

CHỦ BIÊN

GS. TS. Nguyễn Đông Phong

GS. TS. Võ Xuân Vinh

TÌNH HÌNH VAY NỢ CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM



NGHIÊN CỨU THƯỜNG NIÊN

MỤC LỤC

DANH MỤC BẢNG	2
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	3
TÓM TẮT.....	4
1. GIỚI THIỆU	4
2. TỔNG QUAN CÁC LÝ THUYẾT VỀ CẤU TRÚC VỐN.....	6
2.1. Lý thuyết đánh đổi.....	6
2.2. Lý thuyết trật tự phân hạng.....	7
2.3. Lý thuyết chi phí đại diện	8
2.4. Lý thuyết linh hoạt của cấu trúc vốn và lý thuyết vòng đời của cấu trúc vốn.....	9
2.5. Lý thuyết tín hiệu	9
3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	10
3.1. Nhóm dịch vụ tài chính	11
3.2. Nhóm xây dựng, kinh doanh nhà	13
3.3. Nhóm kinh doanh năng lượng - khí đốt	15
3.4. Nhóm kinh doanh hàng tiêu dùng, thực phẩm.....	17
3.5. Nhóm phát triển bất động sản	20
3.6. Nhóm kinh doanh dịch vụ.....	22
4. KẾT LUẬN	25
TÀI LIỆU THAM KHẢO	28

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1. Kết quả phân tích cấu trúc vốn SSI và TCH 2019	11
Bảng 2. Kết quả phân tích cấu trúc vốn NVL, KDH và ROS 2019.....	13
Bảng 3. Kết quả phân tích cấu trúc vốn GAS, PLX và POW 2019.....	15
Bảng 4. Kết quả phân tích cấu trúc vốn VNM, SAB, MSN và SBT 2019	17
Bảng 5. Kết quả phân tích cấu trúc vốn VIC, VHM và VRE 2019	20
Bảng 6. Kết quả phân tích cấu trúc vốn VJC, FPT, MWG,	22
Bảng 7. Tình hình sử dụng nguồn tài chính.....	25
Bảng 8. Sự phù hợp với các lý thuyết cấu trúc vốn	26

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

HOSE	Ho Chi Minh Stock Exchange Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh
VN30	30 công ty có mức vốn hóa lớn và tính thanh khoản cao nhất trên thị trường chứng khoán
WACC	Weighted Average Cost of Capital Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền

TÓM TẮT

Nghiên cứu này xem xét tình hình vay nợ của các công ty niêm yết tại Việt Nam thông qua việc phân tích cấu trúc vốn trên cơ sở đối chiếu với các lý thuyết về cấu trúc vốn. Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty VN30 niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng tỷ lệ nợ là khác nhau đối với các nhóm ngành. Nhóm ngành xây dựng - kinh doanh nhà, phát triển bất động sản và kinh doanh dịch vụ có tỷ lệ nợ cao nhất. Trong khi đó, tỷ lệ nợ thấp nhất là ở nhóm ngành kinh doanh năng lượng - khí đốt. Kết quả cũng cho thấy các lý thuyết đều phù hợp để giải thích cơ cấu vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam, trong đó lý thuyết tín hiệu là phù hợp nhất, lý thuyết linh hoạt và vòng đời là ít phù hợp.

Từ khóa: tỷ lệ nợ, cấu trúc vốn, VN30, HOSE.

1. GIỚI THIỆU

Hiện nay, các công ty huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau, sự kết hợp giữa các nguồn này được gọi là cấu trúc vốn của công ty. Các nghiên cứu về cấu trúc vốn có thể là nghiên cứu cắt ngang hoặc theo chuỗi thời gian. Nghiên cứu này đánh giá cấu trúc vốn theo cả hai khía cạnh.

Cấu trúc vốn là khái niệm đề cập đến tỷ lệ Vốn chủ sở hữu và Nợ phải trả trong nguồn vốn của một doanh nghiệp. Lý thuyết hiện đại về cấu trúc vốn bắt đầu với mệnh đề nổi tiếng của Modigliani và Miller (1958) mô tả các điều kiện của cấu trúc vốn không phù hợp. Kể từ đó, nhiều lý thuyết về cấu trúc vốn đã được phát triển bao gồm lý thuyết đánh đổi, lý thuyết đặt hàng, lý thuyết chi phí đại lý, lý thuyết vòng đời và lý thuyết linh hoạt. Sau rất nhiều đổi mới, cấu trúc vốn vẫn là một trong những vấn đề gây tranh cãi nhiều nhất trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp.

Modigliani và Miller (1958) cho rằng cấu trúc vốn không tác động và ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp nhưng có ảnh hưởng đến tài sản cơ bản. Rajan và Zingalas (1995) đã giải thích rằng phụ thuộc vào mục tiêu phân tích để lựa chọn một phép đo phù hợp, trong nghiên cứu của họ, kết luận rằng tỷ lệ nợ trên vốn trình bày rõ hơn những ảnh hưởng của quyết định tài trợ trong quá khứ.

Theo Ali và cộng sự (2020), việc tạo ra cấu trúc vốn là kết quả của sự kết hợp giữa các công cụ nợ và vốn chủ sở hữu, những công cụ này được sử dụng để tài trợ cho các tài sản khác nhau và hoạt động của công ty. Thành phần cấu trúc vốn là cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi và nợ, cấu trúc vốn khác nhau giữa các công ty. Thách thức lớn đối với một nhà quản lý là việc lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu bao gồm nhiều loại chứng khoán nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp thông qua giảm thiểu chi phí tài chính cho hoạt động của doanh nghiệp.

Cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc vốn của công ty với chi phí vốn bình quân gia quyền thấp dẫn đến giá trị cổ phiếu công ty tăng lên và giúp giá cổ phiếu là tối đa. Cấu trúc vốn tạo ra cơ hội lẫn thách thức đối với công ty, vì vậy nó có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động của công ty (Ali & cộng sự, 2020). Ban quản lý công ty nên thiết lập một cấu trúc vốn tối ưu dẫn đến tăng giá trị của công ty bởi vì một cấu trúc vốn sai do ban lãnh đạo đặt ra có thể khiến công ty rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính và cuối cùng sẽ phá sản (Ali & cộng sự, 2020). Việc tài trợ bằng nợ có hiệu quả đối với công ty vì nó có chi phí vốn thấp và lãi vay được khấu trừ thuế nhưng nó cũng tạo ra rủi ro, ví dụ khi một công ty không thể trả lãi định kỳ và thanh toán khoản vay sẽ dẫn đến tình trạng kiệt quệ tài chính và phá sản.

Khi chi phí cấu trúc vốn của vốn chủ sở hữu giảm xuống ở mức tốt và nhà đầu tư ít gặp rủi ro hơn về nợ thì vốn chủ sở hữu và lãi vay được trả có lợi thế về thuế. Ngược lại, nợ làm tăng phương sai của thu nhập “kích thích nhà đầu tư yêu cầu lợi nhuận lớn hơn” và khi một công ty thường xuyên có nợ thì chi phí kiệt quệ tài chính tăng lên đáng kể. Khi tài trợ bằng vốn cổ phần, nhà đầu tư cổ phần trở thành chủ sở hữu của công ty, họ có thể thực hiện một số quyền kiểm soát quản lý của công ty (Ali & cộng sự, 2020).

Theo Lee và cộng sự (2014), tính linh hoạt là lĩnh vực chưa được khám phá của cấu trúc vốn có thể giải thích nhiều mô hình cấu trúc vốn cho các công ty niêm yết. Cả chủ sở hữu và chủ nợ đều đánh giá cao tính linh hoạt, đặc biệt là trong những năm bất ổn gần đây trên thị trường vốn. Các công ty niêm yết dường như đặc biệt chú trọng vào tính linh hoạt khi quản lý cấu trúc vốn của họ dựa trên tính chất đặc thù của ngành. Mối quan tâm về xếp hạng tín dụng là lĩnh vực chưa được khám phá của lý thuyết cấu trúc vốn. Việc quản lý cấu trúc vốn của các công ty niêm yết lớn rất phù hợp với quan điểm rằng các nhà quản lý quan tâm sâu sắc đến xếp hạng.

