

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CHI PHÍ VỐN CỦA DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Thị Lan Hương*

Chi phí vốn có ý nghĩa đặc biệt quan trọng khi các nhà quản trị tài chính đưa ra quyết định tài chính của DN. Đối với các DN ngành kinh doanh bất động sản ở Việt Nam, trong giai đoạn từ 2007 đến 2012, khủng hoảng tài chính đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến vay nợ và vấn đề chi phí vay vốn ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của DN. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu hàng quý của 60 doanh nghiệp (DN) bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ quý 3/2007 đến quý 2/2012 với mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effect model - FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effect model - REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy chi phí vốn có mối quan hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính, hiệu quả sử dụng tài sản, tốc độ tăng trưởng tài sản và có mối quan hệ nghịch chiều với vòng quay tổng tài sản.

Từ khóa: cấu trúc vốn, chi phí vốn, doanh nghiệp bất động sản.

1. Giới thiệu

Chi phí vốn và hiệu quả sử dụng tài sản, tốc độ tăng trưởng tài sản, vòng quay tổng tài sản, cấu trúc vốn của một DN có mối quan hệ mật thiết với nhau. Chúng ảnh hưởng trực tiếp đến nhau thể hiện rõ trong tình trạng sức khỏe tài chính của một DN. Việc xem xét từng loại chi phí vốn với các nhân tố ảnh hưởng giúp các nhà quản trị tài chính có thể đưa ra quyết định tài chính của DN, làm thế nào để đưa ra quyết định đầu tư các nguồn vốn dư thừa chưa cần thiết cho công việc kinh doanh hiện tại của DN, làm cách nào để đưa ra quyết định tài trợ để phù hợp với công việc kinh doanh của DN.

Vốn của một DN hay một dự án được huy động từ hai nguồn: vốn chủ sở hữu và vốn vay. Mỗi một nguồn vốn đòi hỏi một chi phí vốn khác nhau. Đối với nhà cho vay thì yêu cầu của họ là lãi suất, đối với vốn chủ sở hữu (VCSH) thường có suất sinh lời cao hơn do rủi ro cao hơn. Trong trình tự thanh khoản, VCSH nằm ở vị trí sau cùng, khoản nợ vay được ưu tiên trước. DN luôn luôn sử dụng nhiều nguồn tài trợ khác nhau để tài trợ cho các dự án của

DN. Vì vậy, cần phải xác định chi phí sử dụng vốn bình quân của tất cả các nguồn tài trợ đó. Chi phí sử dụng vốn bình quân của DN phụ thuộc rất nhiều vào cấu trúc vốn của DN, một khi cấu trúc vốn thay đổi thì chi phí sử dụng vốn bình quân cũng thay đổi theo. Chi phí sử dụng vốn còn là thước đo quan trọng trong việc xem xét các dự án có khả thi hay không, các nhà quản trị sẽ dựa vào nhân tố này để ra quyết định loại bỏ hay chấp nhận dự án. Các nghiên cứu trên thế giới đã nghiên cứu nhiều về chi phí vốn bình quân và các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn bình quân của DN. Ở Việt Nam, đây thực sự là một lĩnh vực khá mới mẻ cả về lý luận và thực tiễn, vì vậy chúng tôi đã chọn việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn bình quân của các DN ngành bất động sản ở Việt Nam.

Trên thực tế, không dễ để lượng hóa chi phí vốn bình quân của DN. Việc định lượng chi phí vốn cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn đòi hỏi một cơ sở lý thuyết toàn diện và đáng tin cậy, hơn nữa, chi phí vốn bình quân của DN còn phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố. Trong phạm vi bài nghiên cứu chỉ tập trung vào các nhân tố vi mô và

các nhân tố có thể lấy được dữ liệu từ BCTC của DN. Chi phí vốn được sử dụng khi nghiên cứu là chi phí vốn bình quân - WACC – mức chi phí sử dụng vốn làm thỏa mãn tỷ suất lợi nhuận của chủ đầu tư và chủ sở hữu DN.

Mục tiêu của bài báo là nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn bình quân của DN trong đó nhấn mạnh nhân tố cấu trúc vốn của doanh nghiệp và các nhân tố khác như hiệu quả sử dụng tài sản, tốc độ tăng trưởng, và vòng quay tổng tài sản. Nghiên cứu tập trung vào việc sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn bình quân của DN.

