



ẢNH HƯỞNG CẤU TRÚC VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Capital structure impact to operational efficiency of the company on the stock market Vietnam

Bùi Văn Thụy¹, Nguyễn Thị Ngọc Diệp²

¹thuybvt@gmail.com, ²ngocdiep1980.dhllh@gmail.com

Khoa Tài chính – Kế toán

Trường Đại học Lạc Hồng, Đồng Nai, Việt Nam

Đến tòa soạn: 28/4/2016; Chấp nhận đăng: 22/7/2016

Tóm tắt. Mục tiêu của nghiên cứu này là xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động (HQHĐ) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng số liệu của 427 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong các biến tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD), tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (TD), Quy mô công ty (SIZE), tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (GROWTH) tác động đến HQHĐ của các công ty đo bằng tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và Tobin's Q. Ngoài ra các biến trong mô hình cũng tác động đến HQHĐ có sự khác biệt giữa các ngành. Nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị nhằm cải thiện cơ cấu vốn và nâng cao HQHĐ của các công ty, đối với nhà đầu tư cũng có thể dựa vào những kết quả này về cơ cấu vốn của công ty để có thể đưa ra một quyết định đầu tư đúng đắn nhất.

Từ khóa: Cấu trúc vốn; Hiệu quả hoạt động; Dữ liệu bảng

Abstract. The paper applying OLS approach aims identifying specific capital structure factors which impact on operational efficiency of stock market in Viet Nam. With the data collected from financial statements of 427 Vietnam's company from 2010-2014, measured by ROE and Tobin's Q. Based on the research findings, short-term debt ratio of total assets (STD), long-term debt ratio of total assets (LTD), the ratio of total debt to total assets (TD), company size (SIZE), the growth rate of total assets (GROWTH) to prompt awareness of the operational efficiency. The study also provides some recommendations for managers and investors based on the results achieved.

Keywords: Capital structure; Operational efficiency; Panel data

1. GIỚI THIỆU

Trong những năm gần đây, tình hình kinh tế - xã hội thế giới có nhiều diễn biến phức tạp, cạnh tranh quyết liệt giữa các nước lớn tại các khu vực và có diễn biến phức tạp, ... Theo Ủy ban kinh tế quốc hội, tính đến thời điểm 9 tháng đầu năm 2014 cả nước đã có gần 11,9 nghìn doanh nghiệp hoạt động trở lại, tăng 5,1% so với cùng kỳ năm 2013. Bên cạnh đó, tình trạng ngừng hoạt động, phá sản doanh nghiệp là 51.244, số doanh nghiệp tạm dừng hoạt động là 18.873. Điều này cho thấy đề tồn tại trong điều kiện hiện nay, các doanh nghiệp đều phải tìm cho mình một vị thế vững chắc để tồn tại.

Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn cũng tác động đến HQHĐ của doanh nghiệp. Nghiên cứu về HQHĐ doanh nghiệp xuất phát từ lý thuyết tổ chức và quản trị chiến lược (Murphy, 1996). Việc đo lường HQHĐ có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty, và giá của cổ phiếu có tương quan thuận với mức độ tài trợ nợ, cũng như là mối liên hệ giữa HQHĐ doanh nghiệp với cơ cấu vốn.

Nghiên cứu này được thực hiện với dữ liệu của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2014. Trên cơ sở phân tích, đánh giá dựa trên kết quả nghiên cứu nhóm tác giả đề xuất những khuyến nghị nhằm nâng cao HQHĐ cho các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. Kết quả này cũng khá phù hợp với kết quả tìm được khi nghiên cứu các

nền kinh tế khác trên thế giới. Kết cấu của nghiên cứu này gồm: Phần 2 nêu tóm lược cơ sở lý thuyết. Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu. Phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu. Phần 5 trình bày kết luận và khuyến nghị.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1 Cấu trúc vốn và HQHĐ

Cấu trúc vốn là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của công ty. Các quan điểm về cấu trúc vốn truyền thống cho rằng khi một doanh nghiệp bắt đầu vay mượn, thuận lợi lớn hơn bất lợi. Theo Damodaran [2], điểm khác biệt giữa nợ vay và vốn cổ phần là quyền lợi đối với dòng tiền của doanh nghiệp gồm (i) chủ nợ có quyền lợi đối với dòng tiền của doanh nghiệp (phần chi trả lãi vay và nợ gốc), còn cổ đông chỉ có quyền lợi với dòng tiền của doanh nghiệp sau khi đã giải quyết tất cả các quyền của chủ nợ; (ii) chủ nợ có quyền lợi đối với dòng tiền của doanh nghiệp trong tất cả các trường hợp (có lợi nhuận hay thua lỗ), có quyền lợi ưu tiên khi doanh nghiệp thanh lý tài sản; (iii) phần chi trả lãi vay cho chủ nợ được khấu trừ thuế và được thực hiện trước khi doanh nghiệp đóng thuế thu nhập doanh nghiệp; (iv) các khoản nợ vay thường có kỳ hạn thanh toán cố định được quy ước bởi doanh nghiệp và chủ nợ trong các hợp đồng vay nợ, do đó có thời gian tồn tại xác định; (v) cổ đông có toàn quyền quản trị doanh