Trong quá trình hoạt động của mình, các doanh nghiệp phải cân nhắc việc sử dụng hợp lý các nguồn vốn có thể tiếp cận để đạt hiệu quả tối ưu nhất. Do đó, doanh nghiệp cần phải xem xét cấu trúc vốn trước khi đưa ra quyết định. Doanh nghiệp sẽ phải tính toán xem nên sử dụng vốn vay từ các ngân hàng, vốn từ phát hành trái phiếu, cổ phiếu hay sử dụng chính phần lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp. Tỷ lệ giữa Nợ và Vốn chủ sở hữu cần phải được lựa chọn tối ưu. Việc thay đổi tỷ lệ làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC), qua đó, làm tăng giá trị công ty. Tuy nhiên, khi có quá nhiều nợ, doanh nghiệp sẽ đối mặt với rủi ro về việc hoàn trả trong tương lai. Khi không có khả năng chi trả, doanh nghiệp sẽ phá sản.

Báo cáo này xem xét tình hình vay nợ của các công ty VN30 niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh thông qua việc phân tích cấu trúc vốn tối ưu dựa theo các lý thuyết về cấu trúc vốn. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng tỷ lệ nợ là khác nhau đối với các nhóm ngành. Kết quả cũng cho thấy các lý thuyết đều phù hợp để giải thích cơ cấu vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Phần còn lại của báo cáo này được tổ chức như sau. Phần 2 trình bày tổng quan về các lý thuyết cấu trúc vốn. Phần 3 trình bày kết quả phân tích cấu trúc vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam và kết luận được rút ra trong Phần 4.

2. TỔNG QUAN CÁC LÝ THUYẾT VỀ CẤU TRÚC VỐN

2.1. Lý thuyết đánh đổi

Ngược lại với cổ tức, lãi trả cho nợ làm giảm thu nhập chịu thuế của công ty. Nợ cũng làm tăng khả năng phá sản. Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích thuế của nợ và chi phí phá sản dự kiến (Kraus & Litzenberger, 1973). Miglo (2010) đề xuất một mô hình trong đó mức nợ tối ưu được đưa ra như sau:

$$D = \frac{T\bar{R}}{T+k}$$

Trong đó, R là thu nhập tối đa, T là thuế suất doanh nghiệp và k đo lường chi phí phá sản.

Lý thuyết đánh đổi cho thấy, nợ có giá trị và có lợi cho việc tài trợ vốn cổ phần. Công ty được hưởng lợi ích từ việc được khấu trừ thuế bù đắp chi phí phá sản tiềm ẩn và hơn nữa làm tăng giá trị công ty lên mức cao nhất với chi phí vốn bình quân gia quyền

thấp nhất. Một cổ đông công ty nên thu được lợi ích từ nợ trong cấu trúc vốn vì các khoản nợ có lợi thế về thuế so với vốn chủ sở hữu (Ali & cộng sự, 2020).

Trong lý thuyết đánh đổi có hai hướng nghiên cứu là lý thuyết tĩnh và lý thuyết động. Lý thuyết tĩnh cho rằng lợi thế và bất lợi của việc sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu là như nhau. Vì vậy, công ty nên tạo ra một cấu trúc vốn tối ưu sao cho tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu là cân bằng. Trọng tâm ban đầu của lý thuyết tĩnh là sự cân bằng giữa phá sản và lợi thế thuế của nợ (Ali & cộng sự, 2020).

Trong lý thuyết động, các công ty phải từ bỏ cấu trúc vốn mục tiêu để điều chỉnh đòn bẩy chỉ khi nó vượt quá giới hạn. Điều này xảy ra khi công ty tạo ra lợi nhuận và trả hết nợ và khiến đòn bẩy tự động giảm (Ali & cộng sự, 2020).

Mặc dù lý thuyết đánh đổi dự đoán rằng lợi ích thuế cận biên của nợ phải bằng với chi phí phá sản dự kiến cận biên, nhưng bằng chứng thực nghiệm là hỗn hợp. Một số nhà nghiên cứu cho rằng cái trước lớn hơn cái sau vì chi phí phá sản trực tiếp nhỏ và mức nợ dưới mức tối ưu (Graham, 2000). Những người khác thấy rằng tổng chi phí phá sản gián tiếp có thể lên tới 25% đến 30% giá trị tài sản và do đó có thể so sánh với lợi ích từ nợ thuế (Molina, 2005; Almeida & Philippon, 2007). Ngoài ra, bao gồm việc đánh thuế cá nhân trong mô hình cơ bản có thể làm giảm lợi thế về thuế của nợ (Green & Hollifield, 2003; Gordon & Lee, 2007) vì thuế suất trên lợi tức từ vốn chủ sở hữu như cổ tức hoặc lãi vốn thường bị giảm.

2.2. Lý thuyết trật tự phân hạng

Myers và Majluf (1984) đặt ra lý thuyết trật tự phân hạng. Lý thuyết này cho rằng chi phí tài chính gia tăng cùng với thông tin bất đối xứng. Các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ luôn có đầy đủ thông tin về doanh nghiệp của mình hơn các nhà đầu tư bên ngoài và bất kỳ hành động nào của họ cũng sẽ ảnh hưởng tới tình hình chung của doanh nghiệp.

Trong lý thuyết trật tự phân hạng, các quỹ nội bộ được ưu tiên hơn vốn cổ phần. Các công ty chất lượng thấp sử dụng vốn cổ phần tương đương với sử dụng quỹ nội bộ, nhưng các công ty chất lượng cao ưa thích quỹ nội bộ hơn vì cổ phiếu do công ty phát hành chỉ có thể được bán chiết khấu (tức là thấp hơn giá trị thực của chúng) do vấn đề thông tin không hoàn hảo. Tương tự nợ được ưa thích hơn vốn chủ sở hữu. Nợ ít bị định giá sai hơn vốn chủ sở hữu. Điều tương tự cũng đúng nếu công ty có sẵn tài sản tại chỗ. Từ đó có trật tự phân hạng như sau: quỹ nội bộ, nợ, vốn cổ phần (Myers & Majluf, 1984).

Các công ty chất lượng tốt có xu hướng sử dụng quỹ nội bộ để tài trợ càng nhiều càng tốt. Bởi vì các công ty chất lượng thấp không có nhiều lợi nhuận và lợi nhuận giữ lại như các công ty chất lượng tốt, họ sử dụng các nguồn bên ngoài, thường là nợ, thường xuyên hơn. Điều này giúp giải thích mối tương quan nghịch giữa nợ và khả năng sinh lời. Ngoài ra, lý thuyết trật tự phân hạng dự đoán rằng thông tin bất cân xứng lớn làm giảm động cơ phát hành cổ phiếu.

Khi thông tin bất cân xứng bên ngoài và bên trong tăng lên thì việc phát hành chứng khoán mới trở nên rất tốn kém. Doanh nghiệp nên mua hoặc chỉ phát hành tài trợ nợ khi thông tin bất cân xứng ở mức cao nhất để tránh bán chứng khoán bị định giá thấp. Sự kiện phát hành cổ phiếu mới là sự kiện giảm cơ cấu vốn sẽ dẫn đến giá cổ phiếu của công ty giảm (Frank và Goyal, 2003). Kết luận là lý thuyết trật tự phân hạng được đưa ra trên cơ sở rằng người quản lý trong một công ty đang đối mặt với việc định giá thấp cổ phiếu nên tự kiểm chế để không phát hành chứng khoán. Một công ty đặt vấn đề bảo mật an toàn nhất trước tiên nếu cần có nguồn tài chính bên ngoài; phát hành nợ, sau đó có thể là chứng khoán lai như trái phiếu chuyển đổi, vốn cổ phần chỉ là phương án cuối cùng (Ali & cộng sự, 2020).