Để thực hiện mục tiêu trên, bài báo được chia làm các phần như sau: Trước tiên, bài báo đề cập đến cơ sở lý luận về chi phí vốn bình quân, sau đó bài báo trình bày các nghiên cứu thực nghiệm trước đây đã nghiên cứu về chi phí vốn, phần tiếp bài báo trình bày phương pháp nghiên cứu và kết quả nghiên cứu, cuối cùng là kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết và các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn của doanh nghiệp

2.1. Cơ sở lý thuyết về chi phí vốn bình quân

Chi phí vốn bình quân (WACC) bằng cách lấy tổng của các chi phí sử dụng vốn tính theo tỷ trọng tương ứng của các nguồn tài trợ trong cấu trúc vốn:

$$WACC = w_E * R_E (1-t) + w_D * R_D$$

Trong đó:

R_E : chi phí sử dụng vốn cổ phần

w_E : tỷ lệ % nguồn tài trợ bằng vốn cổ phần

R_D : chi phí sử dụng nợ

w_D : tỷ lệ % nguồn tài trợ bằng nợ

t: thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Chi phí vốn chủ sở hữu là một bộ phận quan trọng khi ước tính chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp. Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) được dùng để định lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần thể hiện quan hệ giữa suất sinh lợi kỳ vọng của một tài sản so với rủi ro hệ thống của tài sản đó. Theo mô hình CAPM, chi phí vốn cổ phần của công ty phụ thuộc vào 3 yếu tố: suất sinh lợi của một tài sản phi rủi ro, mức bù rủi ro của thị trường và hệ số beta của cổ phiếu.

Chi phí vốn cổ phần được tính theo công thức sau:

$$k_i = E[R_i] = R_f + \beta_i (E[R_m] - R_f)$$

Trong đó

k_i : chi phí vốn cổ phần của DN i

$E[R_i]$: tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của cổ phiếu i

R_f : tỷ suất sinh lợi phi rủi ro

β_i : là hệ số beta của i

$E[R_m]$: là suất sinh lợi kỳ vọng của chỉ số chứng khoán thị trường

Beta là hệ số đo lường rủi ro của chứng khoán. Trên thực tế các nhà kinh doanh chứng khoán sử dụng mô hình hồi quy dựa trên số liệu lịch sử để ước lượng beta.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t}) + \varepsilon_t$$

Trong đó:

- $R_{i,t}$ là suất sinh lợi của cổ phiếu i trong kỳ (ngày, tuần, tháng, năm) t

- α_i là tung độ gốc của hàm hồi quy

$R_{m,t}$ là suất sinh lợi của chỉ số VN-Index và HNX-Index trong kỳ t

- ε_t là phần dư (sai số) của hàm hồi quy

Nhiều nghiên cứu trên thế giới sử dụng những kỹ thuật khác nhau nhằm tìm ra các nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính của DN. Nhóm các nhân tố luôn được các nghiên cứu cân nhắc sử dụng tập trung ở các nội dung sau: lá chắn thuế từ các khoản không phải nợ vay (non-debt tax shield), lợi nhuận (profitability), cơ hội tăng trưởng (growth opportunities), tài sản vô hình hoặc hữu hình trên tổng tài sản (intangibility or tangibility of assets). Lý thuyết này được khởi đầu bởi Rajan và Zingales (1995), một trong các nhà nghiên cứu đóng góp hàng đầu trong việc tìm ra và cô đọng một số lượng các biến giải thích quan trọng có ứng dụng mạnh mẽ đối với bất kỳ mẫu quan sát nào trên thế giới. Sau này, các nhà nghiên cứu trên thế giới khi quan tâm đến các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn của DN cũng sử dụng các nhóm nhân tố này làm biến giải thích và mở rộng thêm một số các nhân tố khác dựa trên những mục đích nghiên cứu cụ thể. Nghiên cứu của Manohar Singh và Ali Nejadmalayeri (2003) đã lựa chọn thêm các nhân tố: quy mô, đòn bẩy tài chính, hệ số beta, vòng quay tổng tài sản và đặc biệt tỷ trọng DT bán hàng từ nước ngoài nhằm tìm ra sự tác động của đa dạng hóa quốc tế đến chi phí vốn của DN. Hay như nghiên cứu của Marzo (2011) lựa chọn thêm 3 nhân tố: đòn bẩy tài chính, quy mô và

đặc biệt biến giả không khoảng kinh tế để tìm kiếm sự khác biệt về chi phí vốn qua 2 giai đoạn trước và trong khủng hoảng. Bài nghiên cứu này quan tâm đến các nhân tố vi mô và lựa chọn các nhân tố có thể lấy số liệu từ bảng BCTC hàng quý của DN. Sau khi loại dần biến để có được một số lượng các nhân tố có ý nghĩa thống kê ảnh hưởng đến mô hình là nhiều nhất, mô hình của nghiên cứu như sau :

$$\text{Chi phí vốn (COC)} = C + \beta_1\text{LEV} + \beta_2\text{ATO} + \beta_3\text{ROA} + \beta_4\text{GROWTH} + \varepsilon$$

trong đó, LEV là đòn bẩy tài chính, ATO là vòng quay tổng tài sản, ROA là lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản và GROWTH là cơ hội tăng trưởng của DN.

