

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

1. **Đình Văn Sơn và Trần Thị Phương Thảo** - Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 114.1FiBa.11** 2
Impacts of Capital Structure on Business Performance of Joint-stock Companies Listed in Vietnam Securities Market
2. **Vũ Đức Thanh và Hoàng Khắc Lịch** - Mối quan hệ giữa chi tiêu công và tăng trưởng kinh tế ở các nước đang phát triển. **Mã số: 114.1DEco.11** 15
The Relationship between Public Expenditure and Economic Growth in Developing Countries
3. **Nguyễn Bình Dương** - Hàng rào kỹ thuật trong thương mại của Nhật Bản và giải pháp cho hàng xuất khẩu của Việt Nam. **Mã số: 114.1IBMg.12** 24
Technical Barriers in Japanese Commerce and Solution for Export of Vietnam
4. **Mai Thanh Lan và Tạ Huy Hùng** - Xây dựng khung năng lực với lãnh đạo khu vực hành chính công cấp sở tại Tỉnh Hòa Bình. **Mã số: 114.1OMIs.11** 33
Building Capacity Framework for Leaders of the Public Administrations in Hoa Binh province

QUẢN TRI KINH DOANH

5. **Vũ Thị Hồng Nhung** - Ảnh hưởng của đặc điểm doanh nghiệp và nhà quản lý đến mạng lưới quan hệ ở các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. **Mã số: 114.2BAdm.21** 42
The Impact of Enterprise and Management Characteristics on the Networks of Small and Medium Enterprises in Vietnam
6. **Nguyễn Phúc Nguyên và Nguyễn Hiệp và Nguyễn Thị Thúy Hằng** - Phẩm chất cá nhân lãnh đạo, mối quan hệ của nó với văn hóa tổ chức và kết quả hoạt động doanh nghiệp: nghiên cứu khám phá định tính. **Mã số: 114.2OMIs.22** 55
Individual Qualities of Leaders and Their Relationships with Organizational Culture and Business Performance: An Exploratory Study

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

7. **Huỳnh Thị Thu Sương** - Tác động của thực tiễn quản trị nguồn nhân lực đến sự gắn kết của giáo viên cơ hữu với các trường trung học phổ thông ngoài công lập, kiểm chứng tại Thành phố Hồ Chí Minh. **Mã số: 114.3HRMg.31** 64
The Impact of Human Resource Management Practices on the Commitment of Longterm-Contract Teachers to Non-public Highschools, the Verification in Ho Chi Minh City

ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Đinh Văn Sơn

Trường Đại học Thương mại

Email: dvson@tmu.edu.vn

Trần Thị Phương Thảo

Trường Đại học Ngoại thương

Email: thaottp@ftu.edu.vn

Ngày nhận: 16/11/2017

Ngày nhận lại: 10/12/2017

Ngày duyệt đăng: 28/12/2017

Bài nghiên cứu nhằm hệ thống hóa các lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh, đồng thời thực hiện nghiên cứu thực nghiệm đối với các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2011 -2015. Thông qua việc phân tích mô hình dữ liệu bảng của 346 công ty niêm yết với tổng số 1730 quan sát, kết quả nghiên cứu cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị doanh nghiệp và tồn tại mối quan hệ hình chữ U ngược giữa cơ cấu vốn và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

Từ khóa: cơ cấu vốn, hiệu quả kinh doanh, công ty cổ phần niêm yết, thị trường chứng khoán.

1. Giới thiệu

Bên cạnh các quyết định về đầu tư dài hạn và quyết định tài chính ngắn hạn thì quyết định tài trợ là một trong những nội dung quan trọng của quản trị tài chính. Quyết định tài trợ gắn liền với việc xem xét nên lựa chọn nguồn vốn nào cung cấp cho việc mua sắm tài sản, sử dụng vốn chủ sở hữu hay vốn vay, hay sử dụng cả hai để huy động vốn cho quyết định đầu tư. Quyết định tài trợ do đó được thể hiện thông qua cơ cấu vốn, hay cấu trúc nguồn vốn của mỗi doanh nghiệp.

Tác giả Watson và Head (2007) trong cuốn sách “Corporate Finance: Principles and Practice” (tạm dịch là Tài chính doanh nghiệp: Nguyên lý và thực hành) đưa ra khái niệm về cơ cấu vốn như sau: “Thuật ngữ cơ cấu vốn trong tài chính phân

ánh giá trị của các khoản nợ mà doanh nghiệp sử dụng so với phần vốn chủ sở hữu. Cơ cấu vốn trong doanh nghiệp có thể được đo lường bằng các chỉ số tài chính bao gồm: Tỷ lệ nợ/Vốn chủ sở hữu (nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu hoặc Tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng vốn sử dụng). Bên cạnh đó, các tác giả cũng cho rằng “Có thể bao gồm cả nợ ngắn hạn cùng với nợ dài hạn khi xác định tỷ lệ cơ cấu vốn, đặc biệt trong trường hợp doanh nghiệp có mức thấu chi kéo dài từ năm này sang năm khác”. Quan điểm của các tác giả về cơ cấu vốn tối ưu như sau: “Nếu tồn tại một tỷ lệ tài trợ vốn tối ưu, mà tại đó lợi ích mang lại cho doanh nghiệp là lớn nhất thì doanh nghiệp cần điều chỉnh để đến được điểm cơ cấu vốn tối ưu này”.