nghiệp. Một trong những ưu điểm lớn nhất của việc dùng nợ thay cho vốn chủ sở hữu đó là lợi ích về thuế hay còn gọi là lá chắn thuế của lãi vay, và do đó tăng giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết M&M (Modigliani và Miller) [5] về cơ cấu vốn được xem là lý thuyết hiện đại lý giải được quan hệ giữa giá trị công ty, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của công ty. Tuy nhiên, lý thuyết M&M chưa xem xét tác động của một số chi phí khác khiến cho lợi ích của lá chắn thuế bị giảm dần và đi đến triệt tiêu khi công ty gia tăng tỷ số nợ. Đó chính là tác động của chi phí khôn khéo tài chính. Khi công ty gia tăng sử dụng nợ làm cho rủi ro của công ty tăng theo. Khi công ty tiếp tục gia tăng sử dụng nợ, công ty sẽ vượt qua điểm tối ưu, ở đó giá trị công ty bắt đầu giảm và chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty bắt đầu tăng, lợi ích của lá chắn thuế không đủ bù đắp cho chi phí khôn khéo về tài chính.

Nhìn chung, vấn đề chính của quan điểm truyền thống là không có một lý thuyết cơ sở thể hiện chi phí vốn chủ sở hữu tăng bao nhiêu do tỷ lệ giữa vốn nợ và vốn chủ sở hữu hay chi phí nợ sẽ tăng bao nhiêu do nguy cơ vỡ nợ. Các hạn chế nêu trên đã được khắc phục trong lý thuyết M&M. Lý thuyết cấu trúc vốn hiện đại được tiếp tục phát triển vào những năm sau đó, bao gồm lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ của doanh nghiệp của Meyers [6], lý thuyết chi phí đại diện, ...

Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó giá trị công ty là lớn nhất, hay nói cách khác là chi phí tài chính là nhỏ nhất và do vậy cũng làm tối đa hóa doanh thu của doanh nghiệp. Nếu cơ cấu vốn tác động đến HQHĐ của doanh nghiệp, thì cơ cấu vốn cũng sẽ tác động đến sức khỏe tài chính cũng như khả năng phá sản của doanh nghiệp.

HQHĐ như tối đa hóa lợi nhuận, tối đa hóa lợi nhuận trên tài sản, và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả doanh nghiệp. Việc đo lường HQHĐ có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty, được đo lường thông qua các chỉ tiêu kế toán và HQHĐ thị trường như chỉ số thu nhập mỗi cổ phần (P/E), tỷ số giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVR), và chỉ số Tobin's Q [7]. Hiệu quả hoạt động thường được đo lường bằng ROA và ROE [3, 4, 8, 9].

2.2 Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn và HQHĐ.

Weixu [4] đã nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động (HQHĐ) dựa trên dữ liệu nghiên cứu là 1.130 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thượng Hải, ngoại trừ các công ty hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, công ty tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy HQHĐ bị tác động rất lớn bởi biến tỷ lệ nợ. Tỷ lệ nợ có ảnh hưởng cùng chiều đến HQHĐ khi ở mức tỷ lệ nợ thấp và ảnh hưởng ngược chiều khi ở mức tỷ lệ nợ cao. HQHĐ không có tương quan mạnh với tỷ lệ nợ dài hạn, lý do là các công ty ở Trung Quốc thích sử dụng nợ ngắn hạn hơn là sử dụng nợ dài hạn. Biến quy mô công ty (SIZE) có tác ảnh hưởng cùng chiều đến HQHĐ khá mạnh ở mô hình tuyến tính, còn mô hình phi tuyến thì SIZE không có tác động. Biến tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (GROWTH) không có tác động đến HQHĐ ở cả 3 mô hình.

Dimitris Margaritis & Maria Psillaki [3] đã nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn, quyền sở hữu và hiệu quả kinh doanh của công ty ở Pháp. Nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu 2 chiều, hai mô hình hồi quy được xây dựng: (i)

Mô hình tỷ lệ nợ và các yếu tố tác động đến HQHĐ; (ii) Mô hình HQHĐ và các yếu tố tác động đến tỷ lệ nợ. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ nhân quả giữa tỷ lệ nợ và HQHĐ và HQHĐ tác động đến tỷ lệ nợ và ngược lại.

