

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HỒ CHÍ MINH



LÊ HOÀNG VINH

**CƠ CẤU VỐN
VÀ RỦI RO TÀI CHÍNH
TRONG DOANH NGHIỆP**

LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ

TP. Hồ Chí Minh, Năm 2014

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HỒ CHÍ MINH



LÊ HOÀNG VINH

**CƠ CẤU VỐN
VÀ RỦI RO TÀI CHÍNH
TRONG DOANH NGHIỆP**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số: 62.34.02.01

LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học: 1. TS. LÊ THỊ THANH HÀ

2. TS. TRẦN THỊ KỲ

TP. Hồ Chí Minh, Năm 2014

TÓM TẮT LUẬN ÁN

Luận án nghiên cứu cơ cấu vốn và rủi ro tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam dưới góc độ quản trị tài chính, được thực hiện dựa vào dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính từ năm 2010 đến năm 2013 của 230 doanh nghiệp.

Phương pháp thống kê mô tả được sử dụng để nghiên cứu từng khía cạnh của cơ cấu vốn và rủi ro tài chính, theo đó, cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nghiêng về nợ, nghiêng về nguồn vốn dài hạn và nhìn chung, nợ có tác động tích cực đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, quy mô tài sản ngắn hạn đủ đảm bảo cho nợ ngắn hạn và lợi nhuận hoạt động đủ đảm bảo trang trải chi phí lãi vay, tuy nhiên, khả năng tạo tiền kém sẽ gây khó khăn cho khả năng chi trả bằng tiền của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp đang tập trung nhiều vào mục tiêu lợi nhuận mà ít quan tâm đến dòng tiền hoạt động; ngoài ra, kết quả khảo sát ý kiến gợi ý quyết định cơ cấu vốn của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố và doanh nghiệp cần có thiết lập hệ thống cảnh báo rủi ro tài chính.

Bên cạnh đó, luận án sử dụng phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng cân bằng về mối quan hệ giữa mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn với từng biểu hiện của rủi ro tài chính theo mô hình các yếu tố tác động cố định và mô hình các yếu tố tác động ngẫu nhiên, theo đó, mức độ sử dụng nợ có ảnh hưởng cùng chiều đáng kể đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, nhưng lại có ảnh hưởng ngược chiều đáng kể đến khả năng thanh toán nợ ngắn hạn và lãi vay. Kết quả gợi ý các doanh nghiệp cần đưa ra quyết định cơ cấu vốn với những điều kiện ràng buộc về lợi nhuận dành cho chủ sở hữu và rủi ro kiệt quệ tài chính.

Căn cứ kết quả nghiên cứu, luận án đưa ra các gợi ý cho doanh nghiệp Việt Nam, đó là: (i) Tích cực nghiên cứu và ứng dụng phân tích định lượng để đưa ra quyết định cơ cấu vốn, (ii) Điều chỉnh cơ cấu nợ theo hướng giảm bớt nợ vay, tập trung chủ yếu là giảm các khoản nợ vay có lãi suất cao, (iii) Điều chỉnh cơ cấu vốn theo hướng đến tương thích với cơ cấu tài sản, (iv) Chủ động nhận diện và dự báo rủi ro tài chính, (v) Chú trọng hơn đối với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, (vi) Gia tăng hiệu quả hoạt động đầu tư góp phần đảm bảo hiệu quả sử dụng nợ. Ngoài ra, luận án cũng đưa ra gợi ý hướng nghiên cứu trong tương lai liên quan cơ cấu vốn và rủi ro tài chính.

LỜI CAM ĐOAN

Tôi tên: **LÊ HOÀNG VINH**

Ngày, tháng, năm sinh: 19/05/1982; Nơi sinh: Càng Long, Trà Vinh.

Quê quán: Vũng Liêm, Vĩnh Long; Dân tộc: Kinh

Đơn vị công tác: Khoa Tài chính, Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM.

Chỗ ở hiện tại: Chung cư 14-16, Trương Định, Quận 1, TP. HCM.

Là nghiên cứu sinh khóa XIV của Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh, chuyên ngành Tài chính – Ngân hàng (mã số: 62.34.02.01), với đề tài luận án:

CƠ CẤU VỐN VÀ RỦI RO TÀI CHÍNH TRONG DOANH NGHIỆP

Người hướng dẫn khoa học: 1. TS. Lê Thị Thanh Hà

2. TS. Trần Thị Kỳ

Tôi cam đoan: Luận án nói trên là công trình nghiên cứu riêng của tôi, các nghiên cứu có tính độc lập với tinh thần làm việc nghiêm túc, không sao chép bất kỳ tài liệu nào và chưa được công bố toàn bộ nội dung này bất kỳ ở đâu; các số liệu, thông tin tham khảo đều được ghi rõ nguồn gốc, minh bạch và có trích dẫn theo quy định.

Tôi sẽ chịu trách nhiệm hoàn toàn về lời cam đoan danh dự của mình.