Tác giả Berk và cộng sự (2012) trong cuốn

sách “Fundamentals of Corporate Finance” (tạm dịch là Những nguyên lý cơ bản về Tài chính doanh nghiệp) đã đưa ra khái niệm: “Tỷ lệ tương đối giữa nợ, vốn chủ sở hữu và các chứng khoán khác mà doanh nghiệp huy động được gọi là cơ cấu vốn”. Khi doanh nghiệp huy động vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các dự án của doanh nghiệp, họ cần quyết định loại chứng khoán nào sẽ được phát hành và cơ cấu vốn mà doanh nghiệp thiết lập lên. Để phân tích về cơ cấu vốn, các tác giả sử dụng chỉ tiêu tổng nợ (bao gồm cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn) chia cho tổng vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu này cho rằng doanh nghiệp cần xác định được mức dư nợ cần sử dụng để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, tại đó cơ cấu vốn tối ưu được xác lập. Cơ cấu vốn tối ưu phụ thuộc vào các nhân tố không hoàn hảo của thị trường như thuế, những khó khăn tài chính, chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng.

Một cách tiếp cận khác, các tác giả Khan và Jain (1997) trong cuốn sách “Quản trị tài chính” (tạm dịch từ “Financial Management”) khi đề cập tới cơ cấu vốn đã cho rằng “Cơ cấu vốn là sự kết hợp giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu mà được doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho những hoạt động kinh doanh dài hạn. Vốn được hiểu là nguồn tài chính dài hạn trong doanh nghiệp, được xác định bằng tổng tài sản trừ đi nợ ngắn hạn”. Cùng chung quan điểm này, tác giả I. M. Pandey (1999) trong cuốn sách “Quản trị tài chính” (tạm dịch từ Financial Management) đã định nghĩa “Cơ cấu vốn liên quan đến việc huy động vốn dài hạn từ các cổ đông và các chủ nợ dài hạn. Nhà quản trị tài chính cần phải quyết định về tỷ lệ giữa nguồn vốn nợ vay (với chi phí cố định) và vốn chủ sở hữu”.

Một số nghiên cứu tại Việt Nam như nghiên cứu của tác giả Bùi Văn Vần và cộng sự (2013) trong cuốn “Giáo trình tài chính doanh nghiệp” cho rằng Cơ cấu vốn là tỷ trọng của các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động, sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Tác

giả Nguyễn Thu Thủy (2011) cho rằng “Cơ cấu vốn được tính bằng tỷ lệ giữa nợ phải trả (có thể là tổng nợ, nợ ngắn hạn hoặc nợ dài hạn) và vốn chủ sở hữu (hoặc Tổng vốn đầu tư) của một doanh nghiệp”.

Tóm lại, khái niệm cơ cấu vốn có thể được tiếp cận theo nhiều cách khác nhau. Các thuật ngữ như capital structure, finance leverage hay financial structure vẫn thường được sử dụng lẫn lộn và đều được gọi chung là cơ cấu vốn, hoặc cấu trúc vốn hay đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, tác giả thống nhất các khái niệm như sau:

- Cơ cấu vốn (capital structure) là tỷ trọng của các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động, được sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh.

- Cơ cấu vốn tối ưu (optimal capital structure) đạt được khi doanh nghiệp phối hợp sử dụng các nguồn vốn để mang lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp.

Với mỗi một hình thức tài trợ, doanh nghiệp sẽ phải bỏ ra những chi phí nhất định để sử dụng chúng. Với nợ vay thì đó là chi phí lãi vay phải trả, với vốn chủ sở hữu thì sẽ là tỷ lệ sinh lời kỳ vọng của cổ đông. Việc lựa chọn cơ cấu vốn như thế nào sẽ ảnh hưởng đến các quyết định sản xuất kinh doanh mà chủ sở hữu sẽ đưa ra. Do vậy, cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến giá trị, hay hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Nguyễn Thu Thủy, 2011).

Nhà nghiên cứu Farrell (1957) đưa ra quan điểm “Hiệu quả là khả năng kết hợp tối ưu các yếu tố đầu vào để tạo ra một đơn vị đầu ra”. Khi phân tích hiệu quả kinh doanh (HQKD) cần dựa vào hai chỉ tiêu là hiệu quả tuyệt đối và hiệu quả tương đối. HQKD tuyệt đối được đo lường bằng kết quả kinh doanh trừ đi chi phí bỏ ra để đạt được kết quả đó. Phương pháp này phản ánh được quy mô, khối lượng và lợi nhuận đạt được trong điều kiện, thời gian cụ thể nhưng không thể sử dụng để so sánh hoạt động kinh doanh giữa các tổ chức. HQKD tương đối được đo lường bằng kết quả tỷ lệ giữa yếu tố đầu ra và yếu tố đầu vào. Phương pháp này được cho là thuận tiện hơn bởi có thể so sánh

HQKD giữa các tổ chức có quy mô khác nhau, địa điểm hay thời kỳ khác nhau.

Các nghiên cứu sau này về hiệu quả kinh doanh đã tiếp cận khái niệm HQKD theo một cách cụ thể hơn. Theo tác giả Venkatraman và cộng sự (1986), hiệu quả kinh doanh (business performance) trước hết là tập trung vào sử dụng các chỉ số hiệu quả tài chính (financial performance) để đánh giá mục tiêu kinh tế của doanh nghiệp như các chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu, tỷ suất sinh lời, thu nhập trên một cổ phiếu, giá trị thị trường/giá trị sổ sách... Ngoài ra, phương pháp sử dụng các chỉ tiêu hoạt động (operational performance) đánh giá HQKD trên góc độ rộng hơn như xác định thị phần, mức độ giới thiệu sản phẩm mới, chất lượng sản phẩm, hiệu quả hoạt động marketing, các giá trị gia tăng trong sản xuất...

Tại Việt Nam, tác giả Nguyễn Văn Công (2009) cho rằng "Hiệu quả kinh doanh là một phạm trù kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn nhân, tài, vật, lực của doanh nghiệp để đạt được kết quả cao nhất trong quá trình kinh doanh với tổng chi phí thấp nhất". Theo tác giả Nguyễn Thu Thủy (2011), vấn đề doanh nghiệp cần quan tâm là hiệu quả kinh doanh, tức là một đồng vốn kinh doanh có thể mang lại lợi nhuận là bao nhiêu chứ không chỉ đơn thuần là chỉ tiêu lợi nhuận. HQKD được biểu hiện thông qua các thuật ngữ khác nhau như hiệu quả sử dụng vốn, hiệu quả hoạt động hay khả năng sinh lời của doanh nghiệp...

