

ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP CHẾ BIẾN, CHẾ TẠO NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRM'S PERFORMANCE: EVIDENCE FROM MANUFACTURING AND PROCESSING BUSINESSES LISTED ON HOCHIMINH STOCK EXCHANGE

Trần Thị Bích Ngọc¹, Phạm Hồng Trang²

¹Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế; ttbngoc@hce.edu.vn

²K45-TCNH, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế; phtrang1111@gmail.com

Tóm tắt - Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phân tích sử dụng dữ liệu bảng với mẫu gồm 68 doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán (HOSE) giai đoạn 2009-2013 và các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán (ROE và ROA) và chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường (chỉ số Tobin's Q). Kết quả cho thấy rằng cấu trúc vốn có ảnh hưởng nghịch biến và rõ ràng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng cơ hội tăng trưởng tác động thuận chiều đến ROE, ROA nhưng nghịch chiều đến chỉ số Tobin's Q. Ngoài ra, quy mô doanh nghiệp cũng có tác động nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Từ khóa - cấu trúc vốn; hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; cơ hội tăng trưởng; quy mô doanh nghiệp; mô hình hồi quy dữ liệu bảng.

Abstract - This study investigates the impact of capital structure on firm's performance using a panel data sample of 68 Vietnamese manufacturing and processing businesses listed on Hochiminh Stock Exchange (HOSE) during the period 2009-2013 and the impact of capital structure on both firm's accounting performance (ROE, ROA) and market performance measures (Tobin's Q). The results show that firm capital structure has a significantly negative effect on firm's performance. On the other hand, it is pointed out that firm growth opportunities are positively related to ROE, ROA but negatively related to Tobin's Q. Firm size is found to have a positive and significant impact on market performance measures.

Key words - capital structure; firm's performance; growth opportunities; firm size; panel data regression models.

1. Giới thiệu

Quyết định về cấu trúc vốn đóng vai trò quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp nhằm đạt được các mục tiêu doanh nghiệp đặt ra. Một trong những mục tiêu quan trọng mà mỗi doanh nghiệp đều hướng tới đó là nâng cao hiệu quả của doanh nghiệp. Chính vì vậy, nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một trong những vấn đề quan trọng trong phân tích tài chính doanh nghiệp và quản trị công ty.

Trong quá khứ, một số nhà khoa học đã nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Huỳnh Anh Kiệt (2010) xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường (Chỉ số Tobin's Q) của 162 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE năm 2008, nhưng chỉ sử dụng dữ liệu chéo và phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất. Ngược lại, Nguyễn Văn Duy và cộng sự (2008) sử dụng dữ liệu tối ưu hơn, dữ liệu bảng, để nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn, quy mô và tăng trưởng doanh thu đến hiệu quả hoạt động của các công ty Thủy sản niêm yết trên HOSE giai đoạn 2008-2013, nhưng chưa xem xét đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp, mà chỉ sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ lợi nhuận trên tổng vốn chủ sở hữu. Tương tự, nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phúc (2014) cũng sử dụng dữ liệu bảng, nhưng chỉ nghiên cứu chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán của 217 doanh nghiệp sau cổ phần hóa niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Trước nghiên cứu này, chưa có bài viết nào vừa sử dụng dữ liệu bảng vừa xem xét

tác động của cấu trúc vốn đến cả hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường (chỉ số Tobin's Q) và chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán (ROE và ROA) của doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo - ngành dẫn đầu sản xuất công nghiệp ở Việt Nam. Đây là ngành công nghiệp có tỷ trọng lớn nhất trong toàn ngành công nghiệp với cơ cấu giá trị sản xuất công nghiệp theo giá hiện hành chiếm trên 85% và được coi là một trong những tiêu chí để xem xét một nước đã chuyển thành nước công nghiệp hay chưa. Tăng trưởng sản xuất nhóm công nghiệp chế biến, chế tạo cũng góp phần quan trọng cho kết quả xuất khẩu hàng năm. Đây là nhóm ngành hàng có tốc độ gia tăng cao nhất, quy mô xuất khẩu lớn nhất và là nhóm hàng chủ lực trong cơ cấu hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam.

