiên cứu

sử dụng hệ số nợ và chỉ tiêu tổng nợ/tổng nguồn vốn đại diện cho CTTC và chọn giá cổ phiếu là chỉ số tốt nhất đại diện cho HQKD của DN. Các tác giả kết luận rằng có mối quan hệ phi tuyến tính giữa CTV và HQKD. Đối với các DN niêm yết tại vùng Baltic có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ, sự gia tăng đòn bẩy sẽ làm gia tăng HQKD của DN và đạt giá trị cao nhất nếu tỷ lệ nợ đạt mức 24,64%. Tuy nhiên với các DN nhỏ và vừa nên áp dụng tỷ lệ nợ dưới 62,97%.

Tại Việt Nam, cũng có một số các tác giả đề cập tới CTTC tối ưu của các DN trong nghiên cứu của mình. Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiều (2010) bằng phương pháp Pooled OLS nhóm nghiên cứu đã khẳng định giá trị DN có mối quan hệ với CTTC. Các tác giả đã sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng của 159 doanh nghiệp phi tài chính, ngân hàng niêm yết trên HOSE với 407 mẫu quan sát trong giai đoạn 2006-2009, kết quả cho thấy khi tỷ số nợ trên VCSH gia tăng và nhỏ hơn 105% thì giá trị DN tăng cùng chiều với nó, nhưng khi tỷ số này tăng lớn hơn 105% thì cho kết quả ngược lại.

Với phương pháp phân tích hồi quy ngưỡng, nhóm tác giả Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014) lại cho thấy có sự tồn tại liên hệ giữa CTTC và HQKD của DN được đo bằng ROE nhưng lại không tìm thấy sự tồn tại các ngưỡng nợ khác nhau tác động lên ROE. Với cách tiếp cận HQKD của DN bằng Tobin'Q của DN niêm yết trên 2 sàn chứng khoán TP.HCM và Hà Nội giai đoạn 2010-2012 cũng có cùng kết quả, CTTC có tác động âm đến HQKD và không cho thấy có sự tồn tại của các ngưỡng nợ khác nhau tác động đến Tobin'Q. Cũng với công cụ phân tích hồi quy ngưỡng, Nguyễn Thành Cường (2014) lại xác định được tỷ lệ nợ tối ưu nên nhỏ hơn 57,39% khi sử dụng dữ liệu của 90 doanh nghiệp giai đoạn 2005-2011.

Tác giả Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014) lại tìm thấy tỷ số nợ tối ưu tồn tại ở một số nhóm ngành khi dùng phương pháp hồi quy ngưỡng để tìm hiểu nợ vay và HQKD của DN, cụ thể là ngành bán buôn (15,87% đến 44-52%), ngành bất động sản (41,02% - 73,00%), ngành vận tải (dưới 79,66%) và ngành xây dựng (nhỏ hơn 61,28%)

Bảng 1.2. Bảng tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm về tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh theo mối quan hệ phi tuyến tính

Biến độc lập	Kết quả	Tác giả
Cấu trúc nguồn vốn	Tác động	Nieh và cộng sự (2008); Cheng và cộng sự (2010); Lin và Chang (2011); Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014); Nguyễn Thành Cường (2014); Berzkalne (2015)
	Không tác động	Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

1.3. Các nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy phân vị để đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Nghiên cứu thực nghiệm về CTTC bằng phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng được nghiên cứu rất nhiều như Pooled OLS, FEM, REM, GMM... tuy nhiên có rất ít công trình nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy phân vị.

Choi và cộng sự (2014) nghiên cứu CTTC của 43 doanh nghiệp xây dựng ở Hàn Quốc giai đoạn 2000 đến 2010 bằng phương pháp hồi quy phân vị. Kết quả phân tích ở các phân vị từ 0,1 đến 0,9 cho thấy yếu tố quy mô, lợi nhuận, cơ hội tăng trưởng, tài sản hữu hình, tính thanh khoản có tác động tới CTTC, ngoài ra yếu tố lá chắn thuế phi nợ tác động tiêu cực đến CTTC.

Aviral và Raveesh (2015) nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến CTTC của 298 DN niêm yết trên sàn chứng khoán Ấn Độ trong giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2009. Nghiên cứu sử dụng hồi quy phân vị ở bốn mức phân vị 0,25; 0,5; 0,75; 0,95 trên các biến quy mô, CTTS, tám lá chắn thuế, lợi nhuận tác động tiêu cực đến CTTC. Ở những phân vị cao 0,75 đến 0,95, yếu tố quy mô, lợi nhuận tác động tích cực đến CTTC, còn biến cấu trúc tài sản, tốc độ tăng trưởng tác động tiêu cực đến CTTC.

Trần Thị Kim Oanh và Hoàng Thị Phương Anh (2017) nghiên cứu tác động của CTTC đến HQKD của DN thông qua phân tích số liệu của 60 doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009-2015 với kỹ thuật xử lý dữ liệu bảng và hồi quy phân vị cho thấy HQKD của DN chịu sự tác động của CTTC, thuế TNDN, rủi ro kinh doanh và khả năng thanh toán với mức độ khác nhau trên từng phân vị khác nhau. Ở phân vị càng cao, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, CTTC có tác động mạnh đến HQKD. Ngược lại, ở mức phân vị càng thấp thì mức suy giảm của HQKD càng lớn và khả năng thanh toán, thuế thu nhập doanh nghiệp và rủi ro kinh doanh càng cao thì HQKD của DN càng thấp.

Ha và cộng sự (2019) thực hiện nghiên cứu để đánh giá các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính của các DN niêm yết trên TTCK Việt Nam. Các nhân tố được lựa chọn trong mô hình bao gồm CTTC, quy mô DN, tính thanh khoản, đầu tư tài sản cố định, tỷ lệ tăng trưởng. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của 269 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2010-2016. Phương pháp OLS và hồi quy phân vị đã được sử dụng để phân tích dữ liệu trong nhiều năm. Kết quả chỉ ra rằng, quy mô DN có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính, trong khi đó, CTTC, tính thanh khoản, đầu tư tài sản cố định lại có tác động tiêu cực. Ngoài ra, tỷ lệ tăng trưởng lại không tác động tới hiệu quả tài chính và các tác động trên khác nhau ở các phân vị khác nhau.

Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm trong và ngoài nước với các loại hình DN cũng như ngành nghề, không gian, thời gian... khác nhau đã cho thấy đa phần các nghiên cứu đều đã cung cấp cơ sở khoa học đáng tin cậy có sự tác động của CTTC đến HQKD. Bên cạnh đó, các bằng chứng thực nghiệm này cũng cho thấy có các ngưỡng CTTC khác nhau tác động đến HQKD của DN. Hơn nữa, các bằng chứng thực nghiệm này cũng cung cấp thêm thông tin rằng: Có các yếu tố khác, ngoài yếu tố CTTC cũng tác động đến HQKD của DN.

Các nghiên cứu thực nghiệm này cũng cung cấp thêm: Các phương pháp thường được sử dụng: Thống kê mô tả, phân tích hệ số tương quan, phân tích hồi quy tuyến tính đa biến với dữ liệu bảng, sau đó thực hiện các kiểm định phù hợp. Trên cơ sở các bằng chứng thực nghiệm và phương pháp được sử dụng trong các nghiên cứu này, luận án sẽ kế thừa một số ý tưởng từ các nghiên cứu trước, đồng thời bổ sung cũng như điều chỉnh để phù hợp hơn với nội dung nghiên cứu. Mô hình đề xuất cũng như các kỳ vọng nghiên cứu về các biến nhằm làm rõ mục tiêu nghiên cứu sẽ được trình bày cụ thể ở chương sau.

1.4. Khoảng trống nghiên cứu

Qua nghiên cứu những tài liệu khoa học và các nguồn tư liệu khác có thể thấy có thể thấy rằng:

Thứ nhất, trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của CTTC đến HQKD của DN như Zeitun và Gang Tian (2007); Karaca và Savsar (2012); Farooq và Masood (2016). Tại Việt Nam, những năm gần đây cũng có nghiên cứu của Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014); (Le, 2015); Trần Thị Kim Oanh và Hoàng Thị Phương Anh (2017); Võ Minh Long (2017) nghiên cứu về vấn đề này. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu này đều lấy dữ liệu từ các DN niêm yết trên TTCK. Đối với các nước phát triển, hầu hết các DN đều được niêm yết, tuy nhiên ở Việt Nam, tỷ lệ các DN niêm yết trên TTCK còn thấp. Việc chỉ nghiên cứu các DN niêm yết sẽ bỏ qua phần lớn các DN khác do vậy sẽ không phản ánh đúng bản chất của mối quan hệ này. Nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu điều tra của TCTK từ năm 2012 đến năm 2017, phần nào sẽ khắc phục tình trạng này. Hơn nữa, tại Việt Nam còn ít nghiên cứu về sự tác động của CTTC đến HQKD của các DN, đặc biệt nghiên cứu trong một ngành cụ thể. Do đó, tác giả sẽ nghiên cứu mối quan hệ giữa CTTC và HQKD trong một ngành cụ thể là ngành xây dựng, bao gồm cả các DN đã niêm yết và chưa niêm yết không phân biệt quy mô doanh nghiệp hay loại hình doanh nghiệp.

Thứ hai, mặc dù có nhiều công trình nghiên cứu về CTTC và HQKD của DN dưới dạng bài báo khoa học, báo cáo chuyên đề, luận văn thạc sĩ, luận án tiến sĩ... nhưng chủ yếu tập trung vào nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến CTNV của DN, một số nghiên cứu về ảnh hưởng của CTNV đến HQKD của DN. Do vậy, các

nghiên cứu này mới chỉ đề cập tới một khía cạnh của CTTC là cấu trúc nguồn vốn mà ít phân tích tác động của cấu trúc tài sản trong đó bao gồm cả tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn tới HQKD của DN. Bởi trong thực tế, sau khi có vốn, DN sử dụng vốn như thế nào lại được thông qua cấu trúc tài sản. Vì vậy, luận án này sẽ phần nào bổ sung những hạn chế của các nghiên cứu trước đây.

Thứ ba, các nghiên cứu trước đây mới chỉ giải quyết được một số điểm yếu của mô hình như đa cộng tuyến, tự tương quan hay phương sai sai số thay đổi mà chưa đề cập đến vấn đề nội sinh trong mô hình dẫn đến kết quả ước lượng còn thiếu tính thuyết phục. Vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy với dữ liệu bảng sẽ được giải quyết hữu hiệu bằng phương pháp Moment tổng quát GMM. Với luận án này, ngoài các phương pháp truyền thống với mô hình dữ liệu bảng như Pooled OLS, FEM, REM, tác giả còn sử dụng phương pháp GMM để phân tích kết quả về mối quan hệ giữa CTTC và HQKD của doanh nghiệp xây dựng.

Thứ tư, không chỉ đưa ra kết luận một chiều về ảnh hưởng của CTTC đến HQKD của doanh nghiệp xây dựng, luận án còn chứng minh chiều hướng tác động khác nhau khi thay đổi các phân vị của HQKD bằng phương pháp hồi quy phân vị. Phương pháp hồi quy phân vị giúp ước lượng các hệ số của các biến giải thích thay đổi như thế nào khi ở các phân vị khác nhau của biến HQKD (Koenker và Bassett Jr, 1978); (Koenker, 2005). Phương pháp này có thể mạnh là khai thác được toàn bộ dữ liệu nhờ khả năng xử lý được các giá trị bất thường của biến phụ thuộc. Do đó, nó phù hợp với mục tiêu ước lượng tác động của CTTC đến HQKD của DNXD. Với phương pháp này luận án sẽ phân tích sự tác động của yếu tố CTTC cũng như các yếu tố khác đến HQKD của DNXD trên các phân vị khác nhau để đánh giá liệu sự tác động của CTTC tới HQKD từ đó đề xuất giải pháp cho phù hợp. Đây cũng chính là điểm mới của nghiên cứu này.

Tóm lại, mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về tác động ảnh hưởng của CTTC đến HQKD của doanh nghiệp tại Việt Nam nhưng vẫn còn một số khoảng trống sau:

(i) Các nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của CTTC đến HQKD đã có một số nghiên cứu đề cập, tuy nhiên hầu như chỉ dừng lại ở các DN niêm yết chứ chưa nghiên cứu toàn bộ các DN trong nền kinh tế.

(ii) Việc đánh giá tác động của CTTC tới HQKD của một ngành kinh tế cụ thể còn chưa nhiều đặc biệt là ngành xây dựng.

(iii) Việc sử dụng phương pháp hồi quy phân vị để phân tích tác động của CTTC tới HQKD của các DN trên các phân vị khác nhau của HQKD còn chưa được áp dụng nhiều trong nghiên cứu.

Với khoảng trống nghiên cứu đã được phân tích ở trên, đề tài nghiên cứu “*Phân tích ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam*” là rất cần thiết.

Kết luận chương 1

Trong chương này, tác giả tổng quan các nghiên cứu trước đây có liên quan đến vấn đề nghiên cứu. Phần lớn các nghiên cứu cả trong và ngoài nước đều chứng minh được giữa CTTC có sự tác động đến HQKD. Tuy nhiên, chiều tác động của CTTC đến HQKD chưa thống nhất trong các nghiên cứu này còn tùy thuộc vào từng nước, từng ngành nghề, từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế. Các biến thường được sử dụng trong nghiên cứu về CTTC bao gồm biến về CTNV và CTTS, ngoài ra còn có đưa thêm các biến kiểm soát như tuổi, tăng trưởng, quy mô... vào mô hình. Thông qua các nghiên cứu trước đây ở trên thế giới và ở Việt Nam, tác giả đã xác định được khoảng trống nghiên cứu để bổ sung thêm về mặt lý luận và thực tiễn về mối quan hệ giữa CTTC tới HQKD của DN.

CHƯƠNG 2:

NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG

2.1. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng

Doanh nghiệp xây dựng có vai trò đặc biệt trong nền kinh tế quốc dân. Trong bất kỳ thời kỳ nào, lịch sử phát triển của xã hội loài người cũng luôn gắn với các công trình kiến trúc. Do vậy nhu cầu về XD là nhu cầu thường xuyên và ngày càng tăng lên cùng với sự phát triển kinh tế, xã hội. Ngày nay, sản xuất càng phát triển thì vị trí, vai trò của ngành XD càng được khẳng định. Nếu như trong điều kiện nền kinh tế chưa phát triển, hoạt động XD chỉ phục vụ các công trình nhỏ với hình thức đơn giản, thô sơ thì trong điều kiện hiện nay, nền kinh tế phát triển, xây dựng trở thành một ngành SX vật chất quan trọng cho nền kinh tế. Từ những DN nhỏ, phân tán, đến nay đã hình thành những Tổng công ty, các Tập đoàn xây dựng lớn. Ngành XD còn giữ một vai trò quan trọng trong việc nộp thuế cho ngân sách Nhà nước, thúc đẩy sự tăng trưởng của nền kinh tế. Có thể nói, ngành XD là tiền đề cho các ngành khác, vì nó tạo ra cơ sở vật chất phục vụ cho y tế, giáo dục, giao thông, sản xuất..., do đó được Nhà nước ưu tiên về vốn để tập trung cho sự phát triển, đồng thời việc huy động vốn vay của các tổ chức tài chính cũng có nhiều thuận lợi hơn. Do đó, các DNXD có ưu thế hơn trong việc huy động vốn để điều chỉnh CTTC hướng tới CTTC tối ưu.

2.1.1. Đặc điểm về sản phẩm

DNXD có những đặc thù riêng về sản phẩm cũng như tổ chức sản xuất xây dựng. Những đặc điểm riêng này có ảnh hưởng lớn đến HQKD tại các DN. Cụ thể:

- Hoạt động xây dựng là (1) quy trình thiết kế và thi công nên các công trình kiến trúc và (2) được thực hiện tại địa điểm và theo yêu cầu cụ thể của khách hàng. Hai yếu tố này khiến cho sản phẩm ngành xây dựng không giống với ngành sản xuất mà mang nhiều tính chất của ngành dịch vụ. Yếu tố quan trọng nhất trong các tính chất dịch vụ là sản phẩm phụ thuộc vào yêu cầu khách hàng. Do đó, chuỗi giá trị của nhà thầu xây dựng phải thích nghi với các yêu cầu của sản phẩm đầu ra – điều này trái ngược với các ngành sản xuất thường có đầu ra quyết định bởi chuỗi giá trị (máy móc và dây chuyền sản xuất).



Hình 2.1. Đặc điểm sản phẩm ngành xây dựng

Nguồn: Báo cáo ngành xây dựng năm 2018

- Sản xuất xây dựng là một loại sản xuất công nghiệp đặc biệt theo đơn đặt hàng. Sản phẩm của xây dựng mang tính chất đơn chiếc, riêng lẻ. Mỗi đối tượng xây lắp là từng công trình, hạng mục công trình, đòi hỏi yêu cầu kinh nghiệm, kết cấu, hình thức, địa điểm xây dựng thích hợp, được xác định cụ thể trên từng thiết kế dự toán của từng đối tượng riêng biệt. Do tính chất đơn chiếc, riêng lẻ nên chi phí bỏ ra để thi công xây lắp các công trình và kết cấu không đồng nhất như các loại sản phẩm công nghiệp. Do đó, nhu cầu vốn của các DNXD rất khác nhau theo từng thời điểm nhận công trình hay không.

- Đối tượng của các DNXD thường có khối lượng lớn, giá trị lớn, thời gian thi công dài, kỳ tính giá sản phẩm không phải là hàng tháng như các loại hình DN khác, mà được xác định tùy theo đặc điểm kỹ thuật của từng công trình, điều này thể hiện qua phương thức thanh toán giữa hai bên nhà thầu và khách hàng. Vì thời gian sản xuất dài, và thường khách hàng chỉ tạm ứng một phần số tiền của công trình thi công nên các DNXD cần vốn dài hạn với khối lượng lớn. Điều này mang lại nhiều rủi ro tài chính cho DN. Việc vay dài hạn khiến chi phí sử dụng vốn lớn hơn. Hơn nữa, việc chỉ được thanh toán sau khi công trình hoàn thành cũng làm giảm khả năng thanh toán của DN trong giai đoạn sản xuất sản phẩm. Thêm vào đó, thời gian thi công dài cũng có tác động đến rủi ro mất vốn của DN do phải chịu ảnh hưởng của hao mòn tài sản cố định hữu hình và vô hình.

- Quá trình sản xuất của ngành xây dựng thường diễn ra ngoài trời, chịu tác động của các yếu tố môi trường trực tiếp, do vậy thi công xây lắp mang tính chất thời vụ. Các yếu tố môi trường này ảnh hưởng đến kỹ thuật và tiến độ thi công, đồng thời các nhà thầu còn phải chú ý đến các biện pháp quản lý máy thi công và vật liệu ngoài trời.

Việc thi công diễn ra dài và thi công ngoài trời còn tạo ra những khoản thiệt hại bất ngờ, đây cũng là một rủi ro trong DN XD. Ngoài ra, sản xuất xây lắp được thực hiện trên các địa điểm biến động. Sản phẩm xây lắp mang tính chất cố định, gắn liền với địa điểm XD, trong quá trình thi công các nhà thầu phải thay đổi địa điểm thường xuyên, từ đó sẽ phát sinh một số các chi phí cần thiết, đây cũng là những rủi ro đặc trưng của ngành xây dựng. Hơn nữa, hoạt động xây dựng thường tập trung vào nửa cuối năm và chịu ảnh hưởng bởi thói quen của người Việt Nam. Quý 3 và quý 4 là cao điểm của ngành xây dựng do các công trình thường được khởi công sau Tết âm lịch và hoàn thành trước Tết.

- Về hình thức tiêu thụ, sản phẩm của các DN XD khác với các hàng hóa khác bởi nó là sản phẩm đơn chiếc và được tiêu thụ theo cách riêng. Những hàng hóa thông thường sau khi sản xuất xong, DN phải lo tiêu thụ nhưng đối với sản phẩm ngành XD thường được sản xuất theo đơn đặt hàng. Sau khi trúng thầu thi công thì đơn vị sẽ tiến hành ký hợp đồng XD với chủ đầu tư sau đó thi công theo bản vẽ có sẵn, do đó tính chất hàng hóa của sản phẩm xây lắp không được thể hiện rõ bởi vì sản phẩm xây lắp là hàng hóa đặc biệt.

- Do giá thành sản phẩm xây dựng cho một công trình thường lớn, do vậy trong quá trình thi công sẽ chia thành nhiều điểm dừng kỹ thuật để làm hồ sơ thanh toán. Tuy nhiên do rất nhiều nguyên nhân như nguồn vốn của chủ đầu tư hết, thiên tai thời tiết xấu ảnh hưởng đến thi công, thủ tục ký hồ sơ chậm... dẫn đến thanh toán chậm. Khi không thanh toán được tiền đơn vị thi công sẽ gặp khó khăn trong việc chuẩn bị các yếu tố đầu vào đưa vào sản xuất tạo thành vòng luẩn quẩn về chậm tiến độ thi công, giá trị sản phẩm dở dang tăng cao, ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn.

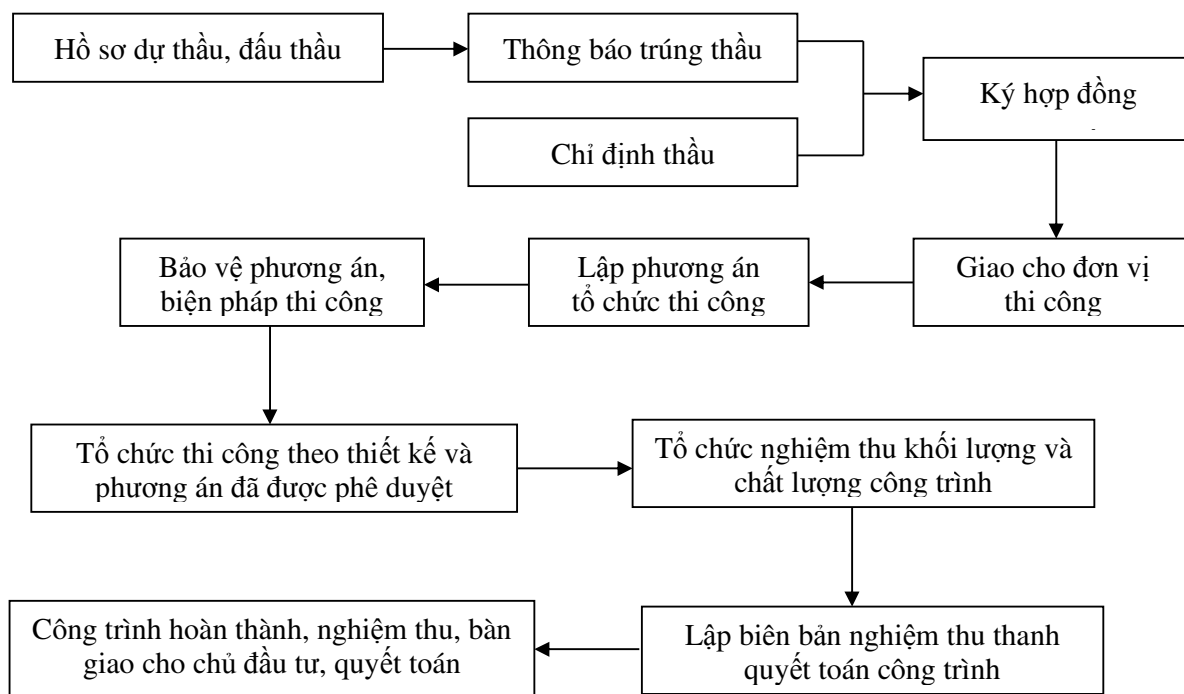
- Do những đặc điểm về sản phẩm nêu trên mà trong DN XD, việc thu hồi vốn tùy thuộc rất lớn vào tiến độ thi công và các điểm dừng kỹ thuật thanh toán trong hợp đồng đã ký. Trong quá trình thi công do rất nhiều nguyên nhân cả chủ quan và khách quan như làm sai thiết kế phải phá đi làm lại, thời tiết không thuận lợi cho việc thi công, công tác giải phóng mặt bằng chậm, khan hiếm vật liệu... dẫn đến tiến độ thi công không đảm bảo ảnh hưởng đến nghiệm thu và thu hồi vốn trong DN. Vì vậy việc huy động vốn cũng phải linh hoạt để đáp ứng các yêu cầu tiến độ thi công đề ra. Ngoài ra, đặc thù của ngành XD bị ảnh hưởng nhiều bởi thiên tai, thời tiết, đặc biệt là các DN thi công các cơ sở hạ tầng, đường xá do đó các DN XD cũng cần linh hoạt ứng phó với điều kiện thời tiết, khí hậu bằng cách kéo dài hoặc thi công dồn dập. Chính vì vậy, công tác huy động vốn cũng cần linh hoạt ứng phó kịp thời.

2.1.2. Đặc điểm về cấu trúc tài chính

Đối với các DN thì vốn được huy động từ hai nguồn là VCSH và nợ phải trả. Trong các DN XD do đặc thù giá trị sản phẩm thường lớn do đó lượng vốn bỏ ra trong quá trình thi công nhiều. Khi ký hợp đồng thi công, chủ đầu tư chỉ ứng trước cho một lượng vốn rất ít so với giá trị công trình. Trong quá trình thi công việc hoàn tạm ứng và thanh toán mới từ chủ đầu tư tính theo điểm dừng kỹ thuật. Như vậy, việc thanh toán tiền từ chủ đầu tư phụ thuộc đồng thời vào tiến độ thi công và công tác làm hồ sơ thanh toán, mà như đã phân tích ở trên thì tiến độ thi công tại công trường còn phụ thuộc rất nhiều vào yếu tố khách quan và chủ quan. Hơn nữa, hồ sơ thanh toán trong lĩnh vực XD rất phức tạp bao gồm cả hồ sơ khối lượng, hồ sơ chất lượng và hồ sơ hoàn công, do đó nhiều khi các DN XD không kịp thanh toán tiền từ chủ đầu tư mà phải huy động vốn vay bên ngoài khá lớn. Do đó, CTTC của các DN XD còn có đặc thù so với các ngành khác.

Khi nói đến cấu trúc tài chính của DN XD không thể không kể tới tỷ trọng hàng tồn kho. Thông thường hàng tồn kho bao gồm tồn kho trong lưu thông, trong sản xuất và trong tiêu thụ. Trong xây dựng tồn kho trong lưu thông gần như không có do các vật tư đầu vào cho sản xuất như sắt thép, cát đá, xi măng... luôn có sẵn tại khu vực thi công, vì vậy, khi cần gọi vật tư là có ngay. Trong tiêu thụ, hàng tồn kho cũng không có do đặc thù sản phẩm xây dựng là tiêu thụ trước khi sản xuất. Như vậy, hàng tồn kho trong XD chủ yếu là tồn kho trong lĩnh vực SX. Khi mua nguyên vật liệu về hầu hết các DN đều xuất thẳng vào công trình, đồng thời các DN cũng không tích trữ nhiều nguyên vật liệu do nguyên vật liệu trong xây dựng thường có sẵn và thường chiếm rất nhiều diện tích lưu kho, lưu bãi. Chính vì vậy, hàng tồn kho trong XD chủ yếu là sản phẩm dở dang. Giá trị sản phẩm dở dang là phần thi công của DN XD chưa được nghiệm thu do các nguyên nhân như chưa thi công đến điểm dừng kỹ thuật thanh toán theo hợp đồng, chất lượng thi công không đảm bảo nên chưa được nghiệm thu, thi công sai thiết kế, bên chủ đầu tư chưa muốn nghiệm thu vì cố tình chây ỳ kéo dài thời gian chiếm dụng vốn... Dù bất cứ lý do gì thì giá trị sản phẩm dở dang cao kéo theo giá trị hàng tồn kho cao đều ảnh hưởng đến HQKD của DN XD.

Quy trình kinh doanh của các DN XD được thể hiện ở hình 2.2



Hình 2.2. Quy trình kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng

Nguồn: Báo cáo Hiệp hội Xây dựng Việt Nam

2.2. Cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp xây dựng

2.2.1. Khái niệm về cấu trúc tài chính

Có khá nhiều quan điểm giải thích về CTTC của DN của một số tác giả như sau:

Theo Eugene và Joel (2009); Ross và cộng sự (2013), CTTC của DN hay còn gọi là đòn bẩy tài chính là sự kết hợp giữa việc sử dụng nợ phải trả và VCSH theo một tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh của mình. Cách hiểu này cũng trùng với quan điểm của Dare và Sola Olorunfemi (2010); Đoàn Ngọc Phi Anh (2010). Theo tác giả Nguyễn Minh Kiều (2014) cho rằng CTTC là tỷ trọng giữa nợ phải trả và VCSH trong tổng nguồn vốn của DN tài trợ cho các hoạt động sản xuất, kinh doanh. Như vậy, thành phần tạo nên CTTC theo các tác giả này bao gồm nợ phải trả và VCSH. Với cách hiểu này thì CTTC chính là cấu trúc nguồn vốn của DN.

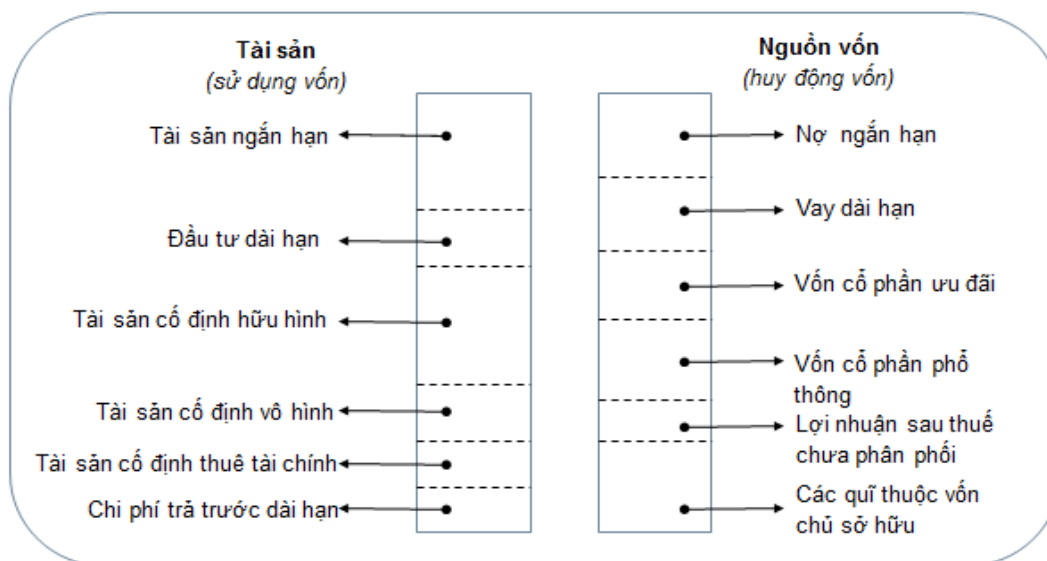
Một cách tiếp cận khác về CTTC của DN khi các nhà nghiên cứu cho rằng CTTC là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, và VCSH được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của DN (McGuigan và cộng sự, 2006), (Brealey và Myers, 2008); (Eugene và Joel, 2009); (Phạm Thị Thủy và Nguyễn Thị Lan Anh, 2012); (Lê Phương Dung và Đặng

Thị Hồng Giang, 2013). Theo quan điểm này, CTTC vẫn được xem xét trong phạm vi CTNV, chỉ có điều nợ phải trả được các tác giả xem xét cả ở ngắn hạn và dài hạn.

Một nhóm tác giả lại xem xét CTTC theo 2 cách. Cách thứ nhất: CTTC được hiểu chính là CTNV của DN, còn cách thứ hai thì CTTC phản ánh cả cấu trúc nguồn vốn, cấu trúc tài sản và mối quan hệ giữa tài sản và nguồn vốn trong DN (Nguyễn Văn Công, 2010); (Nguyễn Năng Phúc (chủ biên), 2011). Cách tiếp cận này đã được Lê Thị Nhu (2017) sử dụng đưa vào trong luận án của mình. Với quan điểm này, theo các tác giả CTTC bao hàm CTNV theo các cách tiếp cận bên trên, ngoài ra còn phản ánh cả cấu trúc tài sản, mối quan hệ giữa tài sản và nguồn vốn của DN.

Các định nghĩa nêu trên cho thấy, có sự khác biệt giữa các quan điểm về CTTC. Tuy nhiên, cần một quan điểm thống nhất về CTTC phù hợp với đặc thù của DN. Vì vậy, trong luận án này tác giả sử dụng khái niệm CTTC theo Nguyễn Văn Công (2010); Nguyễn Năng Phúc (chủ biên) (2011) và điều chỉnh cho phù hợp với đặc điểm của DNXD tại Việt Nam.

Theo tác giả CTTC trước hết là cấu trúc nguồn vốn trong DN. Tuy nhiên sau khi huy động được vốn việc phân bổ, sử dụng chúng như thế nào đã được thể hiện qua cấu trúc tài sản. Do đó, trong luận án này CTTC được thể hiện trên hai mặt là cấu trúc nguồn vốn và cấu trúc tài sản của DN. Như vậy, theo quan điểm của tác giả thì: *“Cấu trúc tài chính là sự kết hợp giữa cấu trúc tài sản và cấu trúc nguồn vốn phù hợp với đặc điểm kinh doanh của các doanh nghiệp nhằm góp phần nâng cao kết quả và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đó”*.



Hình 2.3. Sơ đồ phân loại tài sản và nguồn vốn của doanh nghiệp

Nguồn: Phạm Thị Thủy và Nguyễn Thị Lan Anh (2012)

2.2.2. Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp

Cấu trúc tài sản là sự kết hợp giữa tài sản ngắn hạn (TSNH) và tài sản dài hạn (TSDH) trong DN được đo lường thông qua tỷ trọng của từng bộ phận tài sản chiếm trong tổng tài sản của doanh nghiệp. Căn cứ vào tính chất và thời gian luân chuyển tài sản, chia ra thành TSNH và TSDH.

Tài sản ngắn hạn là những tài sản có thời luân chuyển trong vòng một năm hay một chu kỳ kinh doanh bình thường. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, TSNH bao gồm: Tiền và các khoản tương đương tiền, Đầu tư tài chính ngắn hạn, các khoản phải thu ngắn hạn, hàng tồn kho và TSNH khác.

Tài sản dài hạn là những tài sản có thời luân chuyển trên một năm hay một chu kỳ kinh doanh bình thường. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, TSDH bao gồm: Các khoản phải thu dài hạn, TSCĐ, Bất động sản đầu tư, Tài sản dở dang dài hạn, Đầu tư tài chính dài hạn và TSDH khác.

Bảng 2.1. Các chỉ tiêu đo lường cấu trúc tài sản căn cứ theo thời gian luân chuyển

Chỉ tiêu	Công thức	Ý nghĩa
Tỷ số TSNH trên tổng tài sản	$\text{TSNH}/\text{Tổng tài sản}$	Cho biết tỷ trọng TSNH trong tổng tài sản của doanh nghiệp, có nghĩa là TSNH chiếm bao nhiêu % trong tổng tài sản của doanh nghiệp
Tỷ số TSDH trên tổng tài sản	$\text{TSDH}/\text{Tổng tài sản}$	Cho biết tỷ trọng TSDH trong tổng tài sản của doanh nghiệp, có nghĩa là TSDH chiếm bao nhiêu % trong tổng tài sản của doanh nghiệp

Nguồn: Phạm Thị Thủy và Nguyễn Thị Lan Anh (2012)

Tuy nhiên, do đặc thù của ngành XD với tỷ trọng hàng tồn kho và các khoản phải thu ngắn hạn thường chiếm tỷ lệ lớn trong tổng tài sản. Vì thế, luận án nghiên cứu thêm 2 chỉ tiêu này là 2 chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài sản của DN XD.

- Tỷ trọng hàng tồn kho

$$\text{Tỷ trọng hàng tồn kho} = \frac{\text{Giá trị hàng tồn kho}}{\text{Tổng tài sản}} \quad (2.1)$$

Chỉ số này phản ánh trị giá hàng tồn kho có trong tổng tài sản của DN. Trị số này càng cao chứng tỏ DN đang bị ứ đọng vốn nhiều và HQKD của DN không tốt, cần phải thực hiện các biện pháp để nhanh chóng nghiệm thu khối lượng còn dở dang.

- Tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn

$$\text{Tỷ trọng khoản phải thu} = \frac{\text{Các khoản phải thu ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}} \quad (2.2)$$

Chỉ số này thể hiện mức độ chiếm dụng vốn của khách hàng đối với DN. Trị số này cao DN sẽ thiếu vốn kinh doanh, thậm chí có thể rơi vào tình trạng phá sản. Điều này có thể do DN quản lý công nợ chưa tốt, cần có chính sách để thu hồi công nợ một cách nhanh chóng.

2.2.3. Cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp

Cấu trúc nguồn vốn là sự kết hợp giữa nợ phải trả và VCSH trong DN được đo lường thông qua một trong các hệ số tài chính sau: hệ số nợ, hệ số tự tài trợ, hệ số nợ trên VCSH và hệ số đòn bẩy tài chính. Các chỉ tiêu này thể hiện mức độ đóng góp của các chủ thể tài trợ khác nhau trong tổng vốn đầu tư, cho biết mức độ sử dụng nợ và khả năng đảm bảo tự chủ tài chính của DN. Một DN có tài sản được tài trợ chủ yếu bằng VCSH thì hệ số tự tài trợ cao, hệ số nợ thấp, hệ số đòn bẩy tài chính thấp, theo đó hệ số nợ trên VCSH cũng thấp và ngược lại (Ngô Kim Phụng, 2013).

Một DN khi cần vốn có thể huy động từ nợ hoặc VCSH để tài trợ cho hoạt động sản xuất.

Nợ phải trả là các khoản tín dụng DN huy động từ các chủ thể trong nền kinh tế và cam kết thanh toán nợ gốc, chi phí sử dụng nợ theo thời gian quy định. Các hình thức biểu hiện của nợ phải trả là vốn vay, mượn từ bên ngoài hoặc thông qua phát hành chứng khoán nợ. Căn cứ theo thời gian, nợ phải trả bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Nợ ngắn hạn là các khoản nợ mà DN có trách nhiệm thanh toán trong vòng một năm, áp lực trả nợ cao. Tuy nhiên, đây là nguồn vốn có chi phí thấp và thường được sử dụng để tài trợ cho các TSNH. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, nợ ngắn hạn được trình bày trên bảng cân đối kế toán bao gồm khoản vay ngắn hạn, các khoản phải trả thương mại và phải trả ngắn hạn khác, thuế và các khoản phải nộp Nhà nước, dự phòng phải trả ngắn hạn. Nhằm giảm thiểu rủi ro trong thanh toán nợ ngắn hạn đến hạn trả, nợ ngắn hạn được huy động để bổ sung nhu cầu vốn ngắn hạn của doanh nghiệp hay được đầu tư vào tài sản ngắn hạn.

Nợ dài hạn là những khoản nợ mà DN có trách nhiệm thanh toán trong thời gian lớn hơn một năm hoặc hơn một chu kỳ kinh doanh, tính ổn định của nguồn vốn tương đối cao. Tuy nhiên, nợ dài hạn chi phí lớn và thường được sử dụng để tài trợ cho TSDH và một phần TSNH. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, nợ dài hạn được trình bày trên bảng cân đối kế toán bao gồm khoản vay dài hạn, các khoản phải trả thương mại và phải trả dài hạn khác, dự phòng phải trả dài hạn. Ở Việt Nam, hiện nay các doanh nghiệp có thể huy động nguồn vốn này qua hai kênh chính: (1) Vay trung hạn và dài hạn của các tổ chức tín dụng (ngân hàng); (2) Phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Đối với DN, một trong những ưu điểm của việc tài trợ bằng nợ phải trả (nợ phát sinh chi phí lãi) là chi phí lãi vay tạo ra lợi ích từ tấm chắn thuế cho DN. Ngoài ra, việc sử dụng nợ giúp nhà quản trị thận trọng hơn trong việc đầu tư, tránh đầu tư vào những dự án không hiệu quả. Ngược lại, nhược điểm của việc tăng tỷ trọng nợ là DN phải chịu sự giám sát, quản lý của các nhà đầu tư, chủ thể cho vay và thị trường. DN sẽ mất đi tính tự chủ về tài chính cũng như điều hành. Mặt khác, áp lực trả nợ có thể dẫn đến kiệt quệ tài chính và mất thanh khoản.

Vốn chủ sở hữu là nguồn vốn do chủ sở hữu góp vào DN và DN không phải cam kết thanh toán, nhưng họ kỳ vọng mang lại lợi ích từ HQKD của DN. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, VCSH được trình bày trên bảng cân đối kế toán bao gồm phần sở hữu của cổ đông thiểu số, vốn góp, các khoản dự trữ và lợi nhuận chưa phân phối.

Đối với DN, việc tài trợ bằng VCSH có tính ổn định và tự chủ cao. Vì vậy, sẽ giúp DN giảm thiểu rủi ro hơn so với việc tài trợ bằng nợ vay. Tuy nhiên, việc sử dụng nhiều nguồn vốn này làm tăng chi phí sử dụng vốn do không được hưởng lợi từ tấm chắn thuế. Mặt khác, khi giá trị VCSH tăng đồng nghĩa với số lượng cổ đông nhiều, áp lực về sự quản lý điều hành, giám sát hoạt động của DN càng lớn.

Bảng 2.2. Các chỉ tiêu đo lường cấu trúc nguồn vốn căn cứ theo chủ thể tài trợ

Chỉ tiêu	Công thức	Ý nghĩa
Hệ số nợ	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$	Mức độ sử dụng nợ để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp, có nghĩa là nợ chiếm bao nhiêu % trong tổng tài sản (hay tổng nguồn vốn) của doanh nghiệp Tỷ số nợ lớn hơn 50% cho biết cấu trúc nguồn vốn nghiêng về nợ
Hệ số tự tài trợ	$\frac{\text{VCSH}}{\text{Tổng tài sản}}$	Mức độ sử dụng VCSH để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp, có nghĩa là VCSH chiếm bao nhiêu % trong tổng tài sản (hay tổng nguồn vốn) của doanh nghiệp Tỷ số tự tài trợ lớn hơn 50% cho biết cấu trúc nguồn vốn nghiêng về VCSH
Hệ số nợ trên VCSH	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{VCSH}}$	Một đồng VCSH thì “gánh” bao nhiêu đồng nợ. Hệ số nợ trên VCSH lớn hơn 1 cho biết cấu trúc nguồn vốn nghiêng về nợ, khả năng thanh toán nợ thấp và ngược lại
Hệ số đòn bẩy tài chính	$\frac{\text{Tổng tài sản}}{\text{VCSH}}$	Tổng số vốn của DN gấp bao nhiêu lần so với VCSH. Hệ số đòn bẩy tài chính lớn hơn 2 cho biết cấu trúc nguồn vốn nghiêng về nợ

Nguồn: Eugene và Joel (2009); Ngô Kim Phượng (2013)

Căn cứ vào thời hạn hoàn trả, nợ phải trả được chia thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn

Bảng 2.3. Các chỉ tiêu đo lường cấu trúc nguồn vốn căn cứ theo thời hạn hoàn trả

Chỉ tiêu	Công thức	Ý nghĩa
Tỷ số nợ ngắn hạn	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	Mức độ sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp, có nghĩa là nguồn tài trợ bằng nợ ngắn hạn chiếm bao nhiêu % trong tổng tài sản (hay tổng nguồn vốn) của doanh nghiệp
Tỷ số nợ dài hạn	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	Mức độ sử dụng nợ dài hạn để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp, có nghĩa là nguồn tài trợ bằng nợ dài hạn chiếm bao nhiêu % trong tổng tài sản (hay tổng nguồn vốn) của doanh nghiệp

Nguồn: Damodaran (2001); Saeedi và Mahmoodi (2011b); Ahmad và cộng sự (2012); Ngô Kim Phượng (2013)

Ngoài ra, nguồn vốn còn được tiếp cận theo thời gian hoàn trả bao gồm nguồn vốn ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn

Bảng 2.4. So sánh nợ ngắn hạn và nợ dài hạn

Tiêu chí	Nợ ngắn hạn	Nợ dài hạn và Vốn chủ sở hữu
1. Thời gian hoàn trả	Trong vòng 1 năm hoặc 1 chu kỳ kinh doanh	Trên 1 năm hoặc trên 1 chu kỳ KD hoặc không phải hoàn trả
2. Đối tượng tài trợ	TSNH	TSDH và TSNH
3. Chi phí sử dụng vốn	Thấp	Cao
4. Tính ổn định	Thấp	Cao
5. Tính linh hoạt	Cao	Thấp

Nguồn: Ross và cộng sự (2013)

Như vậy, có rất nhiều thước đo phản ánh cấu trúc nguồn vốn của DN. Tuy nhiên, trong khuôn khổ của luận án này, tác giả tiếp cận khái niệm CTNV là sự kết hợp giữa nợ phải trả và VCSH của DN được đo bằng tỷ lệ giữa nợ phải trả với tổng tài sản (hay tổng nguồn vốn của doanh nghiệp).

2.3. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng

2.3.1. Khái niệm về hiệu quả kinh doanh

Cho đến nay, đã có nhiều học giả nghiên cứu và đưa ra những phát biểu khác nhau về HQKD. Các phát biểu này thường xoay quanh các vấn đề so sánh giữa kết quả

đầu ra với đầu vào, đánh giá khả năng sử dụng các nguồn lực nhằm đạt được kết quả, mục tiêu kinh doanh của DN. Tuy nhiên, để có thể hiểu chính xác và đầy đủ về HQKD, trước tiên cần làm rõ khái niệm về hiệu quả và khái niệm về kinh doanh.

Vào thế kỷ XVIII, nhà kinh tế học người Anh Adam Smith (1723-1790) cho rằng: Hiệu quả là kết quả đạt được trong hoạt động kinh tế, là doanh thu tiêu thụ hàng hóa (Adam Smith, 1997). Nếu cùng một kết quả kinh doanh nhưng có 2 mức chi phí khác nhau thì theo quan điểm này chúng có cùng hiệu quả. Như vậy, theo quan điểm này đã đồng nhất hiệu quả với kết quả kinh doanh.

Tiếp sau quan điểm trên, Alfred Marshall (1842-1924) cho rằng, hiệu quả là quan hệ tỷ lệ giữa phần tăng thêm của kết quả và phần tăng thêm của chi phí (Marshall, 1956). Quan điểm này đã biểu hiện được quan hệ so sánh tương đối giữa kết quả đạt được và chi phí đã tiêu hao, nhưng chỉ xét đến phần kết quả bổ sung và chi phí bổ sung.

Samuelson và Nordhaus, nhà kinh tế học nổi tiếng người Mỹ, trong cuốn kinh tế học ông viết: “*Hiệu quả tức là sử dụng một cách hiệu quả nhất các nguồn lực của nền kinh tế để thỏa mãn nhu cầu mong muốn của con người*” (Samuelson & Nordhaus, 2011). Như vậy theo quan điểm của tác giả, đánh giá hiệu quả thông qua cách sử dụng nguồn lực của nền kinh tế nhưng ông chưa cho biết các đại lượng cụ thể nào để xác định hiệu quả.

Theo từ điển phân tích kinh tế: hiệu quả là thuật ngữ dùng để chỉ một phân bổ nguồn lực trong số những phân bổ tốt nhất có thể (Bernard Guerrien, 2007). Còn theo từ điển kinh tế học của Nguyễn Văn Ngọc (2006), hiệu quả là mối quan hệ giữa đầu vào nhân tố khan hiếm với sản lượng hàng hóa và dịch vụ. Tùy theo hình thái đo lường khác nhau mà hiệu quả được gọi là hiệu quả kỹ thuật (đo lường bằng hiện vật) hoặc hiệu quả kinh tế (đo lường bằng chi phí). Hiệu quả kinh tế là phương diện của quá trình SX cho biết kết hợp các đầu vào nhân tố cho phép tối thiểu hóa chi phí để sản xuất ra một mức sản lượng nhất định. Hiệu quả kỹ thuật là phương diện của quá trình sản xuất, nó biểu thị dưới dạng hiện vật cách kết hợp các đầu vào nhân tố tốt nhất để sản xuất ra một mức sản lượng nhất định. Dưới góc độ lý luận, phạm trù hiệu quả được tiếp cận theo 2 cách:

Cách tiếp cận thứ nhất: hiệu quả là khái niệm thể hiện mối quan hệ giữa kết quả đạt được khi thực hiện các mục tiêu hoạt động và chi phí bỏ ra để thực hiện kết quả đó của một chủ thể trong những điều kiện nhất định. Theo cách tiếp cận này, hiệu quả có thể được biểu diễn dưới 2 dạng: hiệu số và thương số và theo đó, kết quả đạt được càng lớn so với chi phí bỏ ra thì hiệu quả đạt được càng cao.

Cách tiếp cận thứ hai: hiệu quả là một chỉ tiêu phản ánh mức độ thu lại được kết quả nhằm đạt được mục đích nào đó của chủ thể tương ứng với một đơn vị nguồn lực đã bỏ ra trong quá trình hoạt động. Theo cách tiếp cận này thì hiệu quả luôn gắn liền với mục tiêu nhất định đó là kết quả thu được, nếu hoạt động nào đó không có mục tiêu thì không thể xác định hiệu quả. Như vậy, hiệu quả là phạm trù phản ánh trình độ sử dụng nguồn lực, còn kết quả bao giờ cũng là mục tiêu cụ thể mà DN muốn đạt được, là yếu tố cần thiết được sử dụng để xác định và đánh giá hiệu quả (Đỗ Huyền Trang, 2012). Tuy nhiên, trong thực tiễn đời sống xã hội hàm chứa rất nhiều mặt hoạt động khác nhau như kinh tế, chính trị, xã hội... Do vậy, khi nói đến hiệu quả của một lĩnh vực nào đó người ta gắn tên của lĩnh vực đó ngay sau hiệu quả như hiệu quả kinh tế, hiệu quả xã hội, hiệu quả chính trị... Trong đó, hiệu quả kinh tế là quan trọng nhất bởi vì nó quyết định và tác động đến các mặt hoạt động khác của đời sống xã hội. Hiệu quả kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được mục tiêu kinh tế trong một thời kỳ hay một giai đoạn nhất định. Tuy vậy, ở góc độ hẹp hơn trong phạm vi từng doanh nghiệp riêng lẻ thì hiệu quả kinh tế chính là HQKD của DN đó.

Theo Điều 4 Luật Doanh nghiệp Việt Nam (2014), kinh doanh là việc thực hiện liên tục một, một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình đầu tư, từ sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường, nhằm mục đích sinh lợi. Đồng thời, theo Điều 8 Luật Doanh nghiệp Việt Nam (2014), DN có nghĩa vụ đáp ứng đầy đủ điều kiện kinh doanh, tổ chức công tác kế toán, lập và nộp báo cáo tài chính trung thực, chính xác, đúng thời hạn theo quy định của pháp luật về kế toán, thống kê, kê khai thuế, nộp thuế và thực hiện các nghĩa vụ tài chính khác theo quy định của pháp luật, đảm bảo lợi ích hợp pháp và chính đáng lao động, tạo điều kiện người lao động tham gia đào tạo nâng cao trình độ tay nghề, đảm bảo về chất lượng hàng hóa, bảo vệ tài nguyên môi trường, bảo vệ di tích lịch sử - văn hóa và danh lam thắng cảnh, thực hiện đạo đức kinh doanh để đảm bảo quyền và lợi ích hợp pháp của khách hàng và người tiêu dùng.

HQKD là một phạm trù của nền kinh tế hàng hóa phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực (lao động, máy móc, thiết bị, nguồn vốn...) nhằm đạt được mục tiêu của DN trong từng thời kỳ phát triển của nó. Bản chất của HQKD là hiệu quả kinh tế được xem xét trong phạm vi DN và được thực hiện thông qua nâng cao năng suất và tiết kiệm chi phí trong quá trình tiến hành sản xuất kinh doanh của DN. Chính việc khan hiếm nguồn lực và việc sử dụng chúng có tính chất cạnh tranh nhằm thỏa mãn nhu cầu ngày càng gia tăng của xã hội đặt ra yêu cầu cần phải khai thác, tận dụng triệt để và tiết kiệm các nguồn lực. HQKD không chỉ là thước đo trình độ quản lý kinh doanh mà

còn là vấn đề sống còn của DN. Tuy nhiên, tùy thuộc vào cách tiếp cận và mục đích nghiên cứu mà có nhiều quan điểm khác nhau về HQKD.

Ở nước ta, nhiều nghiên cứu về HQKD cho rằng, HQKD được đo bằng hiệu số giữa kết quả đạt được và chi phí bỏ ra để đạt được kết quả đó. Hay trong một nghiên cứu của mình, tác giả Ngô Đình Giao (1984) cho rằng: *“Hiệu quả kinh doanh của một quá trình nào đó theo nghĩa chung nhất là quan hệ tỷ lệ giữa kết quả với những điều kiện, nhân tố chi phí vật chất sử dụng để đạt được kết quả theo mục đích của quá trình đó”*. Các quan điểm trên thể hiện mối quan hệ bản chất hoạt động của DN, gắn được kết quả với toàn bộ chi phí, coi HQKD là trình độ sử dụng chi phí, xem xét HQKD trong sự vận động tổng thể với các yếu tố khác, nhưng đã bỏ qua và không đề cập đến trình độ sử dụng các nguồn lực, tức là vẫn chưa biểu hiện được tương quan về chất và lượng giữa kết quả và chi phí.

Một quan điểm khác của tác giả Nguyễn Văn Tạo (2004) thì *“Hiệu quả kinh doanh không chỉ là sự so sánh giữa chi phí đầu vào và kết quả nhận ở đầu ra. HQKD trước hết là sự hoàn thành mục tiêu, nếu không đạt được mục tiêu thì không thể nào có hiệu quả và để hoàn thành mục tiêu ta cần phải sử dụng nguồn lực như thế nào?”*. Như vậy, bên cạnh việc so sánh các kết quả đầu vào và đầu ra, tác giả cho rằng cần phải xem xét đến việc hoàn thành được mục tiêu đã đề ra hay không và sử dụng các nguồn lực để thực hiện như thế nào?