Qua nghiên cứu những quan điểm cơ bản về HQKD, tác giả thống nhất các quan điểm như sau: Hiệu quả kinh doanh là một phạm trù kinh tế được biểu hiện thông qua hệ thống chỉ tiêu đánh giá nhằm phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp để đạt được các mục tiêu hoạt động đã đề ra. Trong phân tích HQKD có khá nhiều quan điểm khác nhau như đánh giá hiệu quả thông qua khả năng sinh lời, các chỉ tiêu phản ánh hiệu suất hoạt động hay dựa trên giá trị kinh tế gia tăng... Tuy nhiên, việc phân tích HQKD thông qua

các chỉ tiêu về tài chính được coi là phương pháp đơn giản và được sử dụng rộng rãi nhất, như các chỉ tiêu về khả năng sinh lời trên tổng tài sản, khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu hay dựa vào chỉ số thị trường như Tobins Q.

Mỗi nguồn tài trợ đều có thể mang lại những lợi thế hay bất lợi cho doanh nghiệp. Do đó, dưới góc độ nhà quản trị doanh nghiệp, việc tìm hiểu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh có ý nghĩa quan trọng, góp phần giúp doanh nghiệp tối đa hóa giá trị và lợi ích cho cổ đông. Mục tiêu của bài viết là tổng hợp các lý thuyết và xây dựng mô hình nghiên cứu thực nghiệm nhằm kiểm chứng mối quan hệ này đối với các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011- 2015.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

2.1. Hệ thống các lý thuyết về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là một vấn đề nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà nghiên cứu và những người quản trị doanh nghiệp. Các lý thuyết nghiên cứu điển hình về mối quan hệ này gồm lý thuyết M&M, lý thuyết chi phí quản lý đại diện, lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn, lý thuyết về trật tự phân hạng và lý thuyết định thời điểm thị trường.

Lý thuyết M&M

Công trình đầu tiên trình bày về cấu trúc vốn có thể kể đến là nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958), sau này được gọi là lý thuyết M&M (1958). Lý thuyết này cho rằng giá trị của một công ty không có vay nợ bằng với giá trị của một công ty có vay nợ. Do vậy, lý thuyết M&M kết luận rằng giá trị công ty không phụ thuộc vào tỷ lệ nợ của công ty đó. Tuy nhiên, kết luận của M&M (1958) dựa trên một tập hợp các giả định về thị trường hoàn hảo không đạt được trong thực tiễn, đặc biệt là không xuất hiện thuế trong mô hình.

Sau này, trong nghiên cứu tiếp theo của mình, Modigliani và Miller (1963) đã đưa ra bằng chứng

mới cho rằng chi phí vốn ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và do đó ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Sử dụng nợ càng cao sẽ tạo ra lá chắn thuế làm giảm chi phí đi vay và dẫn đến tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết chi phí quản lý đại diện (Agency Cost Theory)

Các tác giả Berle và Means (1932) đã đề cập đến chi phí quản lý đại diện trong mô hình công ty hiện đại. Chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu phát sinh do tình trạng bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và chủ sở hữu công ty. Lý thuyết này được phát triển lên bởi Jensen và Meckling (1976). Hai tác giả cho rằng chi phí quản lý đại diện gia tăng do tồn tại sự khác biệt về lợi ích giữa cổ đông và người quản lý (shareholder - manager conflict) và sự khác biệt về lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ (shareholder - debtholder conflict). Sự khác biệt về lợi ích giữa cổ đông và người quản lý cho thấy nhà quản lý có thể chạy theo lợi ích cá nhân thay vì mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Cụ thể hơn, nhà quản lý có xu hướng lựa chọn các dự án đầu

tư ít rủi ro, lợi nhuận thấp và một tỷ lệ nợ thấp để giảm xác suất bị phá sản. Do vậy, để

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \text{Giá trị doanh nghiệp được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần} + \text{Giá trị hiện tại của khoản lợi từ thuế} - \text{Chi phí phá sản kỳ vọng}$$

Nguồn: Kraus và Litzenberger (1973)

cắt giảm chi phí đại diện, Harris và Raviv (1991) cho rằng vay nợ như một cơ chế để giám sát và khuyến khích hoạt động của Ban giám đốc do mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ vay và những khó khăn tài chính của công ty. Khi tỷ lệ vay nợ tăng lên, Ban giám đốc phải thận trọng hơn trong các quyết định sử dụng vốn vay và việc điều hành công ty hiệu quả hơn (Jensen, 1986). Như vậy, thông qua việc giảm thiểu chi phí đại diện giữa cổ đông và người quản lý, lý thuyết này ủng hộ mối quan hệ thuận chiều giữa vay nợ và hiệu quả kinh doanh.

Tuy nhiên, xét trong mối quan hệ xung đột giữa cổ đông và chủ nợ thì nợ vay lại có tác dụng là gia

tăng mức chi phí đại diện này. Khi mức vay nợ tăng cao, chủ nợ có xu hướng đòi hỏi một tỷ lệ lãi suất cho vay cao hơn để bù đắp cho những rủi ro mà họ có thể gặp phải, do vậy sẽ giảm giá trị của doanh nghiệp (Jensen và Meckling, 1976).

Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn (Trade-off theory)

Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn do Kraus và Litzenberger (1973) khởi xướng và được phát triển lên bởi Myers và cộng sự (1984). Lý thuyết đánh đổi cho rằng có tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu để có thể gia tăng giá trị doanh nghiệp bằng việc đánh đổi những lợi ích của doanh nghiệp. Tức là, công ty có thể vay nợ cho đến khi lợi ích về thuế từ đi vay tương đương với chi phí giá tăng từ những khó khăn tài chính của công ty (Myers, 1977). Ở mức nợ trung bình, xác suất kiệt quệ tài chính không đáng kể và giá trị hiện hữu của chi phí kiệt quệ tài chính nhỏ nên việc vay nợ sẽ tạo ra lợi thế cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp vay nợ càng nhiều thì rủi ro phá sản sẽ càng cao và làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi được viết dưới dạng công thức sau:

Không có một cơ cấu vốn tối ưu cho tất cả các công ty. Những công ty có nhiều tài sản cố định hữu hình, thu nhập cao và ít rủi ro thường có tỷ lệ nợ tối ưu cao hơn những công ty hoạt động kinh doanh nhiều rủi ro (Kraus và Litzenberger, 1973). Ví dụ như các công ty kinh doanh trong lĩnh vực vận tải thường vay nhiều vì tài sản của họ là hữu hình và tương đối an toàn, trong khi đó các công ty về công nghệ, có nhiều tài sản vô hình thường sử dụng tương đối ít nợ vay.

Tóm lại, ưu điểm của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn là giải thích được sự khác biệt trong cấu trúc vốn của các loại hình kinh doanh khác nhau và đề xuất xu hướng đạt được cơ cấu vốn tối ưu tùy

thuộc vào tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn đã có bước phát triển hơn lý thuyết M&M khi xem xét cơ cấu vốn ở cả hai khía cạnh là chi phí và lợi ích thay vì chỉ tính toán đến lợi ích và giả thiết các chi phí là không tồn tại như lý thuyết M&M. Tuy nhiên hạn chế của lý thuyết này là không thể giải thích được tại sao một số công ty rất thành công lại có tỷ lệ nợ thấp và không dùng lá chắn thuế mặc dù thu nhập hoạt động của doanh nghiệp cao. Chính hạn chế này đã tạo tiền đề ra đời một lý thuyết cấu vốn khác là lý thuyết trật tự phân hạng.

Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory)

Lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển bởi Myers và Majluf (1984), dựa trên mối quan tâm về việc bất cân xứng thông tin sẽ ảnh hưởng lên quyết định đầu tư và tài trợ của doanh nghiệp. So với các nhà quản lý bên trong doanh nghiệp, nhà đầu tư bên ngoài không có đầy đủ thông tin do vậy họ yêu cầu một mức chiết khấu cao hơn khi doanh nghiệp phát hành chứng khoán dẫn đến chi phí cho nguồn tài trợ bên ngoài cao hơn. Do vậy, lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các công ty ưu tiên lựa chọn vốn tự có hơn là nguồn vốn bên ngoài. Các doanh nghiệp trước hết sẽ sử dụng thu nhập giữ lại để đầu tư, sau đó nếu doanh nghiệp cần đến nguồn tài chính từ bên ngoài, doanh nghiệp sẽ bắt đầu vay nợ, phát hành trái phiếu, rồi cuối cùng mới dựa vào việc phát hành cổ phiếu. Lý thuyết trật tự phân hạng không bác bỏ lập luận của các lý thuyết trước về ảnh hưởng của lá chắn thuế và những khó khăn tài chính khi vay nợ, tuy nhiên lý thuyết này cho rằng những nhân tố trên không quan trọng bằng thứ tự ưu tiên lựa chọn nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt thường vay nợ ít không phải vì doanh nghiệp có cơ cấu vốn tối ưu thấp mà bởi doanh nghiệp này không cần nguồn tài trợ bên ngoài. Ngược lại, doanh nghiệp hoạt động kinh doanh kém thường vay nợ nhiều bởi họ không có đủ nguồn tài trợ bên trong cho các dự án kinh doanh của mình. Tỷ lệ nợ quan sát được của

mỗi doanh nghiệp phản ánh sự cần thiết, đòi hỏi về nguồn tài chính bên ngoài được tích lũy lại theo thời gian. Do vậy, lý thuyết này ủng hộ quan điểm các công ty có khả năng sinh lời cao hơn sẽ có ít nợ hơn (Abor, 2005).

Lý thuyết định thời điểm thị trường (Market timing theory hay Windows of opportunity)

Lý thuyết định thời điểm thị trường cho rằng quyết định sử dụng nguồn tài trợ vốn của doanh nghiệp phụ thuộc vào giá trị thị trường của doanh nghiệp đó (Baker và Wurgler, 2002). Nhà quản trị sẽ phát hành cổ phiếu khi nhận thấy giá cổ phiếu của doanh nghiệp có xu hướng tăng lên hoặc đang được đánh giá cao hơn giá trị thực của mình. Trường hợp ngược lại, doanh nghiệp sẽ sử dụng nợ vay khi giá thị trường của cổ phiếu có xu hướng giảm. Lý thuyết này do đó không đưa ra một cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp. Khác với lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên giả thuyết thị trường hiệu quả dạng bán mạnh (semi-strong form market efficiency) cho rằng giá chứng khoán đã chịu tác động đầy đủ của thông tin công bố trong quá khứ cũng như thông tin vừa công bố, lý thuyết định thời điểm thị trường được xây dựng không dựa vào giả định này. Các nhà nghiên cứu theo trường phái lý thuyết định thời điểm thị trường cũng cho rằng vấn đề thông tin bất cân xứng không ảnh hưởng gì tới quyết định huy động vốn của nhà quản lý, nhà quản lý chỉ đơn thuần căn cứ và điều kiện thị trường để đưa ra quyết định của mình.