Zeitun & Tian [10] đã cho thấy biến tỷ lệ nợ có tác động mạnh nhất, kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu trước đó và các công ty có tỷ trọng tài sản cố định cao thì HQHĐ thấp do các công ty đầu tư quá nhiều vào tài sản cố định mà không cải tiến được HQHĐ. Yếu tố ngành nghề kinh doanh có tác động mạnh đến yếu tố HQHĐ ở một số lĩnh vực: bất động sản, dịch vụ giáo dục, hóa học và dầu mỏ, thuốc lá.

Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9] đã nghiên cứu HQHĐ của 237 công ty tại Malaysian từ năm 1995 – 2011 dưới góc độ tài chính và thị trường. Nghiên cứu đưa ra 4 kết quả: (i) HQHĐ đo bởi ROE, Tobin's Q cho thấy tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD), tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (TD) có tác động ngược chiều tới HQHĐ, tuy nhiên HQHĐ đo bằng ROA cho thấy STD, LTD và TD có tác động ngược chiều tới HQHĐ đối với các công ty ngành trồng rừng và STD, LTD có tác động cùng chiều tới HQHĐ đối với các công ty ngành hàng tiêu dùng; (ii) HQHĐ đo bằng EPS cho thấy STD, LTD, TD có tác động ngược chiều tới HQHĐ đối với các công ty ngành hàng tiêu dùng, xây dựng, sản phẩm công nghiệp, cùng chiều tới HQHĐ đối với các công ty ngành trồng rừng và kinh doanh dịch vụ; (iii) Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (GROWTH) tác động cùng chiều tới HQHĐ; (iv) Quy mô công ty (SIZE) tác động cùng chiều tới HQHĐ. Nhóm tác giả cho thấy ở mỗi lĩnh vực ngành nghề khác nhau thì HQHĐ được đo lường bởi ROE, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), Tobin's Q, thu nhập trên một cổ phiếu (EPS) chịu sự ảnh hưởng khác nhau về mức độ, dấu bởi cấu trúc vốn STD, LTD, TD và SIZE, GROWTH.

Như vậy, HQHĐ có thể bị tác động bởi tỷ lệ nợ vay, do đó việc xem xét tác động của tỷ lệ nợ vay đến HQHĐ của doanh nghiệp sẽ cho thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ vay đến hiệu quả hoạt động của công ty. Giả thuyết 1: HQHĐ của công ty có tương quan thuận với tỷ lệ nợ vay. Cơ hội tăng trưởng được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của tài sản. Các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thì HQHĐ cũng sẽ cao, vì các công ty tăng trưởng có thể tạo ra lợi nhuận từ các khoản đầu tư của mình. Giả thuyết 2: Cơ hội tăng trưởng sẽ tác động cùng chiều đến HQHĐ.

Quy mô công ty được giả định là tác động dương đến HQHĐ doanh nghiệp do chi phí phá sản giảm cùng với quy mô của công ty. Do vậy, quy mô của doanh nghiệp dự tính sẽ tác động dương đến HQHĐ của doanh nghiệp. Giả thuyết 3: Quy mô công ty tác động dương đến HQHĐ

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng ba phương pháp ước lượng mô hình nghiên cứu với phần mềm xử lý dữ liệu Eview 8.0. Nghiên cứu ước lượng mô hình hồi quy OLS (Pooled), tiếp theo là ước lượng mô hình hồi quy với các tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy với tác động ngẫu nhiên (REM). Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng kiểm định của Hausman (1978) để lựa chọn mô hình phù hợp. Mô hình toán nghiên cứu đề xuất như sau:

$$\text{Mô hình 1: } ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1LTD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_3GROWTH_{i,t} + \beta_4TD_{i,t} + \beta_5STD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Mô hình 2: $TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1LTD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_1GROWTH_{i,t} + \beta_1TD_{i,t} + \beta_1STD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$ (2)

Trong đó các biến được diễn giải và đo lường được trình bày ở Bảng 1.