Theo Lê Thị Bích Thủy (2005) thì: *“Hiệu quả kinh doanh là phạm trù kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn tài lực, vật lực của doanh nghiệp nhằm đạt được kết quả của mục tiêu của doanh nghiệp”*. Quan điểm này đã thể hiện được bản chất của HQKD đó là phản ánh trình độ lợi dụng các nguồn lực để đạt được các mục tiêu KD xác định, song vẫn còn hạn chế là nhìn nhận các yếu tố chi phí và kết quả trong trạng thái tĩnh, chưa gắn với mốc thời gian cụ thể. Đây là quan điểm tuy khá tổng quát nhưng lại chưa phản ánh được đúng bản chất của hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Theo tác giả Bùi Xuân Phong: *“Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là phạm trù kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp nhằm đạt được kết quả của mục tiêu hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh”* (Bùi Xuân Phong, 2010). Quan điểm này cho rằng, HQKD là thước đo chất lượng phản ánh trình độ tổ chức, quản lý kinh doanh để thực hiện mục tiêu của doanh nghiệp.

Tác giả Nguyễn Văn Công (2010) lại cho rằng: *“Hiệu quả kinh doanh là một phạm trù kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn nhân, tài, vật, lực của doanh*

nghiệp để đạt được kết quả cao nhất trong quá trình kinh doanh với tổng chi phí thấp nhất". HQKD không chỉ là thước đo chất lượng phản ánh trình độ tổ chức, quản lý kinh doanh mà còn là vấn đề sống còn của DN. HQKD tốt sẽ là tiền đề để DN mở rộng quy mô, đầu tư thêm nhiều cơ sở vật chất, áp dụng các tiến bộ khoa học kỹ thuật và quy trình công nghệ mới nhằm cải thiện đời sống người lao động và nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Gần đây, theo tác giả Nguyễn Thu Thủy (2011), vấn đề DN cần quan tâm là hiệu quả kinh doanh tức là một đồng vốn kinh doanh có thể mang lại lợi nhuận là bao nhiêu chứ không chỉ đơn thuần là chỉ tiêu lợi nhuận. HQKD được biểu hiện thông qua các thuật ngữ khác nhau như hiệu quả sử dụng vốn, hiệu quả hoạt động hay khả năng sinh lời của doanh nghiệp....

Những quan điểm nêu trên không chỉ thể hiện sự khác nhau về quan niệm HQKD mà còn thể hiện sự phát triển của lý thuyết về HQKD của DN, làm cơ sở cho việc phân tích, đánh giá hoạt động kinh doanh của DN. Có thể nhận thấy điểm chung nhất của các quan điểm nêu trên đều cho rằng HQKD là sự so sánh giữa kết quả thu được và chi phí bỏ ra để đạt kết quả đó, đồng thời HQKD còn thể hiện trình độ và khả năng sử dụng các nguồn lực trong quá trình hoạt động kinh doanh của DN.

Tóm lại, quan điểm về HQKD là đa dạng, tùy theo mục đích nghiên cứu có thể xét HQKD theo những khía cạnh khác nhau. Tuy nhiên, xuất phát từ những hạn chế về thời gian và nguồn số liệu, do vậy quan điểm về HQKD mà luận án sử dụng là thể hiện mối quan hệ tối ưu giữa kết quả kinh tế đạt được và chi phí bỏ ra để đạt được kết quả đó, hay nói một cách khác thì *“Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là một phạm trù kinh tế, phản ánh trình độ sử dụng các yếu tố sản xuất đảm bảo kết quả đạt được cao nhất trong điều kiện chi phí bỏ ra thấp nhất nhằm đạt được mục tiêu đã đề ra”*

Nếu gọi H là hiệu quả của hiện tượng/quá trình nào đó, K là kết quả đạt được của hiện tượng/quá trình đó và C là hao phí nguồn lực cần thiết gắn với kết quả K, thì công thức chung để xác định hiệu quả là:

$$H = \frac{K}{C} * 100\% \quad (2.3)$$

Từ công thức này, có thể thấy: Với một sự hao phí nguồn lực không đổi, nếu hiện tượng/quá trình nào có kết quả cao hơn thì được đánh giá là có hiệu quả hơn và ngược lại. Do vậy, để tăng hiệu quả, có thể thực hiện các phương án sau:

(1) Tăng K, giảm C

- (2) Tăng K, và giữ nguyên C
- (3) Tăng K, tăng C nhưng tốc độ tăng K lớn hơn tốc độ tăng C
- (4) Giữ nguyên K, giảm C
- (5) Giảm K, giảm C nhưng tốc độ giảm K nhỏ hơn tốc độ giảm C.

2.3.2. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng

Đánh giá HQKD của các doanh nghiệp có thể được chia làm hai nhóm đó là hiệu quả tuyệt đối và hiệu quả tương đối:

* Các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả tuyệt đối (*hiệu quả kinh doanh = kết quả kinh tế - chi phí bỏ ra để đạt được kết quả đó*) cho phép đánh giá HQKD của các DN theo cả chiều sâu và chiều rộng. Tuy nhiên, loại chỉ tiêu này trong một số trường hợp lại khó có thể thực hiện so sánh được. Ví dụ, những DN có nguồn lực lớn thì tạo ra lợi nhuận lớn hơn những DN có nguồn lực nhỏ, nhưng không có nghĩa là các DN quy mô lớn lại có hiệu quả lớn hơn các DN có quy mô nhỏ hơn. Như vậy, hiệu quả tuyệt đối không cho biết khả năng sử dụng tiết kiệm hay lãng phí các đầu vào.

* Các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả tương đối có thể được thể hiện dưới dạng tĩnh (*hiệu quả kinh doanh = kết quả kinh tế/chi phí bỏ ra để đạt được kết quả đó hoặc dạng nghịch hiệu quả kinh doanh = chi phí/ kết quả kinh tế*). Những chỉ tiêu này rất thuận tiện so sánh theo thời gian và không gian như cho phép so sánh hiệu quả giữa các DN có quy mô khác nhau, các thời kỳ khác nhau.

- **Nhóm chỉ tiêu về khả năng sinh lời:** Các chỉ tiêu này bao gồm: (i) Các chỉ tiêu đo lường về khả năng sinh lời theo giá trị sổ sách kế toán gồm: Sức sinh lời trên tổng tài sản (ROA), Sức sinh lời trên VCSH (ROE), sức sinh lời trên doanh thu (ROS), hoặc biên lợi nhuận gộp (GM), hệ số thu nhập trên cổ phiếu (EPS)...; (ii) Các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời theo giá trị thị trường như: Hệ số giá trên lợi nhuận (P/E), Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của DN (Tobin'Q)

+ Các chỉ tiêu đo lường về khả năng sinh lời theo giá trị sổ sách

Chỉ tiêu ROA

Chỉ tiêu này cho biết DN bỏ ra một đồng tài sản bình quân đầu tư thì thu được bao nhiêu đồng lợi nhuận. Chỉ tiêu này càng lớn thì càng tốt. Chỉ tiêu này có thể đo được bằng lợi nhuận chia tổng tài sản bình quân

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{Tổng tài sản bình quân}} \quad (2.4)$$

Trong đó, lợi nhuận thông thường sẽ được lấy từ báo cáo kết quả kinh doanh còn tổng tài sản thông thường sẽ được lấy từ bảng cân đối kế toán của DN. Tùy theo mục đích nghiên cứu lợi nhuận có thể lấy một trong các loại: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (Hu và Izumida, 2008); (Tongkong, 2012); Lợi nhuận trước thuế (Ahmed Sheikh và cộng sự, 2013) hoặc Lợi nhuận sau thuế (Nguyễn Văn Công, 2010); (Nguyễn Ngọc Quang, 2011). Tuy nhiên, tổng tài sản tại một thời điểm không phải là con số đại diện của DN trong cả một thời kỳ, vì vậy người ta sử dụng tổng tài sản bình quân và được tính bằng đầu kỳ cộng cuối kỳ chia 2.

ROA là thước đo phản ánh khả năng sinh lời, tình hình hoạt động và HQKD của DN. Khả năng sinh lời trên tài sản là một tỷ lệ lợi nhuận quan trọng cho thấy khả năng của DN trong việc tạo ra lợi nhuận trước đòn bẩy tài chính. Không giống như tỷ suất sinh lời khác như khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), chỉ tiêu ROA sẽ bao gồm tất cả các tài sản của DN – bao gồm cả những nguồn lực từ các khoản nợ cũng như những nguồn lực từ các khoản đóng góp của các nhà đầu tư. Vì vậy, ROA sẽ cho ta thấy sự hiệu quả của DN trong việc quản lý, sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận, nhưng chỉ tiêu này thường ít được các cổ đông quan tâm đến so với một số chỉ tiêu tài chính khác như ROE. ROA cao có nghĩa là DN khá hiệu quả trong việc tạo ra lợi nhuận từ tài sản.

Chỉ tiêu ROE

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{VCSH bình quân}} \quad (2.5)$$

Đây là chỉ tiêu phản ánh một đồng VCSH đem lại bao nhiêu đồng lợi nhuận. Chỉ tiêu này càng cao càng tốt và nó được đo bằng lợi nhuận sau thuế trên VCSH bình quân

Trong đó lợi nhuận sẽ được lấy từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh còn tổng VCSH sẽ được lấy từ bảng cân đối kế toán của DN. Tùy theo mục đích nghiên cứu lợi nhuận có thể lấy một trong các loại: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (Abor, 2005); (Hu và Izumida, 2008); (Tongkong, 2012); Lợi nhuận trước thuế (Ahmed Sheikh và cộng sự, 2013) hoặc Lợi nhuận sau thuế (Nguyễn Văn Công, 2010); (Nguyễn Ngọc Quang, 2011). Tuy nhiên, tổng VCSH tại một thời điểm không phải là con số đại diện của DN trong cả một thời kỳ vì vậy người ta sử dụng tổng VCSH bình quân và được tính bằng đầu kỳ cộng với cuối kỳ chia 2.

ROE là số tiền lợi nhuận trở lại như một tỷ lệ vốn chủ sở hữu. Hệ số ROE phản ánh tình hình hoạt động và nguồn vốn đầu tư vào DN được quản lý và sử dụng như thế

nào. Nói cách khác, ROE phản ánh hiệu quả trong quản lý điều hành DN trong việc tạo ra lợi nhuận cho các cổ đông. Nếu hệ số này thấp hơn mức lãi suất nói chung thì cổ đông sẽ không có động lực để đầu tư vào DN vì nó phản ánh khả năng sinh lời của DN thấp. ROE là một trong những chỉ tiêu tài chính quan trọng nhất. ROE được sử dụng rộng rãi vì nó cung cấp thông tin từ bảng cân đối kế toán lẫn báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của DN. ROE cũng được các nhà giao dịch trên thị trường sử dụng nhằm tìm ra DN có tốc độ tăng trưởng VCSH của cổ đông nhanh hơn. Khi đó giá cổ phiếu sẽ tăng nhanh khi tối đa hóa được tài sản của cổ đông. Người cho vay thường chỉ nhận khoản lãi cố định trên vốn tài trợ nhưng cổ đông không nhận được khoản lợi tức cố định như vậy.

Chỉ tiêu ROS

Doanh thu của DN là toàn bộ số tiền sẽ thu được do tiêu thụ sản phẩm, cung cấp dịch vụ, hoạt động tài chính và các hoạt động khác của DN. Như vậy doanh thu là chỉ tiêu quan trọng phản ánh kết quả đầu ra của quá trình SXKD. Để phản ánh thực chất kết quả tiêu thụ hàng hóa, dịch vụ và hoạt động khác, các nhà nghiên cứu thường sử dụng doanh thu thuần để phân tích. Doanh thu thuần ở đây chính là doanh thu thuần hoạt động kinh doanh bao gồm doanh thu bán hàng, cung cấp dịch vụ và doanh thu hoạt động tài chính. Trong trường hợp doanh thu hoạt động tài chính không đáng kể thì doanh thu thuần được lấy bằng doanh thu về bán hàng và cung cấp dịch vụ.

Để biết được HQKD của DN trong kỳ một chỉ tiêu không kém phần quan trọng nữa là ROS. Chỉ tiêu này cho biết một đồng doanh thu đem lại bao nhiêu đồng lợi nhuận cho DN. Trị số này càng cao thì HQKD của DN càng tốt.

$$\text{ROS} = \frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{Doanh thu thuần}} \quad (2.6)$$

Chỉ tiêu biên lợi nhuận gộp GM

$$\text{GM} = \frac{\text{Lợi nhuận gộp}}{\text{Doanh thu thuần}} \quad (2.7)$$

Chỉ tiêu này cũng được các nhà phân tích quan tâm như trong nghiên cứu của El-Sayed Ebaid (2009), Khan (2012) vì họ muốn biết hiệu quả sử dụng các chi phí trong lĩnh vực sản xuất. Nói cách khác nhà phân tích muốn biết cứ một đồng doanh thu thuần tạo ra được bao nhiêu đồng trong lĩnh vực sản xuất.

Chỉ tiêu GM rất quan trọng đối với ngành XD. Khi trị số chỉ tiêu cao và ổn định chứng tỏ DN đang kiểm soát các chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công, chi phí máy và chi phí sản xuất chung tốt. Ngược lại, khi trị số chỉ tiêu GM thấp các nhà quản

trị cần xem xét nguyên nhân do giá cả đầu vào tăng hay do lãng phí, thất thoát các yếu tố đầu vào như nguyên vật liệu, tiền lương công nhân, chi phí sử dụng máy thi công.

+ Các chỉ tiêu đo lường về khả năng sinh lời theo giá trị thị trường

Chỉ tiêu P/E

$$P/E = \frac{\text{Giá thị trường một cổ phiếu}}{\text{Thu nhập một cổ phiếu}} \quad (2.8)$$

Chỉ số này phản ánh mối quan hệ giữa giá thị trường và thu nhập một cổ phiếu. Nói cách khác trị số P/E chính là thị trường định giá cho một đồng thu nhập tại thời điểm hiện tại. Khi trị số P/E thấp có thể do giá thị trường một cổ phiếu thấp hoặc do thu nhập một cổ phiếu cao. Giá thị trường một cổ phiếu thấp cũng có thể do thị trường chưa có nhiều thông tin về DN nên đánh giá thấp hoặc cũng có thể do DN kinh doanh kém nên thị trường định giá thấp. Ngược lại khi P/E quá cao cũng có thể do thị trường định giá một đồng thu nhập của DN quá cao hoặc thu nhập một cổ phiếu quá thấp. Chính vì vậy khi tham khảo hoặc phân tích chỉ số P/E cần xem xét nhiều năm và so sánh với các DN tương đồng cùng ngành nghề để đưa ra nhận xét chính xác nhất.

Chỉ tiêu Tobin'Q

$$\text{Tobin'Q} = \frac{\text{Giá thị trường VCSH} + \text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}} \quad (2.9)$$

Chỉ tiêu này phản ánh mối quan hệ giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của DN. Trị số chỉ tiêu phản ánh kỳ vọng trong tương lai của các nhà đầu tư. Nếu trị số chỉ tiêu cao thường là DN hấp dẫn các nhà đầu tư và được thị trường đánh giá tốt. Trị số chỉ tiêu càng lớn hơn 1 thì thị trường đánh giá càng cao doanh nghiệp.

Ngoài ra, các nhà nghiên cứu còn sử dụng các chỉ tiêu để đánh giá HQKD của DN theo giá trị thị trường như lãi cơ bản trên cổ phiếu, giá cổ phiếu trên thu nhập, tỷ lệ giá thị trường và cổ tức, tổng lợi nhuận cổ đông (TSR), tỷ lệ lợi nhuận trên dòng tiền (Chen và cộng sự, 2012), tỷ số giá thị trường của VCSH trên giá trị sổ sách của VCSH (MBVR).

- Nhóm chỉ tiêu phản ánh thu nhập, chi phí, bao gồm các chỉ tiêu:

+ Tổng chi phí hoạt động/tổng thu hoạt động: là một thước đo phản ánh mối quan hệ giữa đầu vào và đầu ra hay nói cách khác nó phản ánh khả năng bù đắp chi phí trong hoạt động của doanh nghiệp.

+ Năng suất lao động (Kết quả đầu ra của doanh nghiệp/ Số nhân viên làm việc): phản ánh hiệu quả sử dụng lao động của doanh nghiệp.

+ Tổng thu hoạt động/ tổng tài sản: phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản. Nếu hệ số này lớn phản ánh doanh nghiệp đã phân bổ tài sản một cách hợp lý nhằm nâng cao lợi nhuận của doanh nghiệp

Việc đo lường HQKD có thể bị tác động bởi mục tiêu của DN mà mục tiêu này có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn cách đo lường HQKD của DN. Tuy nhiên, ở cách tiếp cận của luận án khi nghiên cứu về HQKD của DN, tác giả chỉ sử dụng chỉ tiêu ROA, ROE làm đại diện cho chỉ tiêu tính toán HQKD của DN. Điều này sẽ được lý giải cụ thể ở chương 4 của luận án.

Bảng 2.5. Các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

STT	Chỉ tiêu	Công thức	Ý nghĩa	Nghiên cứu
1	Nhóm chỉ tiêu về khả năng sinh lời			
1.1	Các chỉ tiêu đo lường theo giá trị sổ sách			
1.1.1	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)	Lợi nhuận/Tổng tài sản bình quân	Một đồng tài sản tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận. Chỉ tiêu này càng lớn thì hiệu quả kinh doanh càng cao	Hu và Izumida (2008); Ahmed Sheikh và cộng sự (2013); Nguyễn Ngọc Quang (2011)
1.1.2	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	Lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu bình quân	Một đồng VCSH tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận	Hu và Izumida (2008); Ahmed Sheikh và cộng sự (2013); Nguyễn Ngọc Quang (2011)
1.1.3	Tỷ suất sinh lời trên doanh thu (ROS)	Lợi nhuận/Doanh thu thuần	Trong một đồng doanh thu thuần thì có bao nhiêu đồng lợi nhuận. Tỷ suất này càng tăng cao thì sức sinh lời càng lớn	Berzkalne (2015)
1.1.4	Biên lợi nhuận gộp (GM)	Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần	Trong một đồng doanh thu thuần thì có bao nhiêu đồng lợi nhuận gộp. Tỷ suất này càng tăng cao thì sức sinh lời càng lớn	Abor (2005); Lê Thị Nhu (2017)

STT	Chỉ tiêu	Công thức	Ý nghĩa	Nghiên cứu
1.2	<i>Các chỉ tiêu đo lường theo giá trị thị trường</i>			
1.2.1	Hệ số giá trên lợi nhuận (P/E)	Giá thị trường một cổ phiếu/ Thu nhập một cổ phiếu	Mức giá mà nhà đầu tư sẵn sàng bỏ ra cho một đồng lợi nhuận thu được từ cổ phiếu.	Zeitun và Gang Tian (2007)
1.2.2	Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (Tobin'Q)	(Giá thị trường vốn chủ sở hữu + Nợ phải trả)/Tổng tài sản	Phản ánh kỳ vọng trong tương lai của các nhà đầu tư. Trị số chỉ tiêu càng lớn hơn 1 thì thị trường đánh giá càng cao doanh nghiệp	Abor (2005); Khan (2012); Zeitun và Gang Tian (2007)
2	<i>Nhóm chỉ tiêu phản ánh thu nhập, chi phí</i>			
2.1	Năng suất lao động	Kết quả đầu ra / Số nhân viên làm việc (hoặc số giờ lao động)	Phản ánh hiệu quả sử dụng lao động. Chỉ tiêu này càng cao đem lại hiệu quả càng lớn cho sản xuất kinh doanh	Nguyễn Văn Công (2010); Nguyễn Ngọc Quang (2011)
2.2.	Hiệu suất sử dụng các yếu tố đầu vào	Doanh thu thuần/ Chi phí	Phản ánh cường độ hoạt động của các yếu tố đầu vào	Nguyễn Văn Công (2010); Nguyễn Ngọc Quang (2011)

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

2.3.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng

Theo kết quả của những nghiên cứu đi trước cho thấy có rất nhiều yếu tố khác nhau ảnh hưởng đến HQKD của DN bao gồm cả yếu tố bên trong và yếu tố bên ngoài DN. Tuy nhiên, do hạn chế về nguồn lực, luận án chỉ đề cập tới một số yếu tố bên trong doanh nghiệp, cụ thể như sau:

- *Cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp*: Một trong những yếu tố chính ảnh hưởng đến HQKD của DN là CTNV. CTNV của DN là sự kết hợp giữa nợ (bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn) và vốn cổ phần trong tổng nguồn vốn mà DN có thể huy động được để tài trợ cho các hoạt động của mình (Saad, 2010). Nghiên cứu của Zeitun và Gang Tian (2007) cho thấy CTNV tác động đến HQKD của DN khi đo lường theo chỉ số kế toán và chỉ số thị trường. Tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động cùng chiều Tobin'Q của DN. Nghiên cứu của Masulis (1983) cho thấy giá cổ phiếu tương quan dương với mức độ tài

trợ cũng như là mối liên hệ giữa HQKD với CTNV. Trái với quan điểm trên, Ratha (2005) chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính tác động âm đến HQKD của DN ở các nước đang phát triển. Nghiên cứu của Margaritis và Psillaki (2007) về mối quan hệ nhân quả giữa CTNV và HQKD cho thấy HQKD của DN ảnh hưởng đến CTNV và ngược lại CTNV cũng tác động đến HQKD của DN. Tương tự, nghiên cứu của Berger và Udell (2006) về CTNV và HQKD của các ngân hàng thông qua việc kiểm định lý thuyết đại diện cho thấy, CTNV có tác động đến HQKD của các ngân hàng và ngược lại HQKD cũng tác động đến CTNV.

- *Tuổi của doanh nghiệp*: Nghiên cứu của Stinchcombe (1965) nhận thấy rằng những DN hoạt động lâu năm hơn có nhiều kinh nghiệm hơn do vậy có thể đạt được HQKD cao hơn. Tương tự kết luận trên, Majumdar (1997) cũng cho rằng DN hoạt động lâu năm hơn có vị thế cao hơn trong HQKD so với các DN mới thành lập và ngược lại. Tuy nhiên một nhánh nghiên cứu khác lại cho rằng, những DN hoạt động lâu năm có sức ỳ rất lớn và hầu như kém năng động để điều chỉnh kịp thời với những thay đổi của môi trường, do đó tính hiệu quả thấp hơn so với những DN trẻ, năng động hơn (Marshall, 1956).

- *Quy mô doanh nghiệp*: Ảnh hưởng của quy mô DN đến HQKD tạo được sự chú ý quan trọng trong nghiên cứu về DN. Quy mô DN có vai trò quan trọng đối với HQKD vì nó đại diện cho nguồn lực của DN. Những DN lớn với nguồn lực được tổ chức tốt và máy móc thiết bị hiện đại rất dễ dàng trong thực hiện mục tiêu (Penrose và Penrose, 2009). Kakani và Kaul (2001) khẳng định rằng quy mô DN có quan hệ dương với giá trị DN, trong khi Wu và Chua (2009) còn cho rằng những DN có quy mô lớn hơn có khả năng cạnh tranh tốt hơn do có lợi thế trong việc tiếp cận các nguồn lực. Tương tự, một số nghiên cứu thực nghiệm khác trên thế giới cũng khẳng định rằng, quy mô DN là yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của DN (Baker và cộng sự, 2002); (Chen và cộng sự, 2012); (Uadiale, 2010). Majumdar (1997) cho rằng những doanh nghiệp lớn hơn có HQKD cao hơn so với doanh nghiệp nhỏ và ngược lại. Tương tự, Hall và Weiss (1967) tìm thấy mối quan hệ giữa quy mô DN và lợi nhuận. Gleason và cộng sự (2000) tìm thấy quy mô DN có ảnh hưởng dương và có ý nghĩa thống kê đến ROA. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác cho thấy quy mô DN dường như không có liên hệ gì đến HQKD của DN (Westphal và Zajac, 1995); (Westphal, 1998). Một số nghiên cứu khác của Coeurderoy và Durand (2001); Tzelepis và Skuras (2004) lại cho rằng quy mô DN ảnh hưởng không có ý nghĩa thống kê đến HQKD của DN. Các nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam cũng cho thấy, quy

mô DN quyết định quan trọng cho sự cải thiện năng suất lao động và tác động dương đến doanh thu bán hàng và ROA (Võ Thị Quý, 2011).

- *Tốc độ tăng trưởng*: Tốc độ tăng trưởng đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của tài sản hoặc doanh thu. Các DN có tốc độ tăng trưởng cao thường có HQKD tốt bởi các DN tăng trưởng cao có thể tạo ra lợi nhuận từ các khoản đầu tư của mình. Nghiên cứu của Khatab và cộng sự (2011) cho thấy, tốc độ tăng trưởng doanh thu tác động dương đến ROA nhưng tác động ngược chiều tới ROE.

- *Cấu trúc tài sản*: Cấu trúc tài sản được đo bằng tỷ trọng TSCĐ trong tổng tài sản của DN. Chỉ tiêu này được nhiều nhà phân tích sử dụng để đánh giá HQKD của DN như Zeitun và Gang Tian (2007); Onaolapo và Kajola (2010); Đoàn Ngọc Phúc (2014); Đoàn Vinh Thăng (2016). Trị số này tùy thuộc vào ngành nghề kinh doanh và chính sách đầu tư, tiềm năng tài chính của DN. Đối với các DNXD để chủ động tiến độ thi công, thường dành một lượng vốn nhất định để đầu tư máy móc thiết bị, phương tiện vận tải. Chính vì vậy chỉ tiêu này đặc biệt quan trọng đối với các DNXD và nó ảnh hưởng trực tiếp tới HQKD của DNXD.

2.4. Vai trò của cấu trúc tài chính đối với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng

Với bất kỳ doanh nghiệp nào, HQKD luôn là một chỉ tiêu quan trọng quyết định sự thành bại của DN đó. HQKD của DN không vận động độc lập mà chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác, trong đó có CTTC. Điều này khá dễ hiểu bởi một sự thay đổi về tỷ lệ vay nợ khiến chi phí sử dụng vốn bình quân của DN thay đổi và dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thay đổi..

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp tạo ra lợi nhuận cao có khuynh hướng sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho nhu cầu đầu tư. Vì vậy, mối quan hệ giữa sử dụng nợ và tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp là ngược chiều.

Mối quan hệ giữa CTTC và HQKD của DN là một vấn đề nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà nghiên cứu cũng như những người quản lý DN (San và Heng, 2011). Tuy nhiên, những kết quả nghiên cứu cho đến thời điểm hiện tại còn chưa thống nhất. Dù việc sử dụng quá nhiều nợ vay có ảnh hưởng tiêu cực đến HQKD của DN, ta cũng không thể phủ nhận vai trò của nợ vay với tác dụng của “lá chắn thuế” (Modigliani và Miller, 1958) hay giúp giảm chi phí đại diện của VCSH (Jensen và Meckling, 1976) hay chi phí đại diện của dòng tiền tự do (Jensen, 1986), từ đó giúp gia tăng HQKD của DN. Nghiên cứu của Jauhari và Madan (2007) đã chỉ ra rằng, đòn bẩy của DN ở mức

50% đến 80% sẽ tạo ra ROE cao. Do đó, các DN muốn cải thiện hệ số ROE có thể tăng hoặc giảm đòn bẩy của DN về mức mục tiêu (Jauhari và Madan, 2007). Bên cạnh đó, nghiên cứu của Lin và Chang (2011) dựa trên mẫu quan sát gồm 196 DN niêm yết trên TTCK của Đài Loan giai đoạn 1993-2005 đã phát hiện ra ngưỡng 33,33% là CTTC tối ưu. Các DN gia tăng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản vượt qua ngưỡng này sẽ không thể gia tăng thêm HQKD trong trường hợp các yếu tố khác không đổi. Phát hiện này đã ủng hộ cho kết luận của Stulz (1990) và Margaritis và Psillaki (2010) khi cho rằng CTTC và HQKD của DN có mối quan hệ theo hình chữ U ngược (Inverted U-shape).

Dựa trên những tranh luận của các lý thuyết gia Modigliani và Miller (1963); Jensen và Meckling (1976); Jensen (1986) cũng như kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Jauhari và Madan (2007); Lin và Chang (2011); Stulz (1990); Margaritis và Psillaki (2007) ta thấy rằng có một giới hạn nhất định, mà trong giới hạn đó, tỷ trọng của nợ trong CTNV có ảnh hưởng tích cực lên HQKD của DN và nếu CTNV của DN vượt qua giới hạn đó sẽ ảnh hưởng tích cực đến HQKD.

Ngoài ra, một trong những nguyên nhân dẫn đến những kết luận trái chiều về mối quan hệ giữa CTTC và HQKD của DN là do hầu hết các nghiên cứu trước đây chỉ xem xét một cách đơn lẻ mối quan hệ giữa CTTC và HQKD của DN. Trong khi đó, mối quan hệ này còn bị ảnh hưởng tương tác của những yếu tố khác như khung khoảng kinh tế (Zeitun và Gang Tian, 2007) hoặc cấu trúc sở hữu (Chaganti và Damanpour, 1991). Nghiên cứu của Chaganti và Damanpour (1991) đã chỉ ra rằng, tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo DN có ảnh hưởng tương tác và bổ sung tích cực cho mối quan hệ giữa CTTC và HQKD của DN. Nghiên cứu của Okuda và Nhung (2010) cho rằng, các DN được kiểm soát bởi Nhà nước (Nhà nước sở hữu trên 50% vốn) ít có động lực trong việc tiết kiệm thuế thu nhập bằng cách sử dụng nợ vay. Ngoài ra, Alfaraih và cộng sự (2012) biện luận rằng sự kiểm soát của Nhà nước đôi khi vì mục đích chính sách hơn là kinh doanh do đó có khả năng ảnh hưởng đến tác dụng của nợ vay lên HQKD

Như vậy, vai trò của CTTC đối với HQKD của DN đã được khẳng định trong rất nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm cả ở Việt Nam và trên thế giới. Trên góc độ sử dụng CTTC hợp lý, luận án này sẽ đánh giá ảnh hưởng của CTTC đến HQKD (cụ thể là ROA và ROE) của DNXD tại Việt Nam

2.5. Cơ sở lý thuyết

Cấu trúc tài chính của DN có ảnh hưởng trực tiếp đến rủi ro và HQKD của DN vì vậy việc hoạch định CTTC là một quyết định quan trọng. Đến nay đã có nhiều nghiên cứu về CTTC, trong đó phải kể đến các lý thuyết cơ bản về CTTC dưới đây:

2.5.1. Lý thuyết cấu trúc tài chính tối ưu

Lý thuyết CTTC tối ưu hay còn được gọi là quan điểm truyền thống về CTTC cho rằng một khi DN bắt đầu nợ vay, những lợi ích từ việc vay nợ vượt trội hơn bất lợi. Chi phí sử dụng vốn vay thấp, kết hợp với lợi ích từ “lá chắn thuế” giúp cho WACC giảm khi tăng nợ. Tuy nhiên, khi hệ số nợ tăng lên, mức độ rủi ro cũng tăng tương ứng khi đó chủ sở hữu DN sẽ đòi hỏi một tỷ suất sinh lời cao hơn, lãi suất vay vốn cũng tăng theo từ đó làm tăng WACC. Do đó, quan điểm truyền thống cho rằng khi tăng vay nợ đến một mức nào đó sẽ làm tăng WACC nên tồn tại một CTTC tối ưu tại đó tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và tối đa hóa giá trị DN.

Tuy nhiên, quan điểm truyền thống chưa được thuyết phục do không có một cơ sở nào thể hiện chi phí VCSH sẽ tăng lên bao nhiêu khi tăng hệ số nợ và chi phí sử dụng nợ sẽ tăng lên như thế nào khi có nguy cơ vỡ nợ. Chính vì vậy, nghiên cứu của Modigliani và Miller (M&M) được công bố vào năm 1958 được coi là nghiên cứu khởi đầu cho các lý thuyết hiện đại về CTTC. Tiếp theo đó, hàng loạt các lý thuyết đã được phát triển như lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết tín hiệu thị trường, lý thuyết chi phí đại diện với việc bổ sung thêm các giả định nhằm thực tế hóa lý thuyết CTTC. Bên cạnh đó, các nghiên cứu thực nghiệm về CTTC của các DN tại các nước trên thế giới đã đóng góp các kết quả hữu ích nhằm kiểm định các lý thuyết CTTC nói trên.

2.5.2. Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (M&M)

Lý thuyết của (Modigliani và Miller, 1958) (gọi tắt là M&M) về cấu trúc vốn đưa ra năm 1958 và năm 1963 được coi là lý thuyết cơ bản nhất về CTV. Để chứng minh cho tính khả thi của lý thuyết, (Modigliani và Miller, 1958) đã nêu ra một số giả định hết sức “cực đoan” như 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 hoàn hảo.

Với các giả định trên, lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề: Mệnh đề thứ I liên quan đến giá trị DN; mệnh đề thứ II liên quan đến chi phí sử dụng vốn. Hai mệnh đề này được xem xét trong hai trường hợp: Không có thuế và có thuế.

a. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

Để lý thuyết M&M này phát huy tác dụng, các giả thuyết quan trọng sau đây được yêu cầu tuân thủ. Các giả thuyết bao gồm:

- Thị trường vốn là hoàn hảo tức là tất cả các nhà đầu tư đều có kỳ vọng như nhau về lợi nhuận nhằm xác định giá trị DN.

- Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của DN bằng 0 và khi có lợi nhuận thì DN sẽ dùng toàn bộ lợi nhuận này để trả cổ tức.

- Không có thuế thu nhập DN và thuế thu nhập cá nhân. Tuy nhiên, giả định này sau đó sẽ được loại bỏ dần.

- Không có chi phí giao dịch khi mua và bán chứng khoán.

- Không có chi phí phá sản và chi phí kiệt quệ tài chính khi vay nợ.

- Tất cả các cá nhân và DN đều có cơ hội vay tiền và cùng trả lãi suất như nhau.

Sau khi thỏa mãn các điều kiện này, lý thuyết M&M được chia thành 2 mệnh đề:

Mệnh đề thứ I: Giá trị DN trong trường hợp không có thuế

Khảo sát của các lý thuyết về CTV luôn luôn bắt đầu với minh chứng của Modigliani và Miller (1958) cho rằng: Nguồn tài chính không quan trọng trong thị trường vốn hoàn hảo. Tổng giá trị thị trường của các khoản nợ (D) và VCSH (E) của DN chính là tổng giá trị DN (V), và trong điều kiện không có thuế, giá DN không dùng nợ bằng giá trị DN có dùng nợ. Vì vậy, DN sẽ không thể có CTV tối ưu và DN cũng sẽ không thể thay đổi giá trị DN bằng cách thay đổi cấu trúc vốn. Từ những dẫn chứng trên cộng thêm cách tiếp cận cấu trúc vốn gồm nợ và VCSH, dẫn đến kết luận rằng: Quyết định thay đổi CTV chỉ làm dịch chuyển giá trị từ chủ nợ sang chủ sở hữu hoặc ngược lại mà không làm thay đổi giá trị DN.

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

Theo Modigliani và Miller (1958) đòn bẩy tài chính sẽ làm cho DN rủi ro hơn. Điều này thể hiện thông qua sự biến động giá trị DN sẽ lớn hơn và nó cũng làm cho chi phí vốn của chủ sở hữu sẽ cao hơn chi phí vốn của nợ. Mệnh đề II này xuất phát từ quan điểm đó và được phát biểu rằng: chi phí vốn của chủ sở hữu có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ. Mệnh đề này được chứng minh như sau:

$$WACC = r_A = \frac{E}{E+D} * r_E + \frac{D}{E+D} * r_D * (1-t) \quad (2.10)$$

$$\text{Vậy: } r_E = r_A + (r_A - r_D) * (1-t) * \frac{D}{E} \quad (2.11)$$

t: thuế suất thu nhập DN, trong trường hợp không có thuế nhập DN: $t = 0$.

Nếu DN dùng 100% VCSH thì $r_E = r_A$. Từ công thức, chi phí VCSH (tỷ suất lợi nhuận dự kiến yêu cầu của chủ sở hữu) tăng theo tỷ lệ nợ trên VCSH theo giá trị thị trường (D/E). Tỷ lệ tăng này phụ thuộc vào sự chênh lệch giữa chi phí vốn bình quân (r_A) và chi phí vốn nợ vay (r_D). Điều này cho thấy lý do tại sao "không có sức hấp dẫn trong đòn bẩy tài chính". Bất kỳ nỗ lực để thay thế nợ có lãi suất thấp bằng chi phí

VCSH cao không làm thay đổi chi phí vốn bình quân (r_A) vì nó làm cho VCSH còn lại vẫn đắt hơn - chỉ đủ đắt hơn để giữ cho chi phí vốn bình quân không đổi.

Tóm lại, từ những dẫn chứng trên và cách tiếp cận CTV gồm nợ và VCSH dẫn đến kết luận rằng trong điều kiện không có thuế, chi phí sử dụng vốn bình quân của DN không đổi bất kỳ CTV thay đổi.

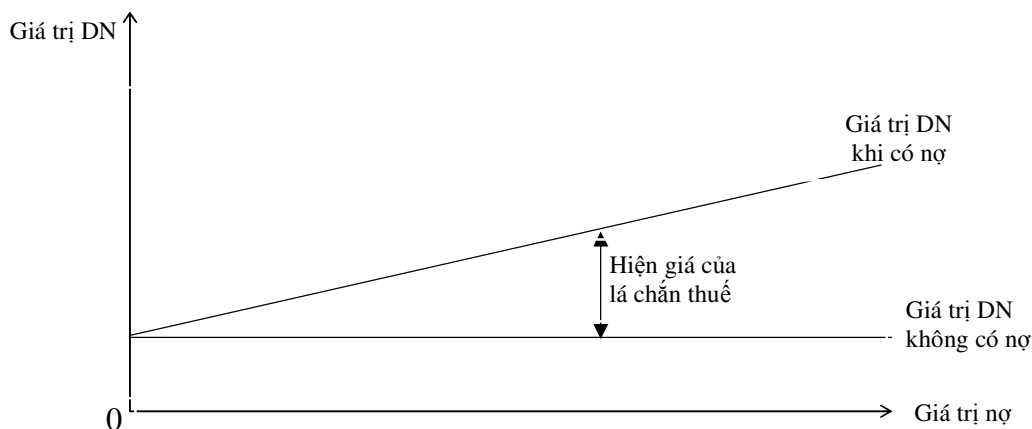
b. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế

Khi DN vay nợ sẽ phát sinh chi phí lãi vay, và chi phí này sẽ được khấu trừ thuế khi có thuế thu nhập DN. Điều này sẽ giúp DN tiết kiệm thuế và được gọi là lá chắn thuế lãi vay. Sự tiết kiệm này có mang lại lợi ích thực sự nào cho DN hoặc cổ đông không? Để giải quyết vấn đề này, lý thuyết M&M được chia thành 2 mệnh đề: Mệnh đề thứ I liên quan đến giá trị DN; mệnh đề thứ II liên quan đến chi phí sử dụng vốn.

Mệnh đề thứ I: Giá trị DN trong trường hợp có thuế

Trong trường hợp có thuế thu nhập DN, nhờ có lá chắn thuế khi sử dụng nợ vay nên giá trị của một DN có sử dụng nợ vay bằng giá trị của DN không sử dụng nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế. Điều này được thể hiện bằng hình 2.4.

$$\text{Giá trị của DN có sử dụng nợ} = \text{Giá trị của DN không sử dụng nợ} + \text{Hiện giá của lá chắn thuế} \quad (2.12)$$



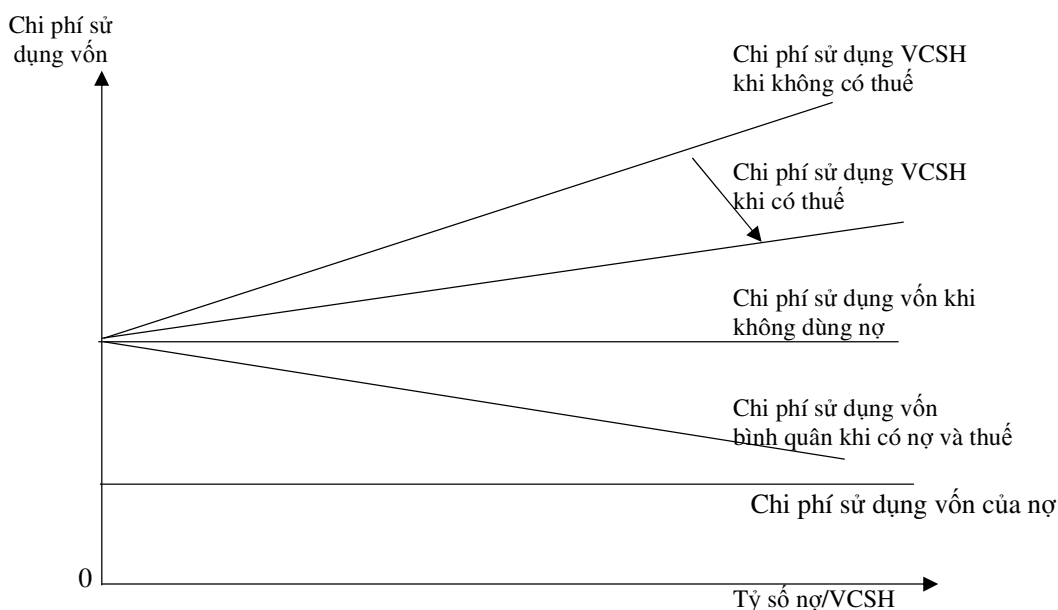
Hình 2.4. Giá trị doanh nghiệp

Nguồn: (Ross, 2007)

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

Trong trường hợp có thuế thu nhập DN, nhờ có lá chắn thuế khi sử dụng nợ vay nên chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) giảm. Tuy nhiên, đòn bẩy tài chính sẽ làm gia tăng rủi ro đối với VCSH vì nó làm cho chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu

tăng khi doanh nghiệp càng tăng tỷ số nợ. Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp được làm rõ bằng hình 2.5.



Hình 2.5. Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

Nguồn: Ross (2007)

Lý thuyết Modigliani và Miller (1958) đã thách thức lý thuyết cổ điển của Durand (1952) khi cho rằng: trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo và không có thuế, CTV không tác động đến giá trị DN và chi phí sử dụng vốn bình quân. Tuy nhiên, khi có thuế, CTV lại tác động làm tăng giá trị DN và giảm chi phí sử dụng vốn bình quân. Trong thực tế, thị trường vốn luôn luôn không hoàn hảo nên nghiên cứu của M&M là một tiền đề rất quan trọng cho các nghiên cứu về sau đối với các nhân tố tác động đến CTV và tác động của CTV đến giá trị DN trong điều kiện thị trường vốn không hoàn hảo.

2.5.3. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade Off Theory – TOT)

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn được xem là một trong những lý thuyết trọng tâm của các lý thuyết về CTV bởi nó là một minh chứng mạnh giải thích cho các quyết định CTV tương đối tốt hơn so với các lý thuyết khác. Theo Frank và cộng sự (2002), lý thuyết này cũng được xem như là một lý thuyết cạnh tranh với lý thuyết trật tự phân hạng trong CTV.

Mặc dù TOT khởi nguồn từ lý thuyết M&M nhưng lý thuyết này cũng nhằm mục đích giải thích vì sao các DN thường được tài trợ một phần bằng nợ vay và một phần

bằng VCSH. Lý thuyết này giả định DN sẽ đạt được mức cân bằng giữa chi phí biên và lợi ích biên khi ra quyết định lựa chọn CTV. Mô hình có thuế của Modigliani và Miller (1963), cho rằng: Giá trị DN càng tăng khi sử dụng nợ vay càng cao và gia tăng đến mức tối đa khi DN được tài trợ hoàn toàn bằng nợ vay. Ross (2007) đã lập luận rằng: Nợ có thể được định giá như là một công cụ để báo hiệu giá trị của DN. DN sẽ sử dụng nợ để thay thế VCSH hoặc dùng VCSH để thay thế nợ cho đến khi giá trị của DN đạt mức tối đa. Theo Myers (1984) nếu một doanh nghiệp tuân theo TOT, DN đó sẽ thiết lập một tỷ lệ nợ mục tiêu và CTV sẽ tự điều chỉnh về mức mục tiêu đó. Tỷ lệ nợ mục tiêu được xác định bằng cách cân bằng giữa lợi ích của lá chắn thuế và chi phí phá sản. Tuy nhiên, trên thực tế việc xác định được chi phí phá sản là khá phức tạp và khó khăn.

Ngoài ra, có một lý do lớn khiến các DN không thể tài trợ hoàn toàn bằng nợ vay, là vì bên cạnh sự hiện hữu lợi ích của lá chắn thuế từ nợ, tài trợ bằng nợ cũng phát sinh nhiều chi phí, như là các chi phí phá sản hay chi phí kiệt quệ tài chính bao gồm cả chi phí trực tiếp lẫn chi phí gián tiếp của việc phá sản có nguyên nhân từ nợ. Theo MacKie-Mason (1990) nghiên cứu cho các DN nên phát hành trái phiếu hay chứng khoán vốn, cho rằng: Các DN có mức thuế suất thấp - ví dụ các DN có lỗ tính thuế được kết chuyển cho các kế toán kỳ sau sẽ có nhiều khả năng để phát hành cổ phiếu, so với các DN có lợi nhuận nhiều hơn phải đối mặt với mức thuế suất theo luật. Kết quả nghiên cứu của MacKie-Mason (1990) là phù hợp với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, bởi vì nó cho thấy các DN nộp thuế có lợi khi có các khoản nợ. Nghiên cứu này cũng phù hợp với trạng thái cân bằng của Miller (1977) trong đó giá trị của lá chắn thuế suất của DN hoàn toàn bù đắp được bằng mức thuế suất thấp đối với lãi vốn. Trong trường hợp này, một DN phải đối mặt với một mức thuế suất thấp cũng sẽ sử dụng VCSH, bởi vì các nhà đầu tư phải trả thêm thuế suất đối với tiền lãi vay so với thu nhập vốn cổ phần. Như vậy, chúng ta không thể kết luận từ kết quả MacKie-Mason (1990) rằng: Lá chắn thuế đóng góp quan trọng với giá trị thị trường của DN hoặc tỷ lệ nợ được xác định bởi các lý thuyết đánh đổi.

Graham (2000) cũng tìm thấy các bằng chứng đã làm thay đổi trong các khoản vay dài hạn đáng kể liên quan đến mức thuế suất hiệu quả của DN. Một lần nữa điều này cho thấy rằng các loại thuế ảnh hưởng đến quyết định tài chính, ít nhất là ở cấp chiến thuật. Nó không cho thấy các giá trị hiện tại của lá chắn thuế ở giá trị dương.

Fama và French (1998) mặc dù có nghiên cứu thống kê mở rộng, có thể không tìm thấy bằng chứng cho thấy lá chắn thuế lãi vay đóng góp vào giá trị thị trường của

DN. Theo đó, các nhà nghiên cứu chia lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn thành hai dạng: dạng thứ nhất là lý thuyết đánh đổi CTV dạng tĩnh (The Static Trade - Off Theory) và dạng thứ hai là lý thuyết đánh đổi CTV dạng động (The Dynamic Trade - Off Theory).

a. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh

Theo lý thuyết này, DN sẽ xây dựng CTV mục tiêu cho mình bằng cách xác định sự bù trừ giữa lợi ích của nợ vay thông qua lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính.

Theo lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế thu nhập DN, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị của DN do lợi ích từ lá chắn thuế. DN có thể đạt CTV tối ưu khi DN tài trợ 100% bằng nợ vay và điều này là phi thực tế. Giá trị DN được xác định như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị của} \\ \text{DN có sử dụng} \\ \text{nợ vay} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trị của} \\ \text{DN không} \\ \text{sử dụng nợ} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Hiện giá} \\ \text{của lá} \\ \text{chắn thuế} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Hiện giá của} \\ \text{chi phí kiệt} \\ \text{quệ tài chính} \end{array} \quad (2.13)$$

Giá trị của DN có sử dụng nợ bằng giá trị DN (trong trường hợp được tài trợ hoàn toàn bằng VCSH) cộng với hiện giá của lá chắn thuế trừ đi hiện giá của chi phí kiệt quệ tài chính. Nó cho thấy sự đánh đổi giữa lợi ích thuế và chi phí kiệt quệ tài chính nhằm xác định được CTV tối ưu như thế nào. PV (lá chắn thuế) ban đầu tăng khi DN vay thêm nợ, ở một tỷ lệ nợ trung bình, xác suất kiệt quệ tài chính không đáng kể, khi đó PV (chi phí kiệt quệ tài chính) cũng nhỏ và lợi thế thuế vượt trội. Nhưng khi DN tăng thêm nợ, xác suất kiệt quệ tài chính tăng nhanh và lúc này chi phí kiệt quệ tài chính bắt đầu chiếm một lượng lớn giá trị DN. Cũng vậy, nếu DN không thể chắc chắn hưởng lợi từ lá chắn thuế thu nhập DN, lợi thế thuế của nợ sẽ giảm đi và cuối cùng sẽ không còn. Điểm tối ưu lý thuyết đạt được khi hiện giá của khoản tiết kiệm thuế do vay nợ thêm vừa đủ bù đắp cho gia tăng trong hiện giá của chi phí kiệt quệ tài chính.

Sau đó, Miller (1977) đã phân tích mô hình có thuế và đưa thêm yếu tố thuế thu nhập cá nhân. Ông đã chứng minh rằng lợi ích từ việc tài trợ bằng nợ vay sẽ giảm hoặc bù trừ do tác động của thuế thu nhập cá nhân, vì thế, giá trị DN tại điểm cân bằng sẽ không bị ảnh hưởng bởi CTV.

Hầu hết các nhà nghiên cứu đều công nhận lợi ích của thuế từ nợ vay mang lại, nhưng đồng thời họ cũng đồng ý rằng lợi ích đó không phải là vô tận. Có nghĩa là, việc sử dụng nợ vay phải trả chi phí. Nếu DN sử dụng nợ vay càng nhiều thì chủ sở hữu sẽ càng rủi ro, từ đó tăng nguy cơ phá sản của DN.

Với mỗi phần trăm tỷ lệ nợ tăng thêm sẽ làm cho lợi ích của lá chắn thuế gia tăng, đồng thời chi phí phá sản hay chi phí kiệt quệ tài chính cũng gia tăng. Tuy nhiên,

sẽ đến một mức nợ nào đó, khi mà với mỗi tỷ lệ nợ tăng thêm, hiện giá lợi ích từ lá chắn thuế không cao hơn hiện giá chi phí phá sản hay chi phí kiệt quệ tài chính, việc tăng vay nợ không còn mang lại lợi ích cho DN. Vì vậy, DN sẽ tính toán để có hiện giá lợi ích từ lá chắn thuế cao hơn hiện giá của chi phí phá sản hay kiệt quệ tài chính. Nó là nguyên nhân mà các DN luôn tìm cách tối ưu hóa giá trị DN dựa trên nguyên tắc cân bằng này để xác định nên lựa chọn bao nhiêu nợ và bao nhiêu VCSH trong CTV của mình. Điểm xác định CTV tối ưu là tại đó với mỗi lượng nợ tăng thêm, giá trị hiện tại của lá chắn thuế sẽ bằng với giá trị hiện tại của chi phí phá sản hay chi phí kiệt quệ tài chính

$$PV(\text{lá chắn thuế}) = PV(\text{chi phí kiệt quệ tài chính}) \quad (2.14)$$

Myers (1984) đã đưa ra các kết luận như sau:

- (i) Sự gia tăng của các chi phí kiệt quệ tài chính sẽ làm giảm tỷ lệ nợ mục tiêu.
- (ii) Sự gia tăng của thuế thu nhập cá nhân đối với VCSH sẽ làm tăng tỷ lệ nợ mục tiêu.
- (iii) Tại CTV mục tiêu, sự gia tăng của thuế suất biên đối với các chủ nợ sẽ làm giảm CTV mục tiêu.

Theo Myers (1984) các DN hoạt động theo mô hình này sẽ xây dựng CTV mục tiêu và điều chỉnh dần về mục tiêu đó. Lý thuyết cũng chỉ ra rằng có lợi nhuận cao sẽ có tỷ lệ nợ mục tiêu cao.

b. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng động

Theo lý thuyết này, mỗi DN sẽ có một CTV mục tiêu và các DN sẽ có sự điều chỉnh về CTV mục tiêu theo thời gian nếu CTV này có sự thay đổi so với CTV mục tiêu ban đầu.

Một trong những hạn chế của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh là giả định DN luôn luôn ở tại mức CTV tối ưu. Nhưng trong thực tế, quyết định CTV là “động” và sự điều chỉnh về CTV tối ưu phụ thuộc vào kỳ vọng và chi phí của việc điều chỉnh CTV. Theo lý thuyết này, quyết định tài trợ bằng nợ hay VCSH phụ thuộc vào những dự báo của DN trong tương lai. Frank Montabon và cộng sự (2007) đã đưa ra hai bằng chứng như sau:

Bằng chứng thứ nhất: Khi một DN có lợi nhuận, sẽ phải chi trả cổ tức cho cổ đông và DN cũng phải xem xét là nên trả cổ tức ở hiện tại, hay giữ lại lợi nhuận và sẽ trả cổ tức trong tương lai? Nhóm tác giả trên đã đưa ra câu trả lời là nó sẽ phụ thuộc vào mức thuế suất và tỷ suất lợi nhuận mà DN có thể tạo ra so với mức lợi nhuận mà các cổ đông

có thể tạo ra trực tiếp nếu họ dùng cổ tức được trả để đầu tư. Đối với các DN, nếu lợi nhuận tạo ra từ các cơ hội đầu tư mà cao hơn so với các lợi nhuận mà các cổ đông tạo ra thì các DN có xu hướng giữ lại lợi nhuận ngay cả trong trường hợp DN phải chịu mức thuế suất cao hơn. Từ đó, họ đưa ra kết luận rằng: Nếu các DN có khả năng sinh lời cao thì nên giữ lại lợi nhuận nhiều hơn so với các DN có khả năng sinh lời thấp hơn và chính phần lợi nhuận giữ lại này là một phần của VCSH nên sẽ làm cho tỷ lệ nợ thấp.