2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn của doanh nghiệp

Đòn bẩy tài chính (LEV) được đo lường bằng giá trị sổ sách của tổng nợ trên tổng tài sản; nợ ngắn hạn trên tổng tài sản; nợ dài hạn trên tổng tài sản. Đòn bẩy tài chính được nghiên cứu với giả thuyết rằng mối quan hệ với chi phí vốn là thuận chiều. Nghiên cứu của Berlin và Loeys (1988) cho rằng các doanh nghiệp có chi phí đại diện của việc ủy quyền giám sát cho ngân hàng, chi phí kiểm soát thấp, ít chênh lệch thông tin hơn với các doanh nghiệp khác thường có xu hướng sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn. Nghiên cứu của Fama (1985) cho rằng các doanh nghiệp nhỏ thường sử dụng nợ dài hạn nhiều bởi vì nó làm giảm chi phí thông tin cho doanh nghiệp. Nghiên cứu của Manohar Singh và Ali Nejadmalayeri (2003) trên 179 DN của Pháp hay Ricardo Bebczuk cho thấy mối quan hệ giữa chi phí vốn và đòn bẩy tài chính là nghịch chiều, và Arturo J. Galindo (2011) trên 185 DN của khu vực Mỹ La tinh chỉ ra chi phí vốn không chỉ có mối quan hệ (-) với tỷ suất nợ mà còn với tỷ suất nợ ngắn hạn và tỷ suất nợ dài hạn.

Vòng quay tổng tài sản (ATO) được tính bằng doanh thu thuần chia cho tổng tài sản. Nhân tố này được đặt giả thuyết có mối quan hệ thuận chiều với chi phí vốn bình quân của DN. Hệ số này ngược với lợi nhuận biên (profit margin), có nghĩa là hệ số này càng cao thì lợi nhuận biên càng nhỏ và ngược lại. Về lý thuyết, những DN có biên lợi nhuận cao có thể tồn tại vững vàng trong bối cảnh chi phí leo thang. Ngược lại, những DN có biên lợi nhuận thấp chỉ có thể tăng lợi nhuận bằng cách đẩy mạnh doanh thu. Khi gặp đợt gia tăng chi phí, những DN này sẽ

rất khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Nhân tố hiệu quả hoạt động kinh doanh đo lường qua ROA (lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản). Các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao hơn sẽ có động cơ tăng lượng nợ nhiều hơn để được khấu trừ chi phí lãi vay. Theo thuyết trật tự phân hạng, các nhà quản trị sẽ dự định sử dụng nguồn vốn nội bộ, tiếp đến có thể phát hành tiền cho vay, và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần. Thứ tự này có thể là do các chi phí khi phát hành vốn cổ phần mới. Đây có thể là những chi phí đã được thảo luận trong nghiên cứu của Myers và Majluf (1984), phát sinh do sự bất cân xứng thông tin, chúng cũng có thể là các loại chi phí giao dịch. Như vậy, nhân tố này sẽ có mối quan hệ thuận chiều với chi phí vốn.

Nghiên cứu được thực hiện dưới giả định rằng các chủ nợ sẽ chú ý đến tình trạng hiện tại của DN tại thời điểm thiết lập lãi suất, đó là lý do nhân tố cơ hội tăng trưởng (đo lường qua tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản) được lựa chọn. Với giả thiết cơ hội tăng trưởng cao thì chi phí càng cao (thuyết trật tự phân hạng cho rằng các cơ hội đầu tư bắt nguồn từ những nhu cầu tài chính vững mạnh, khi không bị tác động bởi các nhân tố khác, DN thích sử dụng nợ nhiều hơn, chi phí cho việc sử dụng nợ vì thế cũng gia tăng), đặc biệt là chi phí đại diện của nợ. Các doanh nghiệp với nhiều cơ hội tăng trưởng có thể phát hiện một chi phí quá đắt khi sử dụng nợ để tài trợ sự tăng trưởng đó.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Bài báo sử dụng số liệu của các DN ngành kinh doanh bất động sản niêm yết trên 2 sàn chứng khoán ở thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội từ quý 3/2007 đến quý 2/2012.

Nghiên cứu này sử dụng số liệu về giá cổ phiếu, chỉ số VN-Index, chỉ số HNX-Index từ các website chứng khoán, chủ yếu từ web: <http://www.cophieu68.vn/>

Nghiên cứu thu thập số liệu thống kê lãi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) và lãi suất ngân hàng (NH) theo quý từ website: <http://www.imf.org>

3.2. Phương pháp ước lượng mô hình nghiên cứu

Phương pháp phân tích định lượng sử dụng dữ liệu bảng kết hợp mô hình FEM, REM với sự hỗ trợ

của phần mềm Eviews để xem xét đến sự khác biệt giữa các DN trong phân tích tác động của các nhân tố đến chi phí và cấu trúc vốn của các DN bất động sản.