Như vậy, lý thuyết này khẳng định thời điểm thị trường là yếu tố đầu tiên cần xem xét để quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Cụ thể hơn là doanh nghiệp không quan tâm đến việc sử dụng nợ vay vốn cổ phần, họ chỉ lựa chọn hình thức tài trợ nào mà tại thời điểm đó, giá trị mang lại cho doanh nghiệp lớn hơn.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp

Bên cạnh các lý thuyết cũng có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa cơ

cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Một số nghiên cứu điển hình như:

Nghiên cứu “Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của công ty” của Margaritis & Psillaki (2007) sử dụng mẫu gồm 12.240 công ty tại New Zealand để xây dựng mô hình hồi quy giữa cơ cấu vốn (được xác định bằng tỷ lệ giữa tổng nợ và tổng tài sản) và hiệu quả kinh doanh (được đại diện bởi chỉ tiêu lợi nhuận trên tổng tài sản). Kết quả nghiên cứu đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ thuận chiều giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra, nghiên cứu của Abor (2005) cũng ủng hộ quan điểm trên.

Seetanah và cộng sự (2014) thực hiện nghiên cứu “Cơ cấu vốn và kết quả kinh doanh: bằng chứng từ một nền kinh tế mới nổi” cho thấy cơ cấu vốn (xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản) ảnh hưởng

ngược chiều với kết quả kinh doanh (đại diện bởi ROA và ROE), hay những công ty có tỷ lệ nợ thấp thường là những công ty có kết quả hoạt động tốt hơn. Kết quả tương tự được tìm thấy trong nghiên cứu của Soumadi & Hayajneh (2012), Zeitun và Haq (2015), Lê Thị Phương Vy (2015).

Nghiên cứu của Cheng và cộng sự (2010) cho 650 công ty tại Trung Quốc và nghiên cứu của Feng-Li Lin và cộng sự (2011) cho 196 doanh nghiệp Đài Loan đã chỉ ra được cơ cấu vốn tối ưu của các doanh nghiệp. Theo đó, ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ thay đổi từ thuận chiều sang ngược chiều khi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp vượt mức tối ưu. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của Margaritis và cộng sự (2010), Berger và Bonaccorsi (2006) khi cho rằng cơ cấu vốn ảnh

Bảng 1: Tổng hợp kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Quan điểm	Biến đại diện cho hiệu quả kinh doanh	Các nghiên cứu tiêu biểu
Cơ cấu vốn không có quan hệ với hiệu quả kinh doanh	ROE, ROA, Tobin's Q	Modigliani và Miller (1958), Baker và Wurgler (2002), Phillips và Sipahioglu (2004)
Cơ cấu vốn có quan hệ cùng chiều với hiệu quả kinh doanh	ROE, ROA, Tobin's Q, hiệu quả về chi phí (cost efficiency scores)	Modigliani và Miller (1963), Harris và Raviv (1991), Margaritis và Psillaki (2007), Abor (2005), Bùi Đan Thanh (2016), Trần Thị Kim Oanh (2016), Võ Minh Long (2017), Lê Hoàng Vinh (2014)
Cơ cấu vốn có quan hệ ngược chiều với hiệu quả kinh doanh	ROE, ROA, Tobin's Q	Seetanah và cộng sự (2014), Soumadi & Hayajneh (2012), Zeitun và Haq (2015), Lê Thị Phương Vy (2015)
Cơ cấu vốn có quan hệ phi tuyến tính hình chữ U ngược với hiệu quả kinh doanh	ROE, Hiệu quả lợi nhuận - EFF (Profit efficiency)	Berger và Bonaccorsi (2006), Skopljaj và Luo (2012), Margaritis và Psillaki (2010), Cheng và cộng sự (2010), Feng-Li Lin và cộng sự (2011), Nguyễn Thành Cường (2015)

Ghi chú: ROE: Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, ROA: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, Tobin's Q: Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

huởng đến hiệu quả kinh doanh theo mỗi quan hệ hình chữ U ngược (inverted U-shaped).

Mặc dù có rất nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh nhưng kết quả của mối quan hệ này vẫn còn chưa được thống nhất. Có thể tóm tắt các kết quả như sau:

Sau khi hệ thống các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả lựa chọn các biến ROA, ROE nhằm phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp cùng với biến Tobins Q phản ánh sự kỳ vọng trong tương lai của nhà đầu tư sẽ để đại diện cho hiệu quả kinh doanh trong nghiên cứu này. Tác giả cũng kế thừa các nghiên cứu trước đây khi lựa chọn tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản để đại diện cho cơ cấu vốn trong doanh nghiệp (Margaritis và Psillaki, 2010, Abor, 2005 và Le Thi Phuong Vy, 2015).

3. Phương pháp nghiên cứu

Mục tiêu của bài nghiên cứu là tìm hiểu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trong phạm vi các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam. Từ các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm cho thấy phần lớn các nghiên cứu đều đưa ra bằng chứng đáng tin cậy về tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Giả thuyết nghiên cứu thứ nhất được đưa ra như sau:

H1: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam.

Bên cạnh các nghiên cứu về mối quan hệ tuyến tính, một số nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh

nh nghiệp. Vì vậy, giả thuyết H2 được đề xuất như sau:

H2: Cơ cấu vốn có mối quan hệ phi tuyến đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- 2015. Các doanh nghiệp niêm yết không bao gồm các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán hay các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính khác do cách thức huy động vốn và cơ cấu vốn của nhóm doanh nghiệp này có tính chất đặc biệt. Dựa vào bộ số liệu thứ cấp có được từ nền tảng dữ liệu của Công ty cổ phần StoxPlus, nghiên cứu thu thập được 346 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2015, với tổng cộng 1730 quan sát tại các năm. Phân loại các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu theo các nhóm ngành theo tiêu chuẩn ICB¹ được thể hiện trong bảng 2 dưới đây:

Bảng 2: Phân loại mẫu nghiên cứu theo các nhóm ngành

STT	Ngành nghề	Số doanh nghiệp	Tỷ lệ
1	Công nghệ Thông tin	13	3,8%
2	Công nghiệp	156	45,1%
3	Dầu khí	4	1,2%
4	Dịch vụ Tiêu dùng	31	9,0%
5	Dược phẩm và Y tế	14	4,0%
6	Hàng Tiêu dùng	64	18,5%
7	Nguyên vật liệu	45	13,0%
8	Tiện ích Cộng đồng	19	5,5%
9	Viễn thông	0	0,0%
10	Tài chính	0	0,0%
	Tổng	346	100,0%

Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Stoxplus

1. Tiêu chuẩn phân ngành ICB-Industry Classification Benchmark do Dow Jones và FTSE Group xây dựng

Bảng phân loại doanh nghiệp theo các nhóm ngành cho thấy phần lớn các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành công nghiệp (45,1%), hàng tiêu dùng (18,5%) và nguyên vật liệu (13%). Ngành dầu khí và viễn thông đứng cuối danh sách với rất ít hoặc không có doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Sau khi khảo sát cơ sở lý thuyết và những nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu và đo lường các biến liên quan như sau:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1LEV_{it} + \beta_2LEV_{it}^2 + \beta_3Size + \beta_4Growth_{it} + \beta_5Tangibility + \beta_6Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Tobins\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1LEV_{it} + \beta_2LEV_{it}^2 + \beta_3Size + \beta_4Tangibility + \beta_5Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Trong đó:

it = Biến quan sát của công ty i tại thời điểm t

i = 1, 2, 3, 4,..., 346 và t = 1, 2, 3...5 (Năm 2011 đến năm 2015)

Khái niệm và cách đo lường các biến được trình bày trong Bảng 3 dưới đây:

Bảng 3: Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu

Tên biến	Định nghĩa	Cách đo lường
Biến phụ thuộc ROA	Tỷ suất sinh lời trên tài sản	Lợi nhuận trước thuế chia tổng tài sản bình quân của công ty.
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế chia vốn chủ sở hữu bình quân của công ty.
Tobin's Q	Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	Giá trị thị trường của tài sản chia giá trị sổ sách của tài sản
Biến giải thích LEV LEV ²	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ chia tổng tài sản LEV*LEV
Biến kiểm soát Size Growth	Quy mô công ty Tăng trưởng doanh thu thuần (DT)	Logarit tự nhiên của tổng tài sản $\frac{DT_n - DT_{n-1}}{DT_{n-1}} \times 100\%$
Tangibility	Tỷ trọng tổng tài sản cố định	Giá trị còn lại của tổng TSCĐ chia tổng tài sản
Year	Năm	Biến giả năm

Mô hình kiểm định giả thuyết H1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1LEV_{it} + \beta_2Size + \beta_3Tangibility + \beta_4Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1LEV_{it} + \beta_2Size + \beta_3Tangibility + \beta_4Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Tobins\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1LEV_{it} + \beta_2Size + \beta_3Tangibility + \beta_4Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Mô hình kiểm định giả thuyết H2:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1LEV_{it} + \beta_2LEV_{it}^2 + \beta_3Size + \beta_4Tangibility + \beta_5Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Mô hình nghiên cứu có sử dụng dữ liệu bảng (panel data), là dữ liệu kết hợp giữa chuỗi thời gian và các quan sát chéo. Theo đó, mô hình sẽ được hồi quy theo 3 cách: Pooled OLS, Fixed effect (hiệu ứng cố định) và Random effect (hiệu ứng ngẫu nhiên).

Mô hình Pooled OLS là mô hình đơn giản nhất khi không xem xét tới sự khác biệt giữa các công ty nghiên cứu, mô hình này ít khi được sử dụng.

Mô hình Fixed effect phát triển thêm từ Pooled khi có đưa thêm sự khác nhau về các công ty, và

có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và các biến độc lập.

Mô hình Random effect cũng giống như mô hình Fixed về sự khác nhau giữa các công ty nhưng không có mối quan hệ nào giữa phần dư và các biến độc lập của mô hình.

Để lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong các mô hình trên, tác giả sử dụng kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier để lựa chọn mô hình Pooled effect hay Random effect và kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình Fixed effect hay Random effect.

4. Kết quả nghiên cứu

Với mô hình nghiên cứu thực nghiệm, tác giả tiến hành thực hiện ước lượng thống kê mô tả, phân tích hồi quy và các kiểm định bằng phần mềm kinh tế lượng Stata.

Thống kê mô tả

Các chỉ tiêu cơ bản được sử dụng trong bảng thống kê mô tả ở Bảng 4 dưới đây.

Bảng 4: Thống kê mô tả các biến quan sát

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
ROA	0.057232	0.083474	-0.64551	0.7837
ROE	0.100895	0.168164	-3.04305	0.98213
Tobin's Q	0.863294	0.337217	0.239355	4.725708
LEV	0.500041	0.221718	0.00294	0.97061
LEV ²	0.299171	0.216024	0.000008	0.942084
Size	26.90801	1.361376	23.28202	31.03718
Tangibility	0.272022	0.208082	0	0.948384
Growth	0.139315	1.274583	-0.99037	40.76368

Nguồn: Kết quả tính toán từ chương trình STATA

Từ bảng thống kê mô tả có thể thấy các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có tỷ lệ nợ khá cao. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình của là 50%, trong đó giá trị cao nhất là 97.1%, thấp nhất là 0.3%. Chịu ảnh hưởng sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nên sức sinh

lời trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu trung bình của các doanh nghiệp không cao, tương ứng là 5.7% và 10.1%.77.

Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy với mỗi quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam theo mô hình (1) (2) (3) bằng các phương pháp Pooled OLS, Fixed effect model và Random effect model được thể hiện trong bảng 5 dưới đây:

Thống kê Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier kiểm định giả thuyết Ho cho rằng các phương sai giữa các thực thể bằng 0. Kết quả kiểm định đều bác bỏ giả thuyết Ho với p-value <0.01, hàm ý ước lượng Pool không tốt bằng ước lượng tác động ngẫu nhiên REM. Kiểm định Hausman với giả thuyết Ho cho rằng hệ số ước lượng bởi mô hình tác động ngẫu nhiên REM giống với các hệ số ước lượng bởi mô hình tác động cố định FEM. Kết quả kiểm định xác nhận bác bỏ giả thuyết Ho,

chúng tỏ mô hình tác động cố định sẽ phù hợp hơn. Như vậy, các hệ số theo mô hình tác động cố định FEM của các mô hình sẽ được sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh.

Kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ ngược chiều (mức ý nghĩa thống kê 1%) giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản với cả ba chỉ số đo lường hiệu quả kinh doanh là ROA, ROE và Tobins Q.

Kết luận này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ công ty, nghĩa là các công ty hoạt động có lợi nhuận nhiều sẽ có nhiều lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các hoạt động của mình và sẽ ít sử dụng nợ vay hơn.

Bảng 5: Kết quả hồi quy kiểm định giả thuyết H1

	ROA			ROE			Tobin's Q		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
C	-0.16863 (-3.88***)	-1.114424 (-6.29***)	-0.24624 (-4.24***)	-0.4035133 (-4.49***)	-2.110622 (-5.28***)	-5.133372 (-4.51***)	-3.108135 (-1.91*)	-10.30637 (-13.27***)	-1.118459 (-4.3***)
Lev	-0.19109 (-18.67***)	-0.28199 (-14.1***)	-0.21357 (-17.95***)	-0.18438 (-7.43***)	-4.290215 (-8.91***)	-2.260374 (-9.06***)	-0.0642938 (-1.67*)	-2.605862 (-2.79***)	-0.0489581 (-0.89)
Size	0.012145 (7.13***)	0.050422 (7.44***)	0.016315 (7.3***)	0.022289 (6.3***)	.0910287 (6***)	.0273555 (6.26***)	.0452764 (7.23***)	.4211156 (14.31***)	.0755546 (7.58***)
Growth	0.00778 (1.43)	0.010807 (10.1***)	0.010712 (10.13***)	0.012297 (1.44***)	.0284718 (10.73**)	.0241179 (9.12***)	.0101805 (1.62)	.0008585 (0.17)	.0079827 (1.53)
Tangibility	-0.02383 (-2.92***)	-0.09053 (-5.14***)	-0.04947 (-4.24***)	-0.01787 (-0.96***)	-1.004379 (-2.41**)	-0.047825 (-1.84*)	-0.0494843 (-1.28)	-1.1592 (-1.43)	-1.02578 (-1.93*)
R ²	0.2437	0.1692	0.2489	0.0710	0.1516	0.1410	0.0317	0.1406	0.1039
N	1730	1730	1730	1730	1730	1730	1730	1730	1730
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breusch & Pagan LM	Chibar ² = 806.6***			Chibar ² = 432.90 ***			Chibar ² = 509.59 ***		
Hausman	Chi ² = 144.99*** =>Fixed effect model			Chi ² =124.19*** =>Fixed effect model			Chi ² = 168.12*** =>Fixed effect model		

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%; Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn.
 Nguồn: Kết quả tính toán từ chương trình STATA

Bảng 6: Kết quả hồi quy kiểm định giả thuyết H2

	ROA			ROE			Tobin's Q		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
C	-1,66261 (-3.82***)	-6,564066 (-3.79***)	-2,185913 (3.75***)	-4,442365 (-4.65***)	-2,962011 (-7.17***)	-5,99698 (-5.15***)	-2,244104 (-0.98)	-10,38393 (-12.73***)	-9,827066 (-3.73***)
Lev	-2,041805 (-4.83***)	-1,877203 (-3.40***)	-2,056272 (-4.86***)	.040953 (0.43)	.4028992 (3.06***)	.1336051 (1.42)	-5,423856 (-2.31**)	-1,848056 (-0.71)	-5,7614584 (-2.89***)
LEV2	.0138152 (0.36)	-0,652924 (-1.11)	-0,008924 (-0.02)	-2,377383 (-2.12**)	-9,495488 (-6.77***)	-3,851361 (-3.99***)	.5044128 (2.42**)	-0,864955 (-0.31)	.5645984 (2.75***)
Size	.0121455 (7.13***)	.0313179 (4.84***)	.0144393 (6.57***)	.0222884 (6.32***)	.1178379 (7.63***)	.0282282 (6.42***)	.0452778 (4.89***)	.4235577 (13.99***)	.0739416 (7.43***)
Growth	.0077909 (1.43)	.0111107 (10.13***)	.0107637 (10.03***)	.012116 (1.41)	.0273399 (10.45***)	.0240553 (9.16***)	.0105638 (1.98**)	.0007554 (0.15)	.0083243 (1.6)
Tangibility	-0,236654 (-2.93***)	-0,63268 (-3.68***)	-0,408821 (-3.58***)	-0,207596 (-1.15)	-1,068868 (-2.6***)	-0,511269 (-2.09**)	-0,433585 (-1.15)	-1,165074 (-1.44)	-0,94093 (-1.77*)
R ²	0.2438	0.2103	0.2413	0.0758	0.1789	0.1583	0.0371	0.1407	0.0856
N	1730	1730	1730	1730	1730	1730	1730	1730	1730
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breusch & Pagan LM	Chibar ² = 776.74***			Chibar ² = 439.00***			Chibar ² = 507.03***		
Hausman	Chi ² = 42.04*** =>Fixed effect model			Chi ² = 150.87*** =>Fixed effect model			Chi ² = 162.15*** =>Fixed effect model		

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%; Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn.
 Nguồn: Kết quả tính toán từ chương trình STATA

Bên cạnh đó cả ba mô hình còn cho thấy ảnh hưởng tích cực của lợi thế về quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê cao. Ngược lại, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh. Trong điều kiện lãi suất tín dụng cao, những công ty đầu tư lớn vào các tài sản cố định được tài trợ bằng nguồn vốn vaysẽ gặp nhiều khó khăn hơn do chi phí lãi vay gia tăng.

Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam được trình bày trong bảng 5. Mô hình nghiên cứu này cho thấy có tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và ROE. Cụ thể, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ được cải thiện khi doanh nghiệp sử dụng nợ, tuy nhiên nếu tỷ lệ nợ trên tổng tài sản vượt ngưỡng tối ưu thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hệ số này. Điểm tối ưu của cơ cấu vốn trong trường hợp này có thể được xác định bằng $-b/2a = -0.4028992/(-0.9495488*2) = 21,22\%$. Phát hiện này phù hợp với lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn (trade-off theory) khi cho rằng doanh nghiệp có thể vay nợ cho đến khi lợi ích về thuế từ đi vay tương đương với chi phí giá tăng từ những khó khăn tài chính của công ty. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu không cho thấy mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Khi lựa chọn biến ROA và Tobins Q để đại diện cho hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu cho thấy cơ cấu vốn thể hiện tác động ngược chiều. Mối quan hệ này ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu của Seetanah và cộng sự (2014), Soumadi và Hayajneh (2012) tại một số nền kinh tế mới nổi.

5. Kết luận

Dựa vào mẫu quan sát gồm 346 công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 -

2015, nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy bên cạnh ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô trên thị trường, quyết định về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam. Xem xét trong bối cảnh lãi suất cho vay ở mức cao, đặc biệt là giai đoạn cuối năm 2011 khi mức lãi suất cho vay lên tới 17-19%/năm, các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao và tỷ trọng đầu tư vào tài sản cố định lớn sẽ phải chịu mức chi phí cao hơn dẫn tới kết quả kinh doanh bị suy giảm. Trên cơ sở đó, tác giả đưa ra một số khuyến nghị như sau:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần thực hiện chính sách tài trợ linh hoạt, ưu tiên các nguồn vốn nội bộ. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các doanh nghiệp cần ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại trước khi sử dụng nợ vay và các nguồn tài trợ bên ngoài khác. Trong bối cảnh thị trường vốn của Việt Nam còn chưa hoàn thiện và thiếu tính ổn định thì quyết định về cơ cấu vốn của doanh nghiệp rất cần sự linh hoạt và phù hợp về thời điểm.

Thứ hai, đa dạng hóa các hình thức tài trợ vốn như phát hành trái phiếu chuyển đổi, vay từ các quỹ đầu tư, tiến hành hoạt động liên doanh, liên kết trong và ngoài nước, phát hành cổ phiếu với các hình thức chi trả cổ tức linh hoạt... Đây đều là những hình thức được sử dụng phổ biến tại các thị trường vốn phát triển. Đối với trái phiếu chuyển đổi, về cơ bản hình thức này có mức lãi suất thấp hơn lãi suất phát hành trái phiếu và dung hòa được lợi ích của trái chủ và cổ đông doanh nghiệp vốn là hai đối tượng có mâu thuẫn lợi ích với nhau do họ cùng tranh giành phần lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp. Các hình thức huy động vốn từ các quỹ đầu tư quốc tế hay hoạt động liên doanh liên kết không chỉ mang đến nguồn tài chính dồi dào mà sự có mặt của các nhà đầu tư mới còn có thể giúp doanh nghiệp mở

rộng, phát triển hơn nữa hoạt động kinh doanh của mình. Ngoài ra, việc linh hoạt trong các hình thức chi trả cổ tức như chi trả cổ tức bằng cổ phiếu giúp công ty giữ lại được một phần lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư vào hoạt động sản xuất. Tuy nhiên, bên cạnh những ưu điểm, bất kỳ hình thức huy động vốn nào cũng sẽ là bất lợi nếu doanh nghiệp không xây dựng được chiến lược phát triển bền vững trong tương lai.

Thứ ba, doanh nghiệp cần chủ động xác định các nguyên tắc trong xây dựng cơ cấu vốn tối ưu. Các yếu tố về đặc điểm kinh doanh, lĩnh vực, ngành nghề hay những giai đoạn phát triển khác nhau đều có thể ảnh hưởng không nhỏ đến quyết định tài trợ vốn của doanh nghiệp. Ví dụ, một số ngành có nhu cầu đầu tư cao vào tài sản cố định có thể sử dụng nợ nhiều hơn những ngành còn lại. Như vậy, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tối ưu được đề xuất trong nghiên cứu là 21,22% không phải là một tỷ lệ cố định cho tất cả các doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, việc tìm hiểu sự khác biệt trong cơ cấu vốn tối ưu giữa các ngành nghề lĩnh vực khác nhau sẽ là gợi mở cho các nghiên cứu tiếp theo trong lĩnh vực này. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Abor, J. (2005), *The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*, Journal of Risk Finance, 6, 438-447.
2. Berger A. N., E. Bonaccorsi di Patti. (2006), *Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*, Journal of Banking and Finance, 30, 1065-1102.
3. Jensen, M. (1986), *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, American Economic Review Papers and Proceedings, 76, 323-329.

4. Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3, 305-360.

5. Kraus, A., Litzenberger R.H. (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, Journal of Finance, 911-922.

6. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010), *Capital structure, equity ownership and firm performance*, Journal of Banking & Finance, 34, 621-632.

7. Seetanah, B., Seetah, K., Appadu, K., & Padachi, K. (2014), *Capital structure and firm performance: evidence from an emerging economy*, The Business & Management Review, 4, 185-196.

8. Trần Thị Kim Oanh. (2016), *Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị*, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 235, 6-70.

Summary

The paper aims to generalize theories on the relationships between capital structure and business performance, then conduct an empirical study on non-financial joint-stock companies listed in Vietnam securities market in the 2011-2015 period. Via the analysis of panel data of 346 companies with the total of 1730 observations, research findings indicate that capital structure has considerable impacts on business value and there exists a U-shaped relationships between capital structure and return on equity.