Bảng 1. Diễn giải các biến và cách đo lường

Biến	Cách đo lường
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE - Return On Equity)	$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$ (Weixu [4]; Dimitris Margaritis & Maria Psillaki [3]; Onalapo & Kajole [8]; Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9])
Tỷ suất Q của Tobin (Tobin's Q)	$TOBINQ = \frac{\text{Giá trị thị trường của cổ phần} + \text{Tổng nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng Tài sản}}$ (James Tobin [7]; Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9])
Tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản (TD)	$TD = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng Tài sản}}$ (Weixu [4]; Dimitris Margaritis & Maria Psillaki [3]; Onalapo & Kajole [8]; Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9])
Tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD)	$STD = \frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng Tài sản}}$ (Weixu [4]; Dimitris Margaritis & Maria Psillaki [3]; Onalapo & Kajole [8]; Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9])
Tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD)	$LTD = \frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng Tài sản}}$ (Weixu [4]; Dimitris Margaritis & Maria Psillaki [3]; Onalapo & Kajole [8]; Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9])
Quy mô công ty (Size - Biến kiểm soát)	$SIZE = \text{Logarith (tổng tài sản)}$ (Weixu [4]; Dimitris Margaritis & Maria Psillaki [3]; Onalapo & Kajole [8]; Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9])
Tăng trưởng tổng tài sản (Growth - Biến kiểm soát)	$GROWTH = \frac{\text{Tổng tài sản năm } n - \text{Tổng Tài sản năm } n-1}{\text{Tổng Tài sản năm } n-1}$ (Weixu [4]; Dimitris Margaritis & Maria Psillaki [3]; Onalapo & Kajole [8]; Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9])

3.2 Dữ liệu nghiên cứu

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROE	2135	0,1750	0,1497	-0,7799	0,7835
Tobin's Q	2135	0,9490	0,3859	0,1478	2,7558
STD	2135	0,2853	0,1715	0,0326	0,9423
LTD	2135	0,1008	0,1233	0,000	0,651
TD	2135	0,3862	0,1887	0,032	0,9678
SIZE	2135	5,9036	0,5817	4,2653	7,7305
GROWTH	2135	1,1274	0,2132	0,7911	3,6914

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính theo năm đã được kiểm toán của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2014, gồm 427

doanh nghiệp với 16 ngành nghề như sau: Bất động sản, Dầu Khí, Công nghệ viễn thông, Giáo dục, Dược phẩm – Y tế - HC, Nhựa – Bao bì, Cao su, Vận tải – Cảng – Taxi, Vật liệu xây dựng, Thực phẩm, Thủy sản, Sản xuất – Kinh doanh, Thép, Điện - Khí – Gas, Khoáng sản, Xây dựng. Bảng 2 cho thấy thống kê mô tả giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị tối thiểu cũng như giá trị tối đa của các biến số này.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1 Phân tích tương quan

Hệ số tương quan được sử dụng để kiểm tra khả năng có thể xuất hiện đa cộng tuyến giữa các biến số bằng cách thiết lập ma trận hệ số tương quan của các biến, giữa các cặp biến không có trường hợp nào vượt quá 0,8, độ lớn của các hệ số tương quan chỉ ra rằng không có khả năng xuất hiện đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến số

	ROE	TOBINQ	STD	LTD	TD	SIZE	GROW
ROE	1,000						
TOBINQ	0,241	1,000					
STD	0,002	0,000	1,000				
LTD	-0,222	-0,002	-0,212	1,000			
TD	-0,142	-0,001	0,769	0,459	1,000		
SIZE	0,413	0,259	0,121	0,233	0,263	1,000	
GROW	0,430	0,012	0,112	0,065	0,144	0,174	1,000

Bảng 3 cho thấy, với mức ý thống kê 5% cho thấy mối tương quan giữa các biến, cụ thể: Tương quan ngược chiều giữa các cặp biến ROE và LTD, ROE và TD, TOBIN và LTD, TOBIN và TD, STD và LTD; Tương quan cùng chiều giữa các cặp biến còn lại.

4.2 Kiểm định lựa chọn mô hình hồi quy

Nghiên cứu thực hiện kiểm định kiểm định Hausman [11] khi lựa chọn mô hình hồi quy theo các phương pháp tác động cố định (FEM) theo phương pháp các tác động ngẫu nhiên (REM) với giả thuyết:

H₀: Không có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (Chọn REM); H₁: Có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (FEM); Nếu P_value (Hausman) > 0,05 Chấp nhận giả thuyết H₀, nghĩa là chọn REM và ngược lại.

Để đánh giá sự tác động của cấu trúc vốn theo từng tỷ lệ nợ vay đến hiệu quả hoạt động công ty mà không vi phạm hiện tượng đa cộng tuyến, phương trình được viết lại:

Mô hình 1A: $ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1STD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_3GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Mô hình 1B: $ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1LTD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_3GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Mô hình 1C: $ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1TD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_1GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Mô hình 2A: $TOBIN_Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1STD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_3GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Mô hình 2B: $TOBIN_Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1LTD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_3GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Mô hình 2C: $TOBIN_Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1TD_{i,t} + \beta_2SIZE_{i,t} + \beta_1GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Với kết quả ở Bảng 3 cho mô hình 1A, 1B, 1C, 2A, 2B, 2C ta thấy P-value (Prob.) của kiểm định trên so với mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$ (Prob. = 0,000), bác bỏ giả thuyết H₀ nên

trong nghiên cứu này nhóm tác giả sử dụng mô hình tác động cố định (FEM).