3.2.1. Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM)

Một trong những phương pháp giúp xem xét đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp hay của từng nghiên cứu chéo là để các hệ số chặn thay đổi theo từng doanh nghiệp riêng lẻ nhưng hệ số góc không thay đổi theo các doanh nghiệp khác nhau. Mô hình ước lượng sử dụng:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (*)$$

Mô hình trên đã thêm vào chỉ số i cho các hệ số chặn β_1 để phân biệt hệ số chặn của từng doanh nghiệp khác nhau có thể khác nhau. Mô hình (*) được xem là mô hình tác động cố định mặc dù các hệ số chặn có thể khác nhau với từng đối tượng nghiên cứu nhưng mỗi hệ số chặn lại không thay đổi theo thời gian. Trong khi đó, hệ số góc vẫn được giả định không đổi theo đối tượng nghiên cứu hay theo thời gian.

3.2.2. Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM)

Sự khác nhau giữa mô hình ảnh hưởng cố định và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên được thể hiện ở sự biến động giữa các thực thể. Nếu sự biến động giữa các thực thể là có tương quan đến biến độc lập trong mô hình ảnh hưởng cố định thì trong mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên sự biến động giữa các thực thể được giả sử là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến độc lập. Vì vậy, sự biến đổi của hệ số chặn cho từng thực thể nghiên cứu được biểu hiện như sau:

$$a_i = a + v_i$$

Trong đó v_i : sai số chuẩn ngẫu nhiên có trung bình bằng 0.

Vì vậy, mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên có dạng sau:

$$Y_{it} = (a + v_i) + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

$$Y_{it} = a + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + (v_i + u_{it})$$

3.2.3. Kiểm định Hausman

Kiểm định Hausman được sử dụng để đánh giá nên lựa chọn cách tiếp cận theo hướng mô hình ảnh hưởng cố định hay mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên để nghiên cứu liệu các biến hồi quy độc lập có tương quan với ảnh hưởng của từng đối tượng hay không. Dựa vào mô hình dữ liệu bảng trong đó ảnh hưởng cố định được đánh giá cao, kiểm định Hausman nghiên cứu liệu ước lượng ảnh hưởng ngẫu nhiên có tốt hay không. Giá trị của kiểm định này được phát triển bởi Hausman có phân phối tiệm cận χ^2 với:

H_0 : ước lượng của FEM và REM không khác nhau.

H_1 : lựa chọn mô hình FEM.

3.3. Quy trình nghiên cứu

- Bước 1: Xác định các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn của DN ngành kinh doanh bất động sản;
- Bước 2: Mã hóa biến quan sát;
- Bước 3: Thu thập dữ liệu:
 - + Thu thập số liệu thống kê theo quý từ quý 3/2007 đến quý 2/2012 từ BCTC của các DN nhằm xác định chuỗi dữ liệu của các biến độc lập và biến

Bảng 1: Mã hóa biến quan sát đối với mô hình chi phí vốn DN

Biến độc lập	Tỷ suất nợ	
	X1	Tổng nợ trên tổng tài sản
	X2	Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản
	X3	Nợ dài hạn trên tổng tài sản
	Vòng quay tổng tài sản	
	X4	Doanh thu trên tổng tài sản (ATO)
	Hiệu quả hoạt động kinh doanh	
	X5	Lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản (ROA)
	Cơ hội tăng trưởng	
	X6	Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (GROWTH)
Biến phụ thuộc	Chi phí vốn	
	Y	Chi phí vốn bình quân

(Nguồn: tính toán từ chương trình eviews)

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến đối với mô hình chi phí vốn DN

	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất
Y	0.084664	0.144325	0.227636	0.000996
X₁	0.522052	0.183381	0.963367	0.000286
X₂	0.338422	0.172244	0.830310	0.000000
X₃	0.184058	0.178881	0.796388	0.000031
X₄	0.084277	0.088307	0.839002	-0.026829
X₅	0.017245	0.029453	0.287739	-0.074691
X₆	0.040157	0.132355	1.618129	-0.292476

(Nguồn: tính toán từ chương trình eviews)

phụ thuộc;

+ Thu thập số liệu thống kê chỉ số VN-Index và HNX-Index và các cổ phiếu;

+ Thu thập số liệu thống kê lãi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) và lãi suất ngân hàng (NH) theo quý;

- Bước 4: Ước lượng mô hình: Ước lượng theo mô hình FEM, REM;

Bước 5: Kiểm định mô hình: Kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên và mô hình ảnh hưởng cố định;

Bước 6: Tóm tắt kết quả nghiên cứu và kết luận.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thực trạng chi phí vốn bình quân và nợ phải trả của DN