2.3. Lý thuyết chi phí đại diện

Chi phí đại diện phát sinh do các nhà quản lý không nhất thiết phải hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông, những người cũng có thể không hành động vì lợi ích tốt nhất của chủ nợ. Bao gồm chi phí đại diện trong mô hình cơ bản có thể giúp giải thích một số vấn đề của lý thuyết đánh đổi, chẳng hạn như chủ nghĩa bảo thủ nợ.

Nếu một khoản đầu tư mang lại lợi nhuận lớn, những người nắm giữ cổ phần sẽ nắm bắt được hầu hết lợi nhuận. Tuy nhiên, nếu khoản đầu tư thất bại, những người mắc nợ phải gánh chịu hậu quả. Do đó, các chủ sở hữu vốn cổ phần có thể được lợi khi đầu tư vào các dự án rủi ro cao, ngay cả khi các dự án đó đang giảm giá trị. Jensen và Meckling (1976) gọi đây là “hiệu ứng thay thế tài sản”. Chủ nợ có thể dự đoán chính xác hành vi trong tương lai của chủ sở hữu vốn cổ phần. Điều này dẫn đến giảm giá trị của khoản nợ và giảm động cơ phát hành nợ. Myers (1977) nhận xét rằng khi các công ty có khả năng phá sản trong tương lai gần, các chủ sở hữu cổ phần có thể không có động cơ để góp vốn mới để đầu tư vào các dự án gia tăng giá trị.

Mặt khác, một số lý thuyết đại diện ủng hộ sử dụng nợ. Ví dụ, Jensen (1986) cho rằng nợ giúp cải thiện tính kỷ luật của một nhà quản lý cổ hủ (còn gọi là lý thuyết “nợ và kỷ luật”).

2.4. Lý thuyết linh hoạt của cấu trúc vốn và lý thuyết vòng đời của cấu trúc vốn

Các công ty đang trong giai đoạn phát triển có ít thành tích thuận lợi về vay (Diamond, 1991) và rất có thể bị từ chối cấp tín dụng khi họ cần nhất. Do đó, các doanh nghiệp đang trong giai đoạn phát triển có ít sự linh hoạt về tài chính sẽ hạn chế vay nợ và thay vào đó sẽ phát hành vốn chủ sở hữu. Các công ty trong giai đoạn trưởng thành bắt đầu tạo ra thu nhập dương và có sự linh hoạt về tài chính hơn các công ty đang phát triển. Theo đó, các công ty này dựa nhiều hơn vào việc vay nợ để tài trợ cho các khoản đầu tư của họ vì họ phải đối mặt với ít ràng buộc về tài chính hơn và khi họ mong đợi trả nợ với thu nhập tăng trong tương lai.

Lý thuyết linh hoạt xuất hiện trong các nghiên cứu thực nghiệm (Byoun, 2008) và khảo sát của các nhà quản lý (Graham & Harvey, 2001). Lý thuyết này giúp giải thích lý do tại sao các công ty nhỏ và có mức rủi ro cao lại phát hành vốn cổ phần, tại sao các công ty này không tuân theo lý thuyết trật tự phân hạng. Gamba và Triantis (2008) phát triển một mô hình lý thuyết phân tích chính sách cấu trúc vốn tối ưu cho một công ty coi trọng tính linh hoạt khi có sự hiện diện của thuế và chi phí giao dịch. Nhiều công ty mới, đặc biệt là các công ty mạo hiểm không phát hành cổ phiếu phổ thông mà thay vào đó là vốn cổ phần ưu đãi có thể chuyển đổi, giống như nợ hơn vốn chủ sở hữu.

Lý thuyết vòng đời của cấu trúc vốn cho rằng bên cạnh tính linh hoạt tài chính còn có các yếu tố khác có thể giải thích các mô hình tài trợ của các doanh nghiệp trong các giai đoạn phát triển khác nhau (Damodaran, 2003). Các công ty mới thành lập không có nhiều lợi nhuận, do đó lợi thế về thuế của nợ không quan trọng như đối với một công ty đã trưởng thành. Các công ty mới thành lập không yêu cầu ưu đãi cho người quản lý vì không có sự tách biệt lớn giữa quyền sở hữu và quản lý như trường hợp của các tập đoàn đại chúng lớn. Điều này dẫn đến ý kiến cho rằng các công ty trưởng thành coi trọng nợ hơn so với các công ty mới thành lập.

2.5. Lý thuyết tín hiệu

Lý thuyết tín hiệu là cách một công ty chất lượng cao công bố tín hiệu của nó ra thị trường để phân biệt với công ty chất lượng thấp. Nếu công ty chất lượng thấp không

công bố sai và không bắt buộc công ty chất lượng cao, thì tín hiệu đó sẽ đáng tin cậy. Công ty chất lượng thấp sẽ không bắt buộc công ty chất lượng cao nếu chi phí của tín hiệu đối với nó cao hơn công ty chất lượng cao và do đó, các tín hiệu sẽ đáng tin cậy (Ali & cộng sự, 2020).

Trong lý thuyết tín hiệu, cấu trúc vốn đóng vai trò như một tín hiệu của thông tin về chất lượng công ty (Ross, 1977). Nếu tồn tại trạng thái cân bằng phân tách, các công ty chất lượng cao phát hành nợ và các công ty chất lượng thấp phát hành vốn chủ sở hữu. Dự đoán theo kinh nghiệm là giá trị doanh nghiệp (hoặc khả năng sinh lời) và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có quan hệ tỷ lệ thuận với nhau. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm đều báo cáo mối quan hệ tiêu cực giữa đòn bẩy và khả năng sinh lời.

Một số nghiên cứu cho thấy kết quả kinh doanh tuyệt đối vượt trội của các công ty phát hành cổ phiếu tại thời điểm trước và ngay sau khi phát hành (Jain và Kini, 1994; Loughran & Ritter, 1997). Một số nghiên cứu kiểm tra hoạt động dài hạn của công ty sau khi thay đổi cấu trúc vốn. Jain và Kini (1994), Loughran và Ritter (1997) cho thấy hoạt động kém hiệu quả trong thời gian dài của các công ty phát hành cổ phiếu so với các công ty không phát hành.

3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Phương pháp nghiên cứu tình huống được sử dụng trong báo cáo này. Các công ty thuộc nhóm VN30 trên sàn HOSE được phân tích theo từng nhóm ngành, để đảm bảo tính khách quan và chuyên biệt. Nhóm ngành ngân hàng sẽ không được đề cập trong báo cáo này. Năm tài chính 2019 được lựa chọn phân tích do năm 2020 các công ty chưa công bố đầy đủ số liệu và chưa được kiểm toán.

Số liệu nghiên cứu của các công ty lấy từ trang <https://s.cafef.vn/>. Hệ số beta (β) và cấu trúc vốn tối ưu tính toán dựa theo nghiên cứu của Lee và cộng sự (2014). Các số liệu thành phần để tính toán chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu 2019 được lấy từ Damodaran (2019).