TP. HCM, ngày 05 tháng 01 năm 2015

Nghiên cứu sinh

LÊ HOÀNG VINH

DANH MỤC KÝ HIỆU, TỪ VIẾT TẮT



| Ký hiệu, Từ viết tắt | Diễn giải đầy đủ | |
|-------------------------|------------------------------------|--|
| | Tiếng Anh | Tiếng Việt |
| CA | Current assets | Tài sản ngắn hạn, hoặc là Tài sản lưu động |
| CR | Current ratio | Hệ số khả năng thanh toán hiện thời |
| D/E | Debt to equity ratio | Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu |
| DEBT_R | Debt ratio | Tỷ số nợ |
| EBIT | Earnings before interest and taxes | Lợi nhuận trước thuế và lãi vay |
| FEM | Fixed effects model | Mô hình các yếu tố tác động cố định |
| HĐKD | Operating activity | Hoạt động kinh doanh |
| H0 | Null hypothesis | Giả thuyết H0 (giả thuyết không) |
| H1 | Alternative hypothesis | Giả thuyết H1 (giả thuyết nghịch) |
| ICR | Interest coverage ratio | Hệ số khả năng thanh toán lãi vay |
| KNTT | Solvency | Khả năng thanh toán |
| LOG | Logarit | |
| M&M | Modigliani and Miller | |
| R ² | R-Squared | R bình phương, hoặc là hệ số xác định bội. |
| Rd hoặc RD_AT | After-tax cost of debt | Chi phí sử dụng nợ bình quân sau thuế |
| RD_BT | Before-tax cost of debt | Chi phí sử dụng nợ bình quân trước thuế |

| Ký hiệu, Từ viết tắt | Diễn giải đầy đủ | |
|-------------------------|----------------------------------|---|
| | Tiếng Anh | Tiếng Việt |
| REM | Random effects model | Mô hình các yếu tố tác động ngẫu nhiên |
| ROA | Return on assets | Suất sinh lời trên tài sản |
| ROE | Return on equity | Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu |
| ROI | Return on investment | Tỷ lệ hoàn vốn |
| SD | Standard Deviation | Độ lệch chuẩn |
| WACC | Weighted average cost of capital | Chi phí sử dụng vốn bình quân, hay chi phí vốn trung bình có trọng số |

DANH MỤC BẢNG BIỂU



| | |
|--|----|
| Bảng 1.1: So sánh nợ và vốn chủ sở hữu | 3 |
| Bảng 1.2: So sánh nguồn vốn ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn | 4 |
| Bảng 2.1: Chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn – khía cạnh thứ nhất | 40 |
| Bảng 2.2: Chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn – khía cạnh thứ hai | 41 |
| Bảng 2.3: Giả thuyết nghiên cứu và mô hình hồi quy dự kiến | 49 |
| Bảng 3.1: Các trường hợp về hiệu quả sinh lời của vốn | 51 |
| Bảng 3.2: Thống kê mô tả về hiệu quả sinh lời của vốn | 52 |
| Bảng 3.3: Các trường hợp vốn lưu động ròng | 52 |
| Bảng 3.4: Các trường hợp tài trợ tài sản ngắn hạn bằng nguồn vốn dài hạn | 53 |
| Bảng 3.5: Các trường hợp tài trợ tài sản dài hạn bằng nguồn vốn ngắn hạn | 53 |
| Bảng 3.6: Các trường hợp của ngân lưu ròng HĐKD | 54 |
| Bảng 3.7: Thống kê mô tả ngân lưu ròng HĐKD | 54 |
| Bảng 3.8: Thống kê mô tả D/E bình quân | 55 |
| Bảng 3.9: Các trường hợp tỷ lệ nợ vay bình quân trên nợ bình quân | 55 |
| Bảng 3.10: Các trường hợp tỷ lệ nợ ngắn hạn bình quân trên nợ bình quân | 56 |
| Bảng 3.11: Thống kê mô tả tỷ trọng nguồn vốn dài hạn trong tổng nguồn vốn ... | 56 |
| Bảng 3.12: Các trường hợp tỷ lệ vốn chủ sở hữu bình quân trên nguồn vốn dài hạn bình quân | 57 |
| Bảng 3.13: Mục tiêu của quyết định nguồn vốn | 58 |
| Bảng 3.14: Yếu tố ảnh hưởng đến quyết định nguồn vốn | 59 |
| Bảng 3.15: Thống kê mô tả tác động của nợ đến ROE | 60 |
| Bảng 3.16: Các trường hợp tác động của nợ đến ROE | 60 |
| Bảng 3.17: So sánh mức độ phân tán ROA và ROE | 61 |
| Bảng 3.18: Các trường hợp tác động của nợ vay đến lợi nhuận | 61 |