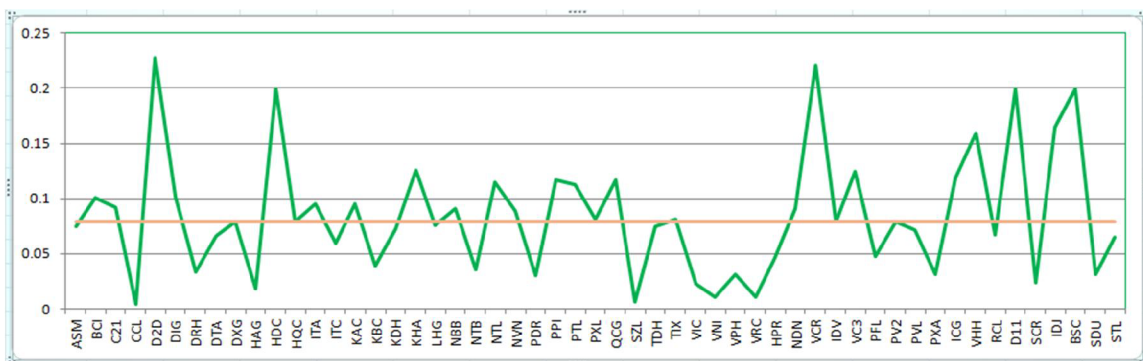
Giá trị trung bình của chi phí sử dụng vốn bình quân của các DN bất động sản là 0.084664, DN có chi phí sử dụng vốn bình quân cao nhất là SCR với 0.227636, DN có chi phí sử dụng vốn bình quân

thấp nhất là CCL với 0.00996. Vấn đề nổi cộm trong chi phí vốn của DN bất động sản là vấn đề về chi phí vốn vay. Chi phí lãi vay được hạch toán trên báo cáo kết quả kinh doanh chỉ có thể phản ánh một phần tình hình vay nợ và trả lãi vay của các công ty BĐS. Trên thực tế, chi phí lãi vay hạch toán và số tiền bỏ ra để trả lãi vay là khác hẳn nhau, nếu không muốn nói là chênh lệch rất lớn, thực cao hơn cả sổ sách.

Các DN có nguồn tài trợ chủ yếu từ VCSH tất yếu chi phí sử dụng VCSH chiếm chủ yếu trong tổng chi phí sử dụng vốn. Các DN lớn là các DN có nhiều kinh nghiệm trong việc thiết kế, xây dựng và quản trị chi phí hiệu quả, DN lớn cũng là các DN có khả năng vận dụng tốt các công cụ tài chính như phát hành trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi và hoán đổi, trái phiếu thường quốc tế.

Giá trị trung bình của tỷ lệ Nợ phải trả của 60 DN là 52%, như vậy có thể hàm ý các DN biết cách khai thác đòn bẩy tài chính. Trong 60 DN nghiên cứu có 22 DN có tỷ lệ nợ phải trả vượt qua mức trung bình tiêu biểu như VCR, IDV, SJC... Các DN còn lại có tỷ

Biểu đồ 1: Chi phí vốn bình quân và chi phí vốn trung bình ngành của các doanh nghiệp ngành bất động sản giai đoạn Q3/2007 – Q2/2012



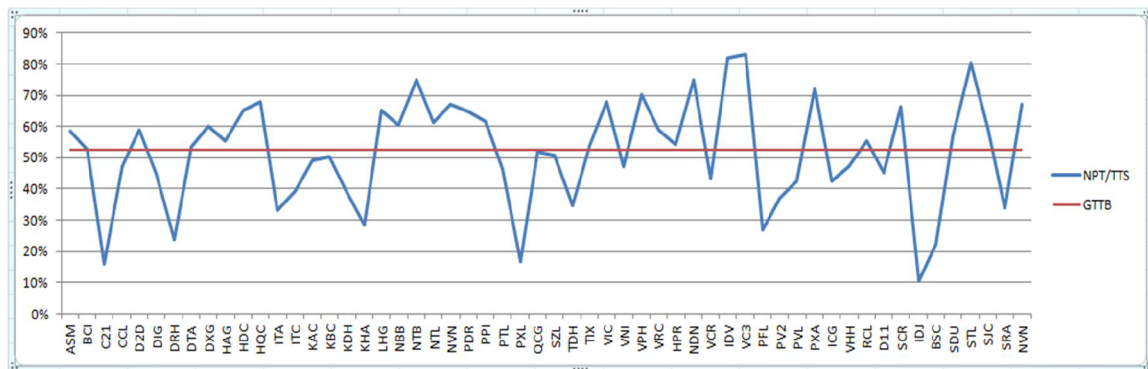
(Nguồn: tính toán từ chương trình excel)

Biểu đồ 2: Chi phí VCSH và chi phí vốn vay trên chi phí vốn bình quân của các doanh nghiệp ngành bất động sản giai đoạn Q3/2007 – Q2/2012



(Nguồn: tính toán từ chương trình excel)