Bằng chứng thứ hai: Khi một DN đang có nhiều nguồn tiền mặt cao hơn mức cần thiết để đầu tư. Trong điều kiện không có thuế, DN có thể chi trả cổ tức bằng tiền cho các cổ đông và khi cần vốn DN sẽ phát hành thêm cổ phiếu. Tuy nhiên, thuế thu nhập sẽ ảnh hưởng đến vấn đề này vì khi chi trả tiền cho các cổ đông tức là các cổ đông phải chịu thuế thu nhập cá nhân. Lúc này, việc tài trợ sẽ trở nên tốn kém hơn. Vậy, thuế thu nhập chính là một trong những nguyên nhân làm cho DN gia tăng việc giữ lại lợi nhuận và nhờ đó DN sẽ giảm tỷ lệ nợ.

Hai bằng chứng trên cho thấy mô hình này được xây dựng dựa trên mô hình lý thuyết tĩnh. Mô hình CTV dạng động cũng xem xét quyết định CTV như một quyền chọn mà giá trị của nó phụ thuộc vào quyết định CTV trong thời gian sắp tới.

Tóm lại, mô hình lý thuyết đánh đổi dạng động của CTV cho rằng: Cấu trúc vốn của DN tại một thời điểm sẽ không thể tối ưu, nhưng DN sẽ điều chỉnh CTV về CTV mục tiêu.

c. Những hạn chế của lý thuyết đánh đổi CTV

(i) Lý thuyết này chỉ mới giải thích được một phần trong quyết định CTV của doanh nghiệp.

(ii) Sẽ khó khăn trong việc thiết lập CTV sao cho giá trị của DN là lớn nhất, bởi khó có thể định lượng được chi phí và lợi ích từ tài trợ bằng nợ vay.

(iii) Lý thuyết này không thể giải thích các hiện tượng phổ biến trong việc lựa chọn CTV. Chẳng hạn như lý thuyết cho rằng: Các DN sẽ giảm mức nợ vay khi chi phí khốn khó tài chính cao và khả năng phá sản tăng; DN sẽ sử dụng nhiều nợ vay để tận dụng lợi ích của lá chắn thuế; hoặc DN sẽ luôn điều chỉnh VCSH để duy trì CTV mục tiêu.

2.5.4. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory – POT)

L luận án xem xét thêm các quyết định CTTC từ một quan điểm khác đó là lý thuyết trật tự phân hạng (POT), nó được nghiên cứu khởi đầu bởi Myers và Majluf

(1984). Giả thuyết của lý thuyết này cho rằng: Các nhà đầu tư bên ngoài và nhà quản lý có cùng một nguồn thông tin về DN - được gọi là thông tin cân xứng. Tuy nhiên, trên thực tế nhà quản lý thường có nhiều thông tin tốt hơn so với các nhà đầu tư bên ngoài - lúc này được gọi là thông tin bất cân xứng. Các nguồn thông tin này ít nhiều sẽ tác động đến CTV của DN. Cũng theo Myers và Majluf (1984) chênh lệch thông tin sẽ làm cho VCSH bị đánh giá sai trên thị trường, điều này làm cho tài sản của các cổ đông hiện hữu có thể bị tổn thất hay được đánh giá cao. Nếu DN tài trợ dự án mới bằng cách phát hành cổ phiếu thì thông thường các cổ phiếu này sẽ bị định giá thấp do các nhà quản lý có thể không thể truyền đạt hết triển vọng tươi sáng cho các nhà đầu tư tiềm năng. Kết quả là các nhà đầu tư bên ngoài không phân biệt được giữa dự án tốt và dự án xấu, cho nên, họ xem việc DN phát hành cổ phiếu mới là tín hiệu xấu và họ yêu cầu một phần bù cho giá trị đầu tư, dẫn đến DN chỉ có thể phát hành cổ phiếu với mức giá thấp. Theo Asquith và Mullins Jr (1986), khi DN công bố thông tin rằng: Họ sẽ phát hành cổ phiếu, thông thường sẽ pha loãng giá cổ phiếu dẫn đến giá cổ phiếu sẽ sụt giảm và làm giảm giá trị vốn hóa thị trường trước khi DN phát hành cổ phiếu. Do vậy, DN có thể sẽ lựa chọn tài trợ dự án mới bằng nợ vay. So với VCSH, nợ vay sẽ ít bị đánh giá thấp hơn; điều này là do các hợp đồng vay nợ đã giới hạn khả năng thua lỗ của trái chủ nên sẽ an toàn hơn.

Ngoài ra, cũng theo Myers (1984) các nhà quản lý có khuynh hướng phát hành cổ phiếu khi DN được định giá cao và ngược lại sẽ vay nợ khi bị định giá thấp. DN cũng huy động VCSH từ bên ngoài khi chi phí kiệt quệ tài chính cao và ngược lại DN sẽ vay nợ khi chi phí kiệt quệ tài chính thấp. Bên cạnh đó, theo Eckbo (1986) và Shyam-Sunder và Myers (1999), DN có thể phát hành nợ hoặc VCSH để tài trợ cho đầu tư mới với điều kiện nợ phải được đảm bảo bằng tài sản và lợi nhuận. Do đó, các nhà đầu tư khi đầu tư vào nợ ít bị lộ những sai sót trong việc định giá các DN và việc công bố vấn đề nợ sẽ dễ có tác động làm giảm giá cổ phiếu so với việc công bố về vốn chủ sở hữu.

Thêm nữa, lý thuyết trật tự phân hạng cũng giải thích dòng tiền tác động đến cấu trúc vốn DN như thế nào. Theo đó, nếu nguồn vốn nội sinh không đảm bảo thì các DN sẽ sử dụng nợ vay. Ngược lại, nếu DN có dòng tiền nội sinh lớn hơn tương đối so với các khoản đầu tư thì DN sẽ sử dụng nợ vay ít hơn. DN có thể dùng dòng tiền thừa này để trả bớt nợ vay hoặc mua cổ phiếu quỹ, và việc này sẽ làm cho DN tăng tỷ số nợ.

Tóm lại: lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên giả thuyết tồn tại sự chênh lệch thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư bên ngoài. POT cho rằng: Những quyết định

về CTV không dựa trên tỷ lệ nợ/tài sản tối ưu mà được quyết định từ việc phân hạng trong CTV và rút ra được 4 vấn đề sau:

(i) Các DN thích nguồn tài trợ nội bộ hơn là bên ngoài (bắt đối xứng thông tin được cho là có liên quan chỉ đối với tài trợ bên ngoài).

(ii) Cổ tức là "ổn định". Vì vậy, việc cắt giảm cổ tức không được sử dụng để tài trợ cho chi tiêu vốn. Do đó, thay đổi trong nhu cầu tiền mặt không được áp dụng khi thay đổi cổ tức ngắn hạn. Nói cách khác, những thay đổi dòng tiền ròng xuất hiện giống như những thay đổi trong nguồn tài trợ bên ngoài.

(iii) Nếu cần huy động nguồn vốn ngoại sinh để đầu tư thì các DN sẽ làm việc theo trật tự phân hạng, từ nợ an toàn đến nợ có rủi ro hơn, đến các chứng khoán chuyển đổi hoặc cổ phiếu ưu đãi, và cuối cùng là vốn cổ phần thường như một phương sách cuối cùng.

(iv) Tỷ lệ nợ của mỗi DN là khác nhau và nó phản ánh yêu cầu tích lũy đối với tài trợ bên ngoài.

Như vậy, Myers (1984) cho rằng sẽ không có một CTV tối ưu với các DN.

Hạn chế của lý thuyết trật tự phân hạng:

Lý thuyết này chỉ giải thích được một vài khía cạnh của quyết định lựa chọn nguồn tài trợ của DN. Tuy nhiên, nó vẫn chưa giải thích được tác động của thuế, chi phí phá sản, chi phí phát hành chứng khoán ảnh hưởng như thế nào đến CTV của DN, cũng như chưa xem xét đến vấn đề phát sinh với chi phí đại diện khi DN có quá nhiều nguồn lực tài chính nhàn rỗi.

2.5.5. Lý thuyết thời điểm thị trường (Timing Market Theory)

Theo Baker và Wurgler (2002), CTV của doanh nghiệp trong hiện tại chịu ảnh hưởng bởi nỗ lực xác định thời điểm thị trường trong quá khứ. Theo lý thuyết này, quyết định CTV của DN phụ thuộc vào thời điểm thị trường. Ví dụ như các DN sẽ dựa vào thời điểm thuận lợi của thị trường để phát hành hay mua lại cổ phiếu. Các DN dường như cố gắng phát hành cổ phiếu mới khi giá cổ phiếu đang cao và mua lại khi giá thị trường của cổ phiếu xuống thấp. Với cách này, các nhà quản trị tin rằng DN của họ có thể tham gia thị trường đúng lúc nhằm mang lại lợi ích của cổ đông.

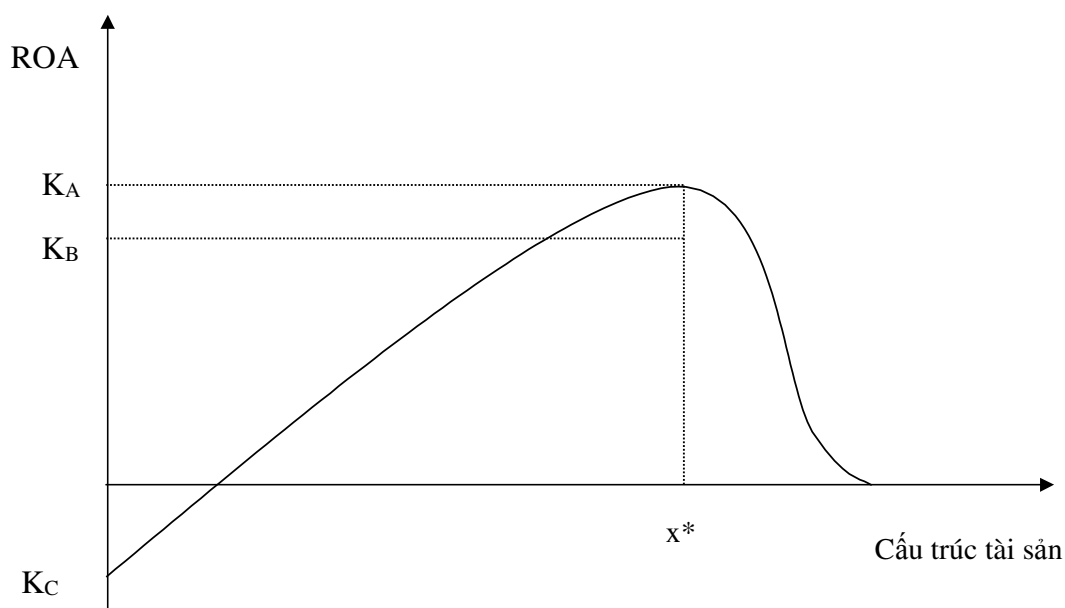
2.5.6. Lý thuyết cấu trúc tài sản tối ưu (Optimum Asset Structure Theory)

Lý thuyết CTTS tối ưu được làm rõ bởi Melnyk và cộng sự (1984). Theo các tác giả có tồn tại CTTS tối ưu mà tại đó ROA là cao nhất.

Khi DN đầu tư lượng tài sản cố định thấp, sản lượng SX không đáp ứng được doanh thu tiêu thụ dẫn đến ROA âm. Nguyên nhân do phần lợi nhuận không đủ trang trải các khoản chi phí cố định của DN như chi phí khấu hao tài sản cố định, các khoản bảo hiểm, chi phí thuê bảo vệ...

Khi tài sản cố định đầu tư tăng dần, công suất SX cũng tăng theo. Trong ngưỡng tiêu thụ cho phép thì ROA cũng tăng theo sự đầu tư của tài sản cố định. Tuy nhiên đến một thời điểm giới hạn, đầu tư tài sản cố định tăng thêm, lượng sản phẩm SX tiếp tục tăng, trong khi đó tiêu thụ sản phẩm có giới hạn dẫn đến lượng sản phẩm thừa vượt khả năng tiêu thụ, lúc này ROA giảm.

Melnyk và cộng sự (1984) cũng chỉ ra rằng, trong thực tế để chỉ ra CTTS tối ưu rất khó vì còn phụ thuộc vào khả năng tiêu thụ hàng hóa của DN. Đối với đường phản ánh ROA không phải là đường cong đối xứng qua điểm A. Đường cong phía bên phải điểm A dốc hơn nhiều so với đường phía bên trái điểm A. Nguyên nhân được Melnyk và cộng sự (1984) giải thích khi đầu tư tài sản cố định thừa, sản phẩm sản xuất dư thừa so với khả năng tiêu thụ dẫn đến lãng phí vốn lưu động, đồng thời vốn cố định cũng bị lãng phí dẫn đến tốc độ ROA giảm nhanh.



Hình 2.6. Tác động của cấu trúc tài sản đến ROA

Nguồn: Melnyk và cộng sự (1984)

2.5.7. Thảo luận các lý thuyết

Nếu như hoạt động của DN được ví như việc đưa toàn bộ tài sản vào SXKD để tạo ra một dòng lưu chuyển tiền tệ làm tăng HQKD của DN, thì có thể xem CTTC là

sự kết hợp của việc sử dụng các nguồn tài chính để tạo nên các tài sản đó, bao gồm các nguồn tài chính đến từ bên ngoài hoặc từ các nguồn nội bộ bên trong DN. Nếu DN chỉ sử dụng nguồn vốn của mình thì toàn bộ lợi nhuận được phân phối cho các cổ đông và tích lũy (qua các hình thức cổ tức và lợi nhuận giữ lại). Nếu DN sử dụng một phần vốn vay, doanh nghiệp phải dành một phần vốn vay, doanh nghiệp phải dành một phần lợi nhuận để trả nợ sau này thì chủ nợ sẽ được ưu tiên trả nợ trước, sau đó mới là quá trình phân phối lợi nhuận đến cổ đông. Vì vậy, DN có thể thiết lập các CTTC dựa trên đặc thù, sự linh hoạt và nên phù hợp với đặc điểm cũng như tình hình hoạt động của doanh nghiệp.

Cho đến bây giờ sự tranh luận về tầm quan trọng của việc lựa chọn CTTC của DN vẫn đang tiếp tục dù nó đã diễn ra trong nhiều thập kỷ và xét về mặt bản chất, các chuyên gia đang tranh luận về tác động của CTTC đến HQKD của doanh nghiệp. Các chuyên gia tài chính theo quan điểm cổ điển cho rằng: Tăng đòn bẩy tài chính của DN (ví dụ như tăng tỷ trọng nợ trong CTV của doanh nghiệp lên đến một thời điểm nào đó) sẽ làm gia tăng HQKD của doanh nghiệp. Nhưng ngoài điểm đó mà nếu tiếp tục tăng lên trong đòn bẩy có thể làm tăng chi phí kiệt quệ tài chính cũng như chi phí phá sản của DN, dẫn đến sẽ làm giảm HQKD của DN.

Modigliani và Miller (1958) đã lập luận rằng: Hiệu quả kinh doanh độc lập với sự lựa chọn của CTV trong “giả định” của thị trường hoàn hảo. Kể từ khi Modigliani và Miller (1958) công bố điều này, nhiều sự tranh luận tập trung vào tính thực tế của các “giả định”, trong đó bao gồm sự thiếu vắng của các loại thuế, chi phí phá sản, và một số thiếu sót so với thế giới thực. Do đó các chuyên gia phản bác cho rằng: Vì sự không hoàn hảo của thị trường, sự lựa chọn CTV của một DN có thể ảnh hưởng đến HQKD của DN, từ đó, xuất hiện thêm các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm bổ sung cho lập luận này.

Theo lý thuyết đánh đổi do Myers (1977) có sự tồn tại một CTV tối ưu mà tại đó là sự cân bằng lợi ích từ lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính của DN, từ đó có thể tối đa hóa lợi ích của DN. Lý thuyết này cho rằng: Việc sử dụng nợ nhiều hơn sẽ làm giảm hiệu quả của DN do tạo ra sự gia tăng xác suất phá sản (chi phí phá sản lớn hơn tiết kiệm thuế). Nếu các DN tiếp tục tăng các khoản nợ thì sẽ phải trả một mức lãi suất cao hơn và có thể làm giảm lợi nhuận sau thuế trong tương lai. Điều này sẽ mang lại những khó khăn tài chính và có thể dẫn đến phá sản. Theo Brealey và cộng sự (1991) lý thuyết đánh đổi cũng giải thích mối quan hệ giữa thuế, nguy cơ phá sản và việc sử

dụng các khoản nợ trong CTV của doanh nghiệp và nó cũng chú ý hướng đến một sự cân bằng giữa những lợi ích và bất lợi trong việc sử dụng nợ.

Bên cạnh đó, theo lý thuyết trật tự phân hạng, được giới thiệu bởi Myers và Majluf (1984), cho rằng: Sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và nhà đầu tư tạo ra một sự ưu tiên trong chính sách tài chính của DN, thường bắt đầu với quỹ nội bộ, tiếp theo là nợ và sau đó là VCSH gắn liền với chi phí sử dụng vốn tăng dần. Nợ là một trong những lựa chọn thay thế có lợi hơn so với VCSH của DN bởi vì nó sẽ làm giảm chi phí vốn và tăng lợi nhuận cho cổ đông. Cũng theo lý thuyết này, Myers (1977); Myers và Majluf (1984) khẳng định rằng: Việc sử dụng nợ sẽ làm tăng hiệu quả của DN đến một giới hạn nhất định.

Ngoài ra, một lý thuyết khác liên quan đến CTV đó là lý thuyết thời điểm thị trường. Baker và cộng sự (2002) cho rằng: Doanh nghiệp thay đổi CTV sẽ phụ thuộc vào tín hiệu của thị trường và lý thuyết này cho rằng các doanh nghiệp sẽ phát hành hay mua lại cổ phiếu để điều chỉnh đòn bẩy tài chính do biến động giá cổ phiếu.

Như vậy, các lý thuyết trật tự phân hạng và thời điểm thị trường ngụ ý rằng: Đòn bẩy tài chính không có ảnh hưởng đến HQKD nên DN không nỗ lực để tạo ra những thay đổi trong đòn bẩy tài chính. Ngược lại, lý thuyết đánh đổi lại cho rằng: Sự không hoàn hảo của thị trường tạo ra một mối liên kết giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả doanh nghiệp, dựa vào đó các doanh nghiệp thực hiện các bước tích cực để tối đa hóa CTV nhằm tối đa hóa lợi ích của doanh nghiệp. Sự tranh luận về việc có hay không sự tác động của CTV đến HQKD của doanh nghiệp cho đến nay vẫn còn tiếp diễn cả trên bình diện lý thuyết cũng như thực nghiệm.

Tóm lại, thông qua nghiên cứu các lý thuyết về CTTC có thể thấy: mặc dù các lý thuyết được nghiên cứu trên cơ sở những giả định khác nhau nhưng cũng đều chỉ rõ mối quan hệ giữa CTTC đến HQKD thông qua mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời, quan hệ lợi ích giữa chủ sở hữu với chủ nợ và các nhà quản trị trong DN. Việc nghiên cứu và kiểm định các lý thuyết tài chính trong thực tế đều hướng đến mục tiêu xây dựng CTTC tối ưu nhằm đạt mục tiêu tối đa hóa HQKD của DN

Kết luận chương 2

Trong chương này, tác giả đã nêu được các điểm chính sau:

- *Thứ nhất*, tác giả đã nêu được đặc điểm hoạt động kinh doanh của các DNXD bao gồm đặc điểm về sản phẩm, đặc điểm về CTTC, đặc điểm về hàng tồn kho.

- *Thứ hai*, tác giả đưa ra khái niệm và chỉ tiêu phản ánh của CTTC và HQKD của DN. Khái niệm CTTC được hiểu là sự kết hợp CTNV và CTTS có trong doanh nghiệp để phục vụ cho các hoạt động của mình. Trong đó, luận án thước đo cấu trúc nguồn vốn là tỷ lệ giữa nợ phải trả trên tổng tài sản (hay tổng nguồn vốn của DN), còn CTTS tác giả sử dụng 3 thước đo là tỷ trọng TSCĐ, tỷ trọng hàng tồn kho và tỷ trọng khoản phải thu trong tổng tài sản. Để phản ánh HQKD trong các DNXD tác giả sử dụng thước đo ROA và ROE.

- *Thứ ba*, tác giả đề cập tới các yếu tố ảnh hưởng tới HQKD của DN bao gồm: tuổi, cấu trúc nguồn vốn, cấu trúc tài sản, tăng trưởng, quy mô của doanh nghiệp.

- *Thứ tư*, tác giả nêu lên vai trò của CTTC tới HQKD của DN

- *Cuối cùng*, tác giả đã nêu mối quan hệ giữa CTTC với HQKD của DN thông qua một số lý thuyết liên quan đó là:

+ *Lý thuyết CTTC tối ưu*: Lý thuyết này cho rằng khi tăng vay nợ đến một mức nào đó sẽ làm tăng WACC nên tồn tại một CTTC tối ưu tại đó tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và tối đa hóa giá trị DN.

+ *Lý thuyết M&M về cấu trúc vốn*: Lý thuyết này nêu lên tác động của vay nợ đến giá trị DN và lợi nhuận kỳ vọng trên VCSH trong hai trường hợp có thuế TNDN và không có thuế TNDN. Theo lý thuyết này, trong trường hợp có thuế TNDN thì giá trị DN và lợi nhuận kỳ vọng trên VCSH cao nhất khi DN vay nợ 100%

+ *Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn*: Lý thuyết này cho rằng khi DN vay nợ sẽ phát sinh các chi phí kiệt quệ tài chính. CTV của DN sẽ tối ưu khi lợi ích của lá chắn thuế bằng chi phí kiệt quệ tài chính

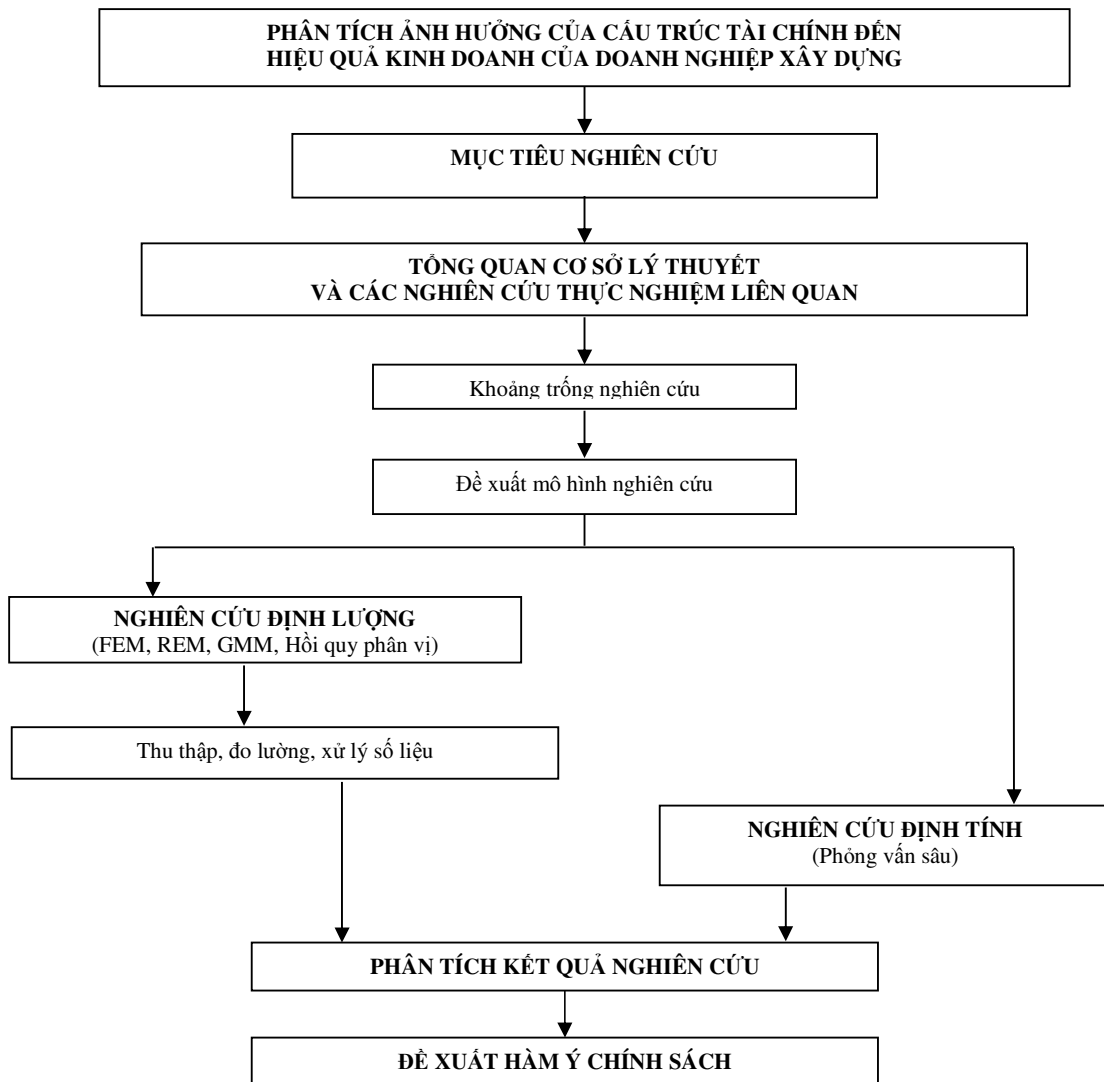
+ *Lý thuyết trật tự phân hạng*: Lý thuyết này cho rằng sẽ không có CTV tối ưu mà tùy thuộc vào sự phát triển của DN, chi phí phát hành cổ phiếu, giá cổ phiếu để DN ưu tiên sử dụng các nguồn tài trợ: Lợi nhuận giữ lại, phát hành cổ phiếu, vay nợ.

+ *Lý thuyết cấu trúc tài sản tối ưu*: Lý thuyết này cho rằng có CTTS tối ưu mà tại đó ROA cao nhất. Việc đầu tư TSCĐ quá thấp hoặc quá cao đều có tác động tiêu cực đến ROA. Tuy nhiên, trong thực tế để tìm hiểu được điểm tối ưu của CTTS rất khó vì còn phụ thuộc vào khả năng tiêu thụ hàng hóa của DN trên thị trường.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Thiết kế nghiên cứu

Trên cơ sở tiếp cận lý thuyết về CTTC và HQKD của DN tác giả lựa chọn và xác định các vấn đề nghiên cứu chủ yếu, luận án sử dụng cả phương pháp nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng. Trong đó nghiên cứu định lượng được sử dụng để đánh giá ảnh hưởng của CTTC cũng như ảnh hưởng của một số biến kiểm soát khác như tuổi của DN, quy mô DN, tốc độ tăng trưởng của DN... đến HQKD của DNXD, thông qua mô hình này luận án sẽ phân tích ảnh hưởng của CTTC đến HQKD của DNXD ở các phân vị khác nhau của HQKD. Sau đó, luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính là phỏng vấn sâu các nhà quản trị tài chính của một số DNXD để đánh giá kết quả nghiên cứu định lượng dưới góc nhìn của chuyên gia và ứng dụng thực tế.



Hình 3.1. Quy trình nghiên cứu

3.2. Phương pháp thu thập và xử lý số liệu

3.2.1. Phương pháp thu thập số liệu

Để tiến hành thu thập dữ liệu cho nghiên cứu, tác giả tiến hành thu thập từ hai nguồn chính là dữ liệu thứ cấp và dữ liệu sơ cấp.

Nguồn dữ liệu thứ cấp:

Nghiên cứu định lượng: Nghiên cứu sử dụng dữ liệu Điều tra doanh nghiệp hàng năm của TCTK trong giai đoạn 2012-2017 (Xem phụ lục 1). Thứ nhất, để phân tích thực trạng các DNXD tại Việt Nam về số lượng, cơ cấu các DNXD theo quy mô, loại hình DN, phân tích thực trạng CTTC, HQKD của các DNXD giai đoạn từ 2012 đến 2017 nghiên cứu sử dụng mẫu của 63.714 doanh nghiệp ngành xây dựng, với chiều dài 6 năm, số quan sát sẽ tăng lên thành 323.622 quan sát. Thứ hai, luận án sử dụng bộ dữ liệu mảng với 91.728 quan sát (15.288 x 6 năm) để phân tích đánh giá tác động của CTTC tới HQKD các DNXD tại Việt Nam trong giai đoạn này. Ngoài ra, số liệu thứ cấp còn được lấy từ việc khảo sát thực tế và thu thập từ các báo cáo thường niên của các DNXD được công bố rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng như báo cáo tài chính, báo cáo tổng kết, phương hướng hoạt động... và các số liệu kế toán, dữ kiện hoạt động khác có liên quan đến đề tài nghiên cứu. Ngoài ra, tác giả còn thu thập thông tin qua thư viện quốc gia, website, cơ sở dữ liệu của Viện Sau đại học Trường Đại học Kinh tế Quốc dân...

Nguồn dữ liệu sơ cấp:

Nghiên cứu định tính: Bên cạnh phương pháp nghiên cứu định lượng như trên, luận án sử dụng thêm phương pháp nghiên cứu định tính để đánh giá lại kết quả nghiên cứu định lượng. Cụ thể, luận án tiến hành phỏng vấn sâu đối với các nhà quản trị tài chính của DN để tìm hiểu thêm về quá trình đánh giá của họ về ảnh hưởng của CTTC tới HQKD của DNXD. Đồng thời, qua quá trình phỏng vấn ban lãnh đạo của DNXD để họ đưa ra đánh giá về việc hoàn thiện CTTC mà luận án thực hiện, so sánh với cách làm thực tế của DN trong việc xác định CTTC phù hợp cho DN mình. Nghiên cứu định tính với phương pháp thu thập dữ liệu chủ yếu là phỏng vấn và quan sát với những câu hỏi phi cấu trúc. Dự kiến mỗi cuộc phỏng vấn kéo dài từ 45 phút đến 60 phút, có thể được thực hiện tại văn phòng hoặc nhà riêng của các đối tượng được phỏng vấn tùy theo ý muốn của đối tượng... Toàn bộ nội dung phỏng vấn được ghi chép cẩn thận và đầy đủ, được lưu giữ trong máy tính và máy ghi âm (nếu đối tượng phỏng vấn cho phép). Thông qua quá trình phỏng vấn, NCS đưa những ý tưởng

và phát hiện mới từ cuộc phỏng vấn trước vào cuộc phỏng vấn tiếp theo và cuối cùng tất cả các ý tưởng và phát hiện mới được NCS sử dụng cho việc phân tích dữ liệu.

Mẫu được lựa chọn là các nhà quản trị (bao gồm giám đốc hoặc giám đốc tài chính/ kế toán trưởng) của các DNXD. Số lượng thực hiện là 07 người theo phương pháp chọn mẫu thuận tiện trong đó 02 giám đốc doanh nghiệp, 03 trưởng phòng và 02 kế toán trưởng. Các đối tượng được phỏng vấn nằm tại địa bàn Nam Định và Hà Nội. Do yêu cầu của đối tượng phỏng vấn nên luận án không công khai thông tin về đối tượng tham gia phỏng vấn. Thời gian tiến hành phỏng vấn được thực hiện từ tháng 3 đến tháng 4 năm 2019. Đây là thời gian sau khi NCS đã hoàn thành nghiên cứu định lượng. Như vậy, thời gian thực hiện NCS định tính được làm sau khi NCS hoàn thành nghiên cứu định lượng.

3.2.2. Phương pháp xử lý dữ liệu

Để có được bộ dữ liệu hoàn chỉnh phục vụ cho quá trình nghiên cứu, tác giả đã xử lý, ghép nối từng bộ số liệu như sau:

- Bước 1: Đọc và nghiên cứu bảng hỏi của bộ số liệu Điều tra Doanh nghiệp từ năm 2012-2017.

- Bước 2: Giữ lại các chỉ tiêu cần thiết cho nghiên cứu. Do tên các chỉ tiêu qua các năm có sự thay đổi nên phải đổi tên các chỉ tiêu nghiên cứu sao cho đồng nhất.

- Bước 3: Nối số liệu các năm lại với nhau và thiết lập số liệu theo mã số thuế của DN và năm nghiên cứu khi đó sẽ được bộ số liệu cho doanh nghiệp.

- Bước 4: Tính toán và giảm dữ liệu, chỉ giữ lại những doanh nghiệp đang hoạt động, có doanh thu, loại bỏ những doanh nghiệp có thông tin không hợp lý như số lao động, tài sản, doanh thu nhỏ hơn 0... Khi đó sẽ hoàn thành bộ số liệu hoàn chỉnh được sử dụng trong luận án.

- Luận án sẽ sử dụng phần mềm phân tích thống kê và kinh tế lượng Stata 14.0: Đây là phần mềm được sử dụng trong nghiên cứu do có sự tiện ích trong xử lý số liệu phân tích thống kê, ước lượng các mô hình kinh tế lượng và khả năng quản lý chương trình bằng “do file”.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Tác giả kế thừa mô hình của Jiraporn và Tong (2010); Lin và Su (2008); Đoàn Ngọc Phúc (2014); Lê Thị Nhu (2017) để xây dựng mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của CTTC tới HQKD của DNXD có dạng như sau:

$$HQKD_{it} = \beta_0 + \beta_1CTNV_{it} + \beta_2CCTS_{it} + \beta_3CCTK_{it} + \beta_4CCPT_{it} + \beta_5SIZE_{it} + \beta_6GRO_{it} + \beta_7AGE_{it} + e_{it} \quad (3.1)$$

3.3.1. Các biến phụ thuộc

Về mặt lý thuyết cũng như các bằng chứng thực nghiệm đều cho thấy vẫn có nhiều chỉ tiêu đo lường khác nhau hay chỉ tiêu khác nhau đại diện cho HQKD của DN. Các chỉ tiêu khác nhau này cũng có thể cho ra các kết quả khác nhau về tác động của CTTC lên HQKD trong cùng một nghiên cứu hay các nghiên cứu khác nhau. Các lý thuyết cũng như các nghiên cứu thực nghiệm đưa ra một số chỉ tiêu thường được sử dụng nhằm đại diện cho HQKD của DN như: chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE), chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) với các tác giả như Zeitun và Gang Tian (2007); San và Heng (2011); Đoàn Ngọc Phúc (2014); Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014); Nguyễn Thị Tuyết Lan (2019); hoặc một số chỉ tiêu khác cũng thường được lựa chọn như Nieh và cộng sự (2008); Cheng và cộng sự (2010).

Ngoài ra, cũng có những quan điểm khác được xem như có tính đến tác động của giá thị trường chẳng hạn như: Sử dụng giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường như Rajhans (2013) hay chỉ số Tobin'Q. Chỉ số Tobin'Q là chỉ tiêu kết hợp giữa giá thị trường và giá trị sổ sách kế toán tài chính và được sử dụng để đo lường HQKD của DN trong nhiều nghiên cứu như: Cheng và cộng sự (2010); Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiều (2010); Lin và Chang (2011); Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013); Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014).

Sự lựa chọn các tiêu chí để đánh giá HQKD có thể bị ảnh hưởng bởi mục tiêu của DN là lựa chọn các tiêu chí hiệu quả (thể hiện qua các chỉ tiêu trong báo cáo tài chính hay thể hiện qua các chỉ tiêu giá trị thị trường) cũng như tính hiệu quả của thị trường cổ phiếu, thị trường vốn. Tại Việt Nam, nếu đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán thì các chỉ tiêu giá trị thị trường như Tobin'Q, tỷ lệ giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu so với giá trị sổ sách (MBVR), P/E... rất dễ xác định. Tuy nhiên, đối với các DN chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán thì việc xác định giá trị thị trường của DN là chưa đủ cơ sở và rất khó xác định.

Với mẫu là toàn bộ các DNXD tại Việt Nam giai đoạn 2012-2017, trong luận án này, kế thừa các nghiên cứu của Zeitun và Gang Tian (2007); El-Sayed Ebaid (2009); Ahmad và cộng sự (2012); Nguyễn Thị Thúy Phương (2017); Nguyễn Thị Tuyết Lan (2019) tác giả sử dụng 2 chỉ tiêu ROA và ROE để đo lường HQKD của DNXD tại Việt Nam vì các lý do sau:

Thứ nhất, hai chỉ tiêu này đã được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng từ rất lâu như Demsetz và Lehn (1985); Gorton và Rosen (1995); Mehran (1995), gần đây có Zeitun và Gang Tian (2007); San và Heng (2011), Nguyễn Thị Tuyết Lan (2019) và trong

thực tiễn, các nhà quản lý DN thường sử dụng những chỉ tiêu tài chính để đo lường, báo cáo và cải thiện HQKD của DN bởi một ưu điểm rõ ràng của 2 chỉ số này là dễ dàng tính toán.

Thứ hai, trong cách tiếp cận của Shah và cộng sự (2011); Le và Buck (2011), chỉ tiêu đo lường HQKD là lợi nhuận trên doanh thu ROS hoặc lợi nhuận trên vốn đầu tư ROI. Cách sử dụng ROI hay ROS cũng gần tương tự như ROA và ROE. Tuy nhiên, ROI và ROS chưa phản ánh CTTC của DN trong việc tác động đến HQKD. Do đó, ROA và ROE là 2 đại diện phù hợp hơn trong việc xác định CTTC ảnh hưởng đến HQKD của DN.

Thứ ba, theo Behn (2003) HQKD của một biến đo lường có thể chịu tác động của mục tiêu kinh doanh, sự phát triển của TTCK và thị trường vốn. Ví dụ nếu trong một nước TTCK không phát triển cao và năng động thì biến đo lường HQKD dựa trên giá trị thị trường sẽ không cung cấp được các kết quả và chính xác.

Thứ tư, việc đánh giá HQKD của DNXD thông qua tiêu chí giá trị DN trên thị trường, mục tiêu kinh doanh như Tobin'Q, P/E, MBVR là rất khó bởi số lượng các DNXD trên toàn quốc là rất lớn, hơn nữa đa phần các DNXD này là các DN có quy mô siêu nhỏ và nhỏ chưa niêm yết nên việc xác định các chỉ tiêu trên là không có cơ sở để xác định và rất khó tính toán.

Tóm lại, với các lý do trên, luận án sẽ căn cứ vào hai tiêu chí ROA và ROE để làm cơ sở nghiên cứu HQKD của DNXD.

3.3.2. Các biến độc lập

Nhóm biến độc lập bao gồm cả biến giải thích và biến kiểm soát.

(1) Biến giải thích: là biến liên quan đến CTTC bao gồm CTNV và CTTS

- Về CTNV, trên nền tảng lý thuyết về CTV tác động đến HQKD của DN như: Lý thuyết CTV hiện đại của Modigliani và Miller (1958) kết hợp với các nghiên cứu thực nghiệm của các tác giả trong và ngoài nước như: Carpentier (2006); Zeitun và Gang Tian (2007); Cheng và cộng sự (2010); Lin và Chang (2011), Antwi và cộng sự (2012); Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013); Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014); Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014); Berzkalne (2015); Nguyễn Thị Tuyết Lan (2019): có các cách tính chỉ tiêu CTNV bao gồm: tỷ số nợ trên tổng tài sản, tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản, tỷ số giữa nợ phải trả trên VCSH. Nghiên cứu của Diamond (1993); Demirgüç-Kunt và Maksimovic (1999) cho rằng các DN ở các nền kinh tế đang phát triển, các

nền kinh tế mới nổi chủ yếu dựa vào nợ ngắn hạn do đó hệ số nợ thường được đo lường thông qua chỉ tiêu tổng nợ phải trả/tổng tài sản hoặc nợ ngắn hạn trên tổng tài sản. Tại các DN trong ngành XD nợ ngắn hạn cũng chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng nợ phải trả. Tuy nhiên, hầu hết các DN có xu hướng duy trì mức độ nợ ngắn hạn ở một mức nhất định từ năm này sang năm khác, cho nên dù ghi nhận trên bảng cân đối kế toán là khoản nợ ngắn hạn nhưng khoản nợ này lại mang tính chất thường xuyên. Vì vậy để phản ánh CTNV luận án sử dụng chỉ tiêu hệ số nợ được xác định bằng tổng nợ phải trả trên tổng tài sản (*biến CTNV*). Ngoài ra, do hạn chế trong việc xem xét giá trị thị trường nên các chỉ tiêu được tính toán là các chỉ tiêu theo giá trị sổ sách.

- *Về CTTS*: Trong hầu hết các nghiên cứu CTTS được đo bằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản. Ngoài ra, như đã phân tích ở chương 2 đối với DNXD, tỷ trọng hàng tồn kho và các khoản phải thu ngắn hạn trong tổng tài sản là một chỉ tiêu quan trọng trong CTTS của DNXD, do đó luận án sử dụng thêm 2 chỉ tiêu này để phản ánh CTTS trong CTTC của DNXD. Chỉ tiêu này bên cạnh được tác giả kế thừa từ nghiên cứu của Lê Thị Nhu (2017), còn được củng cố hơn trong nghiên cứu định tính của mình khi tiến hành phỏng vấn sâu các nhà quản trị của doanh nghiệp. Các DN cho rằng: *“Các DNXD tài sản cố định thường chiếm tỷ lệ rất lớn do các DN này thường phải thi công các hạng mục công việc có giá trị cao đòi hỏi phải tập trung nhiều máy móc thiết bị. Tuy nhiên, giá trị hàng tồn kho và khoản phải thu của chủ đầu tư cũng là một trong những vấn đề quan tâm của DN đòi hỏi cần có sự quản trị tốt để DN đạt hiệu quả cao do hiện nay việc thu hồi vốn còn gặp rất nhiều khó khăn, công tác nghiệm thu thanh toán gặp nhiều vướng mắc khiến cho lượng hàng tồn kho thường rất lớn”*. Hầu hết các DN được phỏng vấn đều tán thành quan điểm về CTTC của luận án và góp ý việc nghiên cứu bổ sung các yếu tố về tài sản ngắn hạn như hàng tồn kho và các khoản phải thu để phân tích về CTTC của DNXD là hoàn toàn hợp lý.

+ *Cơ cấu tài sản (CCTS)*: Tài sản cố định trong DN rất quan trọng, là bộ phận không thể thiếu được trong quá trình tạo ra sản phẩm. Trong DNXD, tài sản cố định chủ yếu là nhà văn phòng, máy móc thi công, phương tiện vận tải. Các tài sản này có vai trò vô cùng quan trọng trong quá trình tạo nên thực thể sản phẩm XD. Khi DN đầu tư đủ các loại máy móc sẽ tạo điều kiện cho DN chủ động trong quá trình thi công, kịp và vượt tiến độ đề ra. Ngoài ra, tài sản cố định cũng là tài sản thế chấp khi DN muốn vay tiền ngân hàng trong lúc thiếu vốn kinh doanh. Kế thừa các nghiên cứu của Zeitun và Gang Tian (2007); San và Heng (2011); Choi và cộng sự (2014); Hoque và cộng sự (2014); Trần Thị Kim Oanh và Hoàng Thị Phương Anh (2017), luận án sử dụng tỷ

trọng tài sản cố định là thước đo chỉ tiêu về cấu trúc tài sản của DNXD với kỳ vọng khi DN có lượng tài sản cố định lớn sẽ làm tăng HQKD của DNXD.

+ *Tỷ trọng hàng tồn kho (CCTK)*: Tỷ trọng hàng tồn kho được đo bằng giá trị hàng tồn kho trên tổng tài sản của DN. Đối với DNXD, giá trị hàng tồn kho chủ yếu là sản phẩm dở dang như đã phân tích ở trên. Tỷ trọng này càng cao thì số vốn DN bị ứ đọng càng nhiều sẽ ảnh hưởng đến HQKD của DN vì vậy luận án sẽ sử dụng biến này để đưa vào mô hình đánh giá HQKD của DNXD dựa trên nghiên cứu của Lê Thị Nhu (2017).

+ *Tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn trên tổng tài sản (CCPT)*: Tỷ trọng này được tính bằng tỷ số giữa các khoản phải thu ngắn hạn trong tổng tài sản của DN. Trong các DNXD các khoản phải thu tương đối cao do đặc thù ngành XD là giá trị công trình lớn, thủ tục thanh toán rườm rà qua nhiều công đoạn, một phần doanh thu bị chủ đầu tư giữ lại để bảo hành công trình... Do đó, chỉ tiêu này rất quan trọng đối với các DNXD với kỳ vọng tác động ngược chiều với HQKD theo nghiên cứu của Lê Thị Nhu (2017).

(2) Biến kiểm soát:

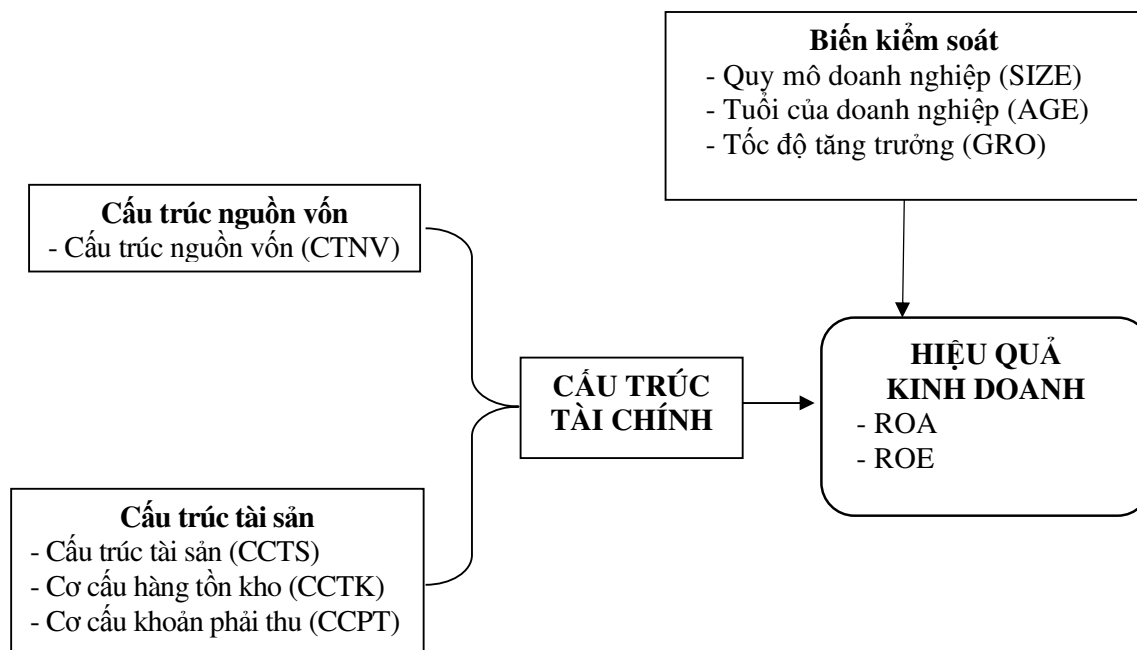
Bên cạnh đó, theo một số tác giả nghiên cứu trong và ngoài nước như: Rajan và Zingales (1995); Nieh và cộng sự (2008); Chowdhury và Chowdhury (2010); Cheng và cộng sự (2010); Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013); Hoque và cộng sự (2014); Farooq và Masood (2016) cho rằng một số biến khác cũng tác động đến HQKD của DN. Chính vì vậy, luận án sẽ đưa thêm một số biến kiểm soát vào trong mô hình nhằm giải thích tốt hơn sự thay đổi của HQKD của DN. Biến kiểm soát bao gồm các biến:

- *Quy mô doanh nghiệp (SIZE)* được đo bằng logarit của tổng giá trị tài sản của DN. Các nghiên cứu thực nghiệm của một số tác giả như: Carpentier (2006); Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013); Le (2015) cho rằng: Quy mô DN có tác động đến HQKD của DN với độ tin cậy cao và nó góp phần giải thích tốt hơn cho mô hình. Với các bằng chứng thực nghiệm trên, luận án xem xét để đưa biến quy mô DN vào mô hình nghiên cứu.

- *Tốc độ tăng trưởng (GRO)*: có nhiều thước đo tốc độ tăng trưởng của DN, phần lớn dựa vào tỷ lệ giữa giá thị trường của VCSH của DN Cai và cộng sự (2008). Tuy nhiên, ở các thị trường đang phát triển khả năng giá cổ phiếu dễ bị thao túng nên luận án không sử dụng thước đo có liên quan đến giá của vốn cổ phần. Thống nhất với Carpentier (2006); Chowdhury và Chowdhury (2010); Hoque và cộng sự (2014) luận

án sử dụng biến tốc độ tăng trưởng bằng tỷ lệ tăng trưởng của doanh thu theo giá trị sổ sách để đưa vào mô hình nghiên cứu.

- *Tuổi của doanh nghiệp (AGE)*: đo lường bằng số năm từ khi DN được thành lập đến thời điểm xem xét và biến này được ủng hộ bởi Hoque và cộng sự (2014).



Hình 3.2. Mô hình nghiên cứu

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 3.1. Ký hiệu, giải thích và kỳ vọng chiều tác động của các biến trong mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Kỳ vọng	Đo lường	Nghiên cứu
Biến phụ thuộc				
ROE	Suất sinh lời trên VCSH bình quân		Lợi nhuận sau thuế/ VCSH bình quân	Zeitun và Gang Tian (2007); Le Thi Phuong Vy (2015); Nguyễn Thành Cường (2014); Nguyễn Thị Tuyết Lan (2019)
ROA	Suất sinh lời trên tài sản bình quân		Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản bình quân	
Biến giải thích				
CTNV	Cấu trúc nguồn vốn	+	Tổng nợ/Tổng tài sản	Zeitun và Gang Tian (2007); Trần Hùng Sơn (2008); Lin và Su (2008); Jiraporn và

				Tong (2010); Le Thi Phuong Vy (2015)
CCTS	Cấu trúc tài sản	+	TSCĐ/Tổng tài sản	Zeitun và Gang Tian (2007); San và Heng (2011); Choi và cộng sự (2014); Hoque và cộng sự (2014)
CCTK	Tỷ trọng hàng tồn kho	-	Hàng tồn kho/Tổng tài sản	Lê Thị Nhu (2017)
CCPT	Tỷ trọng các khoản phải thu trong tổng tài sản	-	Các khoản phải thu ngắn hạn/ Tổng tài sản	Lê Thị Nhu (2017)
Biên kiểm soát				
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	+	Ln (Tổng tài sản)	Carpentier (2006); Choi và cộng sự (2014); Le Thi Phuong Vy (2015)
GRO	Tốc độ tăng trưởng	+	(Doanh thu năm t - Doanh thu năm (t-1))/ Doanh thu năm (t-1)	Carpentier (2006); Chowdhury và Chowdhury (2010); Ahmad và cộng sự (2012); Hasan và cộng sự (2014); Le Thi Phuong Vy (2015)
AGE	Tuổi của doanh nghiệp	+	Năm t - Năm thành lập	Hoque và cộng sự (2014)

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

3.3.3. Phương pháp ước lượng mô hình

Để tìm hiểu tác động của CTTC tới HQKD của DNXD tại Việt Nam, phương trình (3.1) có thể được ước lượng theo phương pháp dữ liệu bảng với các mô hình: Pooled OLS, FEM, REM, GMM. Những ưu điểm của việc sử dụng dữ liệu bảng trong ước lượng theo Gujarati (2004) như sau: (i) Dữ liệu bảng liên kết các đối tượng cá thể (các công ty đa quốc gia...) theo thời gian, nên có sự đồng nhất giữa các cá thể này. Kỹ thuật ước lượng dữ liệu bảng có thể xem xét đến sự đồng nhất này bằng cách đưa vào những biến đặc trưng riêng của từng cá thể (firms, countries,...) nghiên cứu; (ii) Bằng việc kết hợp những chuỗi quan sát theo thời gian và không gian, dữ liệu bảng hạn chế được hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến số độc lập, bậc tự do được tăng thêm và hiệu quả hơn, (iii) Dữ liệu bảng có thể phát hiện và đo lường một cách tốt hơn sự tác động không thể quan sát được theo dữ liệu chỉ theo thời gian hoặc chỉ theo không gian thuần túy, tránh được phần nào việc bỏ sót các biến số có ý nghĩa trong mô hình; (iv)

Cuối cùng, dữ liệu bảng có thể tối thiểu hóa độ chệch (bias) có thể phát sinh nếu chúng ta kết hợp các cá thể thành nhóm

Các phương pháp dữ liệu bảng phổ biến như mô hình ảnh hưởng cố định FEM, ngẫu nhiên REM hay OLS hay các kỹ thuật phức tạp hơn như GMM có một điểm chung là dựa trên giả định các hệ số của các biến giải thích không thay đổi tại các điểm khác nhau của biến phụ thuộc. Nghĩa là, trong nghiên cứu tác động của CTTC tới HQKD của DN, dù ở mức HQKD cao hay thấp thì tỷ lệ CTTC không hay đổi. Điều này là không phù hợp. Do đó, luận án vận dụng thêm phương pháp hồi quy phân vị để lấp đầy khoảng trống nghiên cứu. Phương pháp hồi quy phân vị giúp ước lượng các hệ số của các biến giải thích thay đổi như thế nào khi ở các phân vị khác nhau của biến HQKD ((Koenker và Bassett Jr, 1978); (Koenker, 2005)). Phương pháp này có thể mạnh là khai thác được toàn bộ dữ liệu nhờ khả năng xử lý được các giá trị bất thường (outliers) của biến phụ thuộc. Do đó, phương pháp hồi quy phân vị rất phù hợp với mục tiêu ước lượng tác động của CTTC đến HQKD của các DN. Sai số của các hệ số ước lượng cũng được hiệu chỉnh cho hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan để đảm bảo tính hiệu lực trong kiểm định hệ số (Parente và Silva, 2016). Các phân vị 10, 25, 50, 75 và 90 là các phân vị thường được phân tích trong các nghiên cứu sử dụng hồi quy phân vị (Koenker, 2005); (Zhao, 2014); (Ha và cộng sự, 2019).