Cụ thể:

$$\text{Hệ số } \beta = [1 + (1 - T_c) \cdot D/E] \cdot \beta_0$$

Chi phí sử dụng vốn CSH (r_E) = Lãi suất trái phiếu chính phủ + β x Phần bù rủi ro

Chi phí sử dụng nợ (r_D) = Lãi suất vay + Phần bù mặc định

$$WACC = (E/V) \cdot r_E + (D/V) \cdot r_D \cdot (1 - T_c)$$

Trong đó: T_c là thuế suất thuế TNDN

D là giá trị thị trường của Nợ phải trả

E là giá trị thị trường của vốn CSH

V là giá trị công ty

Cấu trúc vốn tối ưu được xác định như sau:

Bước 1: Thay đổi tỷ lệ $D/(D+E)$ từ 0% đến 100% với gia số 0,05%. Tính toán lại r_E , r_D , và WACC tương ứng.

Bước 2: Tỷ lệ $D/(D+E)$ nào làm cho WACC nhỏ nhất là cấu trúc tối ưu.

3.1. Nhóm dịch vụ tài chính

Nhóm này bao gồm 2 công ty là công ty cổ phần (CTCP) chứng khoán SSI (mã SSI) và CTCP đầu tư dịch vụ tài chính Hoàng Huy (mã TCH) với giá trị vốn hóa 24,244 tỷ đồng tính đến ngày 16/02/2021.

Bảng 1. Kết quả phân tích cấu trúc vốn SSI và TCH 2019

Chỉ tiêu		Cấu trúc hiện tại	Cấu trúc tối ưu	Thay đổi
Tỷ lệ nợ	SSI	65,24%	45%	-20,24%
	TCH	45,47%	95%	49,53%
Hệ số beta	SSI	1,08	0,71	-0,37
	TCH	1,11	10,79	9,68
r_E	SSI	18,18%	13,40%	-4,78%
	TCH	18,57%	145,04%	126,48%
r_D	SSI	3,65%	2,51%	-1,13%
	TCH	1,26%	2,63%	1,37%
WACC	SSI	8,70%	8,50%	-2,00%
	TCH	10,70%	9,75%	-0,95%
V (tỷ đồng)	SSI	32.594	32.653	59
	TCH	9.928	10.013	50

SSI được thành lập cuối năm 1999 với vốn điều lệ ban đầu là 6 tỷ đồng. Tính đến tháng 5/2020, SSI đã tăng vốn điều lệ lên 6.029 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 599.014.915. TCH được chính thức thành lập cuối năm 2007 với vốn điều lệ ban đầu là 53,53 tỷ đồng. Tính đến tháng 9/2020, TCH đã tăng vốn điều lệ lên 3.630 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 353.271.564.

Về cấu trúc vốn, SSI sử dụng nguồn tài chính bằng nợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu trong những năm qua. SSI đã tăng tỷ lệ nợ/tài sản từ 45,9% lên 65,24% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 72,93% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). Dòng tiền và lợi nhuận của SSI rất mạnh trong giai đoạn này nhưng SSI vẫn ưu tiên sử dụng nguồn tài chính bằng nợ. Ngược lại, TCH sử dụng nguồn tài chính bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ. Mặc dù, TCH đã tăng tỷ lệ nợ/tài sản từ 4,65% lên 45,47% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 30,01% vào năm 2020 (chưa kiểm toán).

Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn là kết quả của sự đánh đổi giữa lợi thế về thuế của nợ và rủi ro cao hơn và chi phí phá sản do tài trợ bằng nợ. Phân tích Bảng 1 cho thấy tỷ lệ nợ tối ưu của SSI là 45%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 65,24%; tỷ lệ nợ tối ưu của TCH là 95%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại chỉ là 45,47%.

Lý thuyết trật tự phân hạng ngụ ý rằng công ty nên sử dụng nợ trước vốn chủ sở hữu. SSI ưu tiên sử dụng nợ trước vốn chủ sở hữu, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Mặt khác, lý thuyết này ngụ ý mối tương quan nghịch giữa nợ và khả năng sinh lời, điều này đúng do TCH đang tạo ra lợi nhuận khi sử dụng ít nợ.

Lý thuyết chi phí đại diện ủng hộ nợ thấp, ngụ ý chi phí phá sản thấp và mức độ tin cậy cao cho các nhà đầu tư. Điều này là phù hợp với chính sách của TCH. Mặt khác, lý thuyết chi phí đại diện cho rằng nợ cao hơn là tốt cho một công ty vì nó có thể kích thích người quản lý hoạt động tốt hơn. Điều này phù hợp với trường hợp của SSI. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong SSI là 2,09%, nhỏ hơn nhiều so với tổng số lượng cổ đông khá lớn. SSI sử dụng quyền sở hữu một phần về sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả thay vì áp lực từ bên ngoài bởi các chủ nợ. Trong trường hợp của TCH là 51,60%, tỷ lệ này là khá lớn. Mặc dù đã phát hành cổ phiếu, TCH không để lọt quyền kiểm soát của công ty vào tay một số người bên ngoài để tránh được rủi ro. Xung đột giữa chủ nợ và cổ đông không có khả năng xảy ra vì TCH có ít nợ.

Lý thuyết linh hoạt đề xuất rằng các doanh nghiệp mới sử dụng tài chính bằng nợ không có lợi, họ dựa nhiều hơn vào vốn chủ sở hữu để làm cho hoạt động trơn tru ở giai đoạn đầu của sự tồn tại, vì vậy họ được coi là linh hoạt hơn. Lý thuyết vòng đời cho rằng các công ty đang phát triển và trưởng thành nhiều khả năng có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn dẫn đến tính linh hoạt thấp. Trường hợp của SSI là phù hợp hai lý thuyết này vì SSI đã hoạt

động hơn 20 năm và sử dụng nhiều nợ. Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của SSI hiện tại cao hơn nhiều so với khi mới thành lập năm 1999. Trường hợp của TCH là không phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì TCH đã hoạt động hơn 20 năm mà lại sử dụng ít nợ. Tuy nhiên, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của TCH hiện tại cao hơn nhiều so với khi mới thành lập.

Lý thuyết tín hiệu nói rằng từ quan điểm của các nhà đầu tư, phản ứng của thị trường về việc phát hành nợ là trung lập và về vốn chủ sở hữu là tiêu cực. Trong trường hợp của SSI và TCH, việc phát hành cổ phiếu ở các giai đoạn khác nhau đã giúp họ thành công và có lợi nhuận, vì vậy đó là một kết quả của lý thuyết tín hiệu.

3.2. Nhóm xây dựng, kinh doanh nhà

Nhóm này bao gồm 3 công ty là CTCP tập đoàn đầu tư địa ốc No Va (mã NVL), CTCP đầu tư kinh doanh nhà Khang Điền (mã KDH) và CTCP xây dựng FLC Faros (mã ROS) với giá trị vốn hóa 98,248 tỷ đồng tính đến ngày 16/02/2021.

Bảng 2. Kết quả phân tích cấu trúc vốn NVL, KDH và ROS 2019

Chỉ tiêu		Cấu trúc hiện tại	Cấu trúc tối ưu	Thay đổi
Tỷ lệ nợ	NVL	73,14%	90%	16,86%
	KDH	42,10%	95%	52,90%
	ROS	43,27%	40%	-3,27%
Hệ số beta	NVL	n/a	n/a	n/a
	KDH	0,85	8,71	7,86
	ROS	n/a	n/a	n/a
r_E	NVL	4,06%	4,06%	0,00%
	KDH	15,17%	117,84%	102,67%
	ROS	4,06%	4,06%	0,00%
r_D	NVL	1,69%	2,08%	0,39%
	KDH	0,01%	0,03%	0,02%
	ROS	2,14%	1,97%	-0,17%
WACC	NVL	2,32%	2,27%	-0,05%
	KDH	8,79%	5,92%	-2,87%
	ROS	3,227%	3,226%	-0,001%

V (tỷ đồng)	NVL	87.936	87.979	43
	KDH	7.572	7.776	205
	ROS	10.155,26	10.155,42	0,16

NVL được chính thức thành lập cuối năm 2007 với vốn điều lệ ban đầu là 95,3 tỷ đồng. Tính đến tháng 12/2020, NVL đã tăng vốn điều lệ lên 5.962 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 1.063.116.248. KDH được thành lập năm 2001 với vốn điều lệ ban đầu là 10 tỷ đồng. Tính đến tháng 12/2020, KDH đã tăng vốn điều lệ lên 2.340 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 550.806.579. ROS được thành lập năm 2011 với vốn điều lệ ban đầu là 1,5 tỷ đồng. Tính đến tháng 12/2020, ROS đã tăng vốn điều lệ lên 5.676 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 567.598.121.