Biểu đồ 3: Nợ phải trả và nợ phải trả bình quân của các doanh nghiệp ngành bất động sản giai đoạn Q3/2007 – Q2/2012



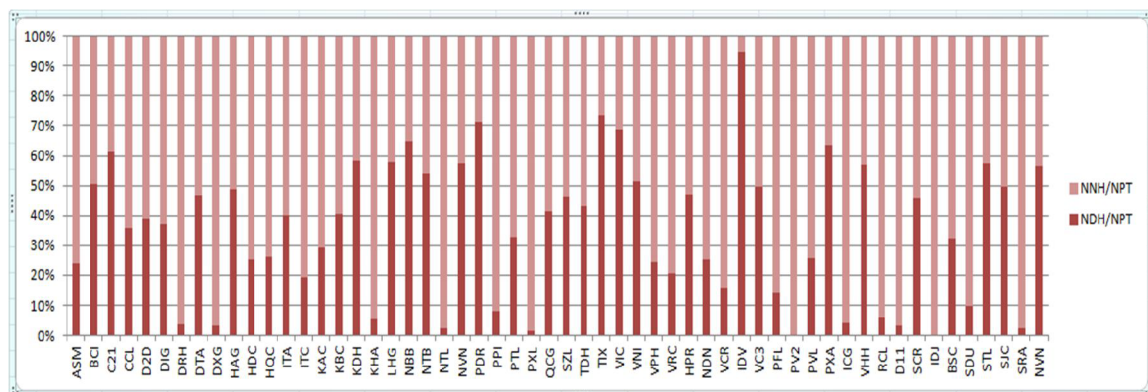
(Nguồn: tính toán từ chương trình excel)

lệ nợ xoay quanh mức trung bình. Trong giai đoạn nghiên cứu, thị trường bất động sản ảm đạm, lãi suất ngân hàng lại cao nhất ngưỡng đã khiến hoạt động của các DN trong ngành bị thách thức nghiêm trọng. Hệ số trả lãi vay của các DN bất động sản xấp xỉ 1,

như vậy, tất cả lợi nhuận làm ra chỉ đủ để trả chi phí lãi vay. Trong khi đó, DN vẫn phải chịu một áp lực khác là nợ gốc của các khoản vay ngân hàng.

Qua phân tích, các doanh nghiệp ngành bất động sản có tỷ lệ nợ dài hạn tương đối thấp, cơ cấu nợ vay

Biểu đồ 4: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trên tổng nợ của các doanh nghiệp ngành bất động sản giai đoạn Q3/2007 – Q2/2012



(Nguồn: tính toán từ chương trình excel)

chủ yếu là nợ ngắn hạn. Cuối năm 2012, tổng dư nợ của các DN hàng đầu đã giảm nhiều so với thời điểm đầu năm. Hầu hết các doanh nghiệp trong nhóm có số dư nợ vay ngắn hạn giảm. Lãi suất cho vay trên thị trường đã giảm; dư nợ vay ngắn hạn đã giảm nhưng chi phí trả lãi vay vẫn tăng, giải ngân nợ trong kỳ tăng cho thấy nhóm ít doanh nghiệp đã chuyển dịch nợ từ ngắn hạn sang dài hạn.

4.2. Kết quả nghiên cứu

Kết quả kiểm định Hausman cho thấy mô hình REM được lựa chọn để xem xét các nhân tố tác động đến chi phí vốn của DN ($P\text{-value} > 0.05$).

4.3. Thảo luận

Bảng 3 đã đưa ra kết quả mô hình hồi quy biến phụ thuộc Chi phí sử dụng vốn bình quân xác định các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn của DN. Chi

phí vốn DN bị ảnh hưởng bởi đòn bẩy tài chính, vòng quay tổng tài sản, cơ hội tăng trưởng và tỷ số ROA.

Vòng quay tổng tài sản (ATO) tác động (-) đến chi phí vốn, việc sử dụng tài sản không hiệu quả dẫn đến làm gia tăng chi phí vốn bình quân của DN là kết quả phù hợp với thời gian và điều kiện môi trường nghiên cứu về các DN ngành kinh doanh bất động sản từ năm 2007 đến 2012. Thị trường trầm lắng, giá căn phòng cho thuê căn hộ, văn phòng giảm mạnh, phân khúc căn hộ cao cấp vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng, tâm lý khách mua hàng thì chờ giảm giá thêm trong khi tâm lý chủ đầu tư thì e ngại tung ra sản phẩm mới. Bất chấp những nỗ lực của chính phủ, phân khúc thị trường biệt thự, nhà phố, đất nền vẫn tiếp tục suy giảm. Tài sản mà DN đầu tư mang lại quá ít doanh thu (thực trạng

Bảng 3: Kết quả hồi quy đối với chi phí vốn bình quân DN và cấu trúc vốn của DN
(tỷ suất nợ, tỷ suất nợ ngắn hạn, tỷ suất nợ dài hạn)