| | |
|--|----|
| Bảng 3.19: Thống kê mô tả hệ số KNTT hiện thời | 62 |
| Bảng 3.20: Các trường hợp hệ số KNTT hiện thời | 63 |
| Bảng 3.21: Các trường hợp vòng quay tài sản ngắn hạn | 63 |
| Bảng 3.22: Các trường hợp KNTT bằng tiền từ HĐKD | 64 |
| Bảng 3.23: Thống kê mô tả tỷ lệ ngân lưu ròng HĐKD trên nợ vay ngắn hạn | 65 |
| Bảng 3.24: Các trường hợp hệ số KNTT lãi vay | 65 |
| Bảng 3.25: Thống kê mô tả hệ số KNTT lãi vay | 66 |
| Bảng 3.26: Các biểu hiện khác nhau của rủi ro tài chính | 67 |
| Bảng 3.27: Nguyên nhân dẫn đến phát sinh rủi ro tài chính | 67 |
| Bảng 3.28: Biện pháp nhận diện và kiểm soát rủi ro tài chính | 68 |
| Bảng 3.29: Nguyên nhân dẫn đến sự hạn chế trong việc kiểm soát rủi ro tài chính | 69 |
| Bảng 3.30: Kết quả hồi quy ROE với các biến độc lập theo FEM | 70 |
| Bảng 3.31: Kết quả hồi quy ROE với các biến độc lập theo REM | 70 |
| Bảng 3.32: Kiểm định Hausman – Trường hợp ROE và các biến độc lập | 71 |
| Bảng 3.33: Kết quả hồi quy CR với các biến độc lập theo FEM | 72 |
| Bảng 3.34: Kết quả hồi quy CR với các biến độc lập theo REM | 72 |
| Bảng 3.35: Kiểm định Hausman – Trường hợp CR và các biến độc lập | 73 |
| Bảng 3.36: Kết quả hồi quy ICR với các biến độc lập theo FEM | 74 |
| Bảng 3.37: Kết quả hồi quy ICR với các biến độc lập theo REM | 74 |
| Bảng 3.38: Kiểm định Hausman – Trường hợp ICR và các biến độc lập | 75 |
| Bảng 4.1: Đánh giá mức độ hài lòng đối với các hệ số tài chính | 92 |

DANH MỤC HÌNH



| | |
|--|----|
| Hình 1.1: Các mục tiêu quản trị tài chính doanh nghiệp | 2 |
| Hình 1.2: Chi phí sử dụng vốn theo quan điểm truyền thống | 5 |
| Hình 1.3: Chi phí vốn theo cách tiếp cận lợi nhuận hoạt động ròng | 7 |
| Hình 1.4: Nguyên tắc tổng giá trị không đổi theo quan điểm M&M | 8 |
| Hình 1.5: Giá trị doanh nghiệp theo M&M có thuế | 9 |
| Hình 1.6: Chi phí sử dụng vốn theo M&M có thuế | 10 |
| Hình 1.7: Giá trị doanh nghiệp theo lý thuyết đánh đổi | 12 |
| Hình 1.8: Thứ tự ưu tiên lựa chọn nguồn tài trợ | 13 |
| Hình 1.9: Cơ cấu nguồn vốn phù hợp với cơ cấu tài sản | 16 |
| Hình 2.1: Thiết kế nghiên cứu mối quan hệ cơ cấu vốn và rủi ro tài chính | 45 |
| Hình 4.1: Quy trình nhận diện rủi ro tài chính | 91 |
| Hình 4.2: Các trường hợp của từng biểu hiện rủi ro tài chính | 94 |
| Hình 4.3: Quy trình ra quyết định đầu tư | 99 |

MỤC LỤC

| | |
|---|----------|
| TÓM TẮT LUẬN ÁN | i |
| LỜI CAM ĐOAN | ii |
| DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT | iii |
| DANH MỤC BẢNG BIỂU | v |
| DANH MỤC HÌNH | vii |
| MỤC LỤC | viii |
| MỞ ĐẦU | xii |
| 1. Lý do lựa chọn lĩnh vực nghiên cứu | xii |
| 2. Mục tiêu nghiên cứu | xiv |
| 3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu | xv |
| 4. Nguồn dữ liệu nghiên cứu | xvi |
| 5. Phương pháp nghiên cứu | xvi |
| 6. Những đóng góp của luận án | xvii |
| 7. Kết cấu khái quát | xix |
| | |
| Chương 1: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM | 1 |
| 1.1. MỤC TIÊU VÀ CÁC QUYẾT ĐỊNH CƠ BẢN CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP | 1 |
| 1.2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ CƠ CẤU VỐN TRONG DOANH NGHIỆP | 3 |
| 1.2.1. Cơ cấu vốn và các thành phần của cơ cấu vốn trong doanh nghiệp | 3 |
| 1.2.2. Một số lý thuyết, quan điểm chủ yếu về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp | 4 |
| 1.2.2.1. <i>Quan điểm truyền thống</i> | 4 |
| 1.2.2.2. <i>Cách tiếp cận lợi nhuận hoạt động ròng</i> | 6 |
| 1.2.2.3. <i>Lý thuyết M&M</i> | 7 |
| 1.2.2.4. <i>Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn</i> | 11 |
| 1.2.2.5. <i>Lý thuyết trật tự phân hạng</i> | 13 |
| 1.2.3. Cơ cấu vốn mục tiêu dưới góc độ quản trị tài chính doanh nghiệp | 15 |