Bảng 4. Kết quả của kiểm định Hausman cho các mô hình

	Kiểm định Hausman	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
1A	Cross-section random	129,8537	3	0,000
1B	Cross-section random	175,8868	3	0,000
1C	Cross-section random	218,3004	3	0,000
2A	Cross-section random	58,4723	3	0,000
2B	Cross-section random	78,3443	3	0,000
2C	Cross-section random	55,3634	3	0,000

4.3 Phân tích kết quả hồi quy

4.3.1 Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy của các mô hình được thể hiện tại bảng 5 qua hai trường hợp tương ứng với sáu mô hình hồi quy.

Bảng 5. Kết quả hồi quy các mô hình

	Variable	Coeff	Std. Error	t-Statistic	Prob.
1A	C	1,0961	0,1611	6,8024	0,0000
	STD	-0,0044	0,0386	-0,1142	0,9090
	SIZE	-0,1964	0,0272	-7,2162	0,0000
	GROWTH	0,2128	0,0129	16,443	0,0000
1B	C	-0,0648	0,1528	-0,4243	0,6713
	LTD	-0,7960	0,0374	-21,265	0,0000
	SIZE	0,0094	0,0258	0,3644	0,7155
	GROWTH	0,2346	0,0111	21,006	0,0000
1C	C	-0,0662	0,1589	-0,4165	0,6771
	TD	-0,6416	0,0343	-18,691	0,0000
	SIZE	0,0283	0,0273	1,0339	0,3013
	GROWTH	0,2855	0,0120	23,702	0,0000
2A	C	-2,9722	0,5095	-5,8337	0,0000
	STD	0,3452	0,1223	2,8226	0,0048
	SIZE	0,6758	0,0862	7,8517	0,0000
	GROWTH	-0,1484	0,0409	-3,6267	0,0003
2B	C	-4,3448	0,5382	-8,0717	0,0000
	LTD	-0,8562	0,1318	-6,4939	0,0000
	SIZE	0,9294	0,0911	10,197	0,0000
	GROWTH	-0,0949	0,0393	-2,4135	0,0159
2C	C	-3,7437	0,5515	-6,7871	0,0000
	TD	-0,3579	0,1191	-3,0049	0,0027
	SIZE	0,8332	0,0950	8,7695	0,0000
	GROWTH	-0,0779	0,0418	-1,8653	0,0623

Kết quả mô hình hồi quy cho thấy biến STD tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động đo bằng ROE và không có ý nghĩa thống kê, nhưng lại tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động đo bằng Tobin_Q và có ý nghĩa thống kê.

Biến LTD tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động đo bằng ROE và Tobin_Q. Biến TD tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động đo bằng ROE và Tobin_Q. Biến SIZE tác động chủ yếu cùng chiều có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động đo bằng ROE và Tobin_Q.

Biến GROWTH tác động cùng chiều có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động đo bằng ROE. Nhưng biến

GROWTH lại tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động đo bằng Tobin_Q.

4.3.2 Kết quả hồi quy theo ngành

Để xem xét có sự ảnh hưởng cấu trúc vốn đến HQHD của các công ty ở ngành nghề khác nhau có khác nhau hay không, nhóm tác giả tiến hành chạy mô hình hồi quy (1), (2) ở các ngành nghề với kết quả tại bảng 6.

Kết quả hồi quy của mô hình 1 (ROE) theo ngành cho thấy tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD) có ảnh hưởng ngược chiều đến HQHD (ROE) ở các công ty ngành Vận tải - Cảng - Taxi có ý nghĩa với mức ý nghĩa 5%. Tại các ngành nghề khác STD ảnh hưởng cùng chiều ở ngành xây dựng, bất động sản và ảnh hưởng ngược chiều ở các nhóm ngành nghề còn lại nhưng tất cả đều không có ý nghĩa thống kê. Tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD) có ảnh hưởng ngược chiều đến HQHD (ROE) ở tất cả các ngành và có ý nghĩa, trừ ngành Vận tải-Cảng-Taxi không có ý nghĩa. Tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản (TD) có ảnh hưởng ngược chiều đến HQHD (ROE) ở tất cả các ngành và có ý nghĩa so với mức ý nghĩa 1%.

Để xem xét sự ảnh hưởng cấu trúc vốn đến HQHD của các công ty theo chỉ số Tobin_q ở ngành nghề khác nhau có khác nhau (mô hình 2) nhóm tác giả tiến hành chạy mô hình hồi quy ở các ngành nghề và kết quả cho thấy tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD) có ảnh hưởng cùng chiều đến HQHD (Tobin_q) của công ty ở hầu hết các ngành nhưng không có ý nghĩa, trừ ngành khác lại có ý nghĩa với mức ý nghĩa 10%. Tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD) có ảnh hưởng ngược chiều đến HQHD (Tobin_q) và có ý nghĩa chỉ đối với ngành Vận tải-Cảng-Taxi với mức ý nghĩa là 10%.

Tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD) có ảnh hưởng ngược chiều đến HQHD (Tobin_q) ở hầu hết tất cả các ngành và có ý nghĩa với mức ý nghĩa 1%. Đối với ngành Vận tải-Cảng-Taxi thì LTD có ảnh hưởng cùng chiều đến HQHD (Tobin_q) và có ý nghĩa với mức ý nghĩa 1%.

4.4 Kiểm định mô hình

Để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến trong các mô hình hồi quy xây dựng, với kết quả ở bảng 7, hệ số VIF ở các mô hình phụ đều nhỏ hơn 10 [11], chứng tỏ không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến ở mô hình 1A, 1B, 1C, 2A, 2B, 2C.

Để kiểm định hiện tượng tự tương quan có xảy ra trong mô hình khi HQHD được đo lường thông qua chỉ số ROE, TOBIN_Q thông qua chỉ số Durbin-Watson. Kết quả cho thấy các mô hình đều có dữ liệu từ $1 < \text{Durbin-Watson} < 3$ cho thấy không có sự tự tương quan trong các mô hình [11].

4.5 Thảo luận kết quả

Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn ảnh hưởng ngược chiều đến HQHD tại các công ty ở Việt Nam giai đoạn từ năm 2010-2014 kết quả nghiên cứu cũng phù hợp với nghiên cứu của Mahfuzah Salim và Dr.Raj Yadav [9]. Quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả hoạt động tại các công ty ở Việt Nam giai đoạn năm 2010-2014. Kết quả nghiên cứu cũng phù hợp với nghiên cứu của Mahfuzah Salim và Dr.Raj Yadav [9]. Tốc độ tăng trưởng đo bởi tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (GROWTH) có ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả hoạt động tại các công ty ở các ngành nghề. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với các công trình nghiên cứu của Mahfuzah Salim và Dr.Raj Yadav và các nghiên cứu trước

đây. Ngoài ra, nhóm tác giả cũng đã ước tính các mô hình này bằng phương pháp FEM cho các ngành: ngành xây dựng, ngành bất động sản, ngành vật liệu xây dựng, ngành Sản xuất-Kinh doanh, Vận tải-Cảng-Taxi và ngành khác. Kết quả của những mô hình này cho thấy mỗi ngành có sự khác biệt giữa các yếu tố trong mô hình. Đây cũng là điều giúp nhà đầu tư xem xét yếu tố ngành tới hiệu quả hoạt động của công ty.

5. KẾT LUẬN

5.1 Kết luận

Với mục tiêu nghiên cứu ảnh hưởng của yếu tố cấu trúc vốn đến HQHĐ của các công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK sau khi đã loại ra những công ty không đầy đủ số liệu, nghiên cứu tiến hành thu thập thông qua chuỗi dữ liệu được thu thập từ 427 công ty niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) giai đoạn 2010-2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các biến STD, LTD, TD, SIZE, GROWTH có

tác động đến HQHĐ của các công ty đo bằng ROE và Tobin's Q.

Kết quả nghiên cứu cho thấy HQHĐ công ty thể hiện qua ROE có quan hệ đồng biến với SIZE (Quy mô công ty) và quan hệ đồng biến với GROWTH (tốc độ tăng trưởng tổng tài sản) và có ý nghĩa. HQHĐ công ty thể hiện qua ROE có quan hệ nghịch biến với LTD (tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản), TD (tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản) và có ý nghĩa. Biến STD (tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản) có quan hệ nghịch biến với ROE và không có ý nghĩa.

HQHĐ công ty thể hiện qua TOBIN_Q có quan hệ nghịch biến với GROWTH (tốc độ tăng trưởng tổng tài sản) và có quan hệ đồng biến với SIZE (Quy mô công ty) và có ý nghĩa. HQHĐ công ty thể hiện qua TOBIN_Q có quan hệ nghịch biến với LTD (tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản), TD (tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản) và có ý nghĩa. Biến STD (tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản) có quan hệ đồng biến với TOBIN_Q và có ý nghĩa với mức ý nghĩa 5%.