Do các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng truyền thống Pooled OLS, FEM, REM, GMM là các phương pháp phổ biến và tiêu chuẩn trong các nghiên cứu trước, tác giả sẽ trình bày vắn tắt về các phương pháp này. Phương pháp hồi quy phân vị là phương pháp ít phổ biến hơn và sự phù hợp của phương pháp này đối với mục tiêu của luận án cần được làm rõ. Do đó, phần tiếp theo của luận án sẽ trình bày chủ yếu về phương pháp ít phổ biến này.

a. Phương pháp OLS, FEM, REM

Phương pháp ước lượng OLS gọi là bình phương tối thiểu thông thường, là phương pháp ước lượng các hệ số của biến giải thích lên giá trị trung bình của biến phụ thuộc dựa trên nguyên tắc tối thiểu hóa tổng các bình phương phần dư của mô hình. Trong đó, phần dư là chênh lệch giữa giá trị thực tế của biến phụ thuộc và giá trị dự đoán của biến này theo hàm của các biến giải thích

Phương pháp ước lượng sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) đặc biệt phù hợp hơn với các đặc điểm của dữ liệu bảng, nếu các đơn vị trong dữ liệu có các đặc điểm riêng không thay đổi theo thời gian và có thể tương quan với phần dư của mô

hình. Trong thực tế, điều này thường tồn tại nên việc ước lượng mô hình sẽ không hiệu quả nếu không cân nhắc nó.

Phương pháp ước lượng sử dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) phù hợp hơn với các phương pháp ước lượng OLS và mô hình ảnh hưởng cố định (FEM), nếu các đơn vị có đặc điểm riêng mang tính ngẫu nhiên, không tương quan với phần dư của mô hình. Một ưu điểm của phương pháp này là nó có thể ước lượng tác động của các biến có đặc điểm không thay đổi theo thời gian, như ngành, quốc gia, nơi DN hoạt động, loại hình DN (giả định các yếu tố này thực sự không thay đổi). Trong khi đó, mô hình ảnh hưởng cố định không thể thực hiện được việc ước lượng như vậy.

Để lựa chọn mô hình hiệu quả nhất, các kiểm định được sử dụng bao gồm: kiểm định nhân tử Lagrange (χ^2 test) lựa chọn giữa mô hình Pooled OLS với RE. Trong đó, H_0 là phương sai của sai số qua các đơn vị là không đổi hay mô hình Pooled OLS phù hợp hơn. Kiểm định Hausman (Hausman, 1978) để lựa chọn giữa mô hình RE và mô hình FE. Trong đó, giả thuyết H_0 là không có sự khác biệt giữa hai mô hình.

b. Phương pháp GMM

Ước lượng sử dụng phương pháp OLS không vững và hiệu quả khi có tồn tại các hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và nội sinh. Mô hình động là mô hình tác giả sử dụng trong luận án là mô hình đưa độ trễ của biến phụ thuộc HQKD để làm một trong các biến giải thích. Phần dư của mô hình này sẽ có tương quan với độ trễ bậc 1 của biến phụ thuộc. Mặt khác, một số biến giải thích khác trong mô hình cũng không hoàn toàn ngoại sinh nên cần phải xử lý nội sinh. Với các nguyên nhân gây ra nội sinh này, các phương pháp đơn giản như Pooled OLS, FEM, REM không đáp ứng đủ và phương pháp GMM là một lựa chọn khá phổ biến.

Antonioni và cộng sự (2006) đã chứng minh phương pháp GMM là phương pháp phù hợp đối với mô hình động. Các tác giả khuyến nghị sử dụng phương pháp GMM để loại bỏ các vấn đề nội sinh, và phương pháp này cũng cho các ước lượng vững khi có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Để đảm bảo các ước lượng theo phương pháp GMM là phù hợp, kiểm định Sargan và/ hoặc Hansen được sử dụng, kèm theo kiểm định về tự tương quan bậc 2 (Roodman, 2009). Kiểm định Sargan xem xét tính phù hợp của bộ biến công cụ trong mô hình, trong đó giả thuyết H_0 là biến công cụ là biến ngoại sinh. Do đó, kết quả kiểm định cần cho ra p-value lớn hơn 10%. Ngoài ra, kiểm định tự tương quan bậc 2 cũng được thực hiện để đảm bảo các biến công cụ được sử dụng từ độ trễ bậc 2 là phù hợp vì không có hiện tượng tự tương quan bậc 2 (Arellano và Bond, 1991).

c. Phương pháp hồi quy phân vị

Phương pháp hồi quy phân vị có điểm tương đồng với phương pháp OLS ở chỗ cả hai đều hỗ trợ ước lượng mối quan hệ tuyến tính giữa biến phụ thuộc và các biến giải thích. Tuy nhiên, trong khi hồi quy OLS giúp ước lượng giá trị trung bình của biến phụ thuộc, phương pháp hồi quy phân vị lại ước lượng giá trị của biến phụ thuộc tại từng phân vị τ của biến phụ thuộc (với τ thuộc khoảng $(0,1)$). $\tau = 0,5$ thể hiện trung vị.

Đối với hồi quy OLS, các hệ số thể hiện mức độ tác động của các biến giải thích được ước lượng qua nguyên tắc tối thiểu hóa: $\sum_{i=1}^n (y_i - \mu)^2$

Trong đó, giá trị trung bình có điều kiện của y là $\mu(X) = X\beta$, nghĩa là hàm của các biến giải thích X cho trước. Triển khai vào phương trình trên, ta có hệ số β được ước lượng theo nguyên tắc tối thiểu hóa: $\sum_{i=1}^n \rho_{\tau}(y_i - x_i^T \beta)$

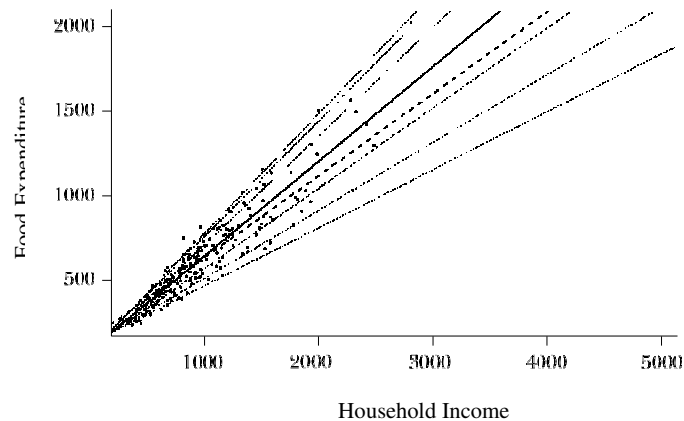
Trong khi đó, hồi quy phân vị cũng được thực hiện dựa trên nguyên tắc tương tự, bằng cách chỉ định rõ mô hình cho phân vị τ như sau:

$$Q_y(\tau|X) = X\beta(\tau)$$

Ước lượng hệ số của các β tại từng phân vị τ (gọi là $\beta(\tau)$) dựa trên nguyên tắc tối thiểu hóa: $\sum_{i=1}^n \rho_{\tau}(y_i - x_i^T \beta)$

Trong đó, $\rho_{\tau}(z)$ là hàm tuyến tính và có các giá trị: $z(\tau-1)$ nếu $z < 0$ và $z\tau$ nếu z không âm. Hệ số $\beta(\tau)$ cho thấy các hệ số của các biến giải thích X có thể khác tùy thuộc phân vị τ của biến phụ thuộc.

Tóm lại, khác với phương pháp OLS hay các phương pháp khác mà việc ước lượng các hệ số được thực hiện qua quy tắc tối thiểu hóa bình phương phần dư, phương pháp hồi quy phân vị ước lượng các hệ số thông qua tối thiểu hóa các phần dư lấy theo giá trị tuyệt đối theo số trọng số. Để minh họa cho ứng dụng của phương pháp hồi quy phân vị, tác giả Koenker (2005) đã sử dụng bộ dữ liệu về mối quan hệ giữa thu nhập và chi tiêu cho thực phẩm của hộ gia đình. Điểm nổi bật của kết quả là mối quan hệ giữa chi tiêu và thu nhập rất khác nhau giữa các hộ có chi tiêu cao so với hộ có chi tiêu thấp. Các đường thể hiện các mức tác động khác nhau thu nhập đối với chi tiêu thực phẩm của hộ gia đình, và các phân vị được nghiên cứu là 10%, 25%, 50%, 75% và 90%.



Hình 3.3. Minh họa về ứng dụng của hồi quy phân vị theo Koenker và Hallock

Nguồn: Koenker và Hallock (2001)

Phương pháp hồi quy phân vị giúp ta xác định được tác động của biến X đối với biến Y tại các phân vị khác nhau của biến Y, do đó cho ta thấy được bức tranh toàn diện hơn về tác động của biến X đối với biến Y ở mức trung bình, do các phương pháp này tập trung vào phần giữa trong phân phối của biến Y (Koenker và Bassett Jr, 1978). Khi ta muốn ước lượng tác động của biến X đối với biến Y tại các phân vị khác của Y, phương pháp OLS sẽ không còn phù hợp mà thay vào đó hồi quy phân vị sẽ là phương pháp rất phù hợp với mục đích ước lượng này. Đồng thời, không như OLS, phương pháp ước lượng hồi quy phân vị cho kết quả chuẩn vững (robust) trong trường hợp có các giá trị bất thường (outliers)

Mục tiêu của luận án là xem xét hệ số của biến CTTC có thay đổi khi ở các phân vị khác nhau của biến HQKD. Điều này hoàn toàn có thể được kiểm định bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy phân vị như minh họa trong trường hợp mối quan hệ của thu nhập và chi tiêu thực phẩm của hộ gia đình. Hơn nữa, mặc dù ta có thể sử dụng hồi quy phân vị OLS hay mô hình ảnh hưởng cố định/ngẫu nhiên để ước lượng các hệ số tại từng phân vị riêng biệt, điều này làm giảm mạnh số mẫu quan sát và vấn đề các giá trị bất thường vẫn không được xử lý. Trong khi đó, hồi quy phân vị mặc dù ước lượng hệ số của các biến giải thích tại từng phân vị của biến phụ thuộc, phương pháp này vẫn sử dụng toàn bộ quan sát và xử lý được các giá trị bất thường.

Luận án chọn sử dụng các phân vị 10, 25, 50, 75 và 90, nhất quán với một số nghiên cứu sử dụng hồi quy phân vị trong các nghiên cứu về CTTC trong đó có Fattouh và cộng sự (2005); Nguyen Thi Canh và cộng sự (2017); Trần Thị Kim Oanh và Hoàng Thị Phương Anh (2017).

Kết luận chương 3

Chương 3 tác giả đã trình bày về phương pháp nghiên cứu của luận án với các điểm chính sau:

Một là, tác giả trình bày về thiết kế nghiên cứu với việc sử dụng cả 2 phương pháp định tính và định lượng. Dữ liệu được thu thập từ các cuộc điều tra DN từ năm 2012-2017, từ đó tác giả đã thiết lập mô hình nghiên cứu tác động của CTTC tới HQKD của các DNXD với các biến CTNV, CCTS, CCTK, CCPT, AGE, GRO, SIZE.

Hai là, tác giả đề cập tới phương pháp ước lượng mô hình bao gồm Pooled OLS, FEM, REM, GMM. Luận án đã mô tả phương pháp hồi quy phân vị là phương pháp ít được sử dụng và sự phù hợp cũng như cần thiết của phương pháp này đối với mục tiêu nghiên cứu của luận án.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG TẠI VIỆT NAM

4.1. Tổng quan về các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017

4.1.1. Lịch sử phát triển ngành xây dựng

a. Giai đoạn sơ khai (1954-1985)

Sau giải phóng năm 1954, miền Bắc đạt được độc lập và phát triển theo định hướng kinh tế kế hoạch tập trung (nghĩa là Nhà nước nắm toàn quyền điều hành kinh tế, chủ trương dần xóa bỏ kinh tế tư nhân). Trong giai đoạn này, ngành xây dựng chủ yếu được thống lĩnh bởi các đơn vị trực thuộc Chính phủ, nắm quyền chủ đạo trong huy động nhân lực, vật lực và thực hiện các dự án xây dựng. Bộ Kiến trúc (sau này trở thành Bộ Xây dựng) được thành lập vào năm 1958 và là cơ quan quản lý nhà nước đối với toàn ngành xây dựng, đảm nhiệm chức năng quy hoạch và thực hiện đầu tư, xây dựng cho Nhà nước.

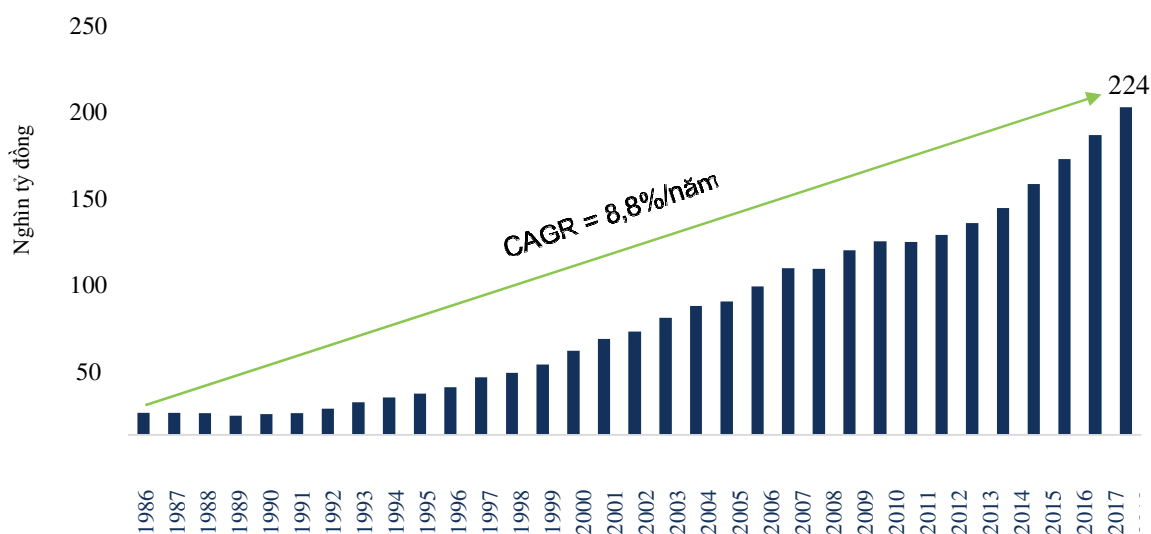
Trong giai đoạn giải phóng miền Nam kéo dài 20 năm tiếp đó (1954 – 1975), nền kinh tế cả hai miền Nam Bắc đều chịu phụ thuộc rất lớn từ viện trợ quốc tế, chủ yếu từ Mỹ, Nga và Trung Quốc. Tại miền Bắc, các nỗ lực xây dựng được tập trung vào hạ tầng và công nghiệp để khôi phục kinh tế sau nhiều năm chiến tranh. Nhiều công trình lớn được khởi công và hoàn thành trong giai đoạn này, trong đó có thể kể đến Thủy điện Lào Cai, Thủy điện Thác Bà, Khu công nghiệp Gang thép Thái Nguyên, Khu công nghiệp Việt Trì... Đến năm 1965, chiến tranh phá hoại của Mỹ khiến cho ngành xây dựng phải chuyển hướng sang ưu tiên các công trình quốc phòng, trong đó gồm Sân bay Hòa Lạc, Sân bay Đa Phúc và các công trình phòng không.

Sau khi miền Nam được giải phóng vào năm 1975, Việt Nam bước vào giai đoạn bao cấp kéo dài 10 năm (1976 – 1985). Trong giai đoạn này, Việt Nam nói chung và ngành xây dựng nói riêng gặp rất nhiều khó khăn. Sau giải phóng, kinh tế miền Nam gần như sụp đổ khi dòng tiền và vật tư viện trợ từ Mỹ bị chấm dứt. Tương tự, tại miền Bắc, viện trợ của các quốc gia chủ nghĩa xã hội cũng cạn kiệt. Đồng thời, chế độ kinh tế kế hoạch tập trung cũng thể hiện ra nhiều điểm yếu, dẫn tới giai đoạn đình trệ kéo dài 10 năm này. Dù vậy, ngành xây dựng cũng đạt được nhiều kết quả quan trọng trong giai đoạn này. Cơ sở hạ tầng và công nghiệp một lần nữa được tập trung để khắc phục hậu quả chiến tranh kéo dài. Những thành quả tiêu biểu của ngành xây dựng trong thời kỳ này có thể kể đến gồm Nhiệt điện Phả Lại, Thủy điện Hòa Bình, Thủy điện Trị An, Xi măng Hà Tiên và các công trình dầu khí ở Vũng Tàu.

b. Giai đoạn tăng trưởng (1986-đến nay)

Kinh tế đình trệ kéo dài cùng với thất bại của những nỗ lực cải cách trước đó (điển hình là cải cách Giá – Lương – Tiền vào năm 1985) khiến cho Chính phủ Việt Nam nhận thấy cần phải cải cách triệt để. Tháng 12/1986, Đại hội Đại biểu Đảng Cộng sản Việt Nam lần VI đã thông qua chính sách Đổi Mới. Đúng như tên gọi, Đổi Mới là chính sách cải cách toàn diện, đặc biệt chú trọng chuyển đổi từ kinh tế kế hoạch hóa sang kinh tế thị trường xã hội (nghĩa là kinh tế nhiều thành phần, hoạt động theo cơ chế thị trường với sự quản lý của Nhà nước).

Thay đổi mô hình kinh tế là điểm bắt đầu của giai đoạn tăng trưởng kéo dài tới ngày nay của ngành Xây dựng Việt Nam. Theo TCTK, trong hơn 30 năm từ cải cách Đổi Mới, ngành xây dựng Việt Nam đạt tăng trưởng thực trung bình 8,8%/năm.



Hình 4.1. Giá trị thặng dư ngành xây dựng theo giá so sánh năm 2010

Nguồn: Báo cáo ngành xây dựng

Sau Đổi mới, những cải cách quan trọng đối với ngành xây dựng trong giai đoạn bao gồm:

- Áp dụng phương pháp đấu thầu trong xây dựng dân dụng và công nghiệp (1986 – 1990): gia tăng tính minh bạch và cạnh tranh của ngành xây dựng;
- Tách biệt quản lý nhà nước và quản lý kinh doanh (1996 – 2000): tăng hiệu quả sử dụng vốn đầu tư cũng như tính cạnh tranh của thị trường;
- Hoàn thiện khung pháp lý (Luật Xây dựng 2003, 2014; Luật Nhà ở 2005, 2014; Luật Đấu thầu 2005, 2013...): quy định rõ ràng trách nhiệm cũng như quyền lợi của các bên liên quan, tạo điều kiện cho thị trường phát triển

Kinh tế thị trường hấp dẫn DN tư nhân và nước ngoài tham gia khiến thế độc quyền của các doanh nghiệp xây dựng nhà nước dần bị phá bỏ, tăng tính cạnh tranh trong ngành xây dựng. Trong 30 năm tăng trưởng, ngành xây dựng Việt Nam cho thấy tính chu kỳ cao, thể hiện qua quá trình tăng trưởng được chia thành nhiều chu kỳ tăng tốc – giảm tốc và khác biệt cao giữa tốc độ tăng trưởng đỉnh và đáy mỗi chu kỳ (lên đến trên 10 điểm phần trăm).

Tóm lại, ngành xây dựng hiện đại Việt Nam khá non trẻ với lịch sử chỉ hơn 60 năm, đánh dấu bởi quá trình chuyển dịch từ kinh tế nhà nước sang kinh tế tư nhân. Tới nay, ngành xây dựng Việt Nam đang ở cuối giai đoạn tăng trưởng, chuẩn bị bước vào giai đoạn tái cấu trúc. Điều này nghĩa là tốc độ tăng trưởng xây dựng dự kiến sẽ chậm dần lại, dẫn tới áp lực cạnh tranh trong ngành gia tăng. Trong ngắn hạn, động lực tăng trưởng chính của ngành xây dựng Việt Nam là sản phẩm nhà không để ở. Ngược lại, xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng đều có tốc độ tăng trưởng thấp.

4.1.2. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017

a. Theo quy mô doanh nghiệp

Bảng 4.1 cho ta thấy số lượng các DNXD tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2017. Có thể thấy rằng các DNXD tại Việt Nam trong giai đoạn này chủ yếu là các DN siêu nhỏ và nhỏ chiếm khoảng 97%. Nếu như năm 2017, số lượng các DN vừa và lớn đã giảm 114 doanh nghiệp so với năm 2012 thì số lượng các DN siêu nhỏ và nhỏ lại tăng lên nhanh chóng. Năm 2012 mới chỉ có 42.474 doanh nghiệp siêu nhỏ và nhỏ thì đến năm 2017 số lượng các DN này đã là 62.419 doanh nghiệp, tăng 19.945 doanh nghiệp tức là tăng gần 1,47 lần so với năm 2012, tốc độ tăng trung bình của các doanh nghiệp siêu nhỏ và nhỏ của cả giai đoạn này là 8,15%.

Bảng 4.1. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo quy mô doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017

Quy mô doanh nghiệp	Năm						Tổng cộng
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
DN siêu nhỏ	21.007	25.781	28.795	32.847	37.004	38.517	183.951
DN nhỏ	21.467	21.075	21.017	21.238	22.856	23.902	131.555
DN vừa	644	640	597	585	593	572	3.631
DN lớn	765	795	732	728	742	723	4.485
Cộng	43.883	48.291	51.141	55.398	61.195	63.714	323.622

Nguồn: Tính toán của tác giả

b. Theo loại hình doanh nghiệp

Số lượng các DNXD đang hoạt động sản xuất kinh doanh tăng dần qua các năm: Năm 2012, số lượng DNXD đang hoạt động là 43.883 doanh nghiệp, đến năm 2013 đã tăng lên 48.291 doanh nghiệp (tăng 4.408 doanh nghiệp, tương ứng với mức tăng 10,04% so với năm 2012), đến năm 2014, số doanh nghiệp đang hoạt động đã tăng lên đạt 51.141 doanh nghiệp (tăng 2.850 doanh nghiệp, tương ứng tăng 5,9% so với năm 2013), và đến năm 2017, số lượng DN đạt 63.714 doanh nghiệp. Như vậy, trong giai đoạn 2012-2017, số lượng DN đã tăng lên gấp gần 1,45 lần so với năm 2012, tốc độ tăng trung bình hàng năm đạt 7,88% (Bảng 4.2)

Bảng 4.2 cũng cho ta thấy xu hướng phát triển các DN theo từng loại hình DN giai đoạn 2012-2017 là rất khác nhau. Trong tổng số các DN đang hoạt động, tỷ trọng các DN thuộc khu vực DN tư nhân chiếm đều chiếm trên 97% còn lại là các DNXD thuộc khu vực Nhà nước và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài. Nếu như các doanh nghiệp có vốn nước ngoài chỉ là 3.062 doanh nghiệp, các DNNN là 4.344 doanh nghiệp thì các doanh nghiệp tư nhân lên đến 316.216 doanh nghiệp (tức là chiếm 97,54% số doanh nghiệp của toàn ngành xây dựng, gấp hơn 70 lần số DNNN và gần 110 lần số DN có vốn đầu tư nước ngoài)

Trong giai đoạn 2012-2017 số DNXD thuộc sở hữu nhà nước giảm đi, từ 811 doanh nghiệp năm 2012 chỉ còn 629 doanh nghiệp vào năm 2017 (giảm 182 doanh nghiệp). Trong khi đó số DN có vốn đầu tư nước ngoài tăng 109 doanh nghiệp, từ 487 doanh nghiệp vào năm 2012 đã tăng lên 596 doanh nghiệp vào năm 2017. Đặc biệt phải nói đến tốc độ tăng lên nhanh chóng của các doanh nghiệp có sở hữu tư nhân tăng 19.904 doanh nghiệp, trong giai đoạn 2012-2017 mỗi năm số lượng các doanh nghiệp này tăng khoảng 8,08%. Điều này là do Nhà nước có chủ trương cổ phần hoá các DNNN hoặc thoái vốn nhà nước ở một số lĩnh vực nên số lượng các DNNN giảm đi gia nhập vào nhóm các doanh nghiệp có sở hữu ngoài nhà nước.

Bảng 4.2. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017

Loại hình doanh nghiệp	Năm						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng
1. DNNN	811	745	748	729	682	629	4.344
2. DN tư nhân	42.585	47.114	49.924	54.138	59.966	62.489	316.216
3. FDI	487	432	469	531	547	596	3.062
Tổng	43.883	48.291	51.141	55.398	61.195	63.714	323.622

Nguồn: Tính toán của tác giả

Nhìn bảng 4.3 thấy rằng dù ở loại hình doanh nghiệp nào chẳng nữa thì số các DN siêu nhỏ và nhỏ bao giờ cũng chiếm tỷ lệ rất cao. Đối với các DNNN, số lượng các DN nhỏ và siêu nhỏ chiếm khoảng 76% - 82%, nhưng đối với các DN tư nhân và doanh nghiệp FDI thì con số này lên tới gần 96% điều này chứng tỏ rằng các DNXD trong nền kinh tế giai đoạn này chủ yếu là các DN nhỏ và siêu nhỏ.

Bảng 4.3. Số lượng doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp và theo quy mô doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017

Loại hình doanh nghiệp	Quy mô doanh nghiệp	Năm						Tổng
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Nhà nước	Doanh nghiệp siêu nhỏ	259	225	250	237	228	230	1.429
	Doanh nghiệp nhỏ	365	352	329	335	326	291	1.998
	Doanh nghiệp vừa	49	40	46	40	33	26	234
	Doanh nghiệp lớn	138	128	123	117	95	82	683
Tổng		811	745	748	729	682	629	4.344
Tư nhân	Doanh nghiệp siêu nhỏ	20.483	25.333	28.319	32.339	36.498	38.003	180.975
	Doanh nghiệp nhỏ	20.902	20.531	20.471	20.669	22.292	23.329	128.194
	Doanh nghiệp vừa	583	590	536	536	541	532	3.318
	Doanh nghiệp lớn	617	660	598	594	635	625	3.729
Tổng		42.585	47.114	49.924	54.138	59.966	62.489	316.216
FDI	Doanh nghiệp siêu nhỏ	265	223	226	271	278	284	1.547
	Doanh nghiệp nhỏ	200	192	217	234	238	282	1.363
	Doanh nghiệp vừa	12	10	15	9	19	14	79
	Doanh nghiệp lớn	10	7	11	17	12	16	73
Tổng		487	432	469	531	547	596	3.062

Nguồn: Tính toán của tác giả

c. Theo vùng kinh tế

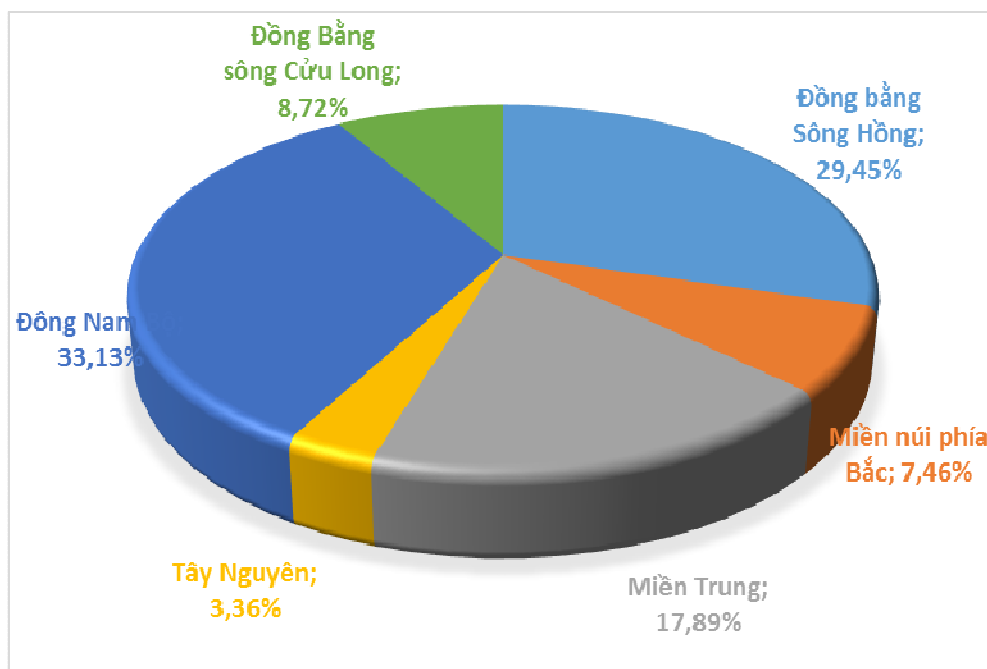
Trong các vùng trong cả nước, các DN tập trung nhiều nhất ở vùng Đồng bằng sông Hồng và vùng Đông Nam Bộ. Số lượng các DN ở 2 vùng này chiếm khoảng gần 63% so với số lượng DNXD của cả nước. Trong khi đó, các DN lại tập trung rất ít ở khu vực Tây Nguyên, vùng này số lượng các DN chỉ chiếm 3,36% số doanh nghiệp của cả nước. Xét về tốc độ phát triển, số lượng các DNXD ở tất cả các vùng đều tăng dần qua các năm nhưng với tốc độ khác nhau. Cụ thể, số lượng các DNXD vùng Đồng bằng sông Hồng tăng qua các năm từ 2012-2017 với tốc độ tăng trung bình là 9,35%/năm. Số lượng các DNXD thuộc khu vực Đông Nam Bộ tăng từ 14.065 doanh nghiệp năm 2012 lên 21.785 doanh nghiệp năm 2017 (tăng hơn 1,55 lần so với năm

2012), tốc độ tăng trung bình hàng năm cho giai đoạn 2012-2017 là 9,20%. Số lượng các DNXD thuộc khu vực miền Trung tăng từ 7.136 doanh nghiệp năm 2012 lên 11.227 doanh nghiệp năm 2017 (tăng 1,38 lần so với năm 2012), tốc độ tăng trung bình hàng năm đạt 6,86%.

Bảng 4.4. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo vùng kinh tế giai đoạn 2012-2017

Vùng kinh tế	Năm						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng
Đồng bằng Sông Hồng	12.061	14.225	14.885	16.643	18.906	18.594	95.314
Miền núi phía Bắc	3.637	3.773	3.986	4.093	4.191	4.454	24.134
Miền Trung	8.136	8.670	9.192	9.952	10.712	11.227	57.889
Tây Nguyên	1.664	1.702	1.764	1.871	1.799	2.063	10.863
Đông Nam Bộ	14.065	15.608	17.030	18.136	20.577	21.785	107.201
Đồng Bằng sông Cửu Long	4.320	4.313	4.284	4.703	5.010	5.591	28.221
Tổng cộng	43.883	48.291	51.141	55.398	61.195	63.714	323.622

Nguồn: Tính toán của tác giả



Hình 4.2. Cơ cấu số lượng doanh nghiệp xây dựng theo vùng kinh tế giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

d. Theo mã ngành nghề hoạt động

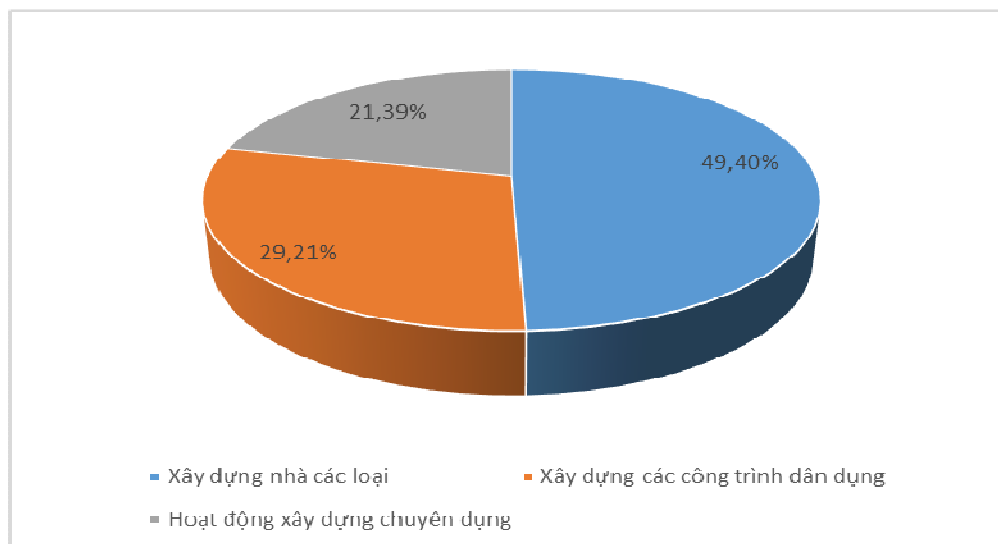
Nhìn vào bảng 4.5 cho ta thấy ngành xây dựng được chia thành 13 mã ngành chi tiết trong đó lĩnh vực xây dựng nhà các loại chiếm tỷ lệ cao nhất trong số các lĩnh vực còn lại (thường chiếm khoảng trên %) trong tổng số các DNXD trong cả nước. Đây cũng là lĩnh vực có số lượng các DN tăng nhanh qua các năm, tốc độ tăng trung bình của những doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xây dựng nhà các loại khoảng 6,97% trong giai đoạn 2012-2017. Tốc độ này cũng là phù hợp bởi vì sau giai đoạn khủng hoảng năm 2008, chính phủ đã đưa ra rất nhiều chính sách nới lỏng nợ công, kích thích tiêu dùng nhằm thúc đẩy sự phát triển của xã hội.

Trong các lĩnh vực chi tiết của ngành XD, các DN thuộc lĩnh vực lắp đặt hệ thống điện tuy số lượng DN không lớn nhưng có tốc độ tăng khá nhanh. Nếu như năm 2012 mới có khoảng 2.329 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực lắp đặt hệ thống điện thì đến năm 2017 con số này đã lên đến 4.920 doanh nghiệp (tức là tăng 2.591 doanh nghiệp, gấp 2,11 lần) so với năm 2012, tốc độ tăng bình quân trong giai đoạn 2012-2017 của các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực lắp đặt hệ thống điện vào khoảng 15,51% trong khi đó mức tăng của toàn ngành XD là 7,88%

Bảng 4.5. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng theo mã ngành sản xuất kinh doanh giai đoạn 2012-2017

Tên mã ngành	Năm						Tổng
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Xây dựng nhà các loại	21.400	24.488	26.178	27.633	30.313	29.861	159.873
Xây dựng công trình đường sắt	66	105	124	177	190	397	1.059
Xây dựng công trình đường bộ	5.560	5.895	6.175	6.907	7.437	7.854	39.828
Xây dựng công trình công ích	3.105	3.117	3.068	3.028	2.941	3.174	18.433
Xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng khác	4.752	4.798	5.067	6.177	7.150	7.257	35.201
Phá dỡ	126	143	139	129	127	165	829
Chuẩn bị mặt bằng	2.536	2.386	2.242	2.009	2.268	2.472	13.913
Lắp đặt hệ thống điện	2.329	2.894	3.255	3.749	4.270	4.920	21.417
Lắp đặt hệ thống cấp, thoát nước	416	515	567	618	732	830	3.678
Lắp đặt hệ thống lò sưởi và điều hoà không khí	293	387	487	498	550	732	2.947
Lắp đặt hệ thống xây dựng khác	816	913	956	1.170	1.464	1.560	6.879
Hoàn thiện công trình xây dựng	1.455	1.646	1.867	2.094	2.467	2.987	12.516
Hoạt động xây dựng chuyên dụng khác	1.029	1.004	1.016	1.209	1.286	1.505	7.049
	43.883	48.291	51.141	55.398	61.195	63.714	323.622

Nguồn: Tính toán của tác giả



Hình 4.3. Cơ cấu số lượng doanh nghiệp xây dựng theo mã ngành chi tiết giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.1.3. Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017

- Về chỉ tiêu lao động: So với các DNNN và doanh nghiệp FDI, thì các DN tư nhân ngày càng tạo ra nhiều việc làm cho người lao động. Năm 2012, DNNN mới chỉ thu hút được 178.361 lao động, doanh nghiệp FDI thu hút 23.206 lao động thì DN tư nhân đã thu hút được 1.390.353 lao động. Đến năm 2017, trong khi số lao động trong các DN tư nhân đã là 1.518.463 lao động thì số lao động trong các DN Nhà nước mới chỉ là 107.895 lao động và các doanh nghiệp FDI là 22.592 lao động (tức là số lao động trong các doanh nghiệp tư nhân gấp gần 70 lần số lao động trong các doanh nghiệp FDI và hơn 14 lần so với DNNN). Có một thực tế rằng đang có sự chuyển dịch lao động từ các DNNN và DN FDI sang các DN tư nhân, vì thế so với năm 2012, thì đến năm 2017 số lao động ở 2 loại hình DN này đều giảm so với năm 2012.

- Về mức nộp ngân sách: Mức nộp ngân sách của các DNXD đều tăng qua các năm, từ 19.700 tỷ đồng năm 2012 tăng lên đạt 25.816 tỷ đồng năm 2013 (tăng 1,3 lần so với năm 2012) và đến năm 2017 đã tăng đến 38.154 tỷ đồng (tăng gần 2 lần so với năm 2012). Tuy nhiên, tốc độ tăng mức nộp ngân sách giữa các doanh nghiệp lại rất khác nhau. Trong giai đoạn 2012-2017, mức tăng nộp ngân sách Nhà nước của các DNNN, tư nhân và FDI lần lượt là 8,53%/ năm, 13,44%/năm và 17,06%/năm. Ngoài

ra, các doanh nghiệp tư nhân có đóng góp đáng kể vào ngân sách Nhà nước, thường chiếm khoảng trên 70% số nộp Ngân sách của toàn ngành.

Bảng 4.6. Tổng số lao động và tình hình nộp ngân sách Nhà nước của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Chỉ tiêu	Năm					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1. Tổng số lao động (người)	1.595.828	1.635.246	1.615.294	1.604.847	1.594.031	1.651.836
- DNNN	178.361	155.573	152.445	137.531	118.590	108.186
- DN tư nhân	1.394.084	1.458.365	1.446.279	1.446.637	1.452.801	1.521.037
- DN FDI	23.383	21.308	16.570	20.679	22.640	22.613
2. Nộp NSNN (tỷ đồng)	19.775	25.894	23.751	27.068	33.574	38.301
- DNNN	3.870	4.981	4.876	4.911	5.397	6.759
- DN tư nhân	14.643	18.839	16.713	19.616	25.156	28.606
- DN FDI	1.262	2.075	2.161	2.542	3.021	2.937

Nguồn: Tính toán của tác giả

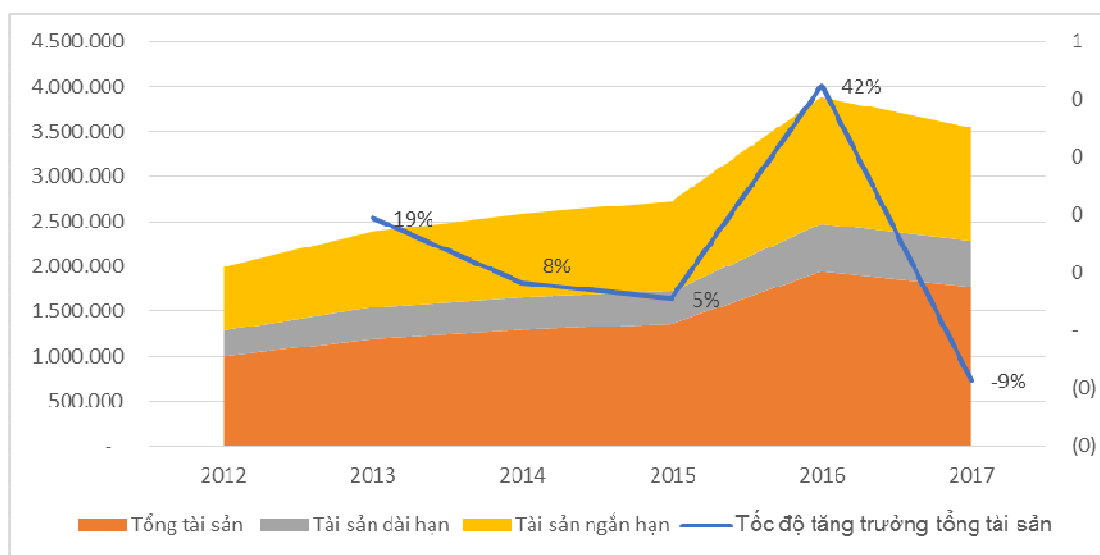
- Quy mô của doanh nghiệp: Quy mô của DN được đo bằng tổng tài sản của DN là một chỉ tiêu phản ánh năng lực sản xuất cũng như năng lực tài chính của các DN. Đây là một nhân tố quan trọng có tác động trực tiếp đến CTTC và HQKD của các DN. Theo lý thuyết đánh đổi, các DN có quy mô lớn có khả năng tiếp cận với nguồn vốn vay dễ dàng hơn, do đó có thể sử dụng nợ với tỷ lệ cao hơn.

Quy mô của các DNXD trong giai đoạn này có xu hướng gia tăng với tốc độ tăng trưởng bình quân năm là 15,76%/năm. Trong giai đoạn 2012-2016, các DN đạt mức tăng trưởng tổng tài sản năm sau so với năm trước ở mức rất cao. Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản có xu hướng giảm mạnh vào năm 2017.

Số liệu ở hình 4.4 cho thấy, các DNXD có tỷ lệ tăng tổng tài sản năm sau so với năm trước tương ứng là 19% năm 2013, 8% năm 2014 và 2015, đặc biệt là 42% năm 2016. Nguyên nhân chủ yếu là do các DNXD đã tận dụng điều kiện thuận lợi về mặt thị trường, ưu đãi về chính sách tín dụng của chính phủ trong giai đoạn này để thực hiện đầu tư mở rộng. Tuy nhiên năm 2017, tổng tài sản lại giảm 9% so với năm 2016.

Giai đoạn 2012-2014, do những khó khăn chung của nền kinh tế, hầu hết các DN ở tất cả các ngành kinh doanh đều hoạt động cầm chừng. Các DN trong ngành XD cũng không nằm ngoài xu thế này. Mức độ mở rộng quy mô giảm mạnh năm 2013 từ 19% xuống còn 8%. Trong giai đoạn 2015-2016, mặc dù có rất nhiều các DNXD thu hẹp quy mô kinh doanh nhưng giai đoạn này lại là giai đoạn bùng nổ về số lượng các

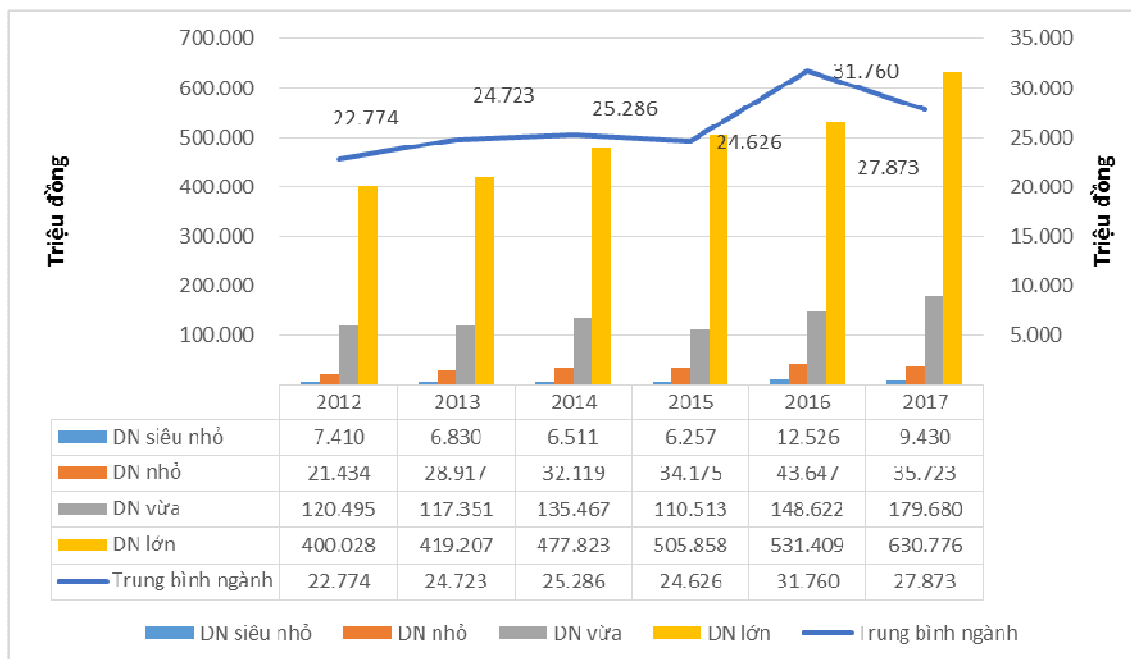
DNXD với 5.797 doanh nghiệp gia nhập thị trường do đó tổng tài sản năm 2016 của các DNXD đã tăng 42% so với năm 2015.



Hình 4.4. Quy mô và tốc độ tăng tổng tài sản của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

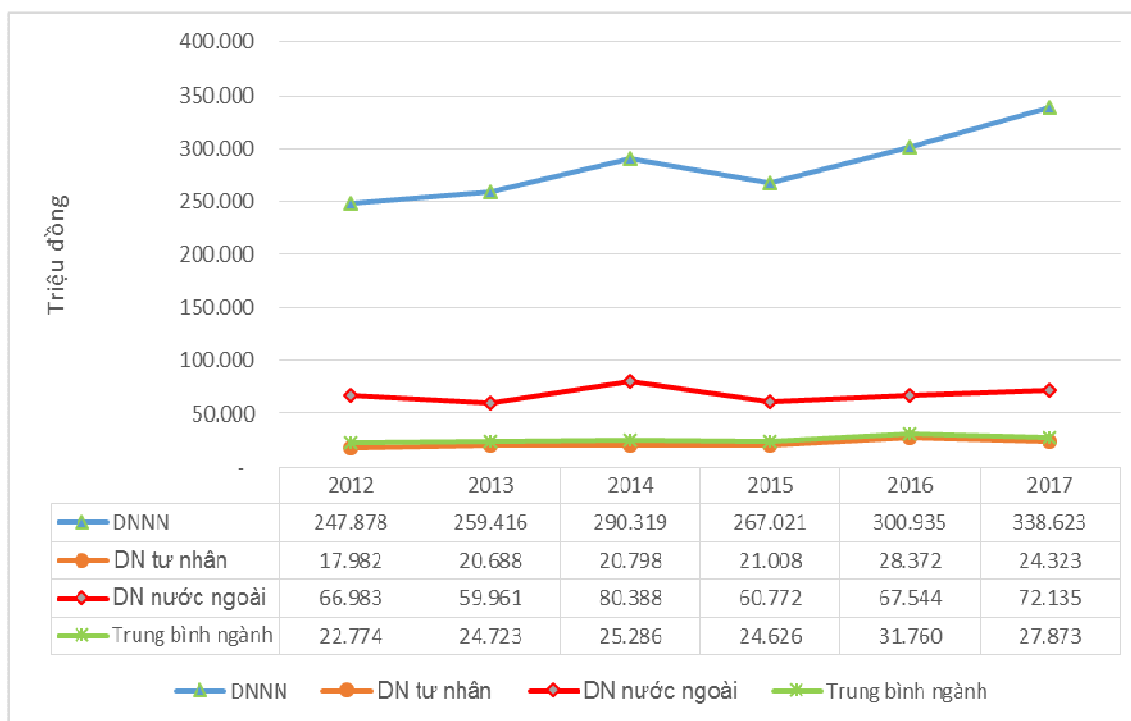
Xem xét tổng tài sản của các DN theo quy mô doanh nghiệp có thể thấy các DN có quy mô lớn có mức độ mở rộng quy mô kinh doanh mạnh mẽ với tổng tài sản bình quân tăng từ 400.028 triệu đồng năm 2012 tăng lên 531.409 triệu đồng năm 2017. Các DN siêu nhỏ và nhỏ trong giai đoạn 2012-2016 cũng mở rộng quy mô, nhưng đến năm 2017 do một số DN kinh doanh thua lỗ vào năm 2016 nên đã thu hẹp quy mô từ 12.526 triệu đồng năm 2016 xuống còn 9.430 triệu đồng năm 2017 (đối với DN siêu nhỏ), còn đối với DN nhỏ cũng giảm quy mô kinh doanh bình quân khoảng 7.925 triệu đồng trong 2 năm 2016 và 2017. Khoảng cách khá lớn về quy mô tổng tài sản giữa các nhóm DN cho thấy xu hướng tập trung hóa ở các DN trong ngành XD. Điều này là do các DN quy mô lớn thường có lợi thế hơn về khả năng cạnh tranh và HQKD. Sự khác biệt về quy mô tài sản cũng phản ánh khả năng tiếp cận với nguồn vốn từ bên ngoài thông qua vay nợ ở mỗi nhóm DN.



Hình 4.5. Tài sản bình quân của doanh nghiệp xây dựng theo quy mô doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Khi xem xét tổng tài sản của các DNXD theo loại hình DN có thể nhận thấy tài sản bình quân của các DNNN lớn hơn gấp nhiều lần so với 2 loại hình DN còn lại, mặc dù số lượng các DNXD thuộc loại hình DNNN có giảm 182 doanh nghiệp từ năm 2012 tới 2017 nhưng tài sản bình quân của loại hình DN này vẫn tăng 90.745 triệu đồng, với tốc độ tăng bình quân gần 1,3%/năm. Tuy vậy, đối với DN tư nhân, việc mở rộng quy mô DN tăng trong giai đoạn từ 2012 đến năm 2016, nhưng lại giảm vào năm 2017 và tài sản bình quân của loại hình DN này thường thấp hơn chỉ số này khi tính cho toàn ngành XD. Quy mô của DN có vốn đầu tư nước ngoài cũng có tăng theo thời gian, tuy nhiên so với loại hình DNNN thì tài sản bình quân của loại hình này chỉ bằng 1/3 so với DNNN. Điều này càng khẳng định việc gia tăng quy mô theo tài sản của các DNNN nhanh chóng và dễ dàng hơn so với các loại hình DN còn lại bởi loại hình này có rất nhiều sự trợ giúp bởi những chính sách ưu tiên của Nhà nước cũng như được Nhà nước bảo lãnh rất nhiều những nghĩa vụ pháp lý khi thực hiện các giao dịch trên thị trường.



Hình 4.6. Tài sản bình quân của doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Mặc dù quy mô tổng tài sản bình quân trong các DN XD có sự gia tăng song tính bền vững không cao. Điều này là do các DN XD chủ yếu khai thác nguồn vốn vay để đáp ứng mục tiêu tăng trưởng. Trong giai đoạn ngành XD tăng trưởng mạnh, nắm bắt cơ hội thu lợi nhuận cao trong ngắn hạn, các DN XD ồ ạt đầu tư làm thị trường bất động sản trở thành bong bóng. Sự phát triển thiếu cân đối, thiếu bền vững của các DN XD cũng bắt đầu nảy sinh khi nền kinh tế phát triển chậm lại, bong bóng bất động sản nổ tung. Nhiều dự án đầu tư nóng vội đã và đang phải đối mặt với hàng loạt các vấn đề như chi phí tài chính quá cao, hiệu quả kém, tiềm ẩn nhiều rủi ro tiềm tàng.

- Về vốn chủ sở hữu và nợ phải trả

Cũng như tổng tài sản, VCSH đều tăng qua các năm, tốc độ tăng của VCSH giai đoạn 2012-2016 là 15,21%/năm và cũng giảm vào năm 2017. Nhìn vào bảng số liệu 4.6 ta có thể thấy tỷ lệ VCSH chiếm khoảng trên 35% nguồn VCSH của các DN XD còn lại là nợ phải trả, tỷ lệ nợ phải trả thường gấp 1,5 đến 1,8 lần VCSH. Điều này cho thấy trong giai đoạn này các DN sử dụng vốn tự có rất thấp, chủ yếu dựa vào các khoản đi vay bao gồm cả dài hạn và ngắn hạn.