Chi phí vốn bình quân (WACC)	Phương pháp REM		
C	0.0386*** (0.0111)	0.0369 (0.0621)	0.1144 (0.0588)
Cấu trúc vốn	Tỷ suất nợ	Tỷ suất nợ ngắn hạn	Tỷ suất nợ dài hạn
	0.2141*** (0.0388)	0.0924*** (0.0308)	0.2427*** (0.0385)
ATO	-0.1130** (0.0622)	-0.0915 (0.0568)	-0.0875 (0.0562)
ROA	0.0054*** (0.0015)	0.0053*** (0.0015)	0.0051*** (0.0015)
GROWTH	0.0710* (0.0397)	0.0718* (0.0399)	0.0173 (0.0374)
Số quan sát	691	691	691
Hausman test	6.3641	6.8507	11.1101
Adj.R ²	0.0661	0.0245	0.0790
Durbin-Watson stat	2.2467	2.2102	2.2232
P-value	0.0000	0.0027	0.0000

(Nguồn: tính toán từ chương trình *reviews*)

(*) : hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 1\%$

(**) : hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 5\%$

(***): hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa $\alpha = 10\%$

BCTC cho thấy doanh thu của ngành bất động sản giảm đều từ 2007 đến nay), nhưng DN vẫn phải duy trì hoạt động kinh doanh, và tất nhiên việc tiếp tục đầu tư buộc DN phải có nguồn tài trợ, đó là huy động vốn. Đối với các DN lớn có thể là huy động vốn cổ phần hay phát hành trái phiếu trong khi đó, DN nhỏ sẽ lựa chọn phương án vay vốn ngân hàng thương mại. Việc huy động vốn nhiều đặc biệt trong bối cảnh hiện nay làm tiêu tốn nhiều nguồn lực và chi phí vốn của DN.

Biến hiệu quả hoạt động kinh doanh được đo lường thông qua chỉ tiêu ROA có ảnh hưởng thuận chiều với chi phí vốn DN. Trong bối cảnh hiện tại, lợi nhuận tăng là động lực thúc đẩy DN gia tăng sản xuất, với kỳ vọng lợi nhuận ngày càng cao hơn và vì thế DN sẽ chọn tiếp tục đầu tư. Vốn vay thường là sự lựa chọn hàng đầu của DN, cụ thể là vốn vay ngắn hạn. Tuy nhiên, DN vẫn nên nghĩ đến phương án thương lượng nợ phải trả với các công ty xây dựng để có một phương án điều phối các chi phí trong kỳ sao cho tối ưu nhất.

Cơ hội tăng trưởng (GROWTH) của DN thể hiện qua tốc độ tăng trưởng của tài sản được nghiên cứu sẽ có tác động thuận chiều với chi phí vốn của DN. Các DN có tốc độ tăng trưởng tăng dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn tài trợ cho các dự án bao gồm vốn vay ngân hàng hoặc huy động vốn từ việc phát hành cổ phiếu, nguồn vốn huy động tăng từ đó dẫn đến chi phí sử dụng vốn bình quân cũng tăng.

Cũng theo kết quả hồi quy từ bảng 3, rõ ràng chi phí và cấu trúc vốn có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, và đó là mối quan hệ thuận chiều. Chi phí vốn có quan hệ thuận chiều với tỷ suất nợ, tỷ suất nợ ngắn hạn và tỷ suất nợ dài hạn. Gia tăng nợ vay (ngắn hạn và dài hạn) sẽ gia tăng chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp, trong đó nợ vay dài hạn ảnh hưởng mạnh đến chi phí vốn bình quân hơn nợ vay ngắn hạn.

5. Kết luận

Qua nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí vốn bình quân, trong đó nhấn mạnh đến nhân tố cấu trúc vốn của DN được phân tích thông qua 3 chỉ tiêu: tỷ suất nợ, tỷ suất nợ ngắn hạn và tỷ suất nợ dài hạn của 60 doanh nghiệp kinh doanh bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể rút ra một số kết luận sau đây:

Thứ nhất, các doanh nghiệp này có cấu trúc tài

chính với tỷ lệ nợ tương đối cao và trong cơ cấu vốn vay thì chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn để bổ sung cho nhu cầu vốn lưu động và tài trợ cho TSCĐ. Điều này dễ dẫn đến mất cân bằng tài chính doanh nghiệp. Chính vì vậy, trong tương lai các doanh nghiệp cần thay đổi cơ cấu tài trợ, gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn, để tăng tính tự chủ về tài chính cũng như đảm bảo khả năng thanh toán và giảm rủi ro cho doanh nghiệp.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến chi phí vốn bình quân của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản cho thấy, chi phí vốn bình quân của các doanh nghiệp này hiện nay phụ thuộc 4 nhân tố, bao gồm: nhân tố cấu trúc vốn, tốc độ tăng trưởng và ROA có quan hệ cùng chiều với chi phí vốn; nhân tố vòng quay tổng tài sản quan hệ ngược chiều với chi phí vốn.