Về cấu trúc vốn, NVL sử dụng nguồn tài chính bằng nợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu trong những năm qua. NVL duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 70% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 64,18% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). Dòng tiền và lợi nhuận của NVL rất mạnh trong giai đoạn này nhưng NVL vẫn ưu tiên sử dụng nguồn tài chính bằng nợ. KDH và ROS sử dụng nguồn tài chính bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ. KDH duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 40% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 38,67% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). ROS duy trì tỷ lệ nợ/tài sản ở mức tương đương 40% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 42,86% vào năm 2020 (chưa kiểm toán).

Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn là kết quả của sự đánh đổi giữa lợi thế về thuế của nợ và rủi ro cao hơn và chi phí phá sản do tài trợ bằng nợ. Phân tích Bảng 2 cho thấy tỷ lệ nợ tối ưu của NVL là 90%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại chỉ là 73,14%; tỷ lệ nợ tối ưu của KDH là 95%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại chỉ là 42,10%; tỷ lệ nợ tối ưu của ROS là 40%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 43,27%.

NVL ưu tiên sử dụng nợ trước vốn chủ sở hữu, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. KDH và ROS đang tạo ra lợi nhuận mặc dù sử dụng ít nợ, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

Lý thuyết chi phí đại diện ủng hộ nợ thấp, điều này phù hợp với chính sách của KDH và ROS. Mặt khác, lý thuyết chi phí đại diện cho rằng nợ cao hơn là tốt cho một công ty vì nó có thể kích thích người quản lý hoạt động tốt hơn. Điều này phù hợp với

trường hợp của NVL. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong NVL là 29,44%, chiếm gần 1/3 so với tổng số lượng cổ đông. NVL sử dụng quyền sở hữu một phần về sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả và tránh mất quyền kiểm soát quá lớn vào cá nhân bên ngoài. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong KDH và ROS là 1,68% và 0,34%, tỷ lệ này là khá nhỏ. KDH và ROS sử dụng sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả.

Trường hợp của NVL là phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì NVL đã hoạt động gần 15 năm và sử dụng nhiều nợ. Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của NVL luôn duy trì ở mức cao. Trường hợp của KDH và ROS là không phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì đã hoạt động lâu năm mà lại sử dụng ít nợ.

Việc phát hành cổ phiếu ở các giai đoạn khác nhau đã giúp NVL, KDH và ROS thành công và có lợi nhuận, vì vậy đây là một kết quả của lý thuyết tín hiệu.

3.3. Nhóm kinh doanh năng lượng - khí đốt

Nhóm này bao gồm 3 công ty là tổng công ty khí Việt Nam (mã GAS), tập đoàn xăng dầu Việt Nam (mã PLX) và tổng công ty điện lực dầu khí Việt Nam (mã POW) với giá trị vốn hóa 251,561 tỷ đồng tính đến ngày 16/02/2021.

Bảng 3. Kết quả phân tích cấu trúc vốn GAS, PLX và POW 2019

Chỉ tiêu		Cấu trúc hiện tại	Cấu trúc tối ưu	Thay đổi
Tỷ lệ nợ	GAS	20,20%	65%	44,80%
	PLX	58,03%	65%	6,97%
	POW	47,02%	25%	-22,02%
Hệ số beta	GAS	1,73	3,58	1,85%
	PLX	n/a	n/a	n/a
	POW	n/a	n/a	n/a
r_E	GAS	26,67%	50,80%	24,13%
	PLX	4,06%	4,06%	0,00%
	POW	4,06%	4,06%	0,00%
r_D	GAS	1,26%	4,06%	2,80%
	PLX	1,77%	1,98%	0,21%

	POW	3,53%	1,87%	-1,66%
WACC	GAS	21,54%	20,42%	-1,12%
	PLX	2,73%	2,71%	-0,02%
	POW	3,81%	3,51%	-0,30%
V (tỷ đồng)	GAS	51.770	51.243	473
	PLX	59.519	59.532	13
	POW	41.905	42.024	119

GAS được thành lập năm 1990 và trở thành công ty cổ phần năm 2011 với vốn điều lệ là 18.950 tỷ đồng. Tính đến tháng 9/2020, GAS đã tăng vốn điều lệ lên 19.139,5 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 1.913.500.000. PLX được thành lập năm 1956 và trở thành công ty cổ phần năm 2012 với vốn điều lệ là 10.700 tỷ đồng. Tính đến tháng 12/2020, PLX đã tăng vốn điều lệ lên 12.939 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 1.198.813.235. POW được thành lập năm 2007, đến tháng 12/2020, POW đã tăng vốn điều lệ lên 23.419 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 2.341.871.600.

Về cấu trúc vốn, GAS và POW sử dụng nguồn tài chính bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ trong những năm qua. Tuy nhiên, GAS duy trì tỷ lệ nợ/tài sản ở mức trên 20% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 21,31% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). POW đã giảm tỷ lệ nợ/tài sản từ 61,43% xuống 47,01% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 37,91% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). PLX sử dụng nguồn tài chính bằng nợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. PLX duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 55% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 53,88% vào năm 2020 (chưa kiểm toán).

Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn là kết quả của sự đánh đổi giữa lợi thế về thuế của nợ và rủi ro cao hơn và chi phí phá sản do tài trợ bằng nợ. Phân tích Bảng 3 cho thấy tỷ lệ nợ tối ưu của GAS là 65%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại chỉ là 20,20%; tỷ lệ nợ tối ưu của PLX là 65%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại chỉ là 58,03%; tỷ lệ nợ tối ưu của POW là 25%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 47,01%.

PLX ưu tiên sử dụng nợ trước, điều này không phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. GAS và POW đang tạo ra lợi nhuận mặc dù sử dụng ít nợ, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

Lý thuyết chi phí đại diện ủng hộ nợ thấp, ngụ ý chi phí phá sản thấp và mức độ tin cậy cao cho các nhà đầu tư. Điều này là phù hợp với chính sách của GAS và POW. Mặt khác, lý thuyết chi phí đại diện cho rằng nợ cao hơn là tốt cho một công ty vì nó có thể kích thích người quản lý hoạt động tốt hơn. Điều này phù hợp với trường hợp của PLX. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong GAS, PLX và POW là không đáng kể ($<0,1\%$). GAS, PLX và POW sử dụng sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả.

Trường hợp của GAS và POW là không phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì đã hoạt động lâu năm mà lại sử dụng ít nợ. Trường hợp của PLX là phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì PLX đã hoạt động trên 55 năm và sử dụng nhiều nợ. Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của PLX luôn duy trì ở mức cao.

Trong trường hợp của GAS, PLX và POW, việc phát hành cổ phiếu ở các giai đoạn khác nhau đã giúp họ thành công và có lợi nhuận, vì vậy đây là một kết quả của lý thuyết tín hiệu.

3.4. Nhóm kinh doanh hàng tiêu dùng, thực phẩm

Nhóm này bao gồm 4 công ty là CTCP sữa Việt Nam (mã VNM), tổng CTCP bia – rượu – nước giải khát Sài Gòn (mã SAB), CTCP tập đoàn Masan (mã MSN) và CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa (mã SBT) với giá trị vốn hóa 458,984 tỷ đồng tính đến ngày 16/02/2021.