Bảng 4.7. Vốn chủ sở hữu và nợ phải trả của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Năm		Vốn chủ sở hữu	Tổng tài sản	Nợ phải trả (Tỷ đồng)	Nợ phải trả/VCSH (lần)
2012	394.449	999.401	604.952	1,534	394.449
2013	424.180	1.193.882	769.702	1,815	424.180
	107,54	119,46	127,23	118,32	107,54
2014	464.585	1.293.165	828.581	1,783	464.585
	109,53	108,32	107,65	98,29	109,53
2015	499.547	1.364.242	864.695	1,731	499.547
	107,53	105,50	104,36	97,05	107,53
2016	737.997	1.943.563	1.205.566	1,634	737.997
	147,73	142,46	139,42	94,37	147,73
2017	676.782	1.775.887	1.099.105	1,624	676.782
	91,71	91,37	91,17	99,42	91,71

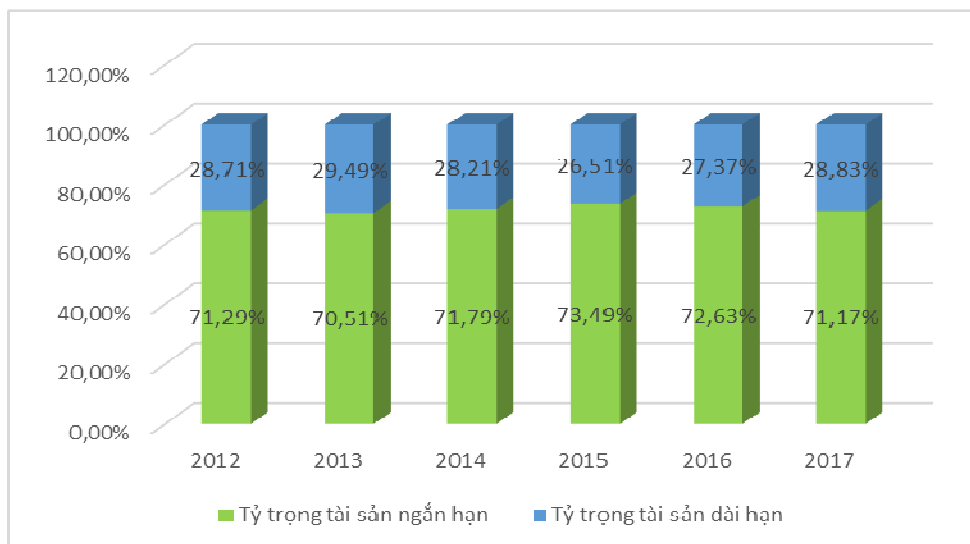
Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2. Thực trạng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017

4.2.1. Thực trạng cấu trúc tài sản của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017

a. Cơ cấu tài sản

CTTS thể hiện mối quan hệ tỷ lệ giữa từng bộ phận tài sản với tổng tài sản. CTTS của DN phụ thuộc chủ yếu vào đặc điểm ngành nghề kinh doanh cũng như chiến lược kinh doanh của từng DN. CTTS thường có quan hệ chặt chẽ với CTTC do nguồn hình thành tài sản phải phù hợp với thời gian sử dụng tài sản. Ngoài ra, DN có tỷ trọng đầu tư TSDH lớn thường có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay tốt hơn vì có nhiều tài sản đảm bảo cho các khoản vay. CTTS của các DNXD giai đoạn 2012-2017 được thể hiện ở hình 4.7

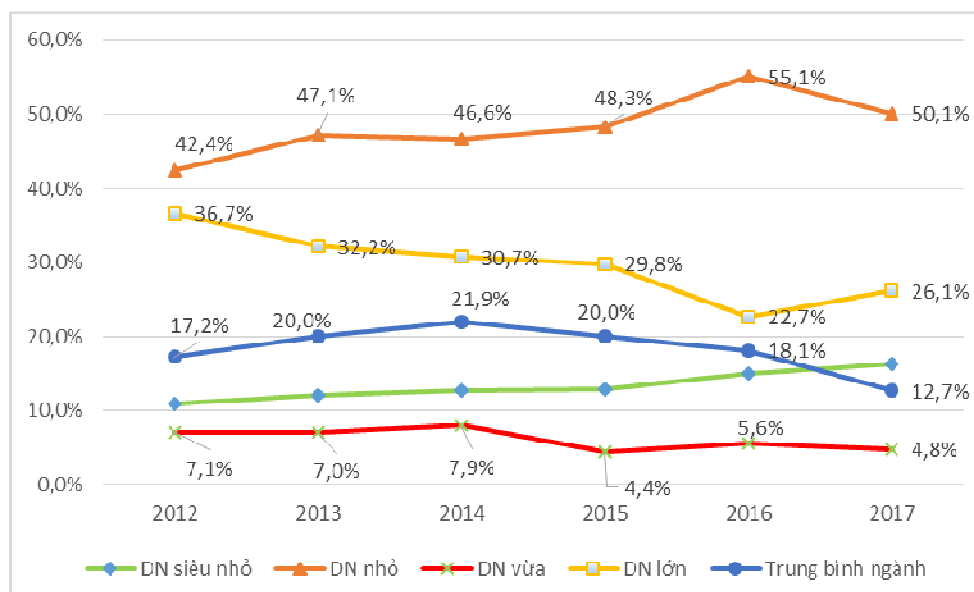


Hình 4.7. Cơ cấu tài sản của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Hình 4.7 cho thấy tỷ trọng TSNH và tỷ trọng TSDH thay đổi không nhiều trong thời gian nghiên cứu, TSNH vẫn chiếm phần lớn trong tổng tài sản của DN XD (chiếm khoảng trên 70%), điều này cho thấy có thể phần lớn máy móc thiết bị thi công của các DN XD giai đoạn này chủ yếu đi thuê, các DN XD chưa chú trọng đầu tư máy móc thiết bị. Tỷ trọng TSNH có xu hướng tăng trong giai đoạn 2012-2015 và có xu hướng giảm trong giai đoạn 2016-2017. Như vậy, tỷ trọng TSDH sẽ tăng trong cuối chu kỳ nghiên cứu. Việc gia tăng đầu tư vào TSDH trong đó phần lớn là TSCĐ là một hướng đi đúng đắn giúp các DN XD gia tăng năng lực sản xuất, năng lực cạnh tranh. Tuy nhiên, cần thấy rằng tỷ trọng TSDH trung bình của các DN XD có sự gia tăng song việc đầu tư, hiện đại hóa công nghệ chỉ tập trung tại một số DN XD có vị thế trên thị trường. Số lượng DN XD sở hữu trình độ công nghệ kém hiện đại khá lớn trong đó chủ yếu là các DN có quy mô nhỏ. Điều này phản ánh đặc thù kinh doanh của các DN XD ở Việt Nam do hầu hết các DN XD chủ yếu là nhận thầu phụ, thầu chính chỉ tập trung ở một số các DN XD lớn, vì vậy hầu hết các máy móc thiết bị đều đi thuê ở bên ngoài.

Để đánh giá một cách chi tiết hơn CTTS của các DN XD ta xem xét số liệu về tỷ trọng TSDH của các DN XD phân loại theo quy mô DN.



Hình 4.8. Tỷ trọng tài sản dài hạn của các doanh nghiệp xây dựng phân loại theo quy mô doanh nghiệp

Nguồn: Tính toán của tác giả

Số liệu trên hình 4.8 cho thấy tỷ trọng TSDH của các DNXD phân loại theo quy mô DN có sự khác biệt rõ rệt. Các DN có quy mô nhỏ có tỷ trọng đầu tư TSDH ở mức cao khoảng 42% đến 55%, rồi đến các DN có quy mô lớn với tỷ lệ từ 23% đến 37%. Trong khi đó, các DN có quy mô siêu nhỏ và vừa lại có tỷ trọng TSDH rất thấp dao động từ 4% đến 8% (đối với DN vừa) và từ 11% đến 16% (đối với DN siêu nhỏ). Thực tế này cho thấy các DN có quy mô nhỏ có khả năng đầu tư TSDH tốt hơn để đảm bảo năng lực sản xuất, năng lực cạnh tranh so với các DN còn lại. Ngoài ra, các DN có quy mô lớn cũng có lượng TSDH dồi dào để đảm bảo cho các khoản vốn vay huy động từ bên ngoài. Hơn nữa, có thể thấy tỷ trọng TSDH trong tổng tài sản của các DN trong toàn ngành đã giảm đáng kể từ năm 2012 đến năm 2017, điều này cho thấy sự mất cân đối trong cấu trúc tài sản của các DNXD trong giai đoạn này bởi các DNXD thường tạo ra những sản phẩm có giá trị lớn cho xã hội vì vậy các DN này cần có chính sách quan tâm hơn nữa tới mở rộng TSDH để phục vụ tốt cho quá trình sản xuất kinh doanh.

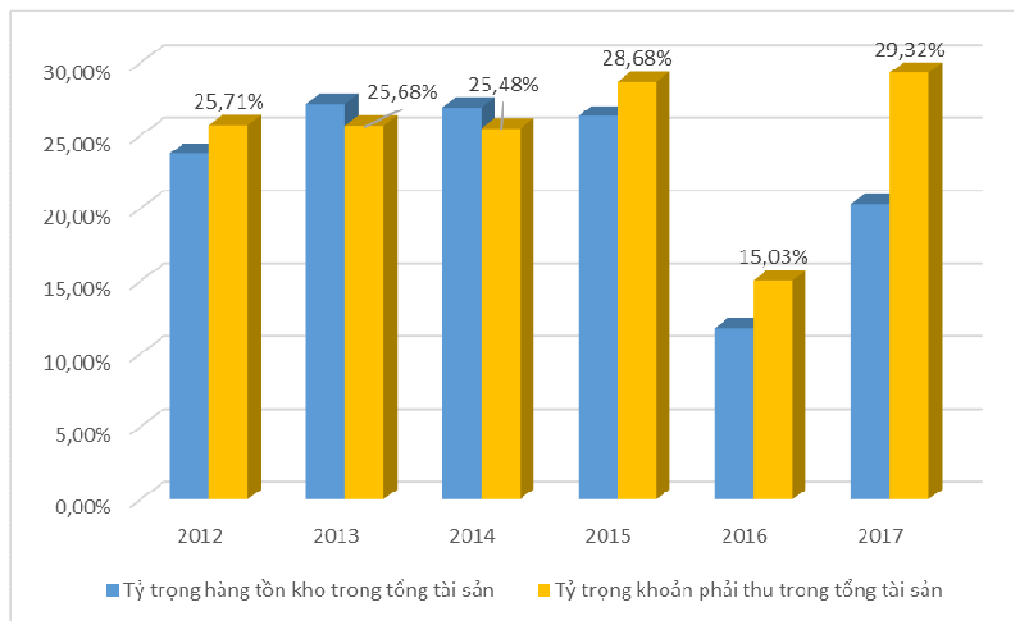
b. Tỷ trọng hàng tồn kho và khoản phải thu

- Về tỷ trọng hàng tồn kho: Trong các DNXD nói chung trong giá trị hàng tồn kho chủ yếu là sản phẩm dở dang. Theo tính toán của tác giả, giá trị sản phẩm dở dang

chiếm trong giá trị hàng tồn kho nằm trong khoảng 80% đến 90%. Giá trị hàng tồn kho trong DNXD càng cao thể hiện việc ứ đọng vốn càng lớn.

Qua hình 4.9 cho biết tỷ trọng hàng tồn kho trong giai đoạn 2012-2017 có sự biến động khá lớn, trị số cao nhất vào năm 2013 (đạt 27,16%) và thấp nhất vào năm 2016 (11,77%). Năm 2016 với sự vào cuộc tích cực của Chính phủ trong việc bán nhà ở xã hội cũng như đẩy mạnh đầu tư công do đó tỷ trọng hàng tồn kho trong tổng tài sản của các DNXD giảm đáng kể.

- Về tỷ trọng khoản phải thu: Chỉ tiêu tỷ trọng các khoản phải thu trong tổng tài sản thể hiện khả năng thu hồi từ các chủ đầu tư. Trị số chỉ tiêu càng cao thì khả năng thu hồi tiền từ các chủ đầu tư càng tốt, hiệu quả sử dụng vốn càng cao và rủi ro tài chính từ thanh toán càng giảm. Hình 4.8 cho thấy tỷ trọng khoản phải thu của các năm 2012, 2013, 2014 gần như không thay đổi nhiều đến năm 2015 tỷ trọng này tăng lên 28,68% và năm 2016 giảm chỉ còn 15,03%, còn năm 2017 tỷ lệ này lại rất cao khoảng 29,32%. Điều này thể hiện khả năng thu hồi công nợ của các DNXD không đều qua các năm và có xu hướng giảm dần. Ngoài ra, trị số này trung bình qua các năm dao động khoảng 0,25 lần, chứng tỏ một lượng vốn tương đối lớn khoảng 25% của các DNXD luôn bị chủ đầu tư chiếm dụng, chưa thanh toán.



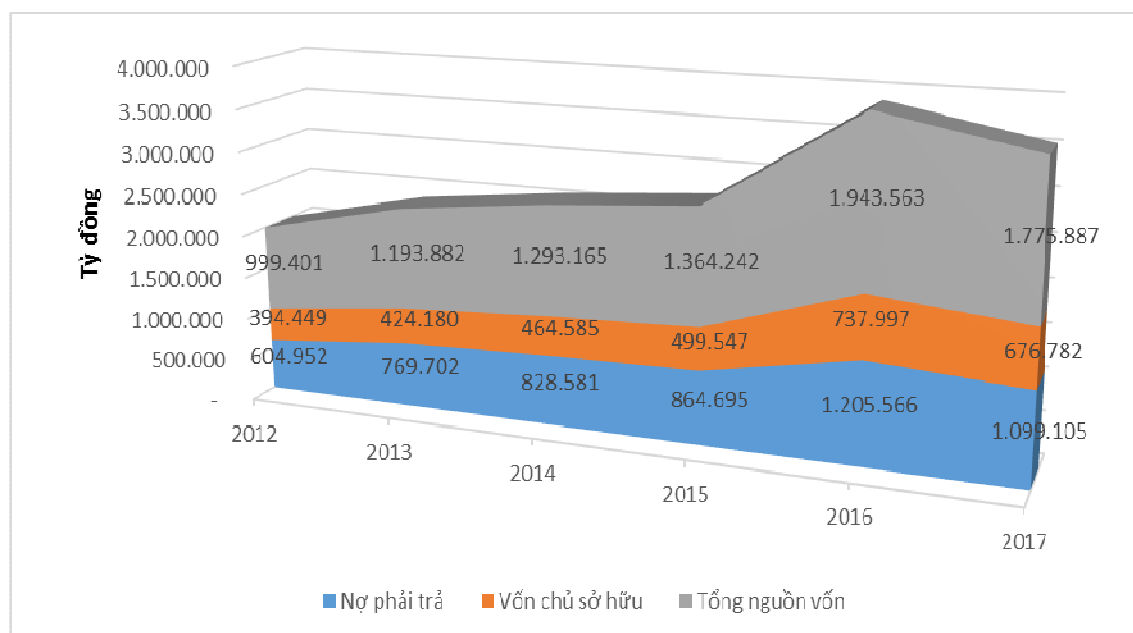
Hình 4.9. Tỷ trọng hàng tồn kho và khoản phải thu trong tổng tài sản của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.2.2. Thực trạng cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam giai đoạn 2012-2017

Trong khoảng thời gian 6 năm từ năm 2012 đến năm 2017, nền kinh tế Việt Nam trải qua nhiều biến động lớn, cùng với sự tăng trưởng vượt bậc của nền kinh tế khi hội nhập quốc tế, Việt Nam còn chịu ảnh hưởng xấu của khủng hoảng tài chính toàn cầu, những chính sách của Chính phủ hậu khủng hoảng đã góp phần ổn định lại nền kinh tế. Ngành XD cũng giống như các ngành kinh tế khác, đã trải qua một thời kỳ nhiều biến động, điều này thể hiện rõ nhất trong CTV của các DNXD tại Việt Nam giai đoạn 2012-2017.

Do đặc thù của ngành, các DNXD thông thường sẽ sử dụng nợ vay để thực hiện dự án. Do đó, các DNXD thường sẽ có 1 khoản nợ vay lớn trong tổng nguồn vốn. Các khoản nợ phải trả tăng đều qua các năm, góp phần cho tổng nguồn vốn cũng như tổng tài sản của các DN tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2012 đến 2016, tốc độ tăng của nợ phải trả của các DNXD thời kỳ này rất ấn tượng với tỷ lệ 16,13%/năm. Điều này chứng tỏ các DNXD đã được tiếp cận với nhiều nguồn vốn vay hơn, đặc biệt có thể gói kích cầu kinh tế 30.000 tỷ của Chính phủ đã tác động phần nào tới việc nới lỏng nợ vay cho các DNXD. Với sự gia tăng nhanh chóng của các DNXD trong giai đoạn này, vì thế phần vốn góp của chủ sở hữu vào tổng nguồn vốn của các DNXD cũng được cải thiện đáng kể với mức tăng 282.333 tỷ đồng trong 6 năm từ 2012-2017.

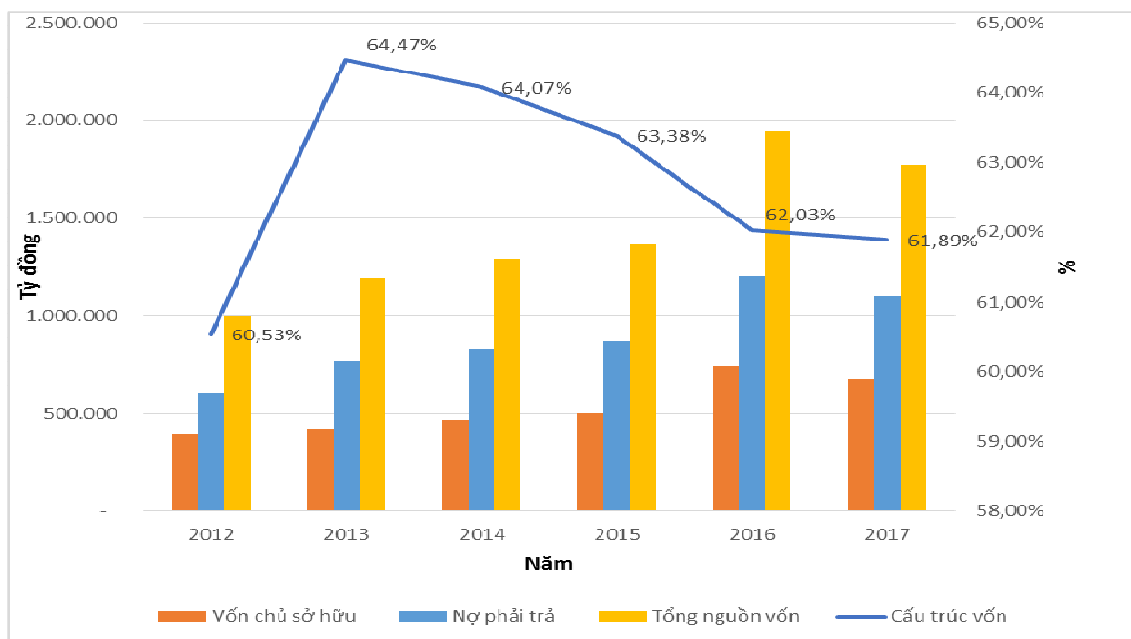


Hình 4.10. Cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Cấu trúc nguồn vốn là sự kết hợp giữa nợ vay và nguồn VCSH. Nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản (tổng nguồn vốn) để phản ánh cấu trúc nguồn vốn của các DNXD được nghiên cứu. Tỷ lệ nợ phải trả đo lường bằng tổng giá trị sổ sách của nợ phải trả trên tổng nguồn vốn (bao gồm nợ phải trả và vốn chủ sở hữu) của DN.

Cấu trúc nguồn vốn trung bình của các DNXD trong giai đoạn này khá cao, đều trên 60%, tăng trong năm 2013 sau đó có xu hướng giảm nhưng không nhiều, đến năm 2017 chỉ còn 61,89%, đây cũng là mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua.



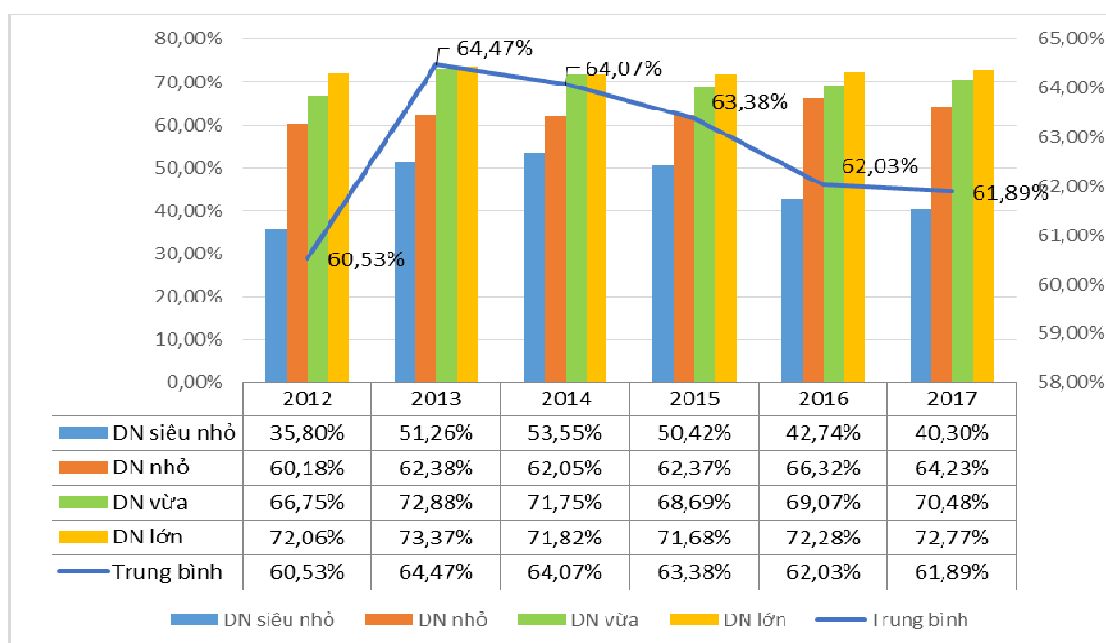
Hình 4.11. Tình hình biến động cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Xem xét mức độ sử dụng nợ vay của các DNXD phân loại theo quy mô DN có thể thấy một số đặc điểm sau: (i) Cấu trúc nguồn vốn trung bình của toàn bộ DNXD được nghiên cứu ở mức độ cao, biến động không nhiều và duy trì ở mức 60% đến 65%; (ii) CTNV của các DN siêu nhỏ ở mức thấp nhất ở khoảng từ 35% đến 53% điều này cho thấy các DN này rất khó tiếp cận với nguồn vốn vay; (iii) DN lớn là DN có CTNV cao nhất do tận dụng được lợi thế về quy mô và có CTNV cao hơn cả mức trung bình của ngành và thường duy trì tỷ lệ nợ trên 71%, (iv) Mặc dù CTNV của toàn ngành có xu hướng giảm từ năm 2013 đến nay nhưng khi xét theo quy mô thì chỉ số này lại tăng giảm không đều qua các năm. Việc duy trì hệ số nợ ở mức cao khiến tình hình tài chính của các DN này kém lành mạnh. Số vốn vay phần lớn đáp ứng nhu cầu

vốn cho các dự án dài hạn trong khi các dự án đang chậm tiến độ khiến các DN không tránh khỏi khó khăn.

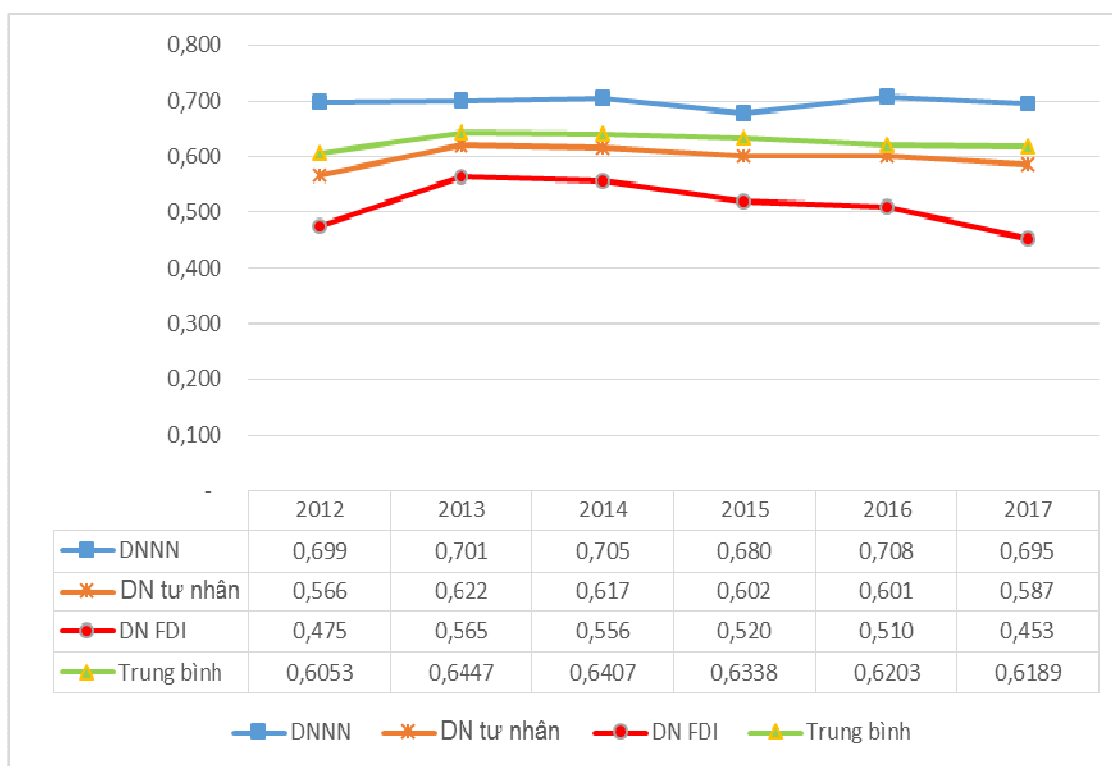
Lý giải cho vấn đề về việc CTNV của các DNXD có quy mô nhỏ thường thấp hơn so với các loại hình DN khác, có thể do các nguyên nhân sau: (1) Quy mô vốn nhỏ, kinh nghiệm và khả năng quản lý còn nhiều hạn chế. Do đó, chất lượng thông tin của các doanh nghiệp vừa và nhỏ còn thấp, báo cáo tài chính không đủ độ tin cậy hoặc không qua kiểm toán độc lập nên chưa đáp ứng các điều kiện vay vốn của ngân hàng hoặc DN cho thuê tài chính. Năng lực sản xuất, kinh doanh của loại hình doanh nghiệp này cũng còn nhiều hạn chế. Các phương án cho vay doanh nghiệp chứa đựng nhiều rủi ro và thị trường tiêu thụ chưa ổn định. (2) Đa phần cũng không đủ tài sản để thế chấp. Nếu có thì tính pháp lý vẫn chưa rõ ràng, giá trị đảm bảo thấp. Vì vậy, không đáp ứng được điều kiện cho vay của các tổ chức tín dụng. Trong khi các ngân hàng hiện nay cho vay DN vẫn chủ yếu nhìn vào giá trị tài sản bảo đảm, rất ít hạn mức tín chấp dành cho nhóm khách hàng này. Trên thực tế các DN vừa và nhỏ rất khó để tiếp cận vốn vay, mà chủ yếu dựa vào nguồn vốn sẵn có của mình. Theo thống kê của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI), hiện vẫn còn đến 60% doanh nghiệp chưa tiếp cận được vốn vay. Sở dĩ điều này xảy ra là do các DN nhỏ và vừa thiếu tài sản thế chấp, tình hình tài chính không minh bạch lại trong giai đoạn nợ xấu tăng cao khiến các doanh nghiệp vừa và nhỏ vốn đã khó tiếp cận ngân hàng lại càng khó khi gõ cửa các nhà băng, dù cầu vốn tăng.



Hình 4.12. Cấu trúc nguồn vốn theo quy mô của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Xem xét CTNV của các DNNN, DN tư nhân và DN FDI có thể thấy CTNV bình quân của các DNNN luôn duy trì ở mức độ cao hơn mức trung bình. Ngược lại, CTNV của các DN có vốn đầu tư nước ngoài thường duy trì ở mức thấp hơn (trong khoảng 0,453 đến 0,565). Điều này cho thấy các DNNN sử dụng nhiều nợ hơn và có khả năng tiếp cận với nguồn vốn vay ở mức cao hơn. Đây cũng là một thực tế khi các DNNN chính là các DN được hưởng nhiều ưu đãi trong khi việc tiếp cận với nguồn vốn tín dụng, bảo lãnh tín dụng của nhà nước. Các DNNN ưa thích việc sử dụng nguồn vốn vay hơn bởi nếu sử dụng càng nhiều vốn vay thì các DN này lại càng dễ đạt được mức hiệu quả cao. Các DNNN nhận được nhiều sự hỗ trợ và hưởng những đặc quyền mà các DN khác không thể có được. DNNN được vay vốn không cần thế chấp (khi kinh doanh thu lỗ, vẫn được khoan nợ, giảm nợ, giãn nợ), được giao đất mà không phải đóng thuế đất, được giao thực hiện các dự án lớn của nhà nước mà nắm chắc là thu lãi lớn. Tuy nhiên, các DNNN vẫn giữ phong cách và lề lối làm việc cũ, nếu KD có lỗ cũng đẩy trách nhiệm đó về phía Nhà nước, họ không bị sức ép về trắng trướng nên có nhiều trường hợp các DNNN sử dụng các công cụ tài chính chưa thực sự hiệu quả.



Hình 4.13. Cấu trúc nguồn vốn theo loại hình doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Việc sử dụng nợ ở mức độ cao hay thấp có ảnh hưởng trực tiếp đến HQKD của các DN. Tuy nhiên, chiều hướng và mức độ tác động của nợ đến HQKD còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Luận án này tiếp tục đi nghiên cứu thực trạng của CTNV trong mối quan hệ với loại hình doanh nghiệp và quy mô doanh nghiệp, được thể hiện ở bảng sau:

Bảng 4.8. Cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp xây dựng theo quy mô doanh nghiệp và loại hình doanh nghiệp

Quy mô doanh nghiệp	Loại hình doanh nghiệp			Chung
	DNNN	DN tư nhân	DN FDI	
DN siêu nhỏ	0,277	0,397	0,414	0,396
DN nhỏ	0,548	0,508	0,601	0,509
DN vừa	0,699	0,659	0,625	0,661
DN lớn	0,719	0,702	0,688	0,705
Chung	0,496	0,449	0,510	0,450

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.8 thể hiện mối quan hệ giữa CTNV với quy mô DN và loại hình DN. Một điều có thể nhận thấy rõ ràng là dù ở loại hình DN nào đi chăng nữa thì DN lớn vẫn có hệ số nợ cao nhất và DN siêu nhỏ và nhỏ sẽ khó tiếp cận với vốn vay hơn cả. Theo lý thuyết M&M điều chỉnh của Modigliani và Miller (1963) khi cho rằng DN sẽ có lợi khi sử dụng nhiều nợ nhờ tác dụng của lá chắn thuế. Tuy nhiên, trong lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) và Jensen (1986) lại tranh luận rằng nếu sử dụng nợ vay quá cao sẽ làm cho lợi ích của nợ vay vượt quá chi phí sử dụng nợ, bao gồm chi phí đại diện của nợ vay và rủi ro tài chính thì có thể dẫn đến ảnh hưởng tiêu cực đến HQKD. Trên thực tế khi sử dụng nợ vay sẽ có một số ưu điểm mà các doanh nghiệp thường sử dụng đó là: Một trong những ưu điểm lớn nhất của việc dùng nợ thay cho VCSH đó là lãi suất mà doanh nghiệp phải trả trên nợ được miễn thuế. Trong khi đó thì cổ tức hay các hình thức thưởng khác cho chủ sở hữu phải bị đánh thuế. Trên nguyên tắc mà nói, nếu chúng ta thay VCSH bằng nợ thì sẽ giảm được thuế doanh nghiệp phải trả, và vì thế tăng giá trị của doanh nghiệp lên. Ưu điểm thứ hai của nợ, đó là nợ thường rẻ hơn VCSH. Nói đơn giản là lãi suất ngân hàng, hay lãi suất trái phiếu thấp hơn nhiều so với lãi suất kỳ vọng của nhà đầu tư. Do đó khi tăng nợ tức là giảm chi phí chi ra trên một đồng tiền mặt và vì thế tăng cao lợi nhuận, cũng như giá trị của DN. Tuy vậy, DN không thể tăng nợ lên mức quá cao

so với chủ sở hữu. Khi đó DN sẽ rơi vào tình trạng tài chính không lành mạnh, và dẫn đến những rủi ro khác.

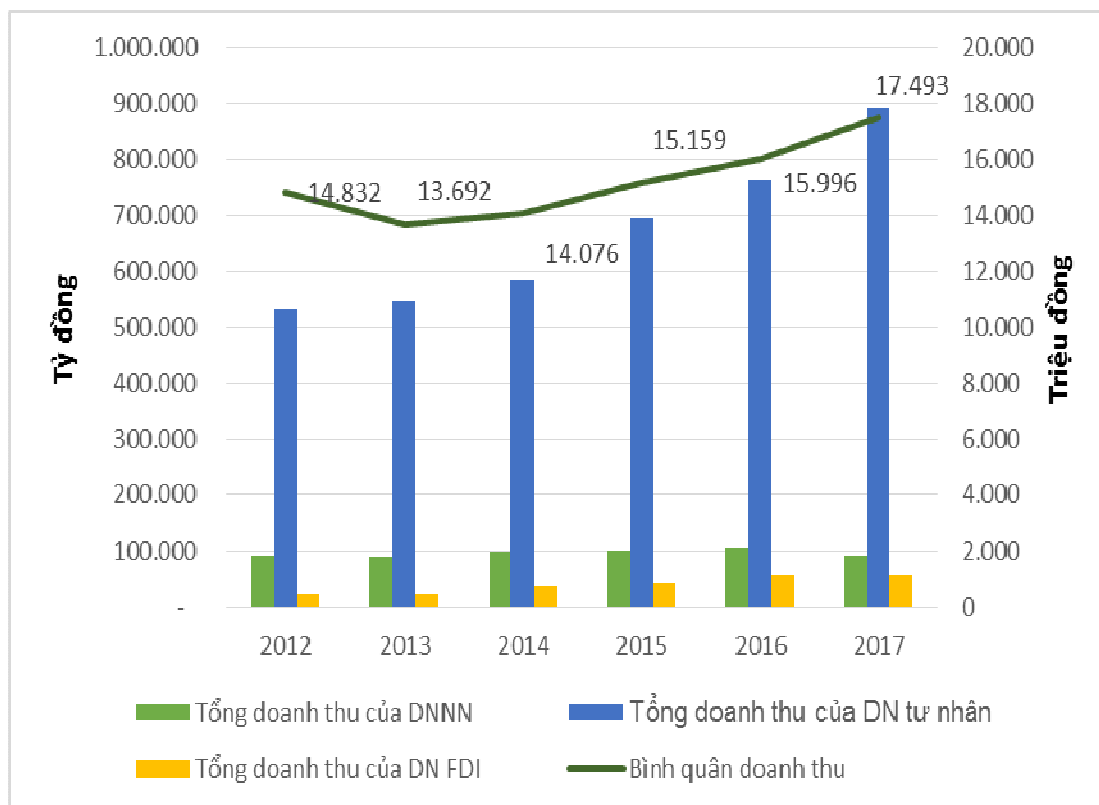
Như vậy, có thể nhận định một cách khái quát rằng các DNXD trong giai đoạn 2012-2017 có CTV ở mức khá cao, nhiều DN có CTNV rất cao với giá trị trên 0,7. Việc duy trì CTNV ở mức cao chứng tỏ năng lực tự chủ tài chính của các DN còn hạn chế, DN phụ thuộc chủ yếu vào nguồn tài trợ từ bên ngoài, thông qua vay nợ. Trong số các DN được nghiên cứu, các DN có quy mô lớn thường có mức độ sử dụng nợ hợp lý hơn, có khả năng kiểm soát nợ tốt hơn các DN còn lại. Điều này cũng góp phần giúp các DN có quy mô lớn giảm thiểu ảnh hưởng bất lợi do suy thoái kinh tế nặng nề đặc biệt vào năm 2012 và 2013.

4.3. Thực trạng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2012-2017

HQKD được thể hiện qua các chỉ tiêu lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận của DN. Đây là nhân tố có mối quan hệ trực tiếp với CTTC của DN. Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng, nếu một DN có khả năng sinh lời cao thường ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận giữ lại để tài trợ vốn trước khi phát hành trái phiếu và cuối cùng là cổ phiếu khi cần thiết. Để đánh giá HQKD trong ngành XD ta đi xem xét kết quả hoạt động kinh doanh và tỷ suất sinh lời của các DN trong giai đoạn 2012-2017.

4.3.1. Kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

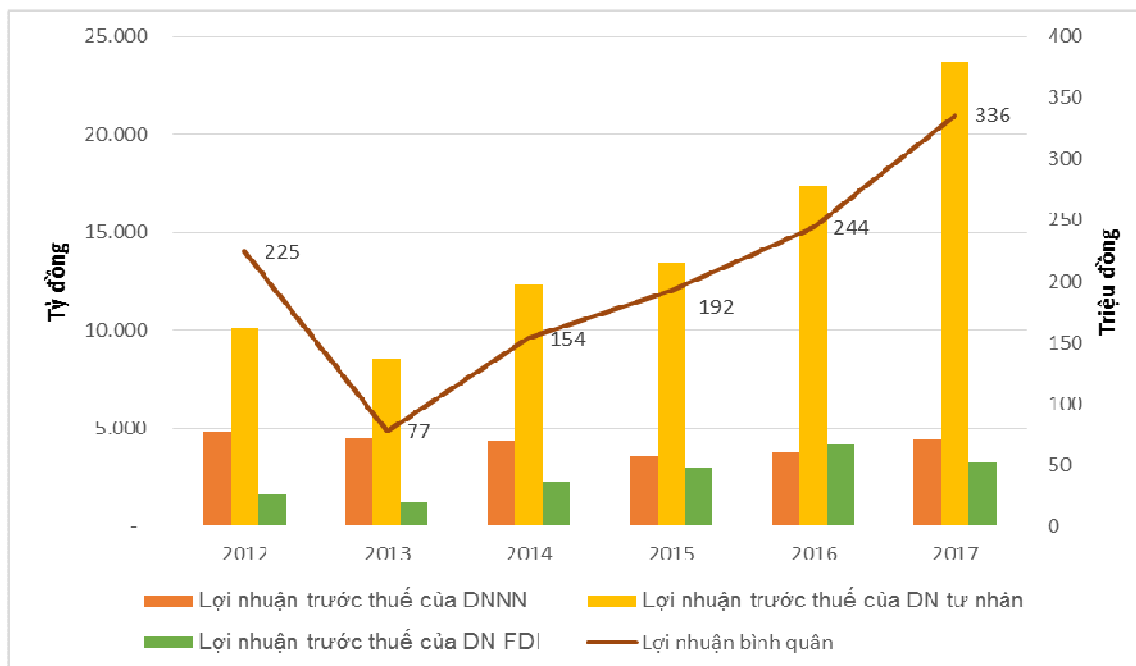
- Về doanh thu: Doanh thu các các DNXD đều tăng qua các năm, trung bình mỗi năm giai đoạn 2012-2017, mức tăng doanh thu đạt 10,68%. Nếu như năm 2012, doanh thu của toàn ngành xây dựng đạt 650.879 tỷ đồng thì đến năm 2017 doanh thu đã đạt 1.044.535 tỷ đồng, tăng 1,6 lần so với năm 2012. Ngoài ra, có thể nhận thấy, bình quân doanh thu của các DNXD cũng có xu hướng tăng giảm không đều qua thời gian. Trong giai đoạn từ năm 2012-2013, bình quân doanh thu của toàn ngành xây dựng đã giảm khoảng 1.140 triệu đồng. Điều này có thể do chính sách thắt chặt tín dụng của Chính phủ thời gian này, hạn chế đầu tư công. Tuy nhiên, giai đoạn 2014-2017, mức doanh thu bình quân đã có sự khởi sắc trở lại. Như vậy, doanh thu bình quân của các DNXD đã được cải thiện đáng kể theo thời gian. Kết quả này cho biết hoạt động sản xuất kinh doanh của các DNXD đã không ngừng gia tăng, đồng thời có tác dụng thúc đẩy doanh nghiệp tích cực hơn nữa trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.



Hình 4.14. Tổng doanh thu theo loại hình doanh nghiệp và bình quân doanh thu của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

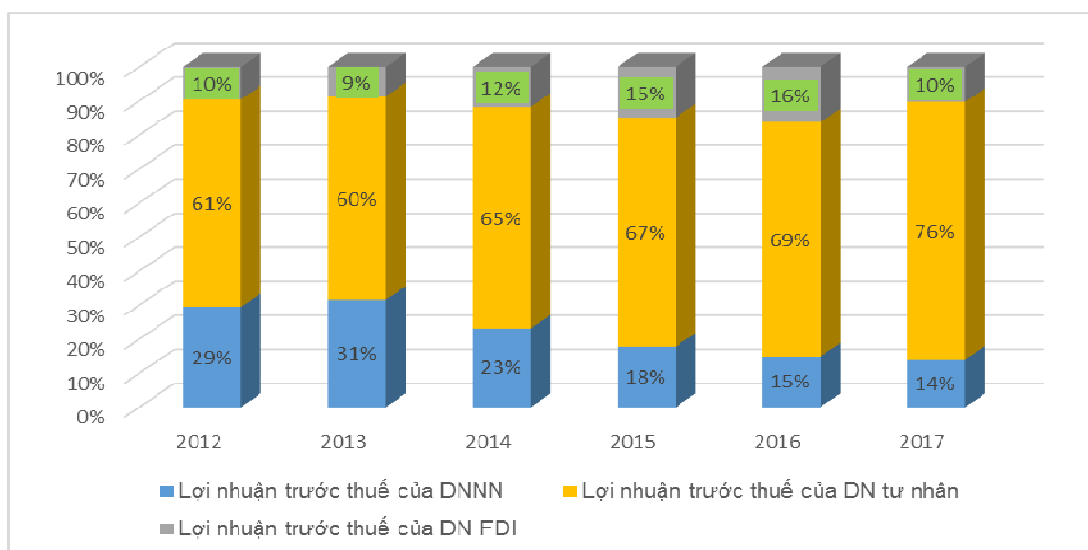
- Về lợi nhuận trước thuế: Mặc dù doanh thu của các DNXD tăng đều qua các năm nhưng lợi nhuận trước thuế của các DNXD lại tăng giảm không đều, đặc biệt trong năm 2013 lợi nhuận trước thuế giảm 2.254 tỷ đồng so với năm 2012, chỉ còn 14.284 tỷ đồng. Giai đoạn 2012-2013 đã chứng kiến một sự giảm sút đáng kể về lợi nhuận bình quân của ngành xây dựng khi giảm từ 225 triệu đồng vào năm 2012 còn 77 triệu đồng vào năm 2013, giảm 2/3 số lợi nhuận tạo ra của năm 2012. Tuy nhiên cùng với cải cách trong chính sách đối với các doanh nghiệp của Chính phủ đồng thời với sự nỗ lực của bản thân các doanh nghiệp, lợi nhuận trước thuế của các DNXD có xu hướng tăng trong những năm gần đây, vượt xa mốc năm 2012 đạt lợi nhuận trước thuế bình quân 336 triệu đồng/năm



Hình 4.15. Lợi nhuận trước thuế theo loại hình sở hữu và lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Có thể nhận thấy rằng, lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp có xu hướng gia tăng và lợi nhuận trước thuế của các DN tư nhân hơn DNNN và doanh nghiệp FDI. Đóng góp vào lợi nhuận của toàn ngành XD thì lợi nhuận của DN tư nhân chiếm tỷ trọng lớn, thường chiếm khoảng từ 60% lợi nhuận của toàn ngành.

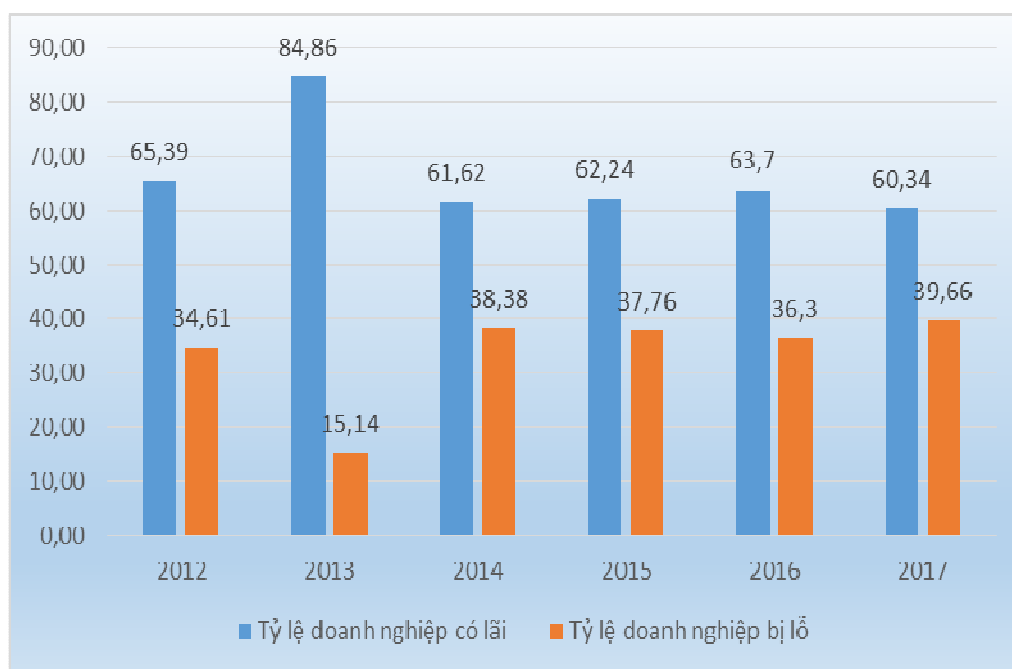


Hình 4.16. Cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

Tuy nhiên, có một thực tế trong giai đoạn này số lượng doanh nghiệp có kết quả kinh doanh lỗ rất lớn, cá biệt giai đoạn từ 2014-2017, số DNXD báo cáo lỗ chiếm khoảng trên 35%, cá biệt năm 2017 số lượng DN có lợi nhuận âm chiếm 39,66%. Nguyên nhân có thể do các doanh nghiệp có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận thấp hơn so với thực tế để tránh phải nộp thuế cho ngân sách nhà nước. Hơn nữa, các DNXD vừa bước ra khỏi cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008 nên vẫn các DN siêu nhỏ và nhỏ vẫn còn gặp rất nhiều khó khăn do ảnh hưởng của sau khủng hoảng.

Đơn vị tính: %



Hình 4.17. Tình hình lợi nhuận của DNXD giai đoạn 2012-2017

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.3.2. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Trong luận án này, tác giả tiếp cận HQKD theo khía cạnh hiệu quả kinh tế hay tác giả sẽ đề cập tới 2 chỉ tiêu ROA và ROE. Như đã phân tích ở trên, tỷ lệ doanh nghiệp có lợi nhuận âm chiếm tới 35% số DNXD do đó tỷ suất sinh lời bình quân được đo bằng ROA, ROE của các DNXD thường mang dấu âm và rất thấp.

Nhìn chung HQKD của DNXD tính theo ROA và ROE của các DN trong ngành ở mức thấp và có xu hướng giảm mạnh trong giai đoạn nghiên cứu. Phân tích sâu hơn tỷ suất sinh lời và mức độ biến động tỷ suất sinh lời của từng DN có thể thấy sự khác biệt khá lớn giữa các DN ở các quy mô khác nhau thể hiện ở bảng 4.9 và bảng 4.10

Bảng 4.9. Chỉ tiêu ROA theo quy mô của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Đơn vị tính: %

Quy mô doanh nghiệp	Năm						Chung
	2012	2013	2014	2015	2.016	2.017	
DN siêu nhỏ	-5,119	0,181	-1,128	-1,339	-1,315	-2,703	-1,792
DN nhỏ	-0,188	0,357	0,466	0,563	0,437	0,594	0,377
DN vừa	2,466	0,636	1,438	1,429	1,228	1,062	1,383
DN lớn	1,618	1,222	1,297	0,781	1,813	1,870	1,433
Chung	-2,414	0,282	-0,402	-0,527	-0,596	-1,367	-0,817

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.10. Chỉ tiêu ROE theo quy mô doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

Đơn vị tính: %

Quy mô doanh nghiệp	Năm						Chung
	2012	2013	2014	2015	2.016	2.017	
DN siêu nhỏ	-13,355	-0,502	-2,943	-2,507	-2,842	-9,734	-5,086
DN nhỏ	-4,300	-6,008	-1,611	1,796	0,508	-4,620	-2,379
DN vừa	7,907	0,841	5,498	4,406	3,669	4,632	4,490
DN lớn	4,311	4,690	7,252	2,437	6,863	7,998	16,194
Chung	-8,179	-2,817	-1,203	-0,661	-1,406	-7,462	-3,563

Nguồn: Tính toán của tác giả

Qua số liệu của 2 bảng 4.9 và 4.10 cho thấy chỉ tiêu ROA và ROE của các doanh nghiệp xây dựng có xu hướng giảm trong giai đoạn nghiên cứu. Hai chỉ tiêu này có xu hướng tăng mạnh trong giai đoạn từ 2012 đến 2013, sau đó thì ROE vẫn tiếp tục quá trình tăng tốc, còn ROA bắt đầu có xu hướng giảm, và cả 2 chỉ tiêu này giảm mạnh nhất vào năm 2017. Mức độ biến động của chỉ tiêu ROE thấp hơn từ (từ -0,6% đến -8,2%) chỉ tiêu ROA (-0,59% đến 0,282%).

Trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu, ở cả 2 chỉ số ROA và ROE, DN có quy mô siêu nhỏ đều hoạt động kinh doanh kém hiệu quả hơn các DN khác với chỉ số ROA và ROE luôn âm (thấp nhất là chỉ tiêu ROE vào năm 2012 với -13,335%, còn ROA thấp nhất là -5,119%). Trong khi đó các DN có quy mô vừa và lớn có HQKD ở mức cao hơn, có khả năng chống đỡ tốt hơn với những biến động của thị trường. Điều này thể hiện qua chỉ tiêu ROA và ROE của các DNXD có quy mô lớn duy trì ở mức cao hơn và sụt giảm với tốc độ thấp hơn các DN có quy mô nhỏ và siêu nhỏ.

Đi sâu vào đánh giá HQKD của các DNXD theo loại hình doanh nghiệp cho thấy: các DN có vốn đầu tư nước ngoài FDI bao giờ cũng có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất, sau đó là các DN tư nhân, và DNNN là DN có tỷ suất lợi nhuận cao nhất. Bởi lẽ, DNNN được hưởng nhiều ưu đãi của Chính phủ, lại được bảo lãnh bởi các phần vốn Nhà nước, do đó họ tận dụng được lợi thế này để duy trì hoạt động kinh doanh ở mức độ ổn định. Tuy nhiên, đối với các DN có vốn đầu tư nước ngoài, ngoài lý do khung pháp lý áp dụng với đối tượng DN này còn chặt chẽ, chưa thông thoáng thì còn nguyên nhân sâu sa dẫn đến việc HQKD của các DN FDI rất thấp là do đối tượng DN này thường tìm cách báo lỗ tại nơi mà DN đóng trụ sở, để chuyển lỗ về DN mẹ tại nước ngoài, khi đó sẽ tránh được phải nộp thuế vào ngân sách nhà nước. Còn các DN tư nhân chủ yếu là các DN mới thành lập, và tỷ lệ các DN này thuộc nhóm DN siêu nhỏ và nhỏ chiếm tỷ trọng lớn do đó các DN này khó có thể cạnh tranh với các DNNN và DN FDI cùng ngành.

Như vậy, có thể thấy HQKD của hầu hết của các DN trong ngành XD khá thấp và không ổn định. Đây chính là lý do khiến cho các DN khó có thể tài trợ cho nhu cầu vốn bằng nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận để lại. Hơn nữa, tỷ suất sinh lời thấp cũng là nguyên nhân dẫn đến việc tiếp cận với nguồn vốn vay của các DN gặp khó khăn hơn. Xu hướng giảm sút HQKD của các DNXD đã phản ánh những khó khăn mà DN gặp phải trong giai đoạn nghiên cứu từ 2012 đến 2017. Ngoài ra, HQKD của các DN quy mô siêu nhỏ và nhỏ thấp hơn nhiều so với DN có quy mô lớn cũng phản ánh những hạn chế của nhóm DN này trong việc đầu tư công nghệ, tích hợp trong sản xuất, chiếm lĩnh thị trường. Các DN có quy mô siêu nhỏ và nhỏ có HQKD thấp hơn sẽ bị giới hạn nhiều hơn về nguồn vốn nội sinh, không ổn định về mặt tài chính so với các DN có quy mô lớn. HQKD của các DN có vốn đầu tư nước ngoài thấp hơn các DN còn lại cũng thể hiện sự yếu kém trong công tác quản lý sản xuất và quản lý vốn của các DN thuộc loại này.

4.4. Kết quả nghiên cứu định lượng

4.4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến trong mẫu nghiên cứu ở bảng 4.11 cho thấy mẫu nghiên cứu là 91.728 quan sát (ngoại trừ biến CTNV, CCPT có 91.408 quan sát, biến CCTK và SIZE có 91.540 quan sát và biến GRO có 83.728 quan sát), đặc trưng của các biến như sau:

- Các biến đo HQKD của DN có giá trị trung bình (mean), giá trị lớn nhất (max) và giá trị nhỏ nhất (min) chênh lệch nhau với khoảng cách khá hơn. Hai biến số này có giá trị nhỏ nhất đều âm và giá trị lớn nhất khá lớn. Điều này cho thấy HQKD của các DNXD giai đoạn 2012-2017 có sự khác biệt tương đối nhiều.

- Chỉ tiêu CTNV của các DNXD có giá trị trung bình 19,7%, nhỏ nhất là 0 và lớn nhất là 1 điều đó chứng tỏ rằng có ít nhất 1 DNXD trong mẫu nghiên cứu không vay nợ. Giá trị trung bình cũng phản ánh với mẫu nghiên cứu các DNXD tiếp cận với nguồn vốn vay thấp, chủ yếu sử dụng từ nguồn vốn tự có.

- Chỉ tiêu CCTS, CCPT, CCTK có giá trị trung bình lần lượt là 0,265; 0,359; 0,502. Như vậy giá trị tồn kho của các DNXD rất lớn, chiếm trên 50% tổng tài sản, trong khi đó giá trị tài sản cố định chiếm tỷ trọng không nhiều với 26,5%. Các khoản phải thu cũng có giá trị trung bình khá lớn trong tổng tài sản của DNXD.

- Số năm trung bình các DNXD hoạt động trên thị trường tính tới thời điểm điều tra là 7,34 năm, doanh nghiệp có số tuổi lớn nhất là 65 năm.

- Chỉ tiêu GRO có giá trị trung bình là -97,322%, điều này cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu của các DNXD đang có xu hướng giảm trong những năm gần đây, ngoài ra sự tăng trưởng này có sự chênh lệch rất lớn.