Thứ ba, việc đo lường chi phí sử dụng vốn bình quân bằng mô hình CAPM đòi hỏi phải ước lượng được hệ số beta của cổ phiếu từ số liệu lịch sử chuỗi thời gian về giá cổ phiếu công ty và chỉ số cổ phiếu thị trường. Việc tính beta cho các công ty ở Việt Nam có thể bị thiếu chính xác do các yếu tố sau: chỉ số VN-Index và HNX-Index thiếu tính đại diện cho danh mục thị trường, giao dịch cổ phiếu diễn ra không liên tục và biến động giá bị giới hạn bởi quy định về biên độ cũng làm ảnh hưởng đến độ tin cậy của bộ số liệu, do sự tác động của nhiều nhân tố phi thị trường nên vai trò của beta còn tương đối hạn chế. Tuy nhiên, khi danh mục thị trường ngày càng hoàn thiện, beta sẽ phát huy tác dụng và theo kịp với sự phát triển của thị trường. Mặc dù việc xác định hệ số beta của các công ty cổ phần có thể chưa thật sự chính xác vì những nguyên nhân nêu trên nhưng việc nghiên cứu và ứng dụng mô hình CAPM trong việc xác định chi phí vốn cổ phần cho các công ty trên thị trường chứng khoán vẫn có ý nghĩa nhất định. Việc xác định chi phí vốn cổ phần theo mô hình này sẽ cung cấp thêm cho các nhà đầu tư và các nhà quản trị trong công ty một phương pháp xác định chi phí vốn của công ty dựa vào dữ liệu của thị trường.

Việc nghiên cứu chi phí vốn và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành kinh doanh bất động sản gặp một số khó khăn như số lượng các doanh nghiệp về ngành này niêm yết trên sàn chưa nhiều. Dữ liệu nghiên cứu của chúng tôi chỉ có 60 doanh nghiệp nên trong tương lai nghiên cứu có thể mở rộng thêm

các doanh nghiệp ngành này vào để nghiên cứu. Trong tương lai khi thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển hơn nữa, chúng tôi hy vọng sẽ thu thập được các dữ liệu như mong muốn để bài báo nghiên cứu sẽ mang tính khả thi cao hơn. Hơn nữa,

trong bài báo này, chúng tôi chưa tính đến yếu tố chi phí vốn tối thiểu để đạt được cấu trúc vốn tối ưu của các doanh nghiệp ngành bất động sản, và đây sẽ là hướng nghiên cứu cho các bài báo tiếp theo sau này. □

Tài liệu tham khảo:

- Arturo J. Galindo and Ricardo Bebczuk (2001), 'Corporate Leverage, the Cost of Capital, and the Financial Crisis in Latin America', *Serie Documentos de Trabajo*, 85, 10-15.
- Berlin M. and J. Loeys, (1988), 'Bond Covenants and Delegated Monitoring', *Journal of Finance*, 43, 397-412.
- Fama (1985), 'What's different about Banks?', *Journal of Monetary Economics*, 15, 29-37.
- Manohar Singh and Ali Nejadmalayeri (2003), 'Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations', *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 159-166.
- Myers S.C. and Majluf N. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rajan, R.G. and L. Zingales (1995), 'What do we know about financial structure? Some evidence from international data', *Journal of Finance*, 50, 5, 1421-1460.

Determinants of capital costs: An empirical study in listed real-estate firms on Vietnam stock market

Abstract:

Cost of capital has significant impacts for financial managers to give financial decisions of firms. As for the real-estate firms from 2007 to 2012, the recent international crisis have had the significant influences in terms of debt financing and cost of capital that affect the operation business of these firms. By using a quarterly dataset of listed real estate firms in VietNam between 2007 and 2012 and two estimation models: fixed effect model (FEM) and random effect model (REM), we find that the cost of capital has positive relationship with leverage, ROA and growth opportunities, however, negative one with asset turn-over ratio.

Thông tin tác giả:

***Phạm Thị Lan Hương, Tiến sỹ**

- Nơi công tác: Khoa Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng.

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Quản trị Marketing, Quản trị thương hiệu, Hành vi người tiêu dùng, Truyền thông Marketing, Marketing địa phương, Thương hiệu địa phương, Quản trị tài chính.

- Các tạp chí tiêu biểu đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Khoa học và công nghệ Đại học Đà Nẵng, Tạp chí Phát triển kinh tế - xã hội Viện nghiên cứu phát triển kinh tế - xã hội Đà Nẵng, Tạp chí Kinh tế và Phát triển*

Email: Phamlanhuong2008@gmail.com