Bảng 4. Kết quả phân tích cấu trúc vốn VNM, SAB, MSN và SBT 2019

Chỉ tiêu		Cấu trúc hiện tại	Cấu trúc tối ưu	Thay đổi
Tỷ lệ nợ	VNM	33,49%	95%	61,51%
	SAB	24,94%	65%	40,06%
	MSN	46,67%	35%	-11,67%
	SBT	57,80%	20%	-37,80%
Hệ số beta	VNM	0,61	7,04	6,43
	SAB	n/a	n/a	n/a
	MSN	0,68	0,57	-0,11
	SBT	0,30	0,17	-0,13
r_E	VNM	12,03%	96,13%	84,10%

	SAB	4,06%	4,06%	0,00%
	MSN	12,95%	11,54%	-1,41%
	SBT	7,98%	6,31%	-1,67%
r_D	VNM	0,58%	1,65%	1,07%
	SAB	0,77%	2,01%	1,24%
	MSN	3,29%	2,47%	-0,82%
	SBT	6,08%	2,11%	-3,97%
WACC	VNM	8,20%	6,40%	-1,80%
	SAB	3,24%	2,73%	-0,51%
	MSN	8,44%	8,36%	-0,08%
	SBT	6,88%	5,47%	-1,41%
V (tỷ đồng)	VNM	39.757	40.437	680
	SAB	21.118	21.223	105
	MSN	106.730	106.804	74
	SBT	17.218	17.449	231

VNM được thành lập năm 2003, VNM nâng vốn điều lệ lên 1.590 tỷ đồng vào năm 2004. Tính đến tháng 12/2020, VNM đã tăng vốn điều lệ lên 24.382 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 2.809.956.345. SAB được thành lập năm 2003, tiền thân là nhà máy bia Chợ Lớn thuộc hãng B.G.I. Tính đến tháng 12/2020, SAB đã tăng vốn điều lệ lên 6.413 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 641.281.186. MSN được thành lập năm 2004 với vốn điều lệ ban đầu là 3.200 tỷ đồng. Tính đến 12/2020, MSN đã tăng vốn điều lệ lên 11.747 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 1.174.683.246. SBT được thành lập năm 1995 và trở thành công ty cổ phần năm 2007 với vốn điều lệ là 1.419 tỷ đồng. Tính đến tháng 3/2020, SBT đã tăng vốn điều lệ lên 6.388 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 638.770.380.

Về cấu trúc vốn, VNM và SAB sử dụng nguồn tài chính bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ trong những năm qua. Tuy nhiên, VNM duy trì tỷ lệ nợ/tài sản ở mức trên 23% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 30% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). SAB duy trì tỷ lệ nợ/tài sản ở mức trên 24% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 18,81% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). MSN và SBT sử dụng nguồn tài chính

tài trợ bằng nợ trong những năm qua. MSN duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 45% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 78,39% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). SBT duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 57% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 58,15% vào năm 2020 (chưa kiểm toán).

Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn là kết quả của sự đánh đổi giữa lợi thế về thuế của nợ và rủi ro cao hơn và chi phí phá sản do tài trợ bằng nợ. Phân tích Bảng 4 cho thấy tỷ lệ nợ tối ưu của VNM là 95%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại chỉ là 33,49%; tỷ lệ nợ tối ưu của SAB là 65%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại chỉ là 24,94%; tỷ lệ nợ tối ưu của MSN là 35%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 46,67%; tỷ lệ nợ tối ưu của SBT là 20%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 57,80%.

MSN và SBT ưu tiên sử dụng nợ trước, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Mặt khác, lý thuyết này ngụ ý mối tương quan nghịch giữa nợ và khả năng sinh lời, điều này đúng do VNM và SAB đang tạo ra lợi nhuận khi sử dụng ít nợ.

Lý thuyết chi phí đại diện ủng hộ nợ thấp, ngụ ý chi phí phá sản thấp và mức độ tin cậy cao cho các nhà đầu tư. Điều này là phù hợp với chính sách của VNM và SAB. Mặt khác, lý thuyết này cho rằng nợ cao hơn là tốt cho một công ty vì nó có thể kích thích người quản lý hoạt động tốt hơn. Điều này phù hợp với trường hợp của MSN và SBT. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong VNM, SAB và MSN là không đáng kể (<4%). VNM, SAB và MSN sử dụng sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong SBT hơn 29,52%, chiếm gần 1/3 so với tổng số lượng cổ đông. SBT sử dụng quyền sở hữu một phần về sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả và tránh mất quyền kiểm soát quá lớn vào cá nhân bên ngoài.

Trường hợp của VNM và SAB là không phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì VNM và SAB đã hoạt động lâu năm mà lại sử dụng ít nợ. Trường hợp của MSN và SBT là phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì MSN và SBT đã hoạt động lâu năm và sử dụng nhiều nợ.

Việc phát hành cổ phiếu ở các giai đoạn khác nhau đã giúp VNM, SAB, MSN và SBT thành công và có lợi nhuận, vì vậy đây là một kết quả của lý thuyết tín hiệu.

3.5. Nhóm phát triển bất động sản

Nhóm này bao gồm 3 công ty là tập đoàn Vingroup (mã VIC), CTCP Vinhomes (mã VHM) và CTCP Vincom Retail (mã VRE) với giá trị vốn hóa 756,921 tỷ đồng tính đến ngày 16/02/2021.

Bảng 5. Kết quả phân tích cấu trúc vốn VIC, VHM và VRE 2019

Chỉ tiêu		Cấu trúc hiện tại	Cấu trúc tối ưu	Thay đổi
Tỷ lệ nợ	VIC	70,13%	65%	-5,13%
	VHM	67,19%	75%	7,81%
	VRE	24,79%	15%	-9,79%
Hệ số bêta	VIC	0,73	0,63	-0,1
	VHM	n/a	n/a	n/a
	VRE	n/a	n/a	n/a
r_E	VIC	13,60%	12,30%	-1,30%
	VHM	4,06%	4,06%	4,06%
	VRE	4,06%	4,06%	0,00%
r_D	VIC	2,52%	2,34%	-0,18%
	VHM	1,79%	2,00%	0,21%
	VRE	3,37%	2,04%	-1,33%
WACC	VIC	5,83%	5,82%	-0,01%
	VHM	2,54%	2,52%	-0,02%
	VRE	3,89%	3,76%	-0,13%
V (tỷ đồng)	VIC	150.025	150.035	10
	VHM	209.617	209.659	42
	VRE	38.281	38.829	48

VIC được thành lập năm 2002 với vốn điều lệ là 196 tỷ đồng. Tính đến tháng 12/2020, VIC đã tăng vốn điều lệ lên 34.448 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 3.382.430.590. VHM được thành lập năm 2008 với vốn điều lệ là 300 tỷ đồng. Tính đến tháng 12/2020, VHM đã tăng vốn điều lệ lên 33.495 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 3.289.513.918. VRE được thành lập năm 2012, chuyển sang

cổ phần từ năm 2013. Tính đến tháng 12/2020, VRE đã tăng vốn điều lệ lên 23.288 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 2.272.318.410.

Về cấu trúc vốn, VIC và VHM sử dụng nguồn tài chính bằng nợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu trong những năm qua. VIC duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 65% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 49,74% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). VHM duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 60% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 58,26% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). VRE sử dụng nguồn tài chính bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ. Tuy nhiên, VRE duy trì tỷ lệ nợ/tài sản ở mức trên 24% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 26,13% vào năm 2020 (chưa kiểm toán).

Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn là kết quả của sự đánh đổi giữa lợi thế về thuế của nợ và rủi ro cao hơn và chi phí phá sản do tài trợ bằng nợ. Phân tích Bảng 5 cho thấy tỷ lệ nợ tối ưu của VIC là 65%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 70,13%; tỷ lệ nợ tối ưu của VHM là 75%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 67,19%; tỷ lệ nợ tối ưu của VRE là 15%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 24,79%.

VIC và VHM ưu tiên sử dụng nợ trước vốn chủ sở hữu, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. VRE đang tạo ra lợi nhuận mặc dù sử dụng ít nợ, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

Lý thuyết chi phí đại diện ủng hộ nợ thấp, điều này phù hợp với chính sách của VRE. Mặt khác, lý thuyết này cho rằng nợ cao hơn là tốt cho một công ty vì nó có thể kích thích người quản lý hoạt động tốt hơn. Điều này phù hợp với trường hợp của VIC và VHM. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong VIC hơn 33,36%, chiếm hơn 1/3 so với tổng số lượng cổ đông. VIC sử dụng quyền sở hữu một phần về sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả và tránh mất quyền kiểm soát quá lớn vào cá nhân bên ngoài. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong VHM và VRE là không đáng kể ($<0,01\%$). VHM và VRE sử dụng sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả.

Trường hợp của VIC và VHM là phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì đã hoạt động lâu năm và sử dụng nhiều nợ. Trường hợp của VRE là không phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì VRE đã hoạt động gần 10 năm mà lại sử dụng ít nợ. Tuy nhiên, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của VRE hiện tại vẫn ở mức trên 25%.

Việc phát hành cổ phiếu ở các giai đoạn khác nhau đã giúp VIC, VHM và VRE thành công và có lợi nhuận, vì vậy đây là một kết quả của lý thuyết tín hiệu.

3.6. Nhóm kinh doanh dịch vụ

Nhóm này bao gồm 6 công ty là CTCP hàng không VietJet (mã VJC), CTCP FPT (mã FPT), CTCP đầu tư thể giới di động (mã MWG), CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (mã PNJ), CTCP cơ điện lạnh (mã REE) và CTCP tập đoàn Hòa Phát (mã HPG) với giá trị vốn hóa 209,799 tỷ đồng tính đến ngày 16/02/2021.

Bảng 6. Kết quả phân tích cấu trúc vốn VJC, FPT, MWG, PNJ, REE và HPG 2019

Chỉ tiêu		Cấu trúc hiện tại	Cấu trúc tối ưu	Thay đổi
Tỷ lệ nợ	VJC	69,50%	95%	25,50%
	FPT	49,70%	60%	10,30%
	MWG	70,88%	85%	14,12%
	PNJ	46,80%	35%	-11,80%
	REE	43,42%	25%	-18,42%
	HPG	53,05%	85%	31,95%
Hệ số beta	VJC	n/a	n/a	n/a
	FPT	0,74	0,91	0,17
	MWG	0,73	1,37	0,64
	PNJ	0,29	0,24	-0,05
	REE	0,82	0,64	-0,18
	HPG	1,11	3,23	2,12
r_E	VJC	4,06%	4,06%	4,06%
	FPT	13,73%	15,95%	2,22%
	MWG	13,60%	21,97%	8,37%
	PNJ	7,85%	7,24%	-0,61%
	REE	14,78%	12,47%	-2,31%
	HPG	18,57%	46,23%	27,66%
r_D	VJC	1,03%	1,41%	0,38%

	FPT	2,16%	2,61%	0,45%
	MWG	1,92%	2,30%	0,38%
	PNJ	2,86%	2,14%	-0,72%
	REE	4,80%	2,76%	-2,04%
	HPG	1,74%	2,78%	1,04%
WACC	VJC	1,96%	1,55%	-0,41%
	FPT	7,98%	7,95%	-0,03%
	MWG	5,32%	5,25%	-0,07%
	PNJ	5,51%	5,46%	-0,05%
	REE	10,44%	10,04%	-0,4%
	HPG	9,64%	9,30%	-0,34%
V (tỷ đồng)	VJC	39.765	39.926	161
	FPT	38.663	38.676	13
	MWG	38.670	38.695	25
	PNJ	8.040	8.044	4
	REE	18.594	18.662	68
	HPG	119.949	120.324	374

VJC được thành lập năm 2007. Tính đến tháng 12/2020, VJC đã tăng vốn điều lệ lên 5.416 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 523.838.594. FPT được thành lập năm 1990 và bắt đầu niêm yết năm 2006. Tính đến tháng 12/2020, FPT đã tăng vốn điều lệ lên 7.840 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 783.905.110. MWG được thành lập năm 2004 và bắt đầu niêm yết năm 2014. Tính đến tháng 12/2020, MWG đã tăng vốn điều lệ lên 4.661 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 466.168.787. PNJ được thành lập năm 1992, chuyển sang cổ phần năm 2004. Tính đến 12/2020, PNJ đã tăng vốn điều lệ lên 2.276 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 227.442.803. REE được thành lập năm 1977, cổ phần hóa năm 1993 với vốn điều lệ ban đầu là 150 tỷ đồng. Tính đến 12/2020, REE đã tăng vốn điều lệ lên 3.101 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 309.050.926. HPG được thành lập năm 1992 và bắt đầu niêm yết năm 2007. Tính đến tháng 12/2020, HPG đã tăng vốn điều lệ lên 33.133 tỷ đồng với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành là 3.313.282.659.

Về cấu trúc vốn, VJC, FPT, MWG và HPG sử dụng nguồn tài chính bằng nợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu trong những năm qua. VJC duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 64% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 89,14% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). FPT duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 50% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 55,40% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). MWG duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 67% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 62,65% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). HPG duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 40% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 54,90% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). PNJ và REE sử dụng nguồn tài chính bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ trong những năm qua. PNJ đã giảm tỷ lệ nợ/tài sản từ 58,83% xuống 46,80% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 37,65% vào năm 2020 (chưa kiểm toán). REE duy trì tỷ lệ nợ/tài sản trên 32% trong giai đoạn 2016 đến 2019 và hiện ở mức 40,49% vào năm 2020 (chưa kiểm toán).

Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn là kết quả của sự đánh đổi giữa lợi thế về thuế của nợ và rủi ro cao hơn và chi phí phá sản do tài trợ bằng nợ. Phân tích Bảng 6 cho thấy tỷ lệ nợ tối ưu của VJC là 95%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 69,50%; tỷ lệ nợ tối ưu của FPT là 60%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 49,70%; tỷ lệ nợ tối ưu của MWG là 85%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 70,88%; tỷ lệ nợ tối ưu của PNJ là 35%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 46,80%; tỷ lệ nợ tối ưu của REE là 25%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 43,42%; tỷ lệ nợ tối ưu của HPG là 85%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ hiện tại là 53,05%.

VJC, FPT, MWG và HPG ưu tiên sử dụng nợ trước vốn chủ sở hữu, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Mặt khác, PNJ và REE đang tạo ra lợi nhuận mặc dù sử dụng ít nợ, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

Lý thuyết chi phí đại diện ủng hộ nợ thấp, điều này phù hợp với chính sách của PNJ và REE. Mặt khác, lý thuyết này cho rằng nợ cao hơn là tốt cho một công ty vì nó có thể kích thích người quản lý hoạt động tốt hơn. Điều này phù hợp với trường hợp của VJC, FPT, MWG và HPG. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong VJC, FPT, MWG, PNJ và REE là không đáng kể (<15%). Các công ty này sử dụng sự tham gia của nhân viên vào cổ phần như một công cụ để thúc đẩy nhân sự làm việc hiệu quả. Tỷ lệ cổ phần thuộc sở hữu của các nhà quản lý trong HPG là rất đáng kể (>40%). Mặc dù đã phát hành cổ phiếu, HPG không để lọt quyền kiểm soát của công ty vào tay một số người bên ngoài nhằm tránh rủi ro.