Bảng 4.11. Thống kê mô tả của các biến số trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
ROA	91.728	0,007	0,429	(104,988)	49,714
ROE	91.728	0,012	1,828	(383,928)	229,769
CTNV	91.408	0,197	0,198	0,000	1
CCTS	91.728	0,265	0,030	0,130	0,395
CCPT	91.408	0,359	0,375	0,000	2,065
CCTK	91.540	0,502	0,255	0,000	1
SIZE	91.540	9,297	1,427	(1,61)	16,670
GRO	83.758	(97,322)	35,799	(100,00)	1181,092
AGE	91.728	7,434	5,503	0,000	65,000

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.4.2. Các kiểm định

Theo lý thuyết Trật tự phân hạng, DN sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ của DN để tài trợ cho tài sản. Cụ thể khi DN có lợi nhuận, họ sẽ ưu tiên nguồn lợi nhuận này để tái đầu tư vào sản xuất thay vì đi vay tiền để đầu tư. Như vậy, theo lý thuyết này HQKD có tác động tới CTV của DN.

Trong một số nghiên cứu có chỉ ra biến độc lập ROA có tác động đến CTNV của DN và ngược lại (Huang, 2006); (Margaritis và Psillaki, 2007); (Đoàn Ngọc Phi Anh, 2010); (Đương Thị Hồng Vân, 2014); (Nguyễn Thị Tuyết Lan, 2019).

Đối với mô hình 1: Để khẳng định chắc chắn hơn, nghiên cứu sử dụng kiểm định Chi bình phương để kiểm định biến nội sinh trong mô hình với giả thuyết: H_0 : Mô hình không có có yếu tố nội sinh, thu được $p\text{-value} = 0.0000 < 0.05$ (Phụ lục 4 mục 3). Do đó, bác bỏ giả thuyết H_0 nghĩa là các mô hình có yếu tố nội sinh. Để khắc phục hiện tượng nội sinh luận án sử dụng phương pháp moment tổng quát GMM đã được trình bày ở trên.

Đối với mô hình 2: Thực hiện tương tự như mô hình 1 sử dụng kiểm định biến nội sinh với giả thuyết: H_0 : Mô hình không có có yếu tố nội sinh, thu được $p\text{-value} = 0.225 > 0.05$. Do đó, chấp nhận giả thuyết H_0 nghĩa là mô hình không có yếu tố nội sinh (Phụ lục 5 mục 3).

4.4.3. Kết quả hồi quy tác động trung bình

Để hồi quy tác động trung bình của CTTC đến HQKD của DNXD, luận án sử dụng 2 mô hình sau:

Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CTNV_{it} + \beta_2 CCTS_{it} + \beta_3 CCTK_{it} + \beta_4 CCPT_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GRO_{it} + \beta_7 AGE_{it} + e_{it} \quad (4.1)$$

Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CTNV_{it} + \beta_2 CCTS_{it} + \beta_3 CCTK_{it} + \beta_4 CCPT_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GRO_{it} + \beta_7 AGE_{it} + e_{it} \quad (4.2)$$

Bảng kiểm định F cho chúng ta thấy $\text{Prob}>F=0,000 < \alpha= 5\%$, do đó với mức ý nghĩa 5% ta bác bỏ H_0 . Nghĩa là, với dữ liệu thu thập được cho thấy phương pháp chạy mô hình FEM là phù hợp, OLS là không phù hợp vì có sự tồn tại các ảnh hưởng cố định ở mỗi DN theo thời gian.

Sau khi chọn phương pháp chạy mô hình FEM thay cho phương pháp chạy OLS, luận án nghiên cứu lần lượt đi vào ước lượng dữ liệu bảng đã có dựa vào phương pháp chạy mô hình FEM và REM. Từ kết quả chạy mô hình FEM và REM, tác giả sẽ đi kiểm định Hausman để so sánh lựa chọn mô hình FEM hay REM. Kết quả kiểm định Hausman được trình bày tại bảng 4.12 và 4.13 (kết quả chi tiết ở phụ lục 4 và phụ lục 5, mục 2). Ta thấy, $\text{Prob}>\chi^2=0.000$ nghĩa là $P\text{-value} = 0.000 < \alpha = 5\%$, do đó đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 , thì ước lượng tác động cố định (FEM) là phù hợp hơn so với ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM). Qua các kiểm định phương pháp chạy mô hình FEM là mô hình tốt nhất được lựa chọn.

Để khắc phục hiện tượng nội sinh, cần phải sử dụng đến biến công cụ với phương pháp hồi quy phù hợp (trong luận án này tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GMM). Một biến công cụ tốt nhất phải thỏa mãn đồng thời 2 điều kiện là có tương quan mạnh với biến nội sinh nhưng đồng thời không tương quan với các thành phần sai số của mô hình.

Sau khi thực hiện lựa chọn phân tích hồi quy, kiểm định và khắc phục các khuyết tật của mô hình, đối với mô hình 1, phương pháp GMM là phù hợp, còn với mô hình 2 thì mô hình FEM là phù hợp nhất, kết quả ước lượng các mô hình sẽ trình bày tổng hợp vào bảng dưới đây.

Bảng 4.12. Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc ROA

Biến	Biến phụ thuộc ROA (Mô hình 1)			
	OLS	FEM	REM	GMM
Cấu trúc nguồn vốn	0.235*** (0.047)	0.342*** (0.060)	0.235*** (0.047)	0.080*** (0.010)
Cơ cấu tài sản	0.175*** (0.042)	0.175*** (0.042)	0.175*** (0.042)	0.080*** (0.006)
Cơ cấu phải thu	-0.227*** (0.025)	-0.303*** (0.032)	-0.227*** (0.025)	-0.131*** (0.005)
Cơ cấu tồn kho	-0.022*** (0.007)	-0.038*** (0.007)	-0.022*** (0.007)	-0.010*** (0.001)
Quy mô DN	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)	0.001*** (0.000)
Tốc độ tăng trưởng	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Tuổi	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000*** (0.000)
Hằng số	-0.021 (0.015)	-0.004 (0.015)	-0.021 (0.015)	0.003 (0.002)
Số quan sát	83,472	83,472	83,472	83,472
Prob>F		0.000		
Hausman Prob>Chi2		0.000		

*, **, *** biểu diễn hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 4.13. Kết quả ước lượng với biến phụ thuộc ROE

Biến	Biến phụ thuộc ROE (Mô hình 2)		
	OLS	FEM	REM
Cấu trúc nguồn vốn	0.443** (0.215)	0.717*** (0.274)	0.443** (0.215)
Cơ cấu tài sản	0.449** (0.190)	0.449** (0.190)	0.449** (0.190)
Cơ cấu phải thu	-0.567*** (0.112)	-0.776*** (0.143)	-0.567*** (0.112)
Cơ cấu hàng tồn kho	-0.127*** (0.030)	-0.181*** (0.031)	-0.127*** (0.030)
Quy mô DN	0.017*** (0.005)	0.016*** (0.005)	0.017*** (0.005)
Tốc độ tăng trưởng	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Tuổi	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)
Hàng số	-0.098 (0.068)	-0.038 (0.068)	-0.098 (0.068)
Số quan sát	83,472	83,472	83,472
Prob>F		0.000	
Hausman Prob>Chi2		0.000	

*, **, *** biểu diễn hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Với các kết quả ước lượng trên, mô hình GMM là mô hình phù hợp nhất và được tác giả dùng để phân tích tác động của CTTC đến HQKD của DNXD. Kết quả ước lượng các biến trong các mô hình đa phần đều có ý nghĩa thống kê.

- Biến “Cấu trúc nguồn vốn” có mối quan hệ dương với HQKD được đo bằng ROA và ROE ở mức ý nghĩa 1% điều này cho thấy CTNV càng tăng thì DN kinh doanh càng hiệu quả. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Berger và Udell (2006); Trần Hùng Sơn (2008) khi tìm thấy tổng nợ có mối quan hệ cùng chiều với HQKD của DN. Ngoài ra, mối quan hệ thuận chiều giữa CTNV với HQKD của DN đã góp phần ủng hộ lý thuyết cổ điển của Durand, lý thuyết M&M trong điều kiện có thuế và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn khi cho rằng: Giá trị DN có nợ lớn hơn giá trị DN không có nợ, đồng thời cũng ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng khi cho rằng DN ưu tiên sử dụng nợ hơn so với huy động vốn góp từ chủ sở hữu vì nhờ tác động tích cực của đòn bẩy tài chính.. Tuy nhiên, trong lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) và Jensen (1986) lại tranh luận rằng nếu sử dụng nợ vay quá cao sẽ làm cho lợi ích của nợ vay vượt quá chi phí sử dụng nợ, bao gồm chi phí đại diện của nợ vay và rủi ro tài chính thì có thể dẫn đến ảnh hưởng tiêu cực đến HQKD. Một trong những ưu điểm lớn nhất của việc dùng

nợ thay cho VCSH đó là lãi suất mà doanh nghiệp phải trả trên nợ được miễn thuế. Trong khi đó thì cổ tức hay các hình thức thưởng khác cho chủ sở hữu phải bị đánh thuế. Trên nguyên tắc mà nói, nếu chúng ta thay VCSH bằng nợ thì sẽ giảm được thuế doanh nghiệp phải trả, và vì thế tăng giá trị của doanh nghiệp lên. Một điều cần lưu ý, trong trường hợp mà nhà đầu tư phải trả thuế thu nhập cá nhân với mức cao thì ưu điểm này của nợ sẽ bị giảm hay thậm chí trở thành yếu điểm. Ưu điểm thứ hai của nợ, đó là nợ thường rẻ hơn VCSH. Nói đơn giản là lãi suất ngân hàng, hay lãi suất trái phiếu thấp hơn nhiều so với lãi suất kỳ vọng của nhà đầu tư. Do đó khi tăng nợ tức là giảm chi phí chi ra trên một đồng tiền mặt và vì thế tăng cao lợi nhuận, cũng như giá trị của DN. Ngoài ưu điểm về lá chắn thuế mà CTNV mang lại khiến các nhà quản trị thích lựa chọn hệ số đòn bẩy hơn, thì có thể nói thêm về một trong những điểm không thuận lợi cho doanh nghiệp khi sử dụng VCSH đó là giá thành (chi phí) thường cao hơn chi phí của nợ. Hơn thế nữa, không nhà đầu tư nào muốn bỏ tiền đầu tư vào doanh nghiệp để gánh chịu những rủi ro về hoạt động và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp mà lại chịu nhận tiền lãi bằng lãi suất cho vay nợ. Việc này cùng với tính chất không được miễn trừ thuế làm cho chi phí vốn càng cao hơn. Một điểm không thuận lợi khác, là khi VCSH càng cao, số lượng người chủ sở hữu càng nhiều, thì áp lực về kỳ vọng của nhà đầu tư cũng như sự quản lý, giám sát của họ lên các nhà điều hành doanh nghiệp càng lớn. Tuy vậy VCSH sẽ vẫn phải tăng khi doanh nghiệp cần tiền. Tăng để cân bằng với nợ và giữ cho doanh nghiệp ở trong tình trạng tài chính lành mạnh.

- *Biến “Cơ cấu tài sản”*: Cũng như biến “cấu trúc nguồn vốn”, biến “cơ cấu tài sản” có tác động cùng chiều với HQKD với mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng: Nếu DN tăng tỷ trọng tài sản cố định sẽ giúp DN cải thiện giá trị DN. Kết luận này phù hợp với quan điểm của Zeitun và Gang Tian (2007); San và Heng (2011); Choi và cộng sự (2014) và Trần Thị Kim Oanh và Hoàng Thị Phương Anh (2017) nhưng nó lại ngược với kết quả nghiên cứu của Rajhans (2013); Lê Thị Nhu (2017). Điều này có thể lý giải rằng: khi DN tăng đầu tư vào tài sản cố định sẽ tạo điều kiện cho DN hiện đại hóa máy móc thiết bị... sẽ làm tăng năng suất lao động hơn, sản phẩm làm ra với chất lượng tốt hơn... giúp DN tăng khả năng cạnh tranh trên thương trường. Từ đó, góp phần cải thiện HQKD của DN cũng như giá trị của DN. Hơn nữa, các DNXD lại là các DN tạo ra cơ sở vật chất cho xã hội, vì vậy việc đầu tư tài sản cố định để hiện đại hóa trong sản xuất là rất cần thiết. Kết quả nghiên cứu này đòi hỏi các nhà quản trị cần phải lựa chọn loại tài sản cố định phù hợp để đầu tư nhằm nâng cao HQKD để nâng cao khả năng cạnh tranh của DN ở hiện tại và trong tương lai, nó là nền tảng rất quan trọng giúp DN cải thiện giá trị và HQKD trong dài hạn.

- *Biến “Cơ cấu phải thu”* có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA và ROE. Kết quả này ủng hộ nghiên cứu của Lê Thị Nhu (2017). Điều này chứng tỏ

trong các DNXD công tác thu hồi công nợ không tốt sẽ ảnh hưởng xấu đến hiệu quả sử dụng tài sản. Bởi lẽ, các DNXD thực hiện khối lượng công trình tương đối lớn, để thực hiện công tác thanh toán với chủ đầu tư phải tiến hành qua nhiều bước, qua nhiều bộ phận. Hơn nữa, quá trình thanh toán còn phụ thuộc vào kế hoạch vốn ngân sách của nhà nước, trong giai đoạn Chính phủ thắt chặt đầu tư công thì nguồn vốn dành cho xây dựng cơ bản lại càng hạn chế. Vì vậy, công tác thanh toán và thu hồi công nợ của các DNXD còn gặp rất nhiều khó khăn.

- *Biến “Cơ cấu tồn kho”* tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA và ROE. Điều này là hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng của tác giả. Đối với các DNXD, tỷ trọng sản phẩm dở dang chiếm chủ yếu trong hàng tồn kho. Giá trị sản phẩm dở dang càng cao thì vốn ứ đọng trong DN càng nhiều, rủi ro tài chính tăng và hiệu quả sử dụng vốn thấp. Chính vì vậy, DN cần đưa ra các biện pháp hạn chế thấp nhất giá trị sản phẩm dở dang, giảm thiểu hàng tồn kho để nâng cao HQKD của DN.

- *Biến “Quy mô doanh nghiệp”* có tác động tích cực với cả 2 biến ROA và ROE với mức ý nghĩa 1%. Kết quả thực nghiệm này cho biết chiều hướng tác động của nó tương đồng với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Carpentier (2006); Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013). Kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng: Nếu DN tăng quy mô thông qua tăng tài sản sẽ giúp DN cải thiện được HQKD. Điều này có thể lý giải, các DN lớn thường có thương hiệu và uy tín trên thị trường nên họ thường đối diện với chi phí đại diện thấp nhưng khả năng cạnh tranh của DN trên thị trường lại cao nên sẽ dễ thực hiện các hoạt động: huy động vốn, bán hàng... dễ dàng hơn, nó góp phần nâng cao HQKD cũng như nâng cao giá trị của DN. Ngoài ra, các doanh nghiệp này thường tận dụng được lợi thế về tổ chức, về cạnh tranh và đáp ứng yêu cầu đổi mới công nghệ, và vì thế có thể đạt mức sản xuất lớn hơn. Mặt khác, đối với các doanh nghiệp lớn thường dễ tiếp cận nguồn hơn hơn do lợi thế về vốn, về tài sản để thế chấp, do vậy có đủ nguồn lực để duy trì và phát triển doanh nghiệp. Trở ngại lớn nhất của khối doanh nghiệp siêu nhỏ, doanh nghiệp nhỏ và vừa đó là thiếu vốn và khó tiếp cận tài chính. Tiếp đến là khả năng tiếp cận thông tin của nhóm doanh nghiệp này khó khăn hơn các doanh nghiệp lớn. Các loại thông tin như kế hoạch, chương trình phát triển kinh tế xã hội của tỉnh, các luật, pháp lệnh, nghị định, quyết định của trung ương, văn bản hướng dẫn của các bộ ngành, văn bản quy phạm pháp luật của tỉnh, các bản đồ và quy hoạch sử dụng đất, các chính sách ưu đãi đầu tư của tỉnh, thông tin về thay đổi quy định về thuế... Hầu như các doanh nghiệp siêu nhỏ, doanh nghiệp nhỏ và vừa khó có thể tiếp cận. Ngoài ra, áp lực cạnh tranh của doanh nghiệp siêu nhỏ, doanh nghiệp nhỏ và vừa là quá lớn.

- *Biến “Tuổi của doanh nghiệp”* chỉ có ý nghĩa thống kê với biến ROA với mức ý nghĩa 1% nhưng có tác động không nhiều, và không có ý nghĩa thống kê với biến ROE. Điều này cho thấy các DNXD sản xuất kinh doanh lâu năm hơn có lợi thế kinh doanh

hơn các DN non trẻ và hơn thế nữa các DN non trẻ dễ bị tổn thương trước những biến động của nền kinh tế. Kết luận này được ủng hộ bởi Hoque và cộng sự (2014) nhưng lại trái chiều với kết quả nghiên cứu của Marshall (1956); Lê Thị Nhu (2017) bởi có thể những DN hoạt động lâu năm sức ỳ lớn nên khó có thể tiếp cận kịp thời với sự biến động của thị trường nên HQKD sẽ giảm hơn so với các DN non trẻ năng động.

- *Biến “Tốc độ tăng trưởng”* có tác động rất nhỏ tới HQKD của DN nhưng không có ý nghĩa thống kê với cả 2 mô hình nghiên cứu. Thông thường doanh thu tăng thì HQKD của DN cũng sẽ tăng. Bởi vì, với DN mọi cố gắng nỗ lực hoạt động của DN đạt được thường thể hiện qua sự tăng trưởng doanh thu, từ đó ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của DN. Thông thường DN có tốc độ tăng doanh thu càng lớn có thể góp phần làm gia tăng lợi nhuận và cũng góp phần làm gia tăng HQKD của DN.

Từ kết quả của bảng 4.12 và 4.13 tác giả tổng hợp được chiều tác động của CTTC và các biến kiểm soát đến HQKD như sau:

Bảng 4.14. Tổng hợp kết quả tác động của các biến đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng

Biến độc lập	Biến phụ thuộc ROA		Kỳ vọng	Kết quả
	ROA	ROE		
Cấu trúc nguồn vốn	+	+	+	Đúng theo lý thuyết TOT
Cơ cấu tài sản	+	+	+	Đúng theo lý thuyết TOT, POT
Cơ cấu phải thu	-	-	-	Đúng
Cơ cấu tồn kho	-	-	-	Đúng
Quy mô doanh nghiệp	+	+	+	Đúng theo lý thuyết TOT, lý thuyết chi phí đại diện
Tốc độ tăng trưởng	N/A	N/A	+	Sai
Tuổi	+	N/A	+	Đúng một phần

Ghi chú: “-”: Tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê; “+”*”*: Tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê; “N/A”*”*: Tác động nhưng không có ý nghĩa thống kê

Nguồn: Tác giả tổng hợp

4.4.4. Kết quả hồi quy phân vị

Phần 4.4.3 đã kiểm định tác động của các biến giải thích lên HQKD được đo bằng ROA và ROE ở mức trung bình. Phần này sẽ tiếp tục đánh giá tác động bằng phương pháp hồi quy phân vị, nhằm xem xét các tác động trung bình trên có thay đổi ở các phân vị khác nhau của HQKD hay không?

Hồi quy tuyến tính được dùng để ước lượng các hệ số dựa vào giá trị trung bình của biến phụ thuộc, và giá trị trung bình này sẽ phụ thuộc vào giá trị của các biến độc lập. Khi sử dụng hồi quy tuyến tính, điều mà các nhà nghiên cứu muốn giải thích là sự biến động của biến phụ thuộc của biến phụ thuộc xung quanh giá trị trung bình của nó. Các biến

trong hồi quy tuyến tính được giả định có phân phối chuẩn, và có vi phạm các giả định này có thể ảnh hưởng tới tính hiệu lực của các kiểm định. Các ước lượng bởi phương pháp này có thể bị sai lệch khi phân phối của biến phụ thuộc khác với phân phối chuẩn.

Petscher và cộng sự (2013) và Koenker (2005) nhấn mạnh sự khác biệt giữa hồi quy tuyến tính thông thường và hồi quy phân vị. Đầu tiên, các nhà nghiên cứu này cho rằng hồi quy phân vị có ưu thế xử lý được dữ liệu không có phân phối chuẩn, và có tồn tại phương sai không đồng đều. Tiếp theo, lợi ích đặc biệt của hồi quy phân vị là dùng toàn bộ dữ liệu để ước lượng mối quan hệ giữa X và Y tại các phân vị của biến phụ thuộc Y, nên ước lượng sẽ hiệu quả hơn phương pháp OLS. Bằng cách tạo các nhóm quan sát dựa vào giá trị của Y, như tạo tứ phân vị, ngũ phân vị hoặc thập phân vị, hồi quy tuyến tính cũng có thể ước lượng các hệ số của biến giải thích tại các phân vị khác nhau của biến phụ thuộc. Tuy nhiên, hướng tiếp cận này thường bị chỉ trích như trong Heckman (1979) vì đã cắt các khoảng giá trị dẫn đến các hệ số ước lượng bị chệch do các ảnh hưởng từ lựa chọn mẫu. Hồi quy phân vị có thể xử lý được vấn đề này nhờ sử dụng ma trận các trọng số để có thể bao gồm tất cả dữ liệu trên và dưới một phân vị nhất định trong quá trình ước lượng.

Kết quả hồi quy phân vị được trình bày ở bảng 4.15 và 4.16

Bảng 4.15. Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROA

Biến	Biến phụ thuộc ROA				
	Hồi quy phân vị				
	0,1	0,25	0,5	0,75	0,9
Cấu trúc nguồn vốn	0.297*** (0.005)	0.041*** (0.003)	-0.032*** (0.001)	-0.033*** (0.003)	-0.133*** (0.009)
Cơ cấu tài sản	0.003 (0.005)	0.005* (0.002)	0.001 (0.001)	0.001 (0.002)	-0.001 (0.008)
Cơ cấu phải thu	-0.215*** (0.003)	-0.061*** (0.001)	-0.022*** (0.001)	-0.028*** (0.001)	0.001 (0.004)
Cơ cấu hàng tồn kho	0.014*** (0.001)	0.012*** (0.000)	0.008*** (0.000)	0.006*** (0.000)	0.004*** (0.001)
Quy mô DN	-0.000 (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000 (0.000)
Tốc độ tăng trưởng	-0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Tuổi	0.000 (0.000)	-0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)
Hàng số	-0.007*** (0.002)	0.002*** (0.001)	0.012*** (0.000)	0.018*** (0.001)	0.046*** (0.003)
Số quan sát	83,472	83,472	83,472	83,472	83,472

*, **, *** biểu diễn hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

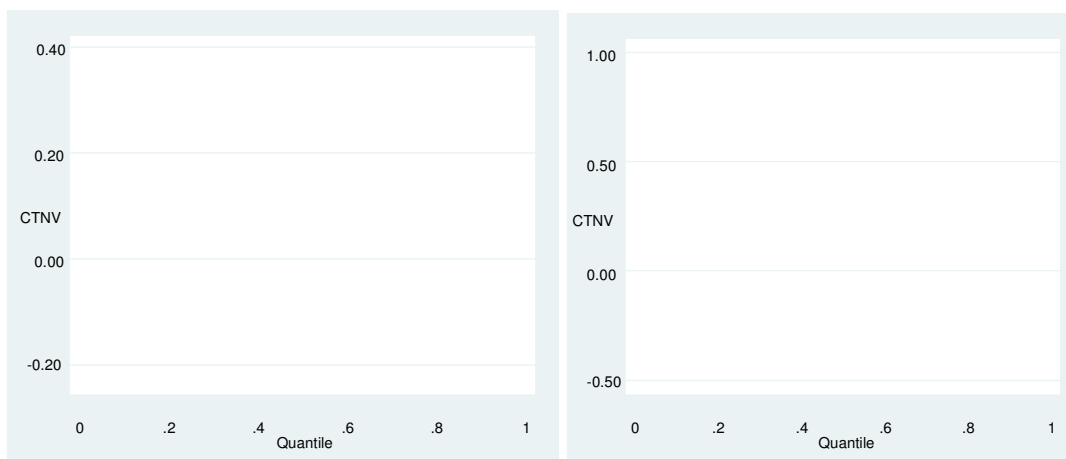
Bảng 4.16. Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROE

Biến	Biến phụ thuộc ROE				
	Hồi quy phân vị				
	0,1	0,25	0,5	0,75	0,9
Cấu trúc nguồn vốn	0.682*** (0.015)	0.114*** (0.007)	-0.039*** (0.003)	-0.068*** (0.007)	-0.327*** (0.018)
Cơ cấu tài sản	0.006 (0.013)	0.012** (0.006)	0.005** (0.002)	0.002 (0.006)	0.009 (0.016)
Cơ cấu phải thu	-0.497*** (0.008)	-0.142*** (0.003)	-0.061*** (0.001)	-0.066*** (0.003)	0.030*** (0.010)
Cơ cấu hàng tồn kho	0.036*** (0.002)	0.036*** (0.001)	0.025*** (0.000)	0.022*** (0.001)	0.031*** (0.003)
Quy mô DN	0.000 (0.000)	0.001*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)
Tốc độ tăng trưởng	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Tuổi	0.000 (0.000)	-0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
Hàng số	-0.020*** (0.005)	-0.001 (0.002)	0.022*** (0.001)	0.044*** (0.002)	0.092*** (0.006)
Số quan sát	83,472	83,472	83,472	83,472	83,472

*, **, *** biểu diễn hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%.

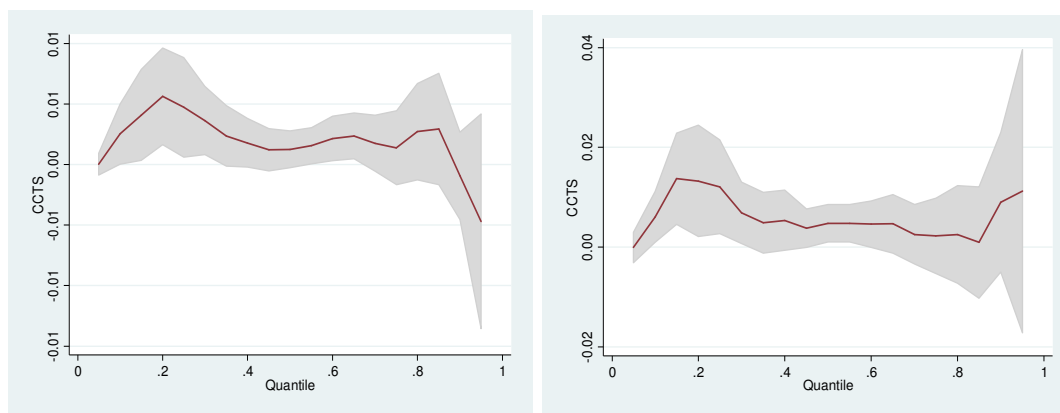
Nguồn: Tính toán của tác giả

- Biến “Cấu trúc nguồn vốn” có tác động tích cực đến ROA và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% điều đó có nghĩa là trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi DN tăng cường sử dụng nợ thì HQKD có xu hướng tăng nhờ lá chắn thuế từ lãi vay. Kết quả này phù hợp với lý thuyết TOT tĩnh và nghiên cứu của Bhardwaj và cộng sự (2010) nhưng lại ngược với nghiên cứu của Le Thi Phuong Vy (2015). Hệ số hồi quy phân vị của biến CTNV được thể hiện ở bảng 4.15 và 4.16 cho thấy, mức độ tác động của biến CTNV đến ROA là khác nhau ở các phân vị khác nhau. Tác động của CTNV lớn nhất ở mức phân vị 0,1 và có ý nghĩa thống kê, thấp nhất ở mức phân vị phân vị 0,9. Tác động của CTNV đến ROA là tích cực tại các phân vị 0,1 và 0,25 và có ý nghĩa thống kê, tác động này là dương và có ý nghĩa thống kê trên tất cả các phân vị. Mặt khác, ở các phân vị càng cao, tác động của CCV đến ROA càng giảm. Điều này cho thấy các DNXD sẽ khai thác tốt lợi ích từ nợ vay ở mức phân vị thấp hơn. Từ mức phân vị 0,5 trở đi, tác động của biến CTNV lên ROA đổi chiều từ (+) sang (-) và có ý nghĩa thống kê, chứng tỏ rằng càng ở mức phân vị cao thì các DNXD sử dụng nợ vay không có hiệu quả phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Ở các phân vị cao, DNXD sẽ ưu tiên sử dụng vốn tự có hơn là sử dụng nợ vay. Các kết luận này cũng tương tự đối với biến phụ thuộc ROE.

**Biến ROA****Biến ROE****Hình 4.18. Hệ số hồi quy biến CTNV trên các phân vị**

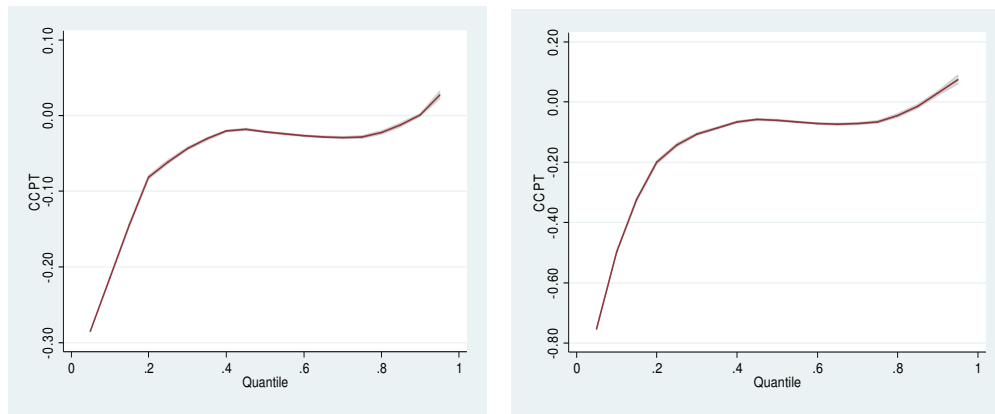
Nguồn: Tác giả tự tính toán

- *Biến “Cấu trúc tài sản”*: Hệ số hồi quy của biến CCTS được biểu diễn ở hình 4.19. Đường cong trên hình 4.19 cho thấy sự thay đổi về độ lớn của hệ số này ở các phân vị khác nhau. Khoảng vệt mờ xung quanh đường được vẽ thể hiện khoảng tin cậy 95% của hệ số ước lượng được. Kết quả cho thấy CCTS có tác động tích cực đối với biến ROA và ROE ở tất cả các phân vị, cao nhất ở mức phân vị 0,25 và thấp nhất ở mức phân vị 0,9 (đối với ROA) và mức phân vị 0,75 (đối với ROE). Tuy nhiên, những tác động này hầu như không có ý nghĩa thống kê ngoại trừ tác động tích cực có ý nghĩa thống kê 10% ở mức phân vị 0,25 (đối với biến ROA) và tác động tích cực có ý nghĩa thống kê 5% ở mức phân vị 0,25 và 0,5 (đối với ROE). Có thể nhận thấy rằng, ở các mức phân vị thấp các DNXD khai thác tốt hơn tài sản cố định đầu tư ở các phân vị cao.

**Biến ROA****Biến ROE****Hình 4.19. Hệ số hồi quy biến CCTS trên các phân vị**

Nguồn: Tác giả tự tính toán

- Biến “Cơ cấu phải thu” có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê 1% từ phân vị 0,1 đến phân vị 0,75 nhưng đến phân vị 0,9 thì lại có tác động tích cực. Hệ số tác động cũng tăng dần hàm ý rằng ở các mức phân vị cao tác động của CCPT đến ROA và ROE càng giảm, cao nhất ở mức phân vị 0,9. Điều này hàm ý rằng trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, một sự gia tăng của CCPT ở những doanh nghiệp thuộc phân vị thấp sẽ làm suy giảm HQKD đo bằng cả ROA và ROE ít hơn so với những DN thuộc phân vị cao.



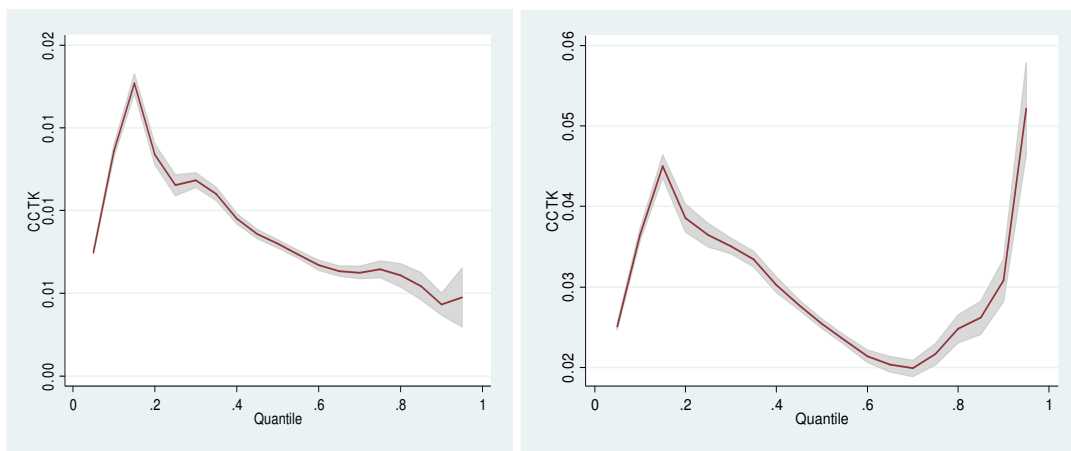
Biến ROA

Biến ROE

Hình 4.20. Hệ số hồi quy biến CTPT trên các phân vị

Nguồn: Tác giả tự tính toán

- Biến “Cơ cấu tồn kho” có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê 1% ở tất cả các phân vị trong đó phân vị 0,1 có hệ số mạnh nhất (0.014 và 0.036), và càng ở phân vị thấp thì tác động này càng mạnh hơn. Tuy nhiên, kết luận này trái với kỳ vọng nghiên cứu cũng như thực tế. Bởi giá trị tồn kho trong doanh nghiệp lớn chứng tỏ DN đang bị ứ đọng vốn, không nghiệm thu thanh toán được các công trình gây khó khăn về vốn từ đó sẽ làm giảm giá trị cũng như HQKD của DN.



Biến ROA

Biến ROE

Hình 4.21. Hệ số hồi quy biến CTTK trên các phân vị

Nguồn: Tác giả tự tính toán

- Các biến SIZE, GRO, AGE cũng có sự tác động khác nhau đến HQKD của DN ở các phân vị tuy nhiên sự khác nhau này không nhiều.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu hồi quy phân vị cho thấy có sự phân hóa mạnh mẽ mức tác động của các yếu tố trên từng nhóm DN theo phân vị của HQKD. Nghĩa là tín hiệu này sẽ khác nhau khi xét ở từng phân vị khác nhau. Do vậy, để đạt được mức hiệu quả cao nhất, nhà quản trị doanh nghiệp nên chú trọng đến các yếu tố tác động đến HQKD tương ứng với phân vị của doanh nghiệp mình. Đối với các DN có hiệu quả hoạt động ở mức phân vị 0,1 và phân vị 0,25, nên gia tăng sử dụng nợ hơn là sử dụng VCSH. Kết quả nghiên cứu cho thấy, CTNV có tác động tích cực tốt nhất lên HQKD ở 2 mức phân vị 0,1 và 0,25, tuy nhiên không nên vay nợ bằng mọi giá, càng không thể coi việc vay nợ là một cứu cánh để tận dụng lợi ích từ thuế mà không chú ý đến việc đầu tư các dự án có tính sinh lời cao, đảm bảo sự tăng trưởng bền vững và HQKD. Bên cạnh đó khi xây dựng chính sách CTNV nhằm nâng cao HQKD, doanh nghiệp cũng cần chú ý đến tình hình kinh tế vĩ mô của DN và vĩ mô của thị trường, đặc thù nền kinh tế tại Việt Nam và rủi ro kinh doanh của ngành để dự báo mục tiêu tăng trưởng cũng như đưa ra quyết định về xây dựng nguồn vốn hợp lý.

Ngoài ra, đối với nhóm DN đang hoạt động ở mức phân vị 0,1 và 0,25 cũng nên đầu tư thêm tài sản cố định, như thế sẽ nâng cao HQKD của DN tốt hơn bởi ở các mức phân vị này đều cho thấy tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê tới HQKD của DN. Tuy nhiên, khi mở rộng danh mục đầu tư tài sản cố định, DN cũng cần cân nhắc đến năng lực tài chính, hiệu suất sử dụng tài sản cố định tránh lãng phí nguồn lực. Thêm vào đó, việc đầu tư này có thể được hỗ trợ bởi các công ty thuê tài chính, đó cũng là một hướng tiếp cận tốt cho các doanh nghiệp muốn đổi mới công nghệ sản xuất, máy móc thiết bị.

4.5. Kết quả nghiên cứu định tính

Các DN khi được hỏi về mức độ đồng ý với các quan điểm về CTTC mà luận án sử dụng cho thấy 100% đồng ý với quan điểm đó.

Các DN có tỷ lệ nợ thấp phần lớn là các DN có HQKD thấp, đang trong tình trạng khó khăn, tài sản cố định lạc hậu, thị phần nhỏ và có khả năng cạnh tranh yếu. Các DN này sử dụng tỷ lệ thấp để hạn chế tiêu cực của đòn cân nợ và giảm áp lực về thanh toán các khoản nợ vay. Tuy nhiên, khi NCS khảo sát nhóm sử dụng nợ thấp, có những DN có tổng tài sản lớn mà không vay nợ, các DN này giải thích để "*giải quyết bài toán thiếu vốn doanh nghiệp thường lựa chọn giải pháp tăng vốn cổ phần chứ không mượn mà với việc sử dụng tài trợ bằng nợ*". Như vậy, các DN dường như đã quên đi lợi ích từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Ngoài ra, các DN thuộc nhóm sử

dụng nợ thấp cũng lý giải nguyên nhân do đặc thù trong hoạt động kinh doanh của họ như các công trình thi công dài, vốn đầu tư mang tính chất dàn trải, thu hồi vốn chậm.

Các DN có tỷ lệ nợ cao, phần lớn là những DN có HQKD cao, khả năng cạnh tranh mạnh và thị phần lớn. Trong số các DN sử dụng nợ nhiều, phần lớn là nợ vay ngắn hạn và mục đích vay nhằm tài trợ cho việc đền bù, giải phóng mặt bằng, nộp tiền sử dụng đất và chi trả bồi thường cho bên thứ ba trong việc hoàn thiện pháp lý các dự án lớn. Mặt khác, các DN trong nhóm sử dụng tỷ lệ nợ cao cũng cho biết, ngành XD có đặc thù vay nợ nhiều cho các công trình dự án, nợ phải trả nhà cung cấp chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nợ nhưng về bản chất lại là hình thức vay vốn mà DN không phải trả lãi, việc trả nợ gốc được hoàn thành khi dự án kết thúc, bởi vậy mặc dù tỷ lệ nợ cao nhưng các DN không chịu quá nhiều áp lực về lãi vay. Nhóm các DN sử dụng nợ cao hoàn toàn là những DN lớn và mở rộng hoạt động kinh doanh trong những năm gần đây. Các DN tích tụ một lượng lớn đất đai và đang đầu tư phát triển các dự án.

Hơn nữa, về cấu trúc tài sản đa số các DN được hỏi đều phản nản *“quá trình nghiệm thu thanh toán hiện này thủ tục còn quá rườm rà phức tạp, phải qua nhiều bộ phận ký duyệt, thời gian thanh toán kéo dài”*. Cũng chính vì lý do trên mà chi phí sản phẩm dở dang của các DN thường rất lớn, đặc biệt thời gian nghiệm thu thường dồn vào cuối năm làm cho DN bị ứ đọng vốn khá lớn. Công tác thu hồi công nợ gặp rất nhiều khó khăn, do các công trình chủ yếu là vốn của Ngân sách Nhà nước, quá trình thanh toán vốn còn phụ thuộc nhiều vào kế hoạch vốn của ngân sách Nhà nước cấp vì thế các DN không chủ động được vốn để thi công các công trình.

Các DN thể hiện sự tán thành cao với quan điểm cho rằng cần thiết lập một CTTC hợp lý cho các DNXD. Tuy nhiên, khi hỏi về vai trò của CTTC đối với HQKD thì các DN có ý kiến khác nhau. Nhóm sử dụng tỷ lệ nợ cao thì mức độ nhất trí cao (71,43%) rằng CTTC có ảnh hưởng tích cực đến HQKD của họ, ngược lại nhóm có tỷ lệ nợ thấp thì quan điểm rất khác nhau. Một số cho rằng *“khi tỷ lệ nợ phải trả cao, rủi ro càng tăng, khi chi phí sử dụng vốn tăng, vượt quá khả năng sinh lời của DN sẽ làm cho HQKD giảm”*. Có DN lại cho rằng ảnh hưởng của CTTC đến HQKD còn phụ thuộc nhiều vào tình hình kinh tế chung của nền kinh tế. Trong thời kỳ suy thoái, khó khăn của DN hay nền kinh tế thì doanh thu sẽ giảm. Khi đó, nếu tỷ lệ nợ càng cao thì lãi phải trả càng lớn dẫn đến lợi nhuận giảm, HQKD giảm. Ngược lại trong thời kỳ tăng trưởng của DN hay của nền kinh tế, thì doanh thu tăng, nếu tỷ lệ cao tức là đòn bẩy tài chính cao dẫn đến lợi nhuận tăng, HQKD tăng. Hay, tỷ lệ nợ cao, áp lực DN lớn, năng suất tăng do đó HQKD tăng.

Như vậy, kết quả nghiên cứu định tính từ phỏng vấn sâu các chuyên gia là các nhà quản trị tài chính và kế toán trưởng của một số DNXD một lần nữa đã khẳng định tính tin cậy của kết quả nghiên cứu định lượng.

Kết luận chương 4

Trong chương này tác giả đưa ra ba phần:

- *Thứ nhất*, tác giả nêu được tổng quan các DNXD trong giai đoạn 2012-2017 về số lượng và cơ cấu theo quy mô DN, loại hình DN, vùng miền, mã ngành chi tiết. Đồng thời tác giả cũng phân tích tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của loại hình DN trong giai đoạn nghiên cứu.

- *Tiếp đó*, tác giả phân tích thực trạng CTTC của các DNXD bao gồm cấu trúc nguồn vốn và cấu trúc tài sản để chỉ ra rằng, hệ số nợ của các DNXD thường rất cao, tuy nhiên việc tiếp cận nợ đối với các DN có quy mô siêu nhỏ và nhỏ rất khó khăn thể hiện ở CTNV của loại hình DN này thường thấp. Hơn nữa, loại hình DNNN bao giờ cũng có CTNV cao nhất do tận dụng lợi thế bởi phần vốn góp của Nhà nước. Trong CTTS thì tài sản dài hạn thường chiếm tỷ trọng không đáng kể, chứng tỏ có thể thấy tài sản cố định của các DNXD trong giai đoạn này chủ yếu là đi thuê. Cơ cấu các khoản phải thu và cơ cấu tồn kho chiếm phần lớn trong tài sản ngắn hạn của DNXD

- *Thứ ba*, tác giả phân tích thực trạng hiệu quả kinh doanh của các DNXD trong giai đoạn 2012-2017 qua các chỉ tiêu phản ánh kết quả kinh doanh như doanh thu, lợi nhuận và chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh đo bằng ROA và ROE

- *Cuối cùng*, tác giả đã tiến hành chạy hồi quy các mô hình tác động của các biến nghiên cứu và có kết quả như sau: (i) Chưa tìm thấy mối liên hệ giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu và HQKD của DNXD; (ii) Doanh nghiệp càng vay nợ thì HQKD càng tăng; (iii) Tỷ trọng tài sản cố định càng lớn thì DN càng kinh doanh hiệu quả; (iv) Cơ cấu tồn kho càng cao thì HQKD càng thấp đối với cả 2 biến ROA và ROE; (v) tìm thấy mối liên hệ âm giữa cơ cấu phải thu với HQKD của DN; (vi) Các DN có thâm niên kinh doanh sẽ hoạt động hiệu quả hơn các DN mới thành lập. Bên cạnh đó, tác giả phân tích kết quả hồi quy phân vị và tìm thấy sự tác động của các biến CTTC đến HQKD có khác nhau ở các phân vị khác nhau của ROA và ROE. Hơn nữa, ở các phân vị thấp các yếu tố ảnh hưởng tới HQKD có mặt tích cực hơn. Sau khi phân tích định lượng tác giả phân tích kết quả phỏng vấn sâu để củng cố thêm kết luận của nghiên cứu định lượng.

CHƯƠNG 5: GIẢI PHÁP VÀ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH

5.1. Quan điểm hoàn thiện cấu trúc tài chính để phù hợp với các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam trong quá trình hội nhập

Hoàn thiện cấu trúc tài chính trước hết và chủ yếu xuất phát từ lợi ích của doanh nghiệp nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị của 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 người chủ sở hữu. Các DN thực hiện mọi biện pháp để đạt mục tiêu nêu trên, trong đó hoàn thiện một CTTC phù hợp là một nội dung quan trọng. CTTC 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 CTTC có những dấu hiệu bất ổn, mất cân đối, tác động tiêu cực đến giá trị DN, DN cần chủ động tiến hành tái cấu trúc. Các DN cần nhận thức rằng nhiệm vụ tái CTTC phải được thực hiện bởi chính DN, phục vụ lợi ích thiết thực của chủ sở hữu DN. Do đó, tái CTTC cần phải thực hiện một cách thực sự, quyết liệt tránh tình trạng tái CTTC một cách hình thức. Tái CTTC không đơn thuần là việc hoán đổi nguồn hình thành vốn của DN, mà sẽ liên quan đến thay đổi cấu trúc sở hữu, chi phí sử dụng vốn từ đó có tác động trực tiếp đến HQKD của DN, giá trị DN và lợi ích của chủ sở hữu DN. Các DN cũng cần đưa ra kế hoạch hành động cụ thể tái CTTC thông qua việc xác định nguyên nhân sâu xa dẫn đến những bất cập trong CTTC của DN. Nhiệm vụ tái CTTC cần được thực hiện ngay lập tức khi có những dấu hiệu bất ổn, các DN không nên “ngồi chờ” sự giải cứu từ những tác nhân bên ngoài. Đây cũng là một thực tế đang xảy ra đối với các DNNN, việc phó mặc, i lại vào Nhà nước trong việc đưa ra các phương án xử lý nợ đã dẫn đến sự chậm trễ trong quá trình tái cấu trúc, ảnh hưởng lâu dài đến HQKD của DN.

Hoàn thiện cấu trúc tài chính 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 trong ngành XD 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, tái cấu trúc các DN trong ngành XD phải gắn mới 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. Một trong những yếu tố then chốt để nâng cao năng lực cạnh tranh của các DN là gia 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 đại hóa công nghệ. Mặt khác, để đảm bảo năng lực tài chính vững mạnh tạo sự ổn định trong hoạt động của DN cần nâng cao khả năng tự chủ tài chính thông qua gia tăng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, một thực tế mà các DN phải đối mặt là khó khăn trong huy động vốn đặc biệt từ vốn chủ sở hữu trong điều kiện hiện tại. Nguyên nhân là do: (i) ảnh hưởng của suy thoái kinh tế làm giảm HQKD của các DN dẫn đến nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận để lại thấp; (ii) việc huy động vốn từ bên ngoài khó thực hiện do thị trường chứng khoán còn nhiều biến động. Chính vì vậy, trước hết các DN phải xác định một quy mô kinh doanh phù hợp và có chiến lược dài hạn trong việc đầu tư vốn để đảm bảo phát triển bền vững. Đối với những DN quy mô nhỏ không đảm bảo khả năng cạnh tranh cần có chiến lược trong việc sáp nhập, hợp nhất để đạt được quy mô lớn hơn. Các DN cần có định hướng trong dài hạn nhằm tăng cường năng lực tự chủ tài chính từ tích lũy lợi nhuận để lại cũng như tận dụng mọi cơ hội khai thác tăng vốn chủ sở hữu từ bên ngoài.

Hoàn thiện cấu trúc tài chính phải đảm bảo phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp

Có nhiều quan điểm cho rằng hoàn thiện CTTC chỉ được thực hiện khi DN gặp khó khăn về tài chính và có nguy cơ lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán. Tuy nhiên quan điểm trên chưa phù hợp hoàn toàn của DN toàn do sự vận động của nền kinh tế cũng như của DN thường xuyên diễn ra. Chính vì vậy, các DN cần coi hoàn thiện cấu trúc là một nhiệm vụ quan trọng trong chiến lược phát triển dài hạn của DN. Việc hoàn thiện cấu trúc DN cũng như hoàn thiện CTTC xuất phát từ hai lý do cơ bản. *Thứ nhất*, do áp lực từ bên trong khiến DN phải thay đổi vấn đề phù hợp với quy mô tăng trưởng, các giai đoạn trong quá trình phát triển của DN. Như vậy, khi một trong những điều kiện trên thay đổi đòi hỏi DN phải đánh giá lại hoạt động và tiến hành hoàn thiện cấu trúc kịp thời nhằm đảm bảo hoạt động hiệu quả nhất.

Quá trình hình thành và phát triển của mỗi DN thường được chia thành 4 giai đoạn: hình thành, phát triển, bão hòa và suy thoái. Trong mỗi giai đoạn cụ thể CTTC thường có những đặc điểm riêng biệt. Các DN cần nhận định được đặc trưng CTTC trong từng giai đoạn để có định hướng trong việc xác định CTTC hợp lý.

Giai đoạn hình thành: Trong giai đoạn này, do mới đi vào hoạt động nên kết quả kinh doanh chưa cao vì vậy DN chủ yếu dựa vào nguồn vốn của chủ sở hữu. Ngoài ra, khi DN mới hình thành do vốn và kinh nghiệm còn ít, chưa có chỗ đứng trên thị trường nên mức độ rủi ro kinh doanh còn rất lớn. Chính vì vậy, việc tài trợ vốn bằng vay nợ dù ở mức độ rất thấp cũng dễ dàng dẫn đến rủi ro phá sản. Hơn nữa, lợi ích của “lá chắn thuế” trong giai đoạn này cũng không phát huy tác dụng nên yêu cầu về tài chính an toàn trong giai đoạn này cần được đề cao. Ngoài vốn đầu tư của chủ sở hữu, nguồn vốn từ các quỹ đầu tư mạo hiểm khá thích hợp với DN do các nhà đầu tư mạo hiểm là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, dám chấp nhận rủi ro để kỳ vọng mang lại lợi nhuận cao.

Giai đoạn tăng trưởng: Kết thúc giai đoạn hình thành, do có lợi thế về công nghệ, kỹ thuật, sản phẩm hoặc thị trường mới nên sản xuất kinh doanh của DN có nhiều cơ hội đạt được sự tăng trưởng. Mặc dù rủi ro kinh doanh trong giai đoạn này đã giảm so với giai đoạn hình thành song vẫn còn khá cao trong suốt thời gian DN mở rộng đầu tư và gia tăng doanh thu. Vì vậy, để giảm thiểu rủi ro tổng thể trong điều kiện rủi ro kinh doanh vẫn còn ở mức cao, DN nên giữ rủi ro tài chính ở mức độ thấp bằng việc sử dụng nợ ở mức vừa phải. Giai đoạn tăng trưởng cũng tạo cơ hội cho các DN trong việc gia tăng và đa dạng nguồn vốn huy động. Chính vì vậy các DN cần căn cứ vào tình hình thực tế để điều chỉnh CTTC sao cho hiệu quả nhất, phát huy tối đa tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. Giai đoạn này cũng diễn ra sự thay đổi cơ bản trong diện mạo của các nhà đầu tư vốn, vì các nhà đầu tư mạo hiểm thường rút vốn sau khi DN vượt qua giai đoạn hình thành để đầu tư vào các DN khác, nên khi DN chuyển sang giai đoạn tăng trưởng, họ cần tìm người mua lại vốn cổ phần này với giá trị đã gia tăng. Nguồn tài trợ hợp lý cho các DN trong giai đoạn này là phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng.

Giai đoạn bão hòa: Kết thúc giai đoạn tăng trưởng, mức độ rủi ro của DN có khả năng giảm về mức độ trung bình. Thêm vào đó, do sự ổn định về doanh thu và lợi nhuận cho phép DN có thể ứng phó với rủi ro tài chính cao. Vì vậy, chính sách tài trợ của DN nên có sự thay đổi từ việc tài trợ hầu như hoàn toàn bằng vốn cổ phần sang kết hợp với một tỷ trọng nợ ngày càng tăng trong CTTC. Việc gia tăng nợ trong giai đoạn này hoàn toàn hợp lý do dòng tiền thuần của DN trong giai đoạn này khá dồi dào từ đó cho phép DN đảm bảo khả năng thanh toán cả vốn lẫn lãi mặt khác giúp DN có thể tận dụng những tác động tích cực từ đòn bẩy tài chính.

Giai đoạn suy thoái: Kết thúc giai đoạn phát triển ổn định, các DN rơi vào tình trạng suy thoái. Do lợi thế về thị trường và sản phẩm không còn nên khả năng mở rộng

thị trường cũng rất hạn chế, các DN thậm chí rơi vào tình trạng thua lỗ. Chính vì vậy, các DN nên cân nhắc phương án thu hẹp quy mô, giảm dần sử dụng nợ, nguồn vốn sử dụng cho hoạt động kinh doanh của DN chủ yếu từ lợi nhuận sau thuế và tiền khấu hao thu hồi chưa sử dụng.

Hoàn thiện cấu trúc tài chính phải đảm bảo sự thống nhất với hoàn thiện cấu trúc hoạt động và hoàn thiện cấu trúc chiến lược của doanh nghiệp

Mặc dù hoàn thiện CTTC chỉ tập trung đến việc thay đổi CTTC của DN tuy nhiên một CTTC 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 hoàn thiện CTTC cần được thực hiện đồng thời với hoàn thiện cấu trúc chiến lược và hoàn thiện cấu trúc hoạt động. Lúc này, CTTC 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, hoàn thiện cấu trúc chiến lược thông qua việc thoái vốn đầu tư có thể tạo ra nguồn lực để đảm bảo hoàn thiện CTTC. Hoàn thiện CTTC giúp tình hình tài chính ổn định, chi phí tài chính được cắt giảm dẫn đến cải thiện HQKD của DN.