Bảng 6. Kết quả hồi quy theo ngành

Mô hình	Ngành		Xây dựng	Bất động sản	Vật liệu xây dựng	Sản xuất - Kinh doanh	Vận tải - Cảng - Taxi	Ngành khác
1	STD	P-value	0,8272	0,6334	0,9688	0,8740	0,013**	0,6669
		Hệ số	0,0237	0,0524	-0,0061	-0,0287	-0,2975	-0,0229
	LTD	P-value	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,7282	0,000***
		Hệ số	-0,7376	-0,4107	-1,2726	-1,3270	-0,0704	-0,7007
	TD	P-value	0,000***	0,008***	0,000***	0,000***	0,003***	0,000***
		Hệ số	-0,5834	-0,277	-0,9990	-1,0841	-0,3780	-0,5703
2	STD	P-value	0,3290	0,3379	0,4055	0,2365	0,0502*	0,0885*
		Hệ số	0,3800	0,5636	0,2958	0,4737	-0,7444	0,2811
	LTD	P-value	0,000***	0,000***	0,8564	0,6897	0,009***	0,000***
		Hệ số	-1,4644	-3,6827	0,0576	-0,1354	1,6398	-0,7034
	TD	P-value	0,017***	0,000***	0,4133	0,5904	0,6586	0,1091
		Hệ số	-0,8652	-2,3999	0,2301	0,1637	-0,1829	-0,2656

(Ghi chú :*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%)

Bảng 7. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến, sự tương quan và sự phù hợp của mô hình

Mô hình	Biến	R-squared	VIF	Adjusted R-squared	Durbin-Watson	F-statistic	Prob (F-statistic)
1A	STD	0,5807	2,3854	0,4999	1,5432	5,9275	0,0000
	SIZE	0,4790	1,9196				
	GROWTH	0,3110	1,4515				
1B	LTD	0,6053	2,5335	0,6049	1,5284	8,5477	0,0000
	SIZE	0,5816	2,3905				
	GROWTH	0,2686	1,3674				
1C	TD	0,6963	3,2930	0,5851	1,4228	7,9517	0,0000
	SIZE	0,6828	3,1528				
	GROWTH	0,3399	1,5150				
2A	STD	0,5807	2,3854	0,2478	1,4718	2,6240	0,0000
	SIZE	0,4790	1,9196				
	GROWTH	0,3110	1,4515				
2B	LTD	0,6053	2,5335	0,2626	1,4801	2,7552	0,0000
	SIZE	0,5816	2,3905				
	GROWTH	0,2686	1,3674				
2C	TD	0,6963	3,2930	0,2483	1,2893	2,6281	0,0000
	SIZE	0,6828	3,1528				
	GROWTH	0,3399	1,5150				

5.2 Khuyến nghị

Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả có một số khuyến nghị đối với ban lãnh đạo công ty, nhà quản trị, nhà đầu tư nhằm nâng cao HQHĐ. Đối với nhà quản trị, lãnh đạo công ty muốn tăng HQHĐ (tính theo chỉ số ROE) thì cần chú

trọng đến tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản, vì quy mô công ty và tỷ số tăng trưởng tổng tài sản có ảnh hưởng khi gia tăng tỷ lệ này. Bên cạnh đó, HQHĐ của công ty còn chịu ảnh hưởng ngược chiều bởi tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản, tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản, như vậy muốn tối đa hóa ROE thì cần

giảm các tỷ lệ nợ. Do đó, nhà quản trị nên điều chỉnh tổng tài sản để ROE tăng lên vừa điều chỉnh quy mô công ty, tỷ số tăng trưởng tổng tài sản tăng lên và các tỷ số nợ trên tổng tài sản giảm xuống thì sẽ đem lại HQHĐ cao nhất.

Nếu nhà quản trị của công ty muốn nâng cao HQHĐ (tính theo chỉ số Tobin's Q) thì cần lưu ý quy mô của công ty, nếu quy mô càng tăng thì HQHĐ càng lớn. Việc sử dụng nợ trong ngắn hạn sẽ cải thiện HQHĐ, nhưng việc sử dụng nợ này cần phải cân đối giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn sao cho tổng nợ trên tổng tài sản tác động đến HQHĐ là nhỏ nhất.

Như vậy ta có thể thấy HQHĐ của các công ty có thể được đo lường thông qua chỉ số ROE, Tobin's Q. Mỗi chỉ số hiệu quả hoạt động thì chịu sự tác động khác nhau của cấu trúc vốn. Bên cạnh đó, yếu tố ngành nghề cũng ảnh hưởng HQHĐ, những nhà quản trị trong các ngành bất động sản, xây dựng sử dụng nợ ngắn hạn sẽ đem lại HQHĐ cao nhất, các nhà quản lý nên lựa chọn các phương án tín dụng thương mại ngắn hạn đối với cả hai cách đo lường. Nhưng đối với các ngành nghề còn lại thì cần dần chuyển cơ cấu nợ dài hạn sang ngắn hạn và chuyển dần cơ cấu nợ sang vốn chủ sở hữu nhiều hơn, cụ thể các công ty có thể phát cổ phiếu hoặc sáp nhập với các công ty khác để có thể chủ động nguồn lực tài chính.