Trường hợp của VJC, FPT, MWG và HPG là phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì đã hoạt động lâu năm và sử dụng nhiều nợ. Trường hợp của PNJ và REE là không phù hợp lý thuyết linh hoạt và lý thuyết vòng đời vì đã hoạt động lâu năm mà lại sử dụng ít nợ.

Việc phát hành cổ phiếu ở các giai đoạn khác nhau đã giúp VJC, FPT, MWG, PNJ, REE và HPG thành công và có lợi nhuận, vì vậy đây là một kết quả của lý thuyết tín hiệu.

4. KẾT LUẬN

Tình hình sử dụng nguồn tài chính bằng nợ của các công ty là khác nhau ở các nhóm ngành và trong nội bộ từng nhóm ngành. Cụ thể trong Bảng 7.

Bảng 7. Tình hình sử dụng nguồn tài chính

Nhóm	Công ty	Ưu tiên Nợ	Ưu tiên Vốn chủ sở hữu	Vốn điều lệ > 30.000 tỷ đồng
Dịch vụ tài chính	SSI	X		
	TCH		X	
Xây dựng, kinh doanh nhà	NVL	X		X
	KDH		X	
	ROS		X	
Kinh doanh năng lượng - khí đốt	GAS		X	X
	PLX	X		X
	POW		X	X
Kinh doanh hàng tiêu dùng, thực phẩm	VNM		X	X
	SAB		X	
	MSN	X		X
	SBT	X		
Phát triển bất động sản	VIC	X		X
	VHM	X		X
	VRE		X	X
Kinh doanh dịch vụ	VJC	X		X
	FPT	X		X
	MWG	X		X
	PNJ		X	

	REE		X	
	HPG	X		X

Theo Bảng 7, hơn 50% số công ty ưu tiên sử dụng nguồn tài chính bằng nợ (căn cứ theo cấu trúc vốn hiện tại). Trong đó, nhóm ngành phát triển bất động sản và kinh doanh dịch vụ chủ yếu sử dụng nguồn tài chính bằng nợ. Đây là hai nhóm ngành thiết yếu và năng động nhất hiện nay. Ngược lại, nhóm ngành kinh doanh năng lượng - khí đốt và xây dựng - kinh doanh nhà chủ yếu sử dụng nguồn tài chính bằng vốn chủ sở hữu. Hai nhóm ngành này đòi hỏi đầu tư nhiều về tài sản dài hạn, vòng quay tài sản và nợ phải thu tương đối chậm. Hai nhóm ngành còn lại chưa có kết quả rõ ràng. Đối với các công ty có vốn điều lệ trên 30.000 tỷ đồng thì tỷ lệ ưu tiên sử dụng nguồn tài chính bằng nợ là 70%. Như vậy, đa số công ty lớn ưu tiên sử dụng nợ như là một công cụ để gia tăng giá trị công ty.

Sự phù hợp cấu trúc vốn của các công ty với các lý thuyết là khác nhau ở các nhóm ngành và trong nội bộ từng nhóm ngành. Cụ thể trong Bảng 8.

Bảng 8. Sự phù hợp với các lý thuyết cấu trúc vốn

Công ty	Lý thuyết đánh đổi	Lý thuyết trật tự phân hạng	Lý thuyết chi phí đại diện	Lý thuyết linh hoạt và vòng đời	Lý thuyết tín hiệu
SSI		X	X	X	X
TCH		X			X
NVL	X	X		X	X
KDH		X	X		X
ROS	X	X	X		X
GAS		X	X		X
PLX	X	X	X	X	X
POW	X	X	X		X
VNM		X	X		X
SAB		X	X		X
MSN		X	X	X	X
SBT		X		X	X
VIC	X	X		X	X
VHM	X	X	X	X	X
VRE	X	X	X		X

VJC	X	X	X	X	X
FPT	X	X	X	X	X
MWG	X	X	X	X	X
PNJ	X	X	X		X
REE	X	X	X		X
HPG	X	X		X	X

Theo Bảng 8, cấu trúc vốn các công ty thuộc nhóm ngành kinh doanh năng lượng - khí đốt, phát triển bất động sản và kinh doanh dịch vụ là phù hợp nhất với các lý thuyết. Trong Bảng 8, cấu trúc vốn các công ty đều phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, tuy nhiên chỉ phù hợp một phần của lý thuyết. Cấu trúc vốn các công ty đều phù hợp với lý thuyết tín hiệu do đều là công ty niêm yết và có lợi nhuận. Ngoài ra, sự phù hợp cấu trúc vốn của các công ty với các lý thuyết không phụ thuộc vào độ lớn vốn điều lệ. Do đó, phải kết hợp các lý thuyết khi phân tích cấu trúc vốn và tình hình vay nợ của các công ty.

Báo cáo này có một số hạn chế. Thứ nhất, báo cáo chỉ phân tích các công ty niêm yết trên sàn HOSE thuộc nhóm VN30, ngoại trừ nhóm ngành ngân hàng. Thứ hai, báo cáo không sử dụng số liệu năm 2020 do chưa công bố đầy đủ và chưa được kiểm toán. Cuối cùng, khoảng thời gian của số liệu nghiên cứu chỉ trong vòng 4 năm từ 2016 đến 2019./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Ali, M. U., Zhimin, G., Rizwanullah, M., Wu, X., & Khan, I. (2020). The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Pakistani Companies (Diversification and Capital Structure). *Risk and Financial Management*, 2(1): 27-39.
- Almeida, H., & Philippon, T. (2007). The Risk-adjusted Cost of Financial Distress. *Journal of Finance*, 62(6): 2557-2586.
- Byoun, S. (2008). Financial Flexibility and Capital Structure Decision. Working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>.
- Damodaran, A. (2003). *Corporate Finance: Theory and Practice* (Wiley Series in Finance). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2019). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2019 Edition. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3378246>.
- Diamond, D., W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99(2): 689-721.
- Frank, M., Z., & Goyal, V., K. (2003). Testing the pecking order theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217-248.
- Gamba, A., & Triantis, A., J. (2008). The Value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, 63(5): 2263-2296.
- Gordon, R., & Lee, Y. (2007). Interest Rates, Taxes and Corporate Financial Policies. *National Tax Journal*, 60(1): 65-84.
- Graham, J., R., & Harvey, C., R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3): 187-243.
- Graham, J., R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *Journal of Finance*, 55(5): 1901-1941.
- Green, R., & Hollifield, B. (2003). The Personal-tax Advantages of Equity. *Journal of Financial Economics*, 67(2): 175-216.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1): 297-355.
- Jain, B., & Kini, O. (1994). The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance*, 49(5): 1699-1726.

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., C., & Meckling, W., H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Kraus, A., & Litzenberger, R., H. (1973). A State-preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4): 911-922.
- Lee, Z., Liang, S., & Miglo, A. (2014). Capital Structure of Internet Companies: Case Study. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2444026> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2444026>.
- Loughran, T., & Ritter, J., R. (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, 52(5): 1823-1850.
- Miglo, A. (2010). Capital structure theory: where do we stand after crisis? University of Bridgeport working paper.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- Molina, C., A. (2005). Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities. *Journal of Finance*, 60(3): 1427-1459.
- Myers, S., C., & Majluf, N., S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- Myers, S., C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2): 147-175.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure: Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5): 1421-1460.
- Ross, S., A., 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1): 23-40.



TÌNH HÌNH VAY NỢ CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

NGHIÊN CỨU THƯỜNG NIÊN

CHỦ BIÊN
GS. TS. Nguyễn Đông Phong
GS. TS. Võ Xuân Vinh