Đối với các DN ngành XD, những bất ổn trong hoạt động của DN trong thời gian qua xuất phát từ ba khía cạnh. Cụ thể là: chiến lược đầu tư chưa bền vững, nguồn lực đầu tư còn hạn chế, đầu tư chủ yếu nhằm mục tiêu thu lợi nhuận trong ngắn hạn; CTTC còn tiềm ẩn rủi ro do chủ yếu tài trợ bằng nợ vay; HQKD chưa cao và chịu tác động mạnh mẽ từ những biến động của nền kinh tế. Vì vậy, việc hoàn thiện cấu trúc trên cả ba khía cạnh chiến lược, tài chính và hoạt động là yêu cầu bắt buộc.

Cần đa dạng hóa, vận dụng linh hoạt các hình thức hoàn thiện cấu trúc tài chính phù hợp với quy mô, tính chất, đặc điểm hoạt động của các doanh nghiệp

Do mỗi DN có quy mô, tính chất và đặc điểm hoạt động kinh doanh khác nhau cho nên việc thực hiện hoàn thiện CTTC cũng cần có sự vận dụng một cách linh hoạt. Các DN gặp khó khăn tài chính tạm thời có thể thực hiện hoàn thiện CTTC một cách độc lập nhằm cải thiện tình hình tài chính. Các DN gặp khó khăn trầm trọng, ảnh hưởng đến chiến lược hoạt động, hoàn thiện CTTC cần thực hiện một cách đồng bộ với hoàn thiện cấu trúc chiến lược. Các DN quy mô lớn, sở hữu nhiều công ty con, công ty liên kết, hoàn thiện CTTC còn gắn liền với việc cơ cấu lại danh mục đầu tư, xử lý vấn đề sở hữu chéo. Riêng đối với các DNNN cũng cần cân nhắc trong hoàn thiện cấu trúc sở hữu. Quá trình hoàn thiện cơ cấu DNNN sẽ làm giảm tỷ trọng tham gia trực tiếp của Nhà nước vào một số sản xuất, kinh doanh để thu hút nguồn lực tài

chính của khu vực tư nhân đầu tư vào DN, tăng cường quản trị DN. Chính vì vậy, xu hướng thoái vốn đầu tư Nhà nước trong các DN ngành XD là một tất yếu. Điều này cũng phù hợp với thông lệ các nước Đông Nam Á, Hàn Quốc và Nhật Bản. Ngành XD là một trong những ngành mà Nhà nước mở đường cho sự tham gia rộng rãi của khu vực kinh tế tư nhân, chấp nhận cạnh tranh và mở cửa nền kinh tế

5.2. Giải pháp hoàn thiện cấu trúc tài chính góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam trong quá trình hội nhập

Qua đánh giá thực trạng tài chính và CTTC của các DNXD giai đoạn 2012-2017, có thể thấy hầu hết các DN đang gặp khó khăn trong hoạt động kinh doanh do những biến động bất lợi môi trường kinh doanh. Mặt khác, tác động của suy thoái kinh tế càng làm bộc lộ rõ những tồn tại trong CTTC và HQKD của các DNXD thể hiện ở một số điểm cơ bản như: (i) năng lực tự chủ tài chính của các DNXD còn hạn chế; (ii) hình thức tài trợ nợ thiếu đa dạng; (iii) CTTC của các DN quy mô nhỏ kém ổn định, mức độ rủi ro rất cao; (iv) giá trị hàng tồn kho và khoản phải thu trong tổng tài sản còn chiếm tỷ trọng lớn; (v) giá trị tài sản cố định trong tổng tài sản của DN còn hạn chế. Với những lý do kể trên, cần thiết lập một CTTC hợp lý là một đòi hỏi mang tính bức thiết giúp các DNXD hạn chế rủi ro, gia tăng HQKD, đạt mục tiêu tối đa hóa giá trị DN tiến đến phát triển bền vững.

5.2.1. Nhóm giải pháp hoàn thiện cấu trúc tài sản

DN cần nghiên cứu để cấu trúc tài sản một cách hợp lý vì cấu trúc tài sản có tác động trực tiếp đến HQKD của DN. Trong cấu trúc tài sản, DN nên chú ý đến một số chỉ tiêu sau:

- Tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản: Chỉ tiêu này DN để vừa phải để đảm bảo tiền trong thanh toán các phát sinh công nợ trong DN như thanh toán tiền mua nguyên vật liệu, thanh toán lương cho công nhân viên, thanh toán các chi phí bằng tiền khác trong DN như chi phí điện nước, tiếp khách, mua các công cụ dụng cụ nhỏ lẻ... Như vậy doanh nghiệp luôn có kế hoạch chi tiền trong từng giai đoạn để dự trữ tiền vừa đủ.

- Đối với tỷ trọng các khoản phải thu: Theo kết quả chương 4 chỉ tiêu CCPT tác động tiêu cực tới HQKD. Chính vì vậy để tăng HQKD thì giá trị biến CCPT càng thấp càng tốt. Các khoản phải thu của khách hàng trong DNXD chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong tổng tài sản của DN. Theo số liệu chương 4, trị số chỉ tiêu CCPT trung bình chiếm tới 35,9% trong tổng tài sản. Các khoản phải thu này chủ yếu là những khoản thanh toán từ chủ đầu tư. Do đặc thù của DNXD là thi công cần nhiều vốn, giá trị

thanh quyết toán các công trình thường cao, do đó nếu quá trình thu hồi công nợ của DN không tốt sẽ ảnh hưởng rất lớn đến dòng tiền chi trong DN, tình hình tài chính trong DN sẽ gặp khó khăn, bất ổn. Chính vì vậy, thu hồi vốn trong các DNXD làm một trong những nhiệm vụ quan trọng. DN cần tìm mọi cách thu hồi công nợ để trị số CCPT của khách hàng càng thấp càng tốt. Để tránh rủi ro trong khâu thu hồi công nợ trước khi ký hợp đồng XD các DN nên nghiên cứu kỹ nguồn vốn cấp, chủ đầu tư, thời gian và tiến độ thi công, các khó khăn và thuận lợi khi tiến hành XD...Ngoài ra, cũng theo kết quả từ chương 4, khi phân tích hồi quy phân vị của biến CCPT nhận thấy rằng càng ở mức phân vị cao thì tác động của biến CCPT tới HQKD càng giảm. Bởi lẽ, các DNXD có mức độ kinh doanh cao thường là các DN lớn thường có khả năng thực hiện được các công trình trọng điểm với giá trị lớn. Vì thế, cần có sự sát sao trong việc nghiệm thu thanh toán, thu hồi công nợ, đàm phán với chủ đầu tư để giải ngân các khoản thanh toán với ngân sách nhà nước một cách nhanh nhất.

- Đối với hàng tồn kho: Theo kết quả nghiên cứu của Chương 4, chỉ tiêu CCTK tác động tiêu cực đến HQKD. Như vậy, giảm hàng tồn kho không chỉ hạn chế ứ đọng vốn mà còn làm tăng HQKD của DN. Hàng tồn kho trong DNXD bao gồm: nguyên vật liệu, công cụ dụng cụ, chi phí sản xuất kinh doanh dở dang. Tuy nhiên với nguyên vật liệu, công cụ dụng cụ hầu hết các DNXD thường nhập theo tiến độ thi công trong ngắn hạn do những nguyên vật liệu này không khan hiếm, đồng thời nếu nhập nhiều sẽ không có chỗ lưu kho lưu bãi, ảnh hưởng đến mặt bằng thi công, dẫn đến tỷ trọng của nguyên vật liệu, công cụ dụng cụ trong hàng tồn kho không nhiều. Như vậy, trong hàng tồn kho chủ yếu là giá trị sản phẩm dở dang. Khi giá trị sản phẩm dở dang tăng sẽ làm cho tỷ trọng hàng tồn kho trong tổng tài sản cũng tăng. Chính vì vậy, DN cần hạn chế tối đa giá trị sản phẩm dở dang. Một trong các cách giảm giá trị sản phẩm dở dang hiệu quả là khi DN ký hợp đồng xây dựng nên chia thành nhiều đợt thanh toán. Khi thi công xong từng phần hạng mục theo điểm dừng kỹ thuật có thể thanh toán theo hợp đồng thì cán bộ kỹ thuật cần nhanh chóng làm thủ tục thanh toán ngay với chủ đầu tư.

- Đối với tỷ trọng tài sản cố định: Giá trị tài sản cố định chiếm tỷ trọng không lớn trong tổng tài sản của DNXD. Theo kết quả chương 4 trị số chỉ tiêu CCTS thấp hơn so với CCPT và CCTK, nhưng biến CCTS vẫn có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đối với cả ROA và ROE. Vì vậy để nâng cao HQKD của DN cần phải tăng cường đầu tư hiện đại hóa dây chuyền công nghệ máy móc thiết bị. Sử dụng công nghệ lạc hậu chính là nguyên nhân cơ bản dẫn đến những hạn chế trong khả năng cạnh tranh của các DNXD do chất lượng thấp, giá thành cao. Đầu tư máy móc thiết bị hiện đại sẽ giải quyết cơ bản bài toán nâng cao chất lượng công trình, đẩy nhanh tiến độ thi công,

đảm bảo nghiệm thu đúng giai đoạn. Ngoài ra, việc hiện đại hóa máy móc thiết bị sẽ giúp DN cắt giảm chi phí đầu vào nâng cao HQKD cho DN.

5.2.2. Nhóm giải pháp hoàn thiện cấu trúc nguồn vốn

a. Điều chỉnh cấu trúc nguồn vốn theo hướng gia tăng nợ nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Theo kết quả hồi quy, trong giai đoạn 2012-2017, ta thấy biến CTV có tác động tích cực đến HQKD của DN và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở cả 2 mô hình điều này cho thấy các DN có tỷ nợ vay trong tổng tài sản cao sẽ mang lại HQKD tốt hơn. Hơn nữa, kết quả phân tích hồi quy phân vị cho thấy, ở các mức phân vị thấp thì biến CTV có tác động tích cực mạnh hơn tới HQKD khi ở mức phân vị cao. Điều này càng khẳng định thêm các DN có HQKD ở mức thấp khi sử dụng nợ vay sẽ hiệu quả cao hơn vì vậy cần mở ra thêm nhiều khả năng tiếp cận vốn vay đối với những DN đang có mức HQKD thấp. Thực tiễn hoạt động cho thấy DN đặc biệt là các DN có quy mô nhỏ và siêu nhỏ với nhu cầu thiếu hụt nguồn vốn, khó tiếp cận với nguồn vốn nợ vay trong khi đó việc sử dụng nợ vay sẽ làm giảm chi phí tài chính cho DN (vì chi phí nợ vay sẽ thấp hơn chi phí VCSH) đồng thời mang lại lợi ích từ tấm lá chắn thuế và lãi vay cho DN. Do đó, để nâng cao giá trị của DN việc duy trì cấu trúc vốn nghiêng về gia tăng nợ là cần thiết. Tuy nhiên, theo một số chuyên gia được tiến hành phỏng vấn thì cho rằng *“Tiếp cận tín dụng vẫn là một trong những “điểm nghẽn” quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp”*. Ngoài ra, các nhà quản trị doanh nghiệp cho biết thêm: *“Các doanh nghiệp nhỏ hoặc mới bắt đầu hoạt động, đang trong giai đoạn khởi nghiệp sử dụng vốn nợ rất ít, nếu không muốn nói là không có sử dụng nợ. Các doanh nghiệp mới với sự không chắc chắn cao có thể phải trải qua một thời gian đầy khó khăn để tìm được tài trợ bằng vay nợ, nên thường thì các hoạt động của họ hầu hết được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu”*. Với 98% là các doanh nghiệp tư nhân trong toàn ngành xây dựng trong đó chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ, khối doanh nghiệp này đang rất cần sự quan tâm của Chính phủ, các Bộ ban ngành thông qua các chính sách hỗ trợ để khối doanh nghiệp này có thể làm tăng thêm giá trị gia tăng, góp phần nâng cao HQKD thông qua một CTNV tối ưu nhất cho doanh nghiệp mình. Ngoài việc tìm nguồn tài trợ từ các ngân hàng thương mại hay các tổ chức tín dụng, các DN cũng có thể mở rộng các kênh tài trợ thông qua việc liên kết, liên doanh với các đối tác đầu tư hoặc các quỹ đầu tư mạo hiểm cũng là một địa chỉ được ưa thích đối với nhiều DN đang trên đà tăng trưởng mạnh ở nhiều nước trên thế giới. Việc phụ thuộc quá vốn vào nguồn vốn ngân hàng làm cho các DN gặp rất nhiều hạn chế. Một trong những giải pháp cung cấp nguồn vốn dài hạn hiệu quả mà các

DNXD nhỏ và vừa hiện nay nên áp dụng là hình thức thuê mua tài chính. Nguyên nhân chính thúc đẩy hoạt động thuê mua tài chính phát triển là do nó thể hiện hình thức tài trợ có tính an toàn cao, tiện lợi và hiệu quả cho các bên giao dịch. Việc huy động vốn bằng việc đi thuê tài chính có lợi thế rất tốt để tài trợ cho các dự án đầu tư dây chuyền công nghệ hay cải tiến máy móc. Việc này cũng giúp cho DN nhỏ và vừa đang sử dụng đúng mục tiêu chiến lược kinh doanh dài hạn.

b. Xác định giới hạn an toàn trong việc sử dụng nợ của doanh nghiệp

Việc xác định hệ số nợ ở mức an toàn là một vấn đề mà các DNXD cần quan tâm nhằm đảm bảo mức độ an toàn tài chính. Một trong những phương pháp để xác định tỷ lệ nợ ở mức an toàn là sử dụng mô hình chỉ số Z. Thông qua xác định chỉ số Z, DN có thể đưa ra tỷ lệ nợ ở giới hạn nhất định nhằm đảm bảo cho DN chưa phải đối mặt với nguy cơ phá sản.

Chỉ số Z là một công cụ để phát hiện dấu hiệu báo trước về khả năng phá sản của một DN. Chỉ số Z được phát minh bởi giáo sư Edward I. Altman thông qua nghiên cứu trên số lượng lớn các công ty khác nhau tại Mỹ (Altman, 1977). Cho đến nay việc ứng dụng hệ số Z để cảnh báo nguy cơ phá sản được phổ biến ở các quốc gia khác nhau và đưa ra kết quả có độ tin cậy khá cao. Trong nghiên cứu của Altman (1977) ban đầu chỉ số Z được thiết lập để đo lường nguy cơ phá sản đối với các DN thuộc nhóm DN đã cổ phần hóa trong ngành sản xuất theo mô hình 1 dưới đây:

- *Mô hình 1: Đối với các DN đã cổ phần hóa, ngành sản xuất*

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,99X_5 \quad (5.1)$$

Trong đó:

X_1 : Tỷ trọng tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản

X_2 : Tỷ trọng lợi nhuận để lại trên tổng tài sản

X_3 : Tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên tổng tài sản

X_4 : Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng nợ

X_5 : Doanh thu thuần trên tổng tài sản

+ Nếu $Z > 2,99$: DN nằm trong vùng an toàn – chưa có nguy cơ phá sản

+ Nếu $1,8 < Z < 2,99$: DN nằm trong vùng cảnh báo – có thể có nguy cơ phá sản

+ Nếu $Z < 1,8$: DN nằm trong vùng nguy hiểm – nguy cơ phá sản cao

Từ mô hình 1, chỉ số Z được Edward I. Altman đã phát triển ra Z' và Z'' để có thể áp dụng theo từng loại hình và ngành của DN như sau:

- *Mô hình 2: Đối với DN chưa cổ phần hóa, ngành sản xuất*

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,42X_4 + 0,998X_5 \quad (5.2)$$

+ Nếu $Z' > 2,99$: DN nằm trong vùng an toàn – chưa có nguy cơ phá sản

+ Nếu $1,23 < Z' < 2,99$: DN nằm trong vùng cảnh báo – có thể có nguy cơ phá sản

+ Nếu $Z' < 1,23$: DN nằm trong vùng nguy hiểm – nguy cơ phá sản cao

Chỉ số Z'' có thể được dùng ở hầu hết các ngành, các loại hình DN. Vì vậy, sự khác nhau khá lớn của X_5 đã được đưa ra khỏi phương trình. Công thức tính chỉ số Z'' được điều chỉnh như sau:

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \quad (5.3)$$

+ Nếu $Z'' > 2,6$: DN nằm trong vùng an toàn – chưa có nguy cơ phá sản

+ Nếu $1,23 < Z'' < 2,6$: DN nằm trong vùng cảnh báo – có thể có nguy cơ phá sản

+ Nếu $Z'' < 1,2$: DN nằm trong vùng nguy hiểm – nguy cơ phá sản cao

Đối với DNXD do tồn tại một số DN liên doanh tổ chức dưới hình thức công ty TNHH, việc áp dụng mô hình 3 để tính chỉ số Z'' cho các DN là phù hợp.

c. Xây dựng mô hình cấu trúc tài chính phù hợp với đặc thù của từng nhóm doanh nghiệp

CTTC cần được thiết kế trên cơ sở đặc thù của mỗi DN gắn với tình hình thực tế của từng DN. Bối cảnh suy thoái kinh tế những năm qua nảy sinh nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan dẫn đến DN phải thực hiện tái cấu trúc. Tùy từng hoàn cảnh cụ thể, DN lựa chọn phương thức CTTC hợp lý. Đối với các DNXD có thể triển khai mô hình CTTC theo các nhóm DN như sau:

Đối với DN kinh doanh thua lỗ kéo dài: Kinh doanh thua lỗ khiến cho giá trị tài sản cũng như VCSH của DN bị hao hụt dần. Nếu tình trạng này bị kéo dài, VCSH sẽ bị hao hụt nhanh chóng, vô hình chung khiến hệ số nợ ngày càng tăng và rủi ro tài chính ngày càng đe dọa sự tồn tại của DN. Khi rơi vào tình trạng này, một mặt đòi hỏi DN phải tổ chức lại sản xuất, kinh doanh, mặt khác cần hoàn thiện CTTC để cải thiện tình hình tài chính. Để giảm lỗ, DN cần cắt bớt những chi phí không cần thiết, hạn chế khoản vay đầu tư vào những dự án chưa thu lời được ngay, chấp nhận thu hẹp ngành nghề, rút bớt chi nhánh thiếu hiệu quả, đẩy mạnh doanh thu, đồng thời DN nên thực hiện đàm phán ngay với các chủ nợ thông qua các giải pháp như chuyển đổi nợ thành vốn góp, bán nợ cho các chủ nợ khác, cơ cấu lại thời hạn thanh toán, cho phép thêm vào các điều khoản bổ sung hợp lý vào các hợp đồng để giảm thiểu lãi suất vay phải trả... để tránh lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán khi các hợp đồng vay đến hạn thanh toán.

Đối với DN mở rộng quá mức: DN cần đánh giá lại quy mô của DN. Thực tế cho thấy khi DN mở rộng đầu tư quá mức sẽ dẫn đến sự tăng trưởng quá nhanh thậm chí rơi vào tình trạng quá “nóng”. Điều này trước mắt dễ làm cạn kiệt các nguồn tài chính cũng như khiến cho CTTC mất cân đối nghiêm trọng. Trong trường hợp này,

mặc dù đã huy động tối đa nguồn vốn bên trong nhưng không thể đáp ứng được yêu cầu DN buộc phải gia tăng huy động vốn từ bên ngoài như vay nợ qua hệ thống ngân hàng thương mại, phát hành trái phiếu và sử dụng tín dụng thương mại từ các nhà cung cấp quá mức. Để tránh hệ số nợ quá cao, có thể làm DN mất kiểm soát trong trường hợp rủi ro xảy ra, DN phải kiểm soát chặt các dự án, chương trình đầu tư, có kế hoạch thu hồi vốn và trả nợ đúng hạn định hoặc tối thiểu cũng có các phương án dự phòng khi yếu tố không thuận lợi xảy ra. Đồng thời giải pháp chia, tách, thanh lý các công ty con, các bộ phận không thiết yếu, thanh lý các tài sản không sinh lời... hoặc sinh lời kém là nhiệm vụ cần thiết.

Đối với DN quy mô nhỏ, năng lực cạnh tranh hạn chế: cần xác định chiến lược kinh doanh, tăng cường tái cấu trúc hoạt động nhằm nâng cao HQKD cũng như tích lũy gia tăng quy mô vốn. Các DN năng lực tài chính hạn chế có thể xem xét phương án sáp nhập với các DN khác nhằm mở rộng quy mô và gia tăng năng lực cạnh tranh

Đối với những doanh nghiệp có năng lực tài chính đảm bảo, hoạt động kinh doanh hiệu quả mục tiêu tái CTTC nhằm vào: (i) tăng cường năng lực tài chính theo hướng phát triển bền vững; (ii) nghiên cứu khả năng mở rộng quy mô theo chiều dọc hoặc chiều ngang trong đó bao gồm cả nội dung phát triển các lĩnh vực kinh doanh sẵn có, có tiềm lực nhưng tỷ trọng đầu tư còn thấp; (iii) tăng cường năng lực quản trị tài chính tại DN.

5.2.3. Nhóm giải pháp khác

a. Mở rộng quy mô sản xuất

Từ kết quả nghiên cứu của Chương 4, chỉ tiêu SIZE tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến HQKD đo bằng ROA và ROE. Điều này chứng tỏ quy mô DN càng lớn thì HQKD càng cao. Theo cách tính trong bài, chỉ tiêu SIZE được tính bằng $\ln(\text{tổng tài sản})$, trong khi đó tổng tài sản bằng tổng nguồn vốn. Chính vì vậy để trị số SIZE tăng, DN cần tăng cường huy động vốn từ cả hai nguồn vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Tuy nhiên, DN cũng cần cân đối vốn huy động từ mỗi nguồn vay nợ và nguồn vốn chủ sở hữu cho phù hợp để quy mô DN tăng đồng thời hệ số nợ vẫn tăng trong vòng kiểm soát được

b. Nâng cao kỹ năng tay nghề cho cán bộ kỹ thuật

Nâng cao kỹ năng tay nghề cho người lao động là việc làm thường xuyên cho tất cả các DN. Trong quá trình thi công DN luôn nghiên cứu đưa tiến bộ khoa học vào sản xuất, thay thế tối đa hóa máy móc cho lao động thủ công để hạ giá thành sản phẩm, đẩy nhanh tiến độ thi công, tăng năng suất lao động. Đội ngũ kỹ thuật trong các DNXD vô cùng quan trọng, ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng và tiến độ thi công.

Trong quá trình thi công nếu trình độ cán bộ kỹ thuật non yếu sẽ không biết cách hướng dẫn cho công nhân làm việc dẫn đến công trình làm sai thiết kế, gây hậu quả khôn lường hoặc phải phá đi làm lại làm thất thoát nguyên vật liệu, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh. Vì vậy, cần liên tục đào tạo, sàng lọc đội ngũ cán bộ kỹ thuật cho DN. Ngoài ra, công tác làm hồ sơ nghiệm thu thanh quyết toán rất quan trọng trong DN XD. Một trong những nguyên nhân gây ra tình trạng thiếu vốn trong DN XD là không thu hồi được vốn đầu tư, trong đó nguyên nhân chính là khâu làm hồ sơ thanh quyết toán chậm. Vì vậy cần căn cứ vào hồ sơ đã ký, các điểm dừng kỹ thuật được thanh toán thì bộ phận làm hồ sơ khẩn trương hoàn thiện làm hồ sơ thanh toán để thanh toán tiền kịp thời cho doanh nghiệp.

5.3. Khuyến nghị

5.3.1. Đối với các cơ quan quản lý Nhà nước

a. Về phía Ngân hàng Nhà nước

- Thực hiện các giải pháp hỗ trợ tổ chức tín dụng mở rộng tín dụng hiệu quả, kiểm soát chặt chẽ tín dụng đối với các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro, đảm bảo an toàn hoạt động ngân hàng.

- Chỉ đạo các tổ chức tín dụng đẩy mạnh triển khai các chương trình, chính sách tín dụng theo chỉ đạo của Chính phủ. Tiếp tục thường xuyên phối hợp chặt chẽ với chính quyền địa phương các tỉnh, thành phố trong việc triển khai các chương trình cho vay; Tích cực triển khai chương trình kết nối ngân hàng với doanh nghiệp để cùng với chính quyền các địa phương trực tiếp tháo gỡ những khó khăn, vướng mắc trong quan hệ tín dụng với khách hàng.

- Khuyến khích các tổ chức tín dụng phát triển và đa dạng hóa các sản phẩm tín dụng, cũng như các sản phẩm dịch vụ ngân hàng, các sản phẩm phòng ngừa rủi ro lãi suất và tỷ giá nhằm giúp doanh nghiệp chủ động về vốn, tăng cường khả năng phòng ngừa rủi ro.

- Phối hợp với các bộ, ngành, địa phương trong việc xây dựng, hoàn thiện cơ chế chính sách và triển khai có hiệu quả các chương trình tín dụng đối với ngành, lĩnh vực; Nghiên cứu đề xuất các chính sách hỗ trợ tín dụng với các tiêu chí rõ ràng, dễ hiểu, dễ đi vào đời sống xã hội, đời sống của DN...

- Chỉ đạo các đơn vị trong toàn ngành Ngân hàng chủ động và thường xuyên triển khai các giải pháp hỗ trợ DN, đặc biệt là Chương trình kết nối ngân hàng với doanh nghiệp, tháo gỡ khó khăn, vướng mắc về vốn cho DN. Chỉ đạo các tổ chức tín dụng quán triệt, phổ biến, hướng dẫn trong toàn hệ thống; Tập trung triển khai có kết

quả các giải pháp về cải tiến thủ tục, hồ sơ trong việc cung ứng sản phẩm; dịch vụ ngân hàng; đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng, nhằm nâng cao chất lượng dịch vụ...

b. Về phía các Ngân hàng Thương mại

- *Thứ nhất*, tiếp tục rà soát, cải tiến quy trình cho vay, thủ tục vay vốn, nâng cao khả năng thẩm định để rút ngắn thời gian giải quyết cho vay, tạo điều kiện cho DN tiếp cận vốn nhưng vẫn đảm bảo an toàn vốn vay.

- *Thứ hai*, thực hiện chính sách lãi suất hợp lý, đồng thời, đáp ứng nhiều mục tiêu như đảm bảo suất thực dương cho người gửi tiền tiết kiệm, lãi suất ưu đãi của các chương trình tín dụng trọng điểm... Tuy nhiên, việc cho vay phải đảm bảo tuân thủ các quy định của NHNN và quy định của pháp luật liên quan, đảm bảo hiệu quả và an toàn vốn vay.

- *Thứ ba*, chủ động nghiên cứu đề xuất các chương trình, nhằm tạo thuận lợi cho DN tiếp cận vốn và các dịch vụ ngân hàng phục vụ hoạt động sản xuất, kinh doanh có hiệu quả. Khuyến khích xây dựng và triển khai những gói sản phẩm hỗ trợ DN, nhất là các DN có quy mô nhỏ và siêu nhỏ (hỗ trợ về vốn, lãi suất, thời hạn cho vay...); Cung cấp sản phẩm hỗ trợ trong lĩnh vực thanh toán, tiền tệ...

- *Thứ tư*, các ngân hàng thương mại có thể bổ sung danh mục tài sản chấp nhận làm tài sản đảm bảo, tăng tỷ lệ cho vay so với tài sản đảm bảo. Điều này không có nghĩa là bỏ hoàn toàn điều kiện về tài sản đảm bảo, mà tập trung vào việc tăng tỷ lệ cho vay trên tài sản đảm bảo. Bên cạnh đó, cần thiết phải tiếp tục mở rộng các chương trình bảo lãnh tín dụng theo hướng mỗi chương trình được thiết kế trực tiếp vào nhóm nhu cầu vay của DN, nhằm trực tiếp quản trị rủi ro đối với từng loại nhu cầu và thiết kế các sản phẩm bảo lãnh tín dụng tương ứng. Hiệu quả của các chương trình bảo lãnh tín dụng đối với việc cải thiện khả năng tiếp cận vốn của DN đã được chứng minh qua nhiều nghiên cứu thực nghiệm tại nhiều quốc gia. Tiêu biểu có nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới (2016), các chương trình bảo lãnh tín dụng có thể làm giảm sự bất cân xứng thông tin và cho phép giảm nhẹ yêu cầu về tài sản đảm bảo ở khu vực DN. Việc vận hành các chương trình này cũng tạo ra một cơ chế chia sẻ và đa dạng hóa rủi ro trên thị trường này. Ở Việt Nam, hiện đã có hệ thống các quỹ và tổ chức triển khai các chương trình bảo lãnh tín dụng cho các DN, tuy nhiên hiệu quả chưa cao vì các sản phẩm dịch vụ bảo lãnh còn quá chung chung, tiêu chí thẩm định không có sự phân biệt và không có nhiều tính hỗ trợ khuyến khích so với bộ tiêu chí thẩm định tín dụng của ngân hàng thương mại. Các gói bảo lãnh tín dụng chưa được thiết kế đa dạng và chưa đáp ứng được nhu cầu của DN. Hiện nay, chưa có những phân định rõ ràng giữa các DN đã thành lập lâu với các khởi nghiệp (start-up). Tín dụng cho hai dạng hình DN

này có tính chất khác nhau và cần được phục vụ bởi hai khu vực tài chính khác nhau. Các DN có thâm niên là khách hàng tín dụng của các ngân hàng thương mại còn các start-up cần được phục vụ bởi quỹ đầu tư mạo hiểm, các đơn vị cung ứng vốn có khẩu vị rủi ro cao hơn và hệ thống quản trị rủi ro đặc thù hơn. Việc đánh đồng giữa hai nhóm này có thể dẫn đến việc đánh đồng các chính sách tín dụng và chính sách khuyến khích, hỗ trợ DN, từ đó tạo áp lực gián tiếp lên các ngân hàng thương mại trong việc cung ứng vốn, có thể để lại hậu quả nợ xấu hàng loạt trong tương lai gần. Các ngân hàng nên cho phép các DN sử dụng các tài sản được hình thành từ vốn vay để làm tài sản thế chấp cho các khoản vay. Tuy nhiên, để làm được điều này, các ngân hàng cần nâng cao trình độ của các cán bộ thẩm định DN, đảm bảo các dự án được giải ngân là khả thi và hoạt động có hiệu quả. Trong việc xem xét đánh giá quyết định cho vay, các ngân hàng cũng nên dựa trên phân tích dòng tiền tương lai của DN và khả năng sinh lời của dự án vay vốn, không chỉ đơn thuần xem DN có đủ tài sản đảm bảo hay không. Bởi đây mới là nhân tố chính giúp các ngân hàng thu hồi vốn vay đúng hạn và giảm rủi ro nợ xấu.

- *Thứ năm*, đơn giản hóa và cải tiến các thủ tục cho vay: Hiện nay do những hạn chế của cán bộ tín dụng hoặc do e sợ trách nhiệm nên mặc dù có chủ trương mở rộng tín dụng cho các DN tư nhân, cũng như các quỹ hỗ trợ các DN vừa và nhỏ trong và ngoài nước, tuy nhiên tốc độ giải ngân còn chậm một phần là do thủ tục thụ lý hồ sơ vay còn phức tạp và mất nhiều thời gian. Để giải quyết vấn đề này, trong thời gian tới cần làm tốt hơn công tác truyền thông giúp các DN biết nguồn vốn mà mình có thể tiếp cận được từ các quỹ hỗ trợ DN được giải ngân thông qua các ngân hàng thương mại hoặc tổ chức tín dụng. Đồng thời, các ngân hàng thương mại cần tiếp tục cải tiến quy trình, đơn giản hóa thủ tục cho vay trong đó có cả quy định và điều kiện cho vay tín chấp, rút ngắn thời gian thụ lý hồ sơ xin vay của DN đặc biệt là với các khoản vay trung và dài hạn của DN. Qua đó giúp DN có thể giảm các chi phí giao dịch cũng như những chi phí phát sinh ngoài chi trả lãi.

- *Thứ sáu*, tạo cơ chế bình đẳng giữa các loại hình doanh nghiệp trong nền kinh tế không phân biệt doanh nghiệp tư nhân hay DNNN. Ngoài ra, cần có những quy định riêng biệt để khuyến khích các doanh nghiệp nhỏ và vừa phát triển. Chẳng hạn như: Xem xét, đẩy mạnh việc cho vay thông qua tín chấp, đánh giá hiệu quả và lợi nhuận của các dự án đầu tư để cấp vốn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ; Chủ động ngồi lại với doanh nghiệp vừa và nhỏ, đánh giá lại các khoản nợ, bàn bạc, gia hạn nợ, đảo nợ, cùng doanh nghiệp tháo gỡ khó khăn, phục hồi sản xuất; Kết hợp nhiều sản phẩm, dịch vụ cung cấp cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng để hạ lãi suất cho vay, hỗ trợ các

doanh nghiệp quản trị hiệu quả hơn, nắm bắt các điều kiện thị trường đầy đủ hơn, kịp thời hơn; Tạo ra những sản phẩm riêng dành cho doanh nghiệp vừa và nhỏ và huy động các nguồn vốn dài hạn dành cho khu vực này.

c. Về phía các Bộ chủ quản

Các Bộ chủ quản cần xây dựng đơn giá vật liệu hạch toán sát với giá thị trường để các DNXD có thể kiểm soát tốt hơn chi phí đầu vào đặc biệt là chi phí nguyên vật liệu trực tiếp. Để đề phòng rủi ro cho DN, khi ký hợp đồng thi công, Chủ đầu tư tạo điều kiện thanh toán chi phí nguyên vật liệu trực tiếp theo giá thời điểm thi công chứ không phải đơn giá dự toán ban đầu. Bởi với đặc thù của ngành XD khi lập dự toán, thanh quyết toán công trình thường dựa vào đơn giá xây dựng ban hành của từng địa phương. Tuy nhiên, một số địa phương có địa hình đặc thù, khó vận chuyển nguyên vật liệu hoặc quá xa nguồn cung cấp nguyên vật liệu dẫn đến giá thị trường cao hơn đơn giá do Nhà nước ban hành, dẫn đến các DN thi công tại các khu vực này thường bị lỗ. Khi thị trường có biến động giá mạnh, các Bộ chủ quản nên bám sát giá thị trường để xây dựng giá phù hợp hoặc có những văn bản, chính sách kịp thời cho DN được làm hồ sơ thanh toán bù giá tránh thiệt thòi cho DN. Hơn nữa, các Bộ chủ quản cũng nên cải tiến trong vấn đề nghiệm thu thanh quyết toán, tránh thủ tục rườm rà, gây phiền nhiễu cho DN.

d. Về phía Hiệp hội nhà thầu Xây dựng Việt Nam

Hiệp hội nhà thầu được thành lập nhằm giúp các DNXD tăng cường hợp tác, hỗ trợ lẫn nhau trên nguyên tắc cạnh tranh lành mạnh, bình đẳng cùng phát triển. Đây cũng là nơi các nhà thầu gặp gỡ, trao đổi tạo điều kiện phát huy năng lực, khắc phục những khó khăn trong quản lý điều hành và thực hiện dự án, hỗ trợ lẫn nhau về khoa học kỹ thuật và pháp lý, góp phần thúc đẩy sự phát triển của ngành XD Việt Nam. Vì vậy, Hiệp hội Nhà thầu cần giúp các DNXD bằng cách: (i) Kiến nghị, tư vấn góp ý với các cơ quan nhà nước về chế độ, chính sách quản lý xây dựng không phù hợp, gây bất lợi cho DNXD và ảnh hưởng không tốt đến tình hình phát triển chung của xã hội; (ii) Là cầu nối cho các DNXD hợp tác kinh doanh, liên kết, trao đổi khoa học công nghệ, kinh nghiệm trong tổ chức điều hành nhằm nâng cao HQKD; (iii) Tư vấn, hướng dẫn cho các DNXD các chính sách mới của Nhà nước có liên quan đến lĩnh vực xây dựng, giới thiệu cho các DNXD công nghệ tiên tiến mang lại hiệu quả cao trong kinh doanh.

5.3.2. Đối với các doanh nghiệp xây dựng

a. Có chính sách quản trị rủi ro và nâng cao trình độ quản trị rủi ro của doanh nghiệp

Trên góc độ lý thuyết, khi DN càng sử dụng nhiều vốn vay thì DN càng được hưởng nhiều lợi ích của “lá chắn thuế”, có nghĩa là chi phí vốn sẽ càng thấp. Nhưng có

một nguyên lý khác là mặc dù HQKD của DN dùng vốn vay sẽ tăng thêm nhờ được giảm trừ thuế, nhưng rủi ro tài chính cũng tăng theo tỷ lệ nợ. Giá trị của doanh nghiệp chỉ tăng đến một ngưỡng nhất định, rồi lại giảm dần do rủi ro tài chính tăng dần. Có nghĩa là, rủi ro tài chính là một rào cản khi DN cố gắng đạt tới CTV tối ưu. Như vậy, một CTV tối ưu phải phù hợp với chính sách, trình độ và năng lực quản lý của doanh nghiệp. Vì thế, các DN phải xây dựng chính sách quản trị rủi ro và nâng cao trình độ quản trị rủi ro tài chính của DN. Từ đó, việc tăng nợ để thay đổi CTV mới an toàn, ít phải đối mặt với rủi ro đổ vỡ tài chính, tính thanh khoản...

b. Cải thiện năng lực kinh doanh

Các DN cần xây dựng được các kế hoạch kinh doanh hằng năm, cũng như XD chiến lược phát triển trong dài hạn. Đồng thời, hàng năm phải đánh giá mức độ hoàn thành kế hoạch đặt ra. Có như vậy, DN mới đánh giá được năng lực hoạt động của mình, qua đó có những điều chỉnh phù hợp cho hoạt động kinh doanh. Xây dựng cơ sở dữ liệu hoạt động của DN, của thị trường, vận hành bộ phận kiểm soát và kiểm toán nội bộ nhằm đánh giá thực trạng hoạt động kinh doanh của DN. Qua đó, xây dựng các phương án đầu tư và phân bổ các nguồn lực tài chính hiệu quả hơn. Chú trọng công tác nghiên cứu thị trường và tận dụng các nguồn vốn hỗ trợ của chính phủ và các tổ chức nước ngoài để tiếp cận được các nguồn vốn ưu đãi. Ngoài ra, tham gia các mạng liên kết trong sản xuất và kinh doanh nhằm tận dụng những nguồn lực từ mạng lưới các DN trong ngành.

c. Hoàn thiện hệ thống kế toán doanh nghiệp

Một trong những tồn tại hiện nay đối với các DN tư nhân, đó là hầu hết như chưa chú trọng đến việc xây dựng hệ thống kế toán DN. Do đó, các DN cũng trở nên khó khăn hơn khi muốn tiếp cận với các nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng vì khó đáp ứng được các giấy tờ minh chứng về tài chính trong yêu cầu của hồ sơ xin vay vốn. Như vậy, các DN cần có nhận thức đúng đắn hơn về việc xây dựng hệ thống kế toán của DN nhằm phục vụ công tác quản trị tài chính và ra quyết định kinh doanh, không như hiện nay chỉ dừng lại ở mức phục vụ báo cáo thuế là chính.

d. Tìm hiểu, nắm bắt kịp cơ chế, chính sách mới, các thông tin từ Chính phủ, Bộ ngành, từ các tổ chức tín dụng liên quan đến doanh nghiệp

Tạo thói quen tiếp cận thông tin qua phương tiện truyền thông, website của Chính phủ, bộ ngành, hội thảo, tọa đàm, đào tạo... để nắm bắt kịp thời sự thay đổi cơ chế chính sách, các gói ưu đãi hỗ trợ cho DN trong từng giai đoạn, cũng như các thông tin về thị trường tiêu thụ. Ví dụ gói tín dụng ưu đãi cho một số đối tượng vay vốn, hay

việc DN tư nhân cũng được quyền vay vốn ODA khi DN đáp ứng những điều kiện quy định tại Nghị định 97/2018/NĐ-CP về cho vay ODA... ban hành ngày 30/06/2018

Tùy từng loại hình DN, DN nên tiếp cận đa dạng các kênh vay mượn. Bên cạnh kênh truyền thống từ các ngân hàng thương mại, tùy tính chất, mục đích và thời hạn sử dụng vốn vay, DN có thể thuê tài chính từ các công ty tài chính, phát hành trái phiếu trên TTCK hay thực hiện tín dụng thương mại.

Kết luận chương 5

Chương 5, tác giả đã nêu được các giải pháp hoàn thiện CTTC hợp lý để nâng cao HQKD của DNXD, cụ thể:

- Về quan điểm hoàn thiện CTTC: Tác giả đưa ra được quan điểm hoàn thiện trước hết là phải xuất phát từ lợi ích của DN, đảm bảo nguyên tắc phù hợp với sự biến động của môi trường kinh doanh và từng giai đoạn phát triển. Đồng thời cũng cần đảm bảo nguyên tắc linh hoạt và đa dạng hóa.

- Về giải pháp thiết lập CTTC tác giả đưa ra 3 nhóm giải pháp đối với cấu trúc tài sản, cấu trúc nguồn vốn và nhóm giải pháp hỗ trợ.

- Tác giả cũng đưa ra các khuyến nghị để thực hiện các giải pháp trên đối với Ngân hàng Nhà nước, các Ngân hàng thương mại và Tổ chức tín dụng, Các Bộ chủ quản, Hiệp hội nhà thầu xây dựng và chính bản thân các DNXD.

KẾT LUẬN

1. Kết luận

Các DNXD có vai trò quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế- xã hội của đa số các quốc gia trên thế giới, trong đó có Việt Nam, thể hiện ở các nội dung: Các DNXD đóng góp vào tăng trưởng GDP và ổn định kinh tế vĩ mô, tạo việc làm và thu nhập cho người lao động, thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu kinh tế nông thôn, ...Hiện nay, Việt Nam đang trong quá trình hội nhập ngày càng sâu rộng vào các nước khu vực và thế giới, đặc biệt với việc trở thành thành viên của WTO, các DN Việt Nam nói chung và các DNXD nói riêng đang có những thuận lợi song cũng có những thách thức trong quá trình phát triển.

Trong những năm sau khi Việt Nam gia nhập WTO, hoạt động của các DNXD Việt Nam tuy đạt được một số kết quả nhất định, song HQKD còn thấp thậm chí nhiều DNXD còn hoạt động không hiệu quả, phải hoạt động cầm chừng hoặc giải thể hoặc phá sản. Để đứng vững trong môi trường cạnh tranh ngày càng quyết liệt, phát huy các vai trò to lớn của mình trong nền kinh tế thì việc nâng cao HQKD của các DNXD Việt Nam là cần thiết và mang tính cấp bách, đòi hỏi không chỉ nỗ lực từ phía các DNXD mà còn cần sự hỗ trợ, giúp đỡ và nâng cao HQKD của các cơ quan quản lý Nhà nước. Đặc biệt vai trò của CTTC bao gồm cấu trúc vốn và cấu trúc tài sản có ảnh hưởng đáng kể tới HQKD của các DNXD. Để góp phần cung cấp các luận cứ khoa học và thực tiễn về thực trạng hoạt động và hiệu quả kinh doanh của các DNXD Việt Nam cũng như đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các DNXD Việt Nam trong thời gian tới, trên cơ sở phân tích tổng quan các công trình nghiên cứu khoa học đã công bố, tác giả lựa chọn và thực hiện Luận án: ***“Phân tích ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng tại Việt Nam”***.

Trên cơ sở lý thuyết về CTTC của DN, luận án đã tổng hợp đưa ra quan điểm và phương pháp đo lường CTTC và HQKD của các DNXD tại Việt Nam. Theo đó, luận án này đã phân tích ảnh hưởng của CTTC đến HQKD của các DNXD tại Việt Nam từ năm 2012 đến năm 2017. Kết quả thực nghiệm cho thấy:

- Cấu trúc nguồn vốn có tác động tích cực tới HQKD của DNXD điều đó có nghĩa là DN càng sử dụng nhiều nợ, càng kinh doanh có hiệu quả. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ tốt nhất nếu như doanh nghiệp khai thác ở phân vị 0,1, càng ở mức phân vị cao thì việc sử dụng nợ sẽ làm giảm HQKD của DN.

- Tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản không lớn nhưng có tác động tích cực tới HQKD của DN. Việc mở rộng tài sản cố định trong DNXD là cần thiết để nâng cao vị thế của DN cũng như góp phần vào việc nâng cao năng suất lao động, đẩy nhanh tiến độ thi công của công trình, đáp ứng tốt yêu cầu của chủ đầu tư, và việc sử dụng cấu trúc tài sản tốt nhất ở phân vị 0,25

- Giá trị hàng tồn kho mà chủ yếu là giá trị sản phẩm dở dang còn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản. Các khoản phải thu còn tồn đọng nhiều, khả năng thu hồi nợ kém. Do đó hai yếu tố này có tác động tiêu cực tới HQKD của DN.

- Quy mô của DN càng lớn, DN càng có nhiều cơ hội để tiếp cận với nhiều nguồn vốn vay hơn cho nên đây là điều kiện thuận lợi để DN nâng cao khả năng cạnh tranh của mình trên thị trường.

- Ngoài ra, yếu tố tuổi của DN cũng tác động tới HQKD nhưng không nhiều.

- Cuối cùng, khi phân tích tác động bằng phương pháp hồi quy phân vị cho thấy càng ở mức phân vị thấp ảnh hưởng của CTTC càng tích cực hơn đối với HQKD ở mức phân vị cao.

Trên cơ sở kết luận này, luận án gợi ý một số giải pháp nhằm hoàn thiện CTTC và nâng cao HQKD của các DNXD tại Việt Nam. Các giải pháp được đưa ra dựa trên kết quả nghiên cứu định tính và định lượng của luận án đồng thời dựa vào bối cảnh của nền kinh tế và của ngành XD tại Việt Nam. Cụ thể, các giải pháp mở rộng quy mô sản xuất, giải pháp nâng cao HQKD, giải pháp gia tăng nợ và khai thác thêm các kênh huy động vốn, giải pháp đầu tư mới tài sản cố định, giải pháp mở rộng về danh mục tài sản thế chấp...Đồng thời, luận án cũng đưa ra các khuyến nghị đối với các cơ quan Nhà nước và các Bộ chủ quản, hiệp hội nhà thầu xây dựng và các DNXD để thực hiện được các giải pháp thiết lập CTTC hợp lý.

2. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo

a. Hạn chế của luận án

Nghiên cứu này cũng như giống nhiều nghiên cứu hàn lâm khác vẫn còn tồn tại một số hạn chế cần khắc phục để nội dung nghiên cứu được hoàn thiện hơn

- Thứ nhất, phạm vi không gian trong nghiên cứu này mới chỉ dừng ở HQKD của các DN ngành xây dựng nên kết quả nghiên cứu chưa bao quát được hết các DN tại Việt Nam.

- Thứ hai, do hạn chế về mặt tiếp cận dữ liệu nên biến cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp chỉ dừng lại ở cách tiếp cận tổng nợ phải trả trên tổng tài sản mà chưa phân tách được thành hệ số nợ ngắn hạn và hệ số nợ dài hạn

- Thứ ba, số liệu thu thập không phân biệt được các doanh nghiệp niêm yết và chưa niêm yết trên TTCK

- Thứ tư, theo lý thuyết có nhiều chỉ tiêu đo lường HQKD nhưng do hạn chế về việc thu thập dữ liệu nên tác giả không thể đưa hết vào luận án nghiên cứu này

- Thứ năm, luận án mới chỉ dừng lại ở việc xem xét ảnh hưởng tới HQKD trên phương diện yếu tố bên trong doanh nghiệp mà chưa tính đến các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp như chính sách kinh tế, môi trường cạnh tranh ngành...

Trong tương lai, NCS sẽ cố gắng khắc phục các hạn chế nêu trên.

b. Gợi ý hướng nghiên cứu tiếp theo

- Mở rộng phạm vi nghiên cứu sang các ngành công nghiệp hoặc thương mại dịch vụ khác.

- Mở rộng nghiên cứu thêm về tác động của CTTC tới HQKD của các doanh nghiệp niêm yết

- Các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét đến các chỉ tiêu đo lường HQKD của DN theo giá thị trường.

- Ngoài ra, với hướng nghiên cứu tiếp theo nên xem xét các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế có tác động tới HQKD của DNXD

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ

1. Lê Thị Hồng Tâm (2019), "Evaluating the technical efficiency of construction enterprises in Vietnam with Stochastic Frontier Analysis (SFA) approach", *International Journal of Social Science and Economic Research*, Volume: 04, Issue: 05 "May 2019"
2. Phùng Thế Đông, Lê Thị Hồng Tâm, Nguyễn Thị Hồng Nhâm (2019), "The Stochastic Frontier Production Function (SFPPF) Approach for the Analysis of Ownership Structure and Technical Efficiency of Construction Enterprises", *International Journal of Applied Mathematics and Statistics*, Vol. 58; Issue No. 4; Year 2019
3. Lê Thị Hồng Tâm (2018), "Nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của DNXD tại Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, Số 33 tháng 11/2018 (679).
4. Lê Thị Hồng Tâm (2018), "Phân tích hiệu quả kỹ thuật của các DNXD tại Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, Số 30 tháng 10/2018 (676).
5. Phạm Ngọc Toàn, Lê Thị Hồng Tâm (2018), "Tác động của đầu tư công đến tăng trưởng kinh tế vùng Trung du và Miền núi phía Bắc", *Kỷ yếu hội thảo khoa học quốc gia Phát triển kinh tế địa phương: cơ hội, thách thức và định hướng phát triển trong bối cảnh toàn cầu hoá và cách mạng công nghiệp 4.0*, Trường Đại học Hùng Vương.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Abor Joshua (2005), “The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana”, *The journal of risk finance*, Số 6 (5), Trang: 438-445.
2. Abu-Rub Nour (2012), “Capital structure and firm performance: Evidence from Palestine stock exchange”, *Journal of Money, Investment and banking*, Số 23(1), tr 109-117.
3. Adam Smith (1997), *Của cải của các dân tộc (Bản dịch)*, Nhà xuất bản Giáo dục, Hà Nội.
4. Ahmad Zuraidah, Norhasniza Mohd Hasan Abdullah và Shashazrina Roslan (2012), “Capital structure effect on firms performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms”, *International review of business research papers*, Số 8 (5), Trang: 137-155.
5. Ahmed Sheikh Nadeem và Zongjun Wang (2013), “The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan”, *International Journal of commerce and Management*, Số 23(4),Trang: 354-368.
6. Ahmed Sheikh Nadeem, Zongjun Wang và Shoaib Khan (2013), “The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance: evidence from Pakistan”, *International Journal of commerce and Management*, Số 23(1),Trang: 38-55.
7. Akhtar Shumi và Barry Oliver (2009), “Determinants of capital structure for Japanese multinational and domestic corporations”, *International review of finance*, Số 9(1-2),Trang: 1-26.
8. Alfaraih Mishari, Faisal Alanezi và Hesham Almujaed (2012), “The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait”, *International Business Research*, Số 5(10),Trang: 192.
9. Altman Edward I (1977), “The Z-Score bankruptcy model: past, present, and future”, *Financial Crises, New York*, Số 1977,Trang: 89-129.
10. Antoniou Antonios, Yilmaz Guney và Krishna Paudyal (2006), “The determinants of debt maturity structure: evidence from France, Germany and the UK”, *European Financial Management*, Số 12(2),Trang: 161-194.

11. Antwi Samuel, Ebenezer Fiifi Emire Atta Mills và Xicang Zhao (2012), “Capital structure and firm value: Empirical evidence from Ghana”, *International Journal of Business and Social Science*, Số 3(22).
12. Arellano Manuel và Stephen Bond (1991), “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations”, *The review of economic studies*, Số 58(2),Trang: 277-297.
13. Asiri Batool K và Salwa A Hameed (2014), “Financial ratios and firm's value in the Bahrain Bourse”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Số 5(7),Trang: 1-9.
14. Asquith Paul và David W Mullins Jr (1986), “Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues”, *Financial Management*,Trang: 27-44.
15. Aviral Kumar Tiwari và Krishnankutty Raveesh (2015), “Determinants of capital structure: a quantile regression analysis”, *Studies in Business and Economics*, Số 10(1), Trang: 16-34.
16. Awunyo-Vitor Dadson và Jamil Badu (2012), *Capital structure and performance of listed banks in Ghana*.
17. Baker George, Robert Gibbons và Kevin J Murphy (2002), “Relational Contracts and the Theory of the Firm”, *The Quarterly Journal of Economics*, Số 117(1),Trang: 39-84.
18. Baker Malcolm và Jeffrey Wurgler (2002), “Market timing and capital structure”, *The journal of Finance*, Số 57(1),Trang: 1-32.
19. Behn Robert D (2003), “Why measure performance? Different purposes require different measures”, *Public administration review*, Số 63(5),Trang: 586-606.
20. Berger Allen N và Emilia Bonaccorsi Di Patti (2006), “Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry”, *Journal of Banking & Finance*, Số 30(4),Trang: 1065-1102.
21. Bernard Guerrien (2007), *Từ điển phân tích kinh tế*, Nhà xuất bản Tri thức,
22. Berzkalne Irina (2015), “Company’s capital structure and value: a panel threshold regression analysis”, *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, 2015, t. 9, nr. 2, p. 77-94.