Đối với các nhà đầu tư khi đầu tư vào ngành bất động sản, xây dựng cần lưu ý đến cơ cấu vốn của công ty, nếu công ty ít sử dụng nợ, hoặc sử dụng nợ ngắn hạn cao và có xu hướng chuyển dịch cơ cấu nợ giảm từ dài hạn sang ngắn hạn thì sẽ đem lại HQHĐ cao. Đối với các ngành còn lại nhìn chung công ty sử dụng tổng nợ trên tổng tài sản càng ít càng tốt. Kết quả này cũng đồng nhất với nghiên cứu của Mahfuzah Salim & Dr.Raj Yadav [9].

Ngoài ra, nghiên cứu này còn có nhiều ý nghĩa quan trọng trong lĩnh vực tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy trong các biến tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD), tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (TD), Quy mô công ty (SIZE), tốc độ tăng trưởng tổng tài sản (GROWTH) tác động đến HQHĐ của các công ty đo bằng ROE và Tobin's Q. Ngoài ra các biến trong mô hình cũng tác động đến HQHĐ có sự khác biệt giữa các ngành...Thứ hai, nghiên cứu làm giàu thêm kiến thức về ảnh hưởng cấu trúc vốn đến HQHĐ sử dụng dữ liệu Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu còn mở ra hướng nghiên cứu khác là nên mở rộng mẫu nghiên cứu cho toàn bộ thị trường chứng khoán Việt Nam, để có một cái nhìn nhận mang tính

toàn diện hơn cho các kết luận của chủ đề nghiên cứu, kết hợp nghiên cứu thêm các yếu tố vĩ mô, vì mô bên cạnh các yếu tố thuộc nội tại công ty ảnh hưởng tới HQHĐ của công ty.. để nghiên cứu phản ánh đầy đủ hơn các nhân tố tác động đến HQHĐ của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

6. TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Murphy, G. B., J. W. Trailer, and R. C. Hill, "Measuring Performance in Entrepreneurship Research", Journal of Business Research, 36, 15-23, 1996.
- [2] Damodaran, Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work, John Wiley & Sons, 2003.
- [3] Dimitris Margaritis and Maria Psillaki, "Capital Structure and Firm Efficiency", Journal of Business Finance & Accounting, Volume 34, Issue 9-10, pages 1447-1469, November/December 2007.
- [4] Wei Xu, Xiangzhen Xration, Shoufeng Zhang, "An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure", China - USA Business Review, 2005.
- [5] Modigliani, F and Miller, M, "Corporate income taxes and cost of capital: a correction", American Economic Review, 53: 443-453, 1963.
- [6] Myers SC, "Capital Structure", J. Economic Perspectives, 15(2):81-102, 2001.
- [7] James Tobin, "A General Equilibrium Approach To Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking, 1(1): 15-29, 1969.
- [8] Onalapo AA, Kajola SO, "Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria", European J. Economics, Finance and Administrative Sciences, 25:70-82, 2010.
- [9] Mahfuzah Salim và Dr.Raj Yadav, "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies", Procedia-Social and Behavioral Sciences 65 (2012) 156-166; International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science, 2012,
- [10] Zeitun, R and Tian, G, "Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan", Australasian Accounting Business and Finance Journal, 1: 40-53, 2007.
- [11] Hoàng Ngọc Nhậm, Giáo trình kinh tế lượng, Nhà xuất bản thống kê, TP. Hồ Chí Minh, 2004.
- [12] Franco Modigliani and Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433-443, 1963.
- [13] http://www.sbv.gov.vn/portal/faces/vi/pages/trangchu/hdk/hd_khcn/htnc/htnc_chitiet.jsessionid

TIỂU SỬ TÁC GIẢ

Bùi Văn Thụy



Năm sinh 1988, Đồng Nai. Tốt nghiệp Đại học và Thạc sĩ tại trường Đại học Lạc Hồng năm 2011 và 2015. Hiện là giảng viên trường ĐH Lạc Hồng, lĩnh vực nghiên cứu về lĩnh vực thống kê, kinh tế lượng, tài chính, ngân hàng, chứng khoán.

Email: thuybv@gmail.com

Nguyễn Thị Ngọc Diệp

Năm sinh 1980, Hà Nam, tốt nghiệp Đại học tại Trường Đại học Lạc Hồng năm 2002, Thạc sĩ tại Trường Đại học Mở thành phố Hồ Chí Minh năm 2012. Hiện đang là nghiên cứu sinh tại Trường Đại học Ngân hàng K19-2014, là trưởng bộ môn Ngân hàng tại trường Đại học Lạc Hồng.



Email: ngocdiep1980.dhllh@gmail.com