23. Bevan Alan A và Jo Danbolt (2002), “Capital structure and its determinants in the UK-a decompositional analysis”, *Applied Financial Economics*, Số 12(3),Trang: 159-170.
24. Brealey Myers và SC Myers (2008), *Allen, Principles of Corporate Finance*, Nhà xuất bản McGraw-Hill.
25. Brealey Richard A, Stewart C Myers, Franklin Allen và Pitabas Mohanty (1991), *Principles of corporate finance*, Nhà xuất bản Tata McGraw-Hill Education,
26. Buferna Fakher Muftah, Kenbata Bangassa và Lynn Hodgkinson (2005), *Determinants of capital structure: evidence from Libya*, Nhà xuất bản University of Liverpool,
27. Bùi Xuân Phong (2010), *Phân tích hoạt động kinh doanh*, Nhà xuất bản Thông tin & Truyền thông, Hà Nội.
28. Cai Kailan, Richard Fairchild và Yilmaz Guney (2008), “Debt maturity structure of Chinese companies”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Số 16(3),Trang: 268-297.
29. Carpentier Cécile (2006), “The valuation effects of long-term changes in capital structure”, *International Journal of Managerial Finance*, Số 2(1),Trang: 4-18.
30. Chaganti Rajeswararao và Fariborz Damanpour (1991), “Institutional ownership, capital structure, and firm performance”, *Strategic management journal*, Số 12(7),Trang: 479-491.
31. Chen Ming-Hsiang, Chun-Ling Hou và Seoki Lee (2012), “The impact of insider managerial ownership on corporate performance of Taiwanese tourist hotels”, *International Journal of Hospitality Management*, Số 31(2),Trang: 338-349.
32. Cheng Yu-Shu, Yi-Pei Liu và Chu-Yang Chien (2010), Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis, *African Journal of Business Management*, Số 4(12),Trang: 2500-2507.
33. Chinaemerem Osuji Casmir và Odita Anthony (2012), “Impact of capital structure on the financial performance of Nigerian firms”, *Oman Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, Số 34(969), Trang: 1-19.
34. Choi Jae-Kyu, Seung-Kyu Yoo, Ju-Hyung Kim và Jae-Jun Kim (2014), “Capital structure determinants among construction companies in south korea: A quantile

- regression approach”, *Journal of Asian Architecture and Building Engineering*, Số 13(1),Trang: 93-100.
35. Chowdhury Anup và Suman Paul Chowdhury (2010), “Impact of capital structure on firm’s value: Evidence from Bangladesh”, *Business and Economic Horizons (BEH)*, Số 3(1232-2016-101116), Trang: 111-122.
 36. Coeurderoy Regis và Rodolphe Durand (2001), *Leveraging the first mover advantage: proprietary technologies versus cost leadership*, Citeseer.
 37. D. K Ater (2017), “Capital structure and firm value of non-financial firms listed at the Nairobi Securities Exchange”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Số 8 (4),Trang: 18-22.
 38. Dare Funso D và Sola Olorunfemi (2010), *Capital structure and corporate performance in Nigeria petroleum industry: panel data analysis*.
 39. Demirgüç-Kunt Asli và Vojislav Maksimovic (1999), *Institutions, financial markets, and firms' choice of debt maturity*, Nhà xuất bản The World Bank,
 40. Demsetz Harold và Kenneth Lehn (1985), “The structure of corporate ownership: Causes and consequences”, *Journal of political economy*, Số 93(6),Trang: 1155-1177.
 41. Diamond Douglas W (1993), “Seniority and maturity of debt contracts”, *Journal of financial economics*, Số 33(3),Trang: 341-368.
 42. Đỗ Huyền Trang (2012), *Hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các doanh nghiệp chế biến gỗ xuất khẩu khu vực Nam Trung Bộ*, Luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân.
 43. Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiệu (2010), “Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, Số 238.
 44. Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: Tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn”, *Tạp chí Khoa học và Công nghệ, Đại học Đà Nẵng*, Số 5 (40),Trang: 14-22.
 45. Đoàn Ngọc Phúc (2014), *Nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa*, Luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

46. Đoàn Vinh Thăng (2016), “Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh: Vai trò tương tác của sở hữu Nhà nước”, *Tạp chí Khoa học Trường Đại học An Giang*, Số 10(2), Trang: 20-31.
47. Dương Thị Hồng Vân (2014), *Nghiên cứu các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Đại học Đại học Kinh tế Quốc dân.
48. Durand David (1952), “Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement”, *Kỷ yếu hội thảo Conference on research in business finance*, Trang 215-262.
49. Eckbo B Espen (1986), “Valuation effects of corporate debt offerings”, *Journal of Financial Economics*, Số 15(1-2), pp 119-151.
50. El-Sayed Ebaid Ibrahim (2009), “The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt”, *The journal of risk finance*, Số 10(5), Trang: 477-487.
51. Eugene Bringham F và Houston F Joel (2009), “Fundamental of Financial Management; Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi 10, Buku 1”, *Jakarta: Salemba Empat*.
52. Fama Eugene F và Kenneth R French (1998), “Value versus growth: The international evidence”, *The journal of finance*, Số 53(6), Trang: 1975-1999.
53. Farooq Muhammad Azhar và Ahsan Masood (2016), “Impact of financial leverage on value of firms: Evidence from cement sector of Pakistan”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Số 7(9), Trang: 73-77.
54. Fattouh Bassam, Pasquale Scaramozzino và Laurence Harris (2005), “Capital structure in South Korea: a quantile regression approach”, *Tạp chí Journal of Development Economics*, Số 76(1), Trang: 231-250.
55. Frank Juhan, Andrew King và Derek Raine (2002), *Accretion power in astrophysics*, Nhà xuất bản Cambridge university press,
56. Frank Montabon, Robert Sroufe và Ram Narasimhan (2007), “An examination of corporate reporting, environmental management practices and firm performance”, *Journal of operations management*, Số 25(5), Trang: 998-1014.

57. Gill Amarjit, Nahum Biger và Neil Mathur (2011), “The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States”, *International Journal of Management*, Số 28(4),Trang: 3.
58. Gleason Kimberly C, Lynette Knowles Mathur và Ike Mathur (2000), “The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers”, *Journal of business research*, Số 50(2),Trang: 185-191.
59. Gorton Gary và Richard Rosen (1995), “Corporate control, portfolio choice, and the decline of banking”, *The journal of Finance*, Số 50(5),Trang: 1377-1420.
60. Gujarati Damodar N (2004), *Basic econometrics*, Nhà xuất bản The McGraw–Hill Companies,
61. Ha Thi Viet, Ngoc Hung Dang, Manh Dung Tran, Thi Thuy Van Vu và Quang Trung (2019), “Determinants influencing financial performance of listed firms: Quantile regression approach”, *Asian Economic and Financial Review*, Số 9(1),Trang: 78-90.
62. Hall Marshall và Leonard Weiss (1967), “Firm size and profitability”, *The Review of Economics and Statistics*,Trang: 319-331.
63. Hasan Md Bokhtiar, AFM Mainul Ahsan, Md Afzalur Rahaman và Md Nurul Alam (2014), “Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh”, *International Journal of Business and Management*, Số 9(5),Trang: 184.
64. Hausman Jerry A (1978), “Specification tests in econometrics”, *Econometrica: journal of the Econometric Society*, Trang: 1251-1271.
65. Heckman James J (1979), “Sample selection bias as a specification error”, *Econometrica: journal of the Econometric Society*,Trang: 153-161.
66. Hoque Jahirul, Ashraf Hossain và Kabir Hossain (2014), “Impact Of Capital Structure Policy On Value Of The Firm–A Study On Some Selected Corporate Manufacturing Firms Under Dhaka Stock Exchange”, *Ecoforum Journal*, Số 3(2),Trang: 9.
67. Hu Yabei và Shigemi Izumida (2008), “Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with Japanese panel data”, *Corporate Governance: An International Review*, Số 16(4),Trang: 342-358.

68. Huang Guihai (2006), "The determinants of capital structure: Evidence from China", *China economic review*, Số 17(1), Trang: 14-36.
69. Jauhari Vinnie và Kirti Madan (2007), "An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*.
70. Jensen Michael C (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, Số 76 (2), Trang: 323-329.
71. Jensen Michael C và William H Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, Số 3(4), Trang: 305-360.
72. Jiraporn Pornsit và Shengui Tong (2010), "Debt maturity structure, agency costs, and firm value: Evidence from 1973-2004", *Pennsylvania State University, College Station, PA*.
73. Kakani RK và M Kaul (2001), *Firm Performance and Size in Liberalization Era: The Indian case*.
74. Karaca Süleyman Serdar và Arif Savsar (2012), "The effect of financial ratios on the firm value: Evidence from Turkey", *Journal of Applied Economic Sciences*, Số 7(1), Trang: 56-63.
75. Khan Abdul Ghafoor (2012), "The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Số 2(1), Trang: 245-262.
76. Khatab Humera, Maryam Masood, Khalid Zaman, Sundas Saleem và Bilal Saeed (2011), "Corporate governance and firm performance: A case study of Karachi stock market", *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Số 2(1), Trang: 39.
77. Kiprop VINCENT KIPTUM (2014), *Effect Of Capital Structure On Value Of Firms Listed In Nairobi Securities Exchange*, Đại học Doctoral dissertation, University Of Nairobi.
78. Koenker R (2005), *Econometric society monograph series, Quantile regression*, Nhà xuất bản Cambridge: Cambridge University Press.
79. Koenker Roger và Gilbert Bassett Jr (1978), "Regression quantiles", *Econometrica: journal of the Econometric Society*, Trang: 33-50.

80. Koenker Roger và Kevin F Hallock (2001), “Quantile regression”, *Journal of economic perspectives*, Số 15(4),Trang: 143-156.
81. Krishnan V Sivarama và R Charles Moyer (1997), “Performance, capital structure and home country: An analysis of Asian corporations”, *Global Finance Journal*, Số 8(1),Trang: 129-143.
82. Lê Phương Dung và Đặng Thị Hồng Giang (2013), “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh - Sử dụng phương pháp FEM, REM”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 187,Trang: 57-65.
83. Lê Thị Bích Thủy (2005), *Phân tích hiệu quả kinh doanh trong các doanh nghiệp sản xuất thuộc Tổng công ty than Việt Nam*, Luận văn thạc sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân.
84. Lê Thị Nhu (2017), *Phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với khả năng sinh lợi trong các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Đại học Kinh tế Quốc dân.
85. Le Thi Phuong Vy (2015), *Ownership Structure, Capital Structure an Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms*, Doctoral dissertation, Đại học University of Western Sydney.
86. Le Thi Phuong Vy (2015), *Ownership structure, capital structure and firm performance: a study of Vietnamese listed firms*, PhD thesis, University of Western Sydney
87. Le Thi Phuong Vy và Phung Duc Nam (2013), “Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms”, *Available at SSRN 2312006*.
88. Le Trien Vinh và Trevor Buck (2011), “State ownership and listed firm performance: a universally negative governance relationship?”, *Journal of Management & Governance*, Số 15(2), Trang: 227-248.
89. Lin Chen và Dongwei Su (2008), “Industrial diversification, partial privatization and firm valuation: Evidence from publicly listed firms in China”, *Journal of Corporate Finance*, Số 14(4),Trang: 405-417.

90. Lin Feng-Li và Tsangyao Chang (2011), “Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis”, *Applied Economics*, Số 43(1), Trang: 117-128.
91. MacKie-Mason Jeffrey K (1990), “Do taxes affect corporate financing decisions?”, *The journal of finance*, Số 45(5), Trang: 1471-1493.
92. Majumdar Sumit K (1997), “The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India”, *Review of industrial organization*, Số 12 (2), Trang: 231-241.
93. Margaritis Dimitris và Maria Psillaki (2007), “Capital structure and firm efficiency”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Số 34(9-10), Trang: 1447-1469.
94. Margaritis Dimitris và Maria Psillaki (2010), “Capital structure, equity ownership and firm performance”, *Journal of Banking & Finance*, Số 34(3), Trang: 621-632.
95. Marshall Alfred (1956), *Principles of Economics 8th Edition*, (1920), 10th reprinted, Nhà xuất bản Macmillan Co., London.
96. Masulis Ronald W (1983), “The impact of capital structure change on firm value: Some estimates”, *The journal of Finance*, Số 38(1), Trang: 107-126.
97. McGuigan James R, William J Kretlow, R Charles Moyer và Bin Wang (2006), *Contemporary financial management*, Nhà xuất bản Thomson/South-Western,
98. Mehran Hamid (1995), “Executive compensation structure, ownership, and firm performance”, *Journal of financial economics*, Số 38(2), Trang: 163-184.
99. Melnyk Z.L , V.and Sundaram và S. (1984), “Toward an Optimum Asset Structure Theory”, *Kỷ yếu hội thảo: Presented at the Midwest Finance Association Meeting*.
100. Miller Merton H (1977), “Debt and taxes”, *The journal of finance*, Số 32(2), Trang 261-275.
101. Modigliani Franco và Merton H Miller (1958), “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *The American Economic Review*, Số 48, Trang: 291-297.

102. Modigliani Franco và Merton H Miller (1963), “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”, *The American Economic Review*, Số 53(3),Trang: 433-443.
103. Muritala Taiwo Adewale (2012), “Empirical analysis on impact of external debt on economic growth in Nigeria”, *Acta Universitatis Danubius. Œconomica*, Số 8(6),Trang: 124-138.
104. Myers Stewart C (1977), “Determinants of corporate borrowing”, *Journal of financial economics*, Số 5(2),Trang: 147-175.
105. Myers Stewart C (1984), “The capital structure puzzle”, *The journal of finance*, Số 39(3),Trang: 574-592.
106. Myers Stewart C và Nicholas S Majluf (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of financial economics*, Số 13(2),Trang: 187-221.
107. Ngô Đình Giao (1984), *Những vấn đề cơ bản về hiệu quả kinh tế trong xí nghiệp công nghiệp*, Nhà xuất bản Lao động, Hà Nội.
108. Ngô Kim Phụng (2013), *Phân tích tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Lao động,
109. Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014), “Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam”, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, Số 101, Trang: 50-60.
110. Nguyễn Minh Kiều (2014), *Tài chính doanh nghiệp căn bản*, Nhà xuất bản Tài chính.
111. Nguyễn Năng Phúc (chủ biên) (2011), *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
112. Nguyễn Ngọc Quang (2011), *Phân tích báo cáo tài chính*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân,
113. Nguyễn Thành Cường (2014), “Threshold effect of capital structure on firm value: Evidence from seafood processing enterprises in the South Central region of Vietnam”, *International Journal of Finance & Banking Studies*, Số 3 (3),Trang: 14.
114. Nguyen Thi Canh, Nguyen Thanh Liem và Tran Hung Son (2017), “Determinants of capital structure of listed firms in Vietnam: A quantile

- regression approach”, *Journal of Economic Development*, (JED, Vol. 24 (2)),Trang: 114-131.
115. Nguyễn Thị Thúy Phượng (2017), “Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp ngành xây dựng và vật liệu niêm yết trên sàn chứng khoán”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 242 (II),Trang: 49-57.
116. Nguyễn Thị Tuyết Lan (2019), *Cơ cấu vốn mục tiêu cho các công ty ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Đại học Học viện Ngân hàng.
117. Nguyễn Văn Công (2010), *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính*, Nhà xuất bản Giáo dục Việt Nam, Hà Nội.
118. Nguyễn Văn Ngọc (2006), *Từ điển Kinh tế học*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
119. Nieh Chien-Chung, Hwey-Yun Yau và Wen-Chien Liu (2008), “Investigation of target capital structure for electronic listed firms in Taiwan”, *Tạp chí Emerging Markets Finance and Trade*, Số 44(4), Trang: 75-87.
120. Okuda Hidenobu và Lai Thi Phuong Nhung (2010), *The determinants of the fundraising structure of listed companies in Vietnam: Estimation of the effects of government ownership*, CCES Discussion Paper Series, Graduate School of Economics Hitotsubashi University
121. Onaolapo Adegunle A và Sunday O Kajola (2010), “Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Số 25(1),Trang: 70-82.
122. Pandey Indra Mohan (2001), *Capital structure and the firm characteristics: evidence from an emerging market*, IIMA Working Papers WP2001-10-04, Indian Institute of Management Ahmedabad, Research and Publication Department.
123. Parente Paulo MDC và João MC Santos Silva (2016), “Quantile regression with clustered data”, *Journal of Econometric Methods*, Số 5 (1),Trang: 1-15.
124. Penrose Edith và Edith Tilton Penrose (2009), *The Theory of the Growth of the Firm*, Nhà xuất bản Oxford university press,
125. Petscher Yaacov, Jessica AR Logan và Chengfu Zhou (2013), “Extending conditional means modeling: An introduction to quantile regression”, Trong

- Applied quantitative analysis in education and the social sciences*, Nhà xuất bản Routledge, trang 15-45.
126. Phạm Thị Thủy và Nguyễn Thị Lan Anh (2012), *Báo cáo tài chính phân tích, dự báo và định giá*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
 127. Phan HM và TL Nguyen (2014), 'Determinants of return on equity: The case of the Vietnam listed food enterprises', Kỷ yếu hội thảo: *Proceedings of the 12th IFEAMA International conference "Innovation, Competitiveness and International Economic Cooperation*, Trang 804-816.
 128. Phan Hồng Mai (2011), “Mô hình kinh tế lượng phản ánh tác động của hiệu quả quản lý tài sản tới hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu của các công ty cổ phần xây dựng niêm yết ở Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số 170, Trang: 59-64.
 129. Phan Thanh Hiệp (2017), *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Đại học Ngoại thương.
 130. Phillips Paul A và Mehmet A Sipahioglu (2004), “Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests”, *The Service Industries Journal*, Số 24(5), Trang: 31-51.
 131. Rajan Raghuram G và Luigi Zingales (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *The journal of Finance*, Số 50(5), Trang: 1421-1460.
 132. Rajhans Rajni Kant (2013), “Financial Determinants of Firm's Value: Evidence from Indian Firms”, *ZENITH International Journal of Business Economics & Management Research*, ISSN, Trang: 2249-8826.
 133. Ratha Dilip (2005), “Workers’ remittances: an important and stable source of external development finance”, *Remittances: development impact and future prospects*, Trang: 19-51.
 134. Robert M Hull và Varun Dawar (2014), “Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence”, *Managerial Finance*.
 135. Roodman David (2009), “How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata”, *The stata journal*, Số 9(1), Trang: 86-136.
 136. Ross Stephen A (2007), *Corporate finance: core principles & applications*, Nhà xuất bản Irwin/McGraw-Hill,

137. Ross Stephen A, Randolph Westerfield và Jeffrey F Jaffe (2013), *Corporate finance*, Nhà xuất bản McGraw-Hill/Irwin,
138. Saad Noriza Mohd (2010), “Corporate governance compliance and the effects to capital structure in Malaysia”, *International Journal of Economics and Finance*, Số 2(1), Trang: 105-114.
139. Saeedi Ali và Iman Mahmoodi (2011), “Capital structure and firm performance: Evidence from Iranian companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Số 70 (11), Trang: 20-29.
140. Salim Mahfuzah và Raj Yadav (2012), “Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies”, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Số 65, Trang: 156-166.
141. Samuelson & Nordhaus (2011), *Kinh tế học*, Nhà xuất bản Tài chính, Hà Nội.
142. San Ong Tze và Teh Boon Heng (2011), “Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector”, *International Journal of Humanities and Social Science*, Số 1(2), Trang: 28-36.
143. Shah Syed Zulfiqar Ali, Safdar Ali Butt và Mohammad Mohtasham Saeed (2011), “Ownership structure and performance of firms: Empirical evidence from an emerging market”, *African Journal of Business Management*, Số 5(2), Trang: 515-523.
144. Shubita Mohammad Fawzi và Jaafer Maroof Alsawalhah (2012), “The relationship between capital structure and profitability”, *International Journal of Business and Social Science*, Số 3 (16).
145. Shyam-Sunder Lakshmi và Stewart C Myers (1999), “Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure”, *Journal of Financial Economics*, Số 51(2), Trang: 219-244.
146. Stinchcombe Arthur L (1965), “Organizations and social structure”, *Handbook of organizations*, Số 44(2), Trang: 142-193.
147. Stulz René M (1990), “Managerial discretion and optimal financing policies”, *Journal of financial economics*, Số 26(1), Trang: 3-27.
148. Sudiyatno Bambang, Elen Puspitasari và Andi Kartika (2012), “The company's policy, firm performance, and firm Value: An empirical research on Indonesia

- Stock Exchange”, *American International Journal of Contemporary Research*, Số 2(12), Trang: 30-40.
149. Tongkong Supa (2012), “Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies”, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Số 40, Trang: 716-720.
150. Toraman Cengiz, Y Kihc và SG Reis (2013), “The effects of capital structure decisions on firm performance: Evidence from Turkey”, *Kỷ yếu hội thảo: International Conference on Economic and Social Studies*, Trang 10-11.
151. Trần Hùng Sơn (2008), “Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp”, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, Số 33, Tháng 12/2008, Trang: 31-35.
152. Trần Thị Kim Oanh và Hoàng Thị Phương Anh (2017), “Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến Việt Nam”, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, Số 132, Trang: 44-56.
153. Trịnh Quốc Trung và Nguyễn Văn Sang (2013), “Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt Nam”, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, Số 85, Trang: 11-15.
154. Tzelepis Dimitris và Dimitris Skuras (2004), “The effects of regional capital subsidies on firm performance: an empirical study”, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Số 11 (1), Trang: 121-129.
155. Uadiale Olayinka Marte (2010), “The impact of board structure on corporate financial performance in Nigeria”, *International Journal of Business and Management*, Số 5(10), Trang: 155.
156. Võ Minh Long (2017), *Tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*, Luận án Tiến sĩ, Đại học Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM.
157. Võ Thị Quý (2011), “Cổ phần hóa -Giải pháp phát triển thành phần kinh tế tư nhân: một nghiên cứu trên địa bàn TP.HCM”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, Số 5(247)(2-7).
158. Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014), “Nợ vay và giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng từ mô hình hồi quy ngưỡng”, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, Số 103.

159. Westphal James D (1998), “Board games: How CEOs adapt to increases in structural board independence from management”, *Administrative science quarterly*, Trang: 511-537.
160. Westphal James D và Edward J Zajac (1995), “Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection”, *Administrative science quarterly*, Số 40 (1), Trang: 60.
161. Wu Zhenyu và Jess Chua (2009), “Board monitoring and access to debt financing”, in *Corporate Governance and Firm Performance*, Nhà xuất bản Emerald Group Publishing Limited, trang 119-137.
162. Zeitun Rami và Gary Gang Tian (2007), “Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?”, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Số 7(1), Trang: 66-82.
163. Zeitun Rami và Munshi Masudul Haq (2015), “Debt maturity, financial crisis and corporate performance in GCC countries: a dynamic-GMM approach”, *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, Số 5(3), Trang: 231-247.
164. Zhao Sujiao (2014), *Three essays in empirical finance*, PhD thesis, Universite de Grenoble.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1. Bảng hỏi điều tra doanh nghiệp, hợp tác xã của Tổng cục Thống kê

1. Tên doanh nghiệp:

(Viết đầy đủ bằng chữ in hoa, có dấu)

Tên giao dịch *(nếu có)*:

Mã số thuế của doanh nghiệp *(Viết đủ 10 số)*:

2. Địa chỉ doanh nghiệp:

Tỉnh/TP trực thuộc Trung ương:

Huyện/quận (thị xã, TP thuộc tỉnh):

Xã/phường/thị trấn:

Thôn, ấp (số nhà, đường phố):

Số điện thoại:

Số fax:

Email:

3. Tình trạng hoạt động của doanh nghiệp:

1 Đang hoạt động

2 Ngừng hoạt động để đầu tư, đổi mới công nghệ, ngừng do sản xuất theo mùa vụ

3 Ngừng hoạt động để chờ giải thể

4 Khác (ghi rõ).....

4. DN có nằm trong khu công nghiệp, khu chế xuất, khu kinh tế, khu công nghệ cao không?

1. Có 1.1. Khu công nghiệp

1.2. Khu chế xuất

1.3. Khu kinh tế

1.4. Khu công nghệ cao

2. Không

5. Loại hình kinh tế của doanh nghiệp

01 DN TNHH 1 thành viên 100% vốn NNTW

02 DN TNHH 1 thành viên 100% vốn NNĐF

03 DN CP, DN TNHH có vốn Nhà nước >50%

04 DN nhà nước

4.1. Trung ương

4.2. Địa phương

05 Hợp tác xã/ liên hiệp HTX

5.1. Hợp tác xã 5.2. Liên hiệp HTX 5.3. Quỹ tín dụng nhân dân

06 Doanh nghiệp tư nhân

07 DN hợp danh

08 DN TNHH tư nhân, DN TNHH có vốn Nhà nước $\leq 50\%$

09 DN Cổ phần không có vốn Nhà nước

10 DN Cổ phần có vốn Nhà nước $\leq 50\%$

11 Doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài

12 DN nhà nước liên doanh với nước ngoài

13 DN khác liên doanh với nước ngoài

6. Doanh nghiệp có xuất, nhập khẩu hàng hoá trong năm không?

1. Có

1.1. Trị giá xuất khẩu trực tiếp Trị giá nhập khẩu trực tiếp:

Tr.đó: Trị giá xuất khẩu uỷ thác Tr.đó: Trị giá nhập khẩu uỷ thác

1.2. Trị giá uỷ thác xuất khẩu Trị giá uỷ thác nhập khẩu

2. Không

7. Doanh nghiệp có thu, chi về dịch vụ với nước ngoài năm 20_ không?

(Là tổng số tiền đã hoặc sẽ thu/chi về dịch vụ với nước ngoài, chi phí liên quan đến việc giao dịch mua/bán hàng hoá, không tính giá trị của hàng hoá mua, bán)

1. Có

1.1. Trị giá thu từ nước ngoài 1.2. Trị giá chi cho nước ngoài

2. Không

8. Các ngành thực tế hoạt động sản xuất kinh doanh năm 20_

8.1. Ngành SXKD chính

Là ngành tạo ra giá trị sản xuất lớn nhất. Nếu không xác định được giá trị sản xuất thì dựa vào ngành có doanh thu lớn nhất (hoặc ngành sử dụng nhiều lao động nhất)

8.2. Ngành SXKD khác (ghi các ngành SXKD ngoài ngành chính):

- Ngành:.....

- Ngành:.....

- Ngành:.....

- Ngành:.....

9. Lao động năm 20_:**9.1. Lao động có tại thời điểm 01/01/20_:** Người

Trong đó: Nữ Người

9.2. Lao động có tại thời điểm 31/12/20_: Người

Trong đó: Nữ Người

10. Tài sản và nguồn vốn năm 20_*Đơn vị tính: Triệu đồng*

Tên chi tiêu	Mã số	Thời điểm đầu năm	Thời điểm cuối năm
10.1. Tổng cộng tài sản (01=02+08)	01		
A. TSNH	02		
<i>Trong đó:</i>			
- Các khoản phải thu ngắn hạn	03		
- Hàng tồn kho:	04		
<i>Trong đó hàng tồn kho:</i>			
+ Chi phí SXKD dở dang	05		
+ Thành phẩm	06		
+ Hàng gửi đi bán	07		
B. TSDH	08		
<i>Trong đó:</i>			
I. Các khoản phải thu dài hạn	09		
II. TSCĐ			
- Nguyên giá	10		
- Giá trị hao mòn lũy kế	11		
- Chi phí XDCCB dở dang	12		

TSCĐ chia theo loại tài sản			
1. Nhà cửa, vật kiến trúc			
- Nguyên giá	13		
- Giá trị hao mòn lũy kế	14		
- Giá trị hao mòn TSCĐ trong năm	15		
2. Máy móc, thiết bị			
- Nguyên giá	16		
- Giá trị hao mòn lũy kế	17		
- Giá trị hao mòn TSCĐ trong năm	18		
3. Phương tiện vận tải, truyền dẫn			
- Nguyên giá	19		
- Giá trị hao mòn lũy kế	20		
- Giá trị hao mòn TSCĐ trong năm	21		
4. TSCĐ khác			
- Nguyên giá	22		
- Giá trị hao mòn lũy kế	23		
- Giá trị hao mòn TSCĐ trong năm	24		
10.2. Tổng cộng nguồn vốn (25=26+27)	25		
A. Nợ phải trả	26		
B. VCSH	27		

11. Kết quả sản xuất kinh doanh năm 20_

Đơn vị tính: Triệu đồng

Tên chỉ tiêu	Mã số	Thực hiện năm 20_
11.1. Tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	01	
Trong đó: Trợ cấp sản xuất, kinh doanh	02	
11.2. Các khoản giảm trừ doanh thu	03	
Trong đó:		
Thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế xuất khẩu, thuế GTGT theo phương pháp trực tiếp phải nộp	04	
11.3. Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ (05=01-03)	05	
Trong đó:		
- Doanh thu thuần bán lẻ (áp dụng cho các DN sản xuất)	06	
- Doanh thu thuần dịch vụ công nghiệp	07	
* Doanh thu thuần chia theo ngành hoạt động:		
(Ghi theo mã ngành VSIC 2007-cấp 5, cột mã do CQ thống kê ghi)		
Ngành SXKD chính:		
Ngành SXKD khác:		
Ngành:		
Ngành:		
Ngành:		
11.4. Trị giá vốn hàng bán	08	
11.5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ (09=05-08)	09	
11.6. Doanh thu hoạt động tài chính	10	

Tên chỉ tiêu	Mã số	Thực hiện năm 20_
11.7. Chi phí tài chính	11	
Trong đó: Trả lãi vay trong nước	12	
Trả lãi vay ngoài nước	13	
11.8. Lợi nhuận hoạt động tài chính (14=10-11)	14	
11.9. Chi phí quản lý doanh nghiệp (lấy dòng cộng phát sinh bên nợ của TK 642)	15	
11.10. Chi phí bán hàng (lấy dòng cộng phát sinh bên nợ của TK 641)	16	
Trong đó: Chi phí vận tải thuê ngoài	17	
11.11. Lợi nhuận thuần từ hoạt động SXKD (18=09+14-15-16)	18	
11.12. Thu nhập khác	19	
11.13. Chi phí khác	20	
11.14. Lợi nhuận khác (21=19-20)	21	
11.15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế (22=18+21)	22	
11.16. Chi phí thuế thu nhập (gồm thuế TNDN hiện hành + hoãn lại)	23	
Trong đó: Thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	24	
11.17. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp (25=22-23)	25	

12. Thuế và các khoản phải nộp nhà nước năm 20_*Đơn vị tính: Triệu đồng*

Tên chỉ tiêu	Mã số	Số đã nộp trong năm
Tổng số thuế và các khoản phí, lệ phí phải nộp nhà nước	01	
Thuế giá trị gia tăng hàng nội địa		
Thuế tiêu thụ đặc biệt		

12. Thực hiện góp vốn điều lệ chia theo nước và vùng lãnh thổ*(Áp dụng cho các DN có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài)**Đơn vị tính: Triệu đồng*

Tên chỉ tiêu	Mã số	Vốn điều lệ đến 31/12/20_	Thực hiện góp vốn điều lệ trong năm 20_	Góp vốn điều lệ lũy kế đến 31/12/20_
Tổng số (01=02+06)	01			
Bên Việt Nam (02=03+04+05)	02			
<i>Chia ra:</i>				
DNNN	03			
Doanh nghiệp ngoài nhà nước	04			
Tổ chức khác	05			
Bên nước ngoài:	06			
<i>Chia ra:</i>	<i>Mã nước</i>			
Nước:.....				
Nước:.....				
Nước:.....				
Nước:.....				

13. Vốn đầu tư thực hiện trong năm 20_*Đơn vị tính: Triệu đồng*

Tên chỉ tiêu	Mã số	Thực hiện năm 20_
TỔNG SỐ (01=02+-05+06+09+15+18=21+28+29+30)	01	
A. CHIA THEO NGUỒN VỐN		
1. Vốn ngân sách Nhà nước (02=03+04)	02	
- Ngân sách Trung ương	03	
- Ngân sách địa phương	04	
2. Trái phiếu Chính phủ	05	
3. Vốn tín dụng đầu tư phát triển (06=07+08)	06	
- Vốn trong nước	07	
- Vốn nước ngoài (ODA)	08	
4. Vốn vay (09=10+11+12+13)	09	
- Vay ngân hàng trong nước	10	
- Vay các tổ chức, cá nhân khác ở trong nước	11	
- Vay ngân hàng nước ngoài	12	
- Vay các tổ chức, cá nhân khác ở nước ngoài	13	
- Vay DN mẹ, DN anh (em)	14	
5. Vốn tự có (15=16+17)	15	
- Bên Việt Nam	16	
- Bên nước ngoài	17	
6. Vốn huy động từ các nguồn khác	18	
B. CHIA THEO KHOẢN MỤC ĐẦU TƯ		
Trong đó: + Máy móc thiết bị đã qua sử dụng trong nước	19	
+ Chi phí đào tạo công nhân KT, cán bộ quản lý SX	20	
1. Xây dựng cơ bản (21= 22+23+24)	21	
Chia ra: - Xây dựng và lắp đặt	22	
- Máy móc, thiết bị	23	
- Vốn đầu tư xây dựng cơ bản	24	
Trong đó: + Chi đền bù, giải phóng mặt bằng	25	
+ Tiền thuê đất hoặc mua quyền sử dụng đất	26	
2. Đầu tư mua sắm TSCĐ không qua XDCB	27	
3. Sửa chữa, nâng cấp TSCĐ	28	
4. Vốn lưu động bổ sung bằng vốn tự có	29	

Phụ lục 2. Các câu hỏi phỏng vấn sâu

1. Anh (chị) vui lòng cho biết thông tin cá nhân về tên, vị trí công tác của anh (chị) trong doanh nghiệp.
2. Theo anh (chị) cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp xây dựng bao gồm những thành phần nào?
3. Theo anh (chị) vai trò của cấu trúc tài chính đối với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là gì?
4. Anh (chị) vui lòng cho biết quá trình thu hồi nợ tại doanh nghiệp của anh (chị) đang diễn ra như thế nào?
5. Anh (chị) có thể vui lòng cho biết lý do giá trị sản phẩm dở dang của doanh nghiệp anh (chị) lại cao (hoặc thấp) như hiện nay?
6. Theo anh (chị) làm cách nào để giảm giá trị hàng tồn kho và giá trị khoản phải thu tại doanh nghiệp của anh (chị)?
7. Doanh nghiệp của anh (chị) có sử dụng nợ trong quá trình sản xuất kinh doanh không?
8. Anh (chị) có thể vui lòng cho biết mục đích sử dụng nợ của doanh nghiệp mình?
9. Anh (chị) có thể vui lòng cho biết nguyên nhân mà doanh nghiệp của anh (chị) sử dụng nợ cao (hoặc thấp)?
10. Theo anh (chị) việc sử dụng nợ quá giới hạn cho phép thì hậu quả gì sẽ xảy ra?
11. Dựa vào kết quả nghiên cứu định lượng của NCS, anh (chị) vui lòng cho biết quan điểm về CTTC mà luận án đề cập.

Phụ lục 3. Số lượng và cơ cấu doanh nghiệp xây dựng giai đoạn 2012-2017

1. Số lượng doanh nghiệp xây dựng theo năm

. tab year

year	Freq.	Percent	Cum.
2012	43,883	13.56	13.56
2013	48,291	14.92	28.48
2014	51,141	15.80	44.28
2015	55,398	17.12	61.40
2016	61,195	18.91	80.31
2017	63,714	19.69	100.00
Total	323,622	100.00	

2. Số lượng doanh nghiệp xây dựng theo quy mô doanh nghiệp

. table size year

size	year					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DN siêu nhỏ	21,007	25,781	28,795	32,847	37,004	38,517
DN nhỏ	21,467	21,075	21,017	21,238	22,856	23,902
DN vừa	644	640	597	585	593	572
DN lớn	765	795	732	728	742	723

3. Số lượng doanh nghiệp xây dựng theo loại hình doanh nghiệp

. table shuu year

shuu	year					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nhà nước	811	745	748	729	682	629
Ngoại NN	42,585	47,114	49,924	54,138	59,966	62,489
FDI	487	432	469	531	547	596

Phụ lục 4. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA

1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp OLS và FEM

```
. xtreg ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE
```

```
Random-effects GLS regression      Number of obs   =   83,472
Group variable: year              Number of groups =     6

R-sq:                               Obs per group:
    within = 0.0125                    min =    12,982
    between = 0.6153                   avg =   13,912.0
    overall = 0.0106                    max =   14,505

                                Wald chi2(7)      =   897.55
corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Prob > chi2    =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.2354515	.0474401	4.96	0.000	.1424705	.3284324
CCTS	.1749052	.0419354	4.17	0.000	.0927134	.257097
CCPT	-.2274219	.0248005	-9.17	0.000	-.2760299	-.1788139
CCTK	-.0218754	.0065489	-3.34	0.001	-.0347109	-.0090398
SIZE	.0023291	.0011004	2.12	0.034	.0001723	.0044858
GRO	3.56e-06	.0000354	0.10	0.920	-.0000659	.0000073
AGE	.0004167	.0002512	1.66	0.097	-.0000757	.0009091
_cons	-.0206081	.0148845	-1.38	0.166	-.0497812	.0085651
sigma_u	0					
sigma_e	.3658463					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   83,472
Group variable: year              Number of groups =     6

R-sq:                               Obs per group:
    within = 0.0126                    min =    12,982
    between = 0.5452                   avg =   13,912.0
    overall = 0.0105                    max =   14,505

                                F(7,83459)      =   152.18
corr(u_i, Xb) = -0.3322              Prob > F       =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.3418005	.0603974	5.66	0.000	.223422	.460179
CCTS	.1746634	.0418945	4.17	0.000	.0925505	.2567763
CCPT	-.3033133	.031605	-9.60	0.000	-.3652589	-.2413677
CCTK	-.0378838	.0067209	-5.64	0.000	-.0510568	-.0247108
SIZE	.0021974	.0011075	1.98	0.047	.0000267	.004368
GRO	4.01e-06	.0000354	0.11	0.910	-.0000654	.0000734
AGE	.0002269	.0002574	0.88	0.378	-.0002777	.0007315
_cons	-.0037074	.0149882	-0.25	0.805	-.0330841	.0256694
sigma_u	.02021045					
sigma_e	.3658463					
rho	.0030425	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(5, 83459) = 35.78      Prob > F = 0.0000
```

Kết luận: Prob>F=0.0000<0.05 => chọn phương pháp FEM

2. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE,fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   83,472
Group variable: year                  Number of groups =     6

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0126                    min =   12,982
    between = 0.5452                   avg =  13,912.0
    overall = 0.0105                   max =   14,505

                                         F(7,83459)      =   152.18
corr(u_i, Xb) = -0.3322                 Prob > F        =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
CTNV	.3418005	.0603974	5.66	0.000	.223422 .460179
CCTS	.1746634	.0418945	4.17	0.000	.0925505 .2567763
CCPT	-.3033133	.031605	-9.60	0.000	-.3652589 -.2413677
CCTK	-.0378838	.0067209	-5.64	0.000	-.0510568 -.0247108
SIZE	.0021974	.0011075	1.98	0.047	.0000267 .004368
GRO	4.01e-06	.0000354	0.11	0.910	-.0000654 .0000734
AGE	.0002269	.0002574	0.88	0.378	-.0002777 .0007315
_cons	-.0037074	.0149882	-0.25	0.805	-.0330841 .0256694
sigma_u	.02021045				
sigma_e	.3658463				
rho	.0030425	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(5, 83459) = 35.78 Prob > F = 0.0000

est store fe

```
. xtreg ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE,re

Random-effects GLS regression      Number of obs   =   83,472
Group variable: year              Number of groups =     6

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.0125                    min =   12,982
    between = 0.6153                   avg =  13,912.0
    overall = 0.0106                   max =   14,505

                                         Wald chi2(7)    =   897.55
corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Prob > chi2     =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
CTNV	.2354515	.0474401	4.96	0.000	.1424705 .3284324
CCTS	.1749052	.0419354	4.17	0.000	.0927134 .257097
CCPT	-.2274219	.0248005	-9.17	0.000	-.2760299 -.1788139
CCTK	-.0218754	.0065489	-3.34	0.001	-.0347109 -.0090398
SIZE	.0023291	.0011004	2.12	0.034	.0001723 .0044858
GRO	3.56e-06	.0000354	0.10	0.920	-.0000659 .0000073
AGE	.0004167	.0002512	1.66	0.097	-.0000757 .0009091
_cons	-.0206081	.0148845	-1.38	0.166	-.0497812 .0085651

est store re

```
. hausman fe re
```

Note: the rank of the differenced variance matrix (6) does not equal the number of coefficients being tested (7); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

	— Coefficients —			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
CTNV	.3418005	.2354515	.106349	.0373802
CCTS	.1746634	.1749052	-.0002418	.
CCPT	-.3033133	-.2274219	-.0758914	.0195912
CCTK	-.0378838	-.0218754	-.0160084	.0015111
SIZE	.0021974	.0023291	-.0001317	.0001251
GRO	4.01e-06	3.56e-06	4.45e-07	.
AGE	.0002269	.0004167	-.0001898	.0000562

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
         = 181.84
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

Kết luận: Prob>Chi2=0.0000<0.05 => chọn phương pháp FEM

3. Kiểm định hiện tượng nội sinh

```
quietly ivregress gmm ROA (CTNV = CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE)
```

```
estat endog //
```

Test of endogeneity (orthogonality conditions)

Ho: variables are exogenous

GMM C statistic chi2(1) = 474.83 (p = 0.0000)

Kết luận: Prob>Chi2=0.0000<0.05 => Có hiện tượng nội sinh

4. Khắc phục khuyết tật của mô hình với hồi quy GMM

```
. xtabond2 ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE,gmm(CTNV,lag( 1 2)) iv(CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE)
Favoring speed over space. To switch, type or click on mata: mata set matafavor space, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

```
Group variable: idd                Number of obs   =   83472
Time variable : year              Number of groups =   29577
Number of instruments = 18        Obs per group: min =    1
Wald chi2(7) = 30909.16          avg =    2.82
Prob > chi2 = 0.000              max =    5
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.0796962	.0103227	7.72	0.000	.0594641	.0999282
CCTS	.0798376	.0064026	12.47	0.000	.0672889	.0923864
CCPT	-.1312754	.0053411	-24.58	0.000	-.1417439	-.120807
CCTK	-.0103019	.0010276	-10.02	0.000	-.0123161	-.0082878
SIZE	.0013999	.0001727	8.11	0.000	.0010614	.0017383
GRO	-3.79e-06	5.62e-06	-0.67	0.500	-.0000148	7.22e-06
AGE	.0003623	.0000352	10.28	0.000	.0002932	.0004313
_cons	.0034406	.0022957	1.50	0.134	-.0010588	.00794

Instruments for first differences equation

Standard

D.(CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/2).CTNV

Instruments for levels equation

Standard

CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.CTNV

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -90.70 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.74 Pr > z = 0.460

Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) =6176.45 Prob > chi2 = 0.000

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Sargan test excluding group: chi2(6) =4289.80 Prob > chi2 = 0.000

Difference (null H = exogenous): chi2(4) =1886.65 Prob > chi2 = 0.000

iv(CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE)

Sargan test excluding group: chi2(4) = 550.96 Prob > chi2 = 0.000

Difference (null H = exogenous): chi2(6) =5625.49 Prob > chi2 = 0.000

Phụ lục 5. Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROE

1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp OLS và FEM

```
. xtreg ROE CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =   83,472
Group variable: year                   Number of groups =     6

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.0060                      min =    12,982
    between = 0.5103                     avg =   13,912.0
    overall = 0.0051                      max =   14,505

Wald chi2(7) = 427.58
corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Prob > chi2    = 0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.4430811	.2151794	2.06	0.039	.0213372	.8648251
CCTS	.4486847	.190211	2.36	0.018	.075878	.8214914
CCPT	-.566994	.1124902	-5.04	0.000	-.7874708	-.3465173
CCTK	-.1266458	.0297044	-4.26	0.000	-.1848654	-.0684263
SIZE	.0168679	.0049912	3.38	0.001	.0070852	.0266505
GRO	.0000298	.0001608	0.19	0.853	-.0002853	.0003449
AGE	.0008586	.0011396	0.75	0.451	-.0013749	.0030921
_cons	-.09781	.0675135	-1.45	0.147	-.230134	.0345141
sigma_u	0					
sigma_e	1.6603164					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg ROE CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE,fe
```

```
Fixed-effects (within) regression       Number of obs   =   83,472
Group variable: year                   Number of groups =     6

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.0060                      min =    12,982
    between = 0.5363                     avg =   13,912.0
    overall = 0.0050                      max =   14,505

F(7,83459) = 72.52
corr(u_i, Xb) = -0.3250                 Prob > F        = 0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.7171399	.2741009	2.62	0.009	.1799042	1.254376
CCTS	.4485513	.1901294	2.36	0.018	.0758992	.8212035
CCPT	-.7758265	.1434326	-5.41	0.000	-1.056953	-.4946996
CCTK	-.1807865	.0305016	-5.93	0.000	-.2405694	-.1210037
SIZE	.0160192	.0050261	3.19	0.001	.006168	.0258703
GRO	.00003	.0001607	0.19	0.852	-.000285	.000345
AGE	.000307	.0011683	0.26	0.793	-.0019829	.0025969
_cons	-.0381207	.0680208	-0.56	0.575	-.1714409	.0951995
sigma_u	.0638459					
sigma_e	1.6603164					
rho	.00147653	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(5, 83459) = 17.52          Prob > F = 0.0000
```

Kết luận: Prob>F=0.0000<0.05 => chọn phương pháp FEM

2. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp REM và FEM

```
. xtreg ROE CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   83,472
Group variable: year                  Number of groups =     6

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.0060                    min =    12,982
    between = 0.5363                    avg =   13,912.0
    overall = 0.0050                    max =   14,505

                                         F(7,83459)      =    72.52
corr(u_i, Xb) = -0.3250                 Prob > F        =    0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.7171399	.2741009	2.62	0.009	.1799042	1.254376
CCTS	.4485513	.1901294	2.36	0.018	.0758992	.8212035
CCPT	-.7758265	.1434326	-5.41	0.000	-1.056953	-.4946996
CCTK	-.1807865	.0305016	-5.93	0.000	-.2405694	-.1210037
SIZE	.0160192	.0050261	3.19	0.001	.006168	.0258703
GRO	.00003	.0001607	0.19	0.852	-.000285	.000345
AGE	.000307	.0011683	0.26	0.793	-.0019829	.0025969
_cons	-.0381207	.0680208	-0.56	0.575	-.1714409	.0951995
sigma_u	.0638459					
sigma_e	1.6603164					
rho	.00147653	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(5, 83459) = 17.52 Prob > F = 0.0000

est store fe

```
. xtreg ROE CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, re

Random-effects GLS regression      Number of obs   =   83,472
Group variable: year              Number of groups =     6

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.0060                    min =    12,982
    between = 0.5103                    avg =   13,912.0
    overall = 0.0051                    max =   14,505

                                         Wald chi2(7)    =   427.58
corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Prob > chi2     =    0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.4430811	.2151794	2.06	0.039	.0213372	.8648251
CCTS	.4486847	.190211	2.36	0.018	.075878	.8214914
CCPT	-.566994	.1124902	-5.04	0.000	-.7874708	-.3465173
CCTK	-.1266458	.0297044	-4.26	0.000	-.1848654	-.0684263
SIZE	.0168679	.0049912	3.38	0.001	.0070852	.0266505
GRO	.0000298	.0001608	0.19	0.853	-.0002853	.0003449
AGE	.0008586	.0011396	0.75	0.451	-.0013749	.0030921
_cons	-.09781	.0675135	-1.45	0.147	-.230134	.0345141
sigma_u	0					
sigma_e	1.6603164					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

est store f=re

```
. hausman fe re
```

Note: the rank of the differenced variance matrix (6) does not equal the number of coefficients being tested (7); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

	— Coefficients —			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
CTNV	.7171399	.4430811	.2740588	.1697914
CCTS	.4485513	.4486847	-.0001333	.
CCPT	-.7758265	-.566994	-.2088325	.0889881
CCTK	-.1807865	-.1266458	-.0541407	.0069278
SIZE	.0160192	.0168679	-.0008487	.0005911
GRO	.00003	.0000298	1.86e-07	.
AGE	.000307	.0008586	-.0005516	.0002577

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          =      88.14
Prob>chi2 =      0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

Kết luận: Prob>Chi2=0.0000<0.05 => chọn phương pháp FEM

3. Kiểm định hiện tượng nội sinh

```
quietly ivregress gmm ROE (CTNV = CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE)
```

```
estat endog //
```

Test of endogeneity (orthogonality conditions)

Ho: variables are exogenous

GMM C statistic chi2(1) = 99.4813 (p = 0.225)

Kết luận: Prob>Chi2=0.225>0.05 => Không có hiện tượng nội sinh

Phụ lục 6. Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROA

1. Phân vị 0,1

qreg ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, quantile (0.1)

```
.1 Quantile regression                Number of obs =   83,472
Raw sum of deviations 675.1366 (about -.0148751)
Min sum of deviations 441.2826        Pseudo R2   =   0.3464
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.2968543	.0050941	58.27	0.000	.2868699	.3068386
CCTS	.0025307	.004503	0.56	0.574	-.0062951	.0113565
CCPT	-.2147443	.002663	-80.64	0.000	-.2199638	-.2095247
CCTK	.0135883	.0007032	19.32	0.000	.01221	.0149666
SIZE	-.0000225	.0001182	-0.19	0.849	-.0002541	.0002091
GRO	-.0000102	3.81e-06	-2.68	0.007	-.0000177	-2.76e-06
AGE	.0000244	.000027	0.91	0.365	-.0000284	.0000773
_cons	-.007325	.0015983	-4.58	0.000	-.0104576	-.0041924

2. Phân vị 0,25

qreg ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, quantile (0.25)

```
.25 Quantile regression                Number of obs =   83,472
Raw sum of deviations 806.5803 (about -.0006115)
Min sum of deviations 603.1937        Pseudo R2   =   0.2522
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CTNV	.0409424	.0027906	14.67	0.000	.0354728	.046412
CCTS	.0047192	.0024668	1.91	0.056	-.0001157	.0095542
CCPT	-.0612119	.0014589	-41.96	0.000	-.0640713	-.0583526
CCTK	.0115272	.0003852	29.92	0.000	.0107722	.0122823
SIZE	.0003124	.0000647	4.83	0.000	.0001855	.0004393
GRO	-6.31e-07	2.09e-06	-0.30	0.762	-4.72e-06	3.46e-06
AGE	-.0000969	.0000148	-6.56	0.000	-.0001259	-.0000679
_cons	.0024129	.0008756	2.76	0.006	.0006968	.004129

5. Phân vị 0,9

qreg ROA CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, quantile (0.9)

```
.9 Quantile regression                Number of obs =   83,472
Raw sum of deviations 634.9056 (about .0354827)
Min sum of deviations 452.3781        Pseudo R2    =   0.2875
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
CTNV	-.1326371	.0085018	-15.60	0.000	-.1493007 -.1159736
CCTS	-.0009278	.0075153	-0.12	0.902	-.0156578 .0138022
CCPT	.0009532	.0044445	0.21	0.830	-.007758 .0096645
CCTK	.0043351	.0011736	3.69	0.000	.0020348 .0066354
SIZE	.0001708	.0001972	0.87	0.386	-.0002157 .0005573
GRO	-1.46e-06	6.35e-06	-0.23	0.818	-.0000139 .000011
AGE	.0003391	.000045	7.53	0.000	.0002508 .0004273
_cons	.0457563	.0026675	17.15	0.000	.040528 .0509845

Phụ lục 7. Kết quả hồi quy phân vị với biến phụ thuộc ROE

1. Phân vị 0,1

qreg ROE CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, quantile (0.1)

```
.1 Quantile regression                Number of obs =   83,472
    Raw sum of deviations 2523.286 (about -.0331219)
    Min sum of deviations 2006.196          Pseudo R2   =   0.2049
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
CTNV	.6818017	.01495	45.61	0.000	.6524998 .7111036
CCTS	.0060444	.0132153	0.46	0.647	-.0198574 .0319462
CCPT	-.4972799	.0078155	-63.63	0.000	-.5125981 -.4819616
CCTK	.0364687	.0020638	17.67	0.000	.0324238 .0405137
SIZE	.000133	.0003468	0.38	0.701	-.0005467 .0008127
GRO	-9.14e-06	.0000112	-0.82	0.413	-.000031 .0000128
AGE	.0000108	.0000792	0.14	0.891	-.0001444 .000166
_cons	-.0199694	.0046906	-4.26	0.000	-.029163 -.0107759

2. Phân vị 0,25

qreg ROE CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, quantile (0.25)

```
.25 Quantile regression                Number of obs =   83,472
    Raw sum of deviations 2734.691 (about -.00106445)
    Min sum of deviations 2300.489          Pseudo R2   =   0.1588
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
CTNV	.114077	.0066677	17.11	0.000	.1010083 .1271456
CCTS	.0121133	.005894	2.06	0.040	.000561 .0236655
CCPT	-.1423435	.0034857	-40.84	0.000	-.1491755 -.1355116
CCTK	.0364613	.0009204	39.61	0.000	.0346572 .0382653
SIZE	.0005789	.0001547	3.74	0.000	.0002758 .000882
GRO	-1.80e-06	4.98e-06	-0.36	0.718	-.0000116 7.96e-06
AGE	-.0002469	.0000353	-6.99	0.000	-.0003161 -.0001777
_cons	-.0012005	.002092	-0.57	0.566	-.0053009 .0028998

5. Phân vị 0,9

qreg ROE CTNV CCTS CCPT CCTK SIZE GRO AGE, quantile (0.9)

```
.9 Quantile regression          Number of obs =   83,472
Raw sum of deviations 1948.148 (about .0844929)
Min sum of deviations 1560.893          Pseudo R2   =   0.1988
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CTNV	-.32705	.0183766	-17.80	0.000	-.3630679	-.291032
CCTS	.008988	.0162442	0.55	0.580	-.0228506	.0408266
CCPT	.0297357	.0096068	3.10	0.002	.0109065	.048565
CCTK	.0308167	.0025368	12.15	0.000	.0258446	.0357888
SIZE	-.0002984	.0004263	-0.70	0.484	-.0011339	.000537
GRO	-.0000108	.0000137	-0.78	0.433	-.0000377	.0000161
AGE	.0010573	.0000973	10.86	0.000	.0008665	.001248
_cons	.0919396	.0057657	15.95	0.000	.0806388	.1032404