Chính vì vậy, việc sử dụng dữ liệu bảng để nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường (chỉ số Tobin's Q) và chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán (ROE và ROA) của doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh là cần thiết.

Phần tiếp theo của bài báo được thiết kế như sau: Phần 2 tóm tắt cơ sở lý thuyết về cấu trúc vốn và tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; Phần 3 giới thiệu giả thuyết nghiên cứu; Phần 4 giới thiệu phương pháp nghiên cứu và số liệu nghiên cứu; Phần 5 tóm tắt kết quả và Phần 6 kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết

Theo lý thuyết cấu trúc vốn hiện đại của Modigliani và

Miller (1958), giả định thị trường vốn là hoàn hảo và việc đánh thuế được bỏ qua, giá trị của doanh nghiệp không phụ thuộc vào cấu trúc vốn. Năm 1963, Modigliani và Miller (M&M) đưa ra một nghiên cứu tiếp theo với việc loại bỏ giả thuyết về thuế thu nhập doanh nghiệp. Theo M&M, với thuế thu nhập doanh nghiệp, cấu trúc vốn có liên quan đến giá trị của doanh nghiệp, sử dụng nợ càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng tăng và gia tăng đến tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ 100% nợ. Tiếp đó, Jensen và Meckling (1976) giới thiệu các khái niệm về chi phí đại diện (Agency Theory) và chỉ ra rằng chi phí đại diện cơ bản được tạo ra bởi sự tách rời quyền sở hữu và kiểm soát của các công ty, theo đó các nhà quản lý có xu hướng tối đa hóa lợi ích riêng của họ, chứ không phải là giá trị của công ty. Vì vậy, việc sử dụng nhiều nợ hoặc tăng tỷ lệ trả cổ tức sẽ làm giảm dòng tiền tự do vì doanh nghiệp phải chịu áp lực chi trả lãi và gốc của nợ, đồng thời tăng tỷ lệ trả cổ tức sẽ làm tăng lợi ích của cổ đông và giảm mức độ phân tán của các quyết định đầu tư. Một lý thuyết khác về cấu trúc vốn, đó là lý thuyết trật tự phân hạng phát triển bởi Myer và Majluf (1984). Lý thuyết này phát biểu rằng các quyết định đầu tư được tài trợ trước tiên bởi thu nhập giữ lại, tiếp đó là nợ và cuối cùng là những đợt phát hành cổ phiếu mới.

Tuy nhiên, trong thực tế do tồn tại chi phí phá sản, chi phí đại diện và những bất hoàn hảo của thị trường như chi phí giao dịch, thông tin bất cân xứng,... nên mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phức tạp hơn nhiều. Các nghiên cứu trên thế giới đã chỉ ra rằng, có ba trường phái khác nhau về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả của doanh nghiệp. Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả của doanh nghiệp là đồng biến. Trần Hùng Sơn và Trần Viết Hoàng (2008) kiểm tra mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả doanh nghiệp theo sổ sách kế toán bằng cách sử dụng dữ liệu mẫu gồm 50 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE năm 2008. Kết quả cho thấy tồn tại mối tương quan thuận chiều và rõ rệt giữa cấu trúc vốn và hiệu quả của công ty. Mặt khác, khi Tian & Zeitun (2007) xem xét các tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả của công ty ở Jordan, sử dụng dữ liệu bảng không cân đối gồm 167 công ty Jordan giai đoạn 1989-2003, kết quả cho thấy cấu trúc vốn của công ty có tác động tiêu cực đáng kể lên chỉ tiêu hiệu quả của doanh nghiệp theo sổ sách kế toán (ROE và ROA) và theo giá trị thị trường (chỉ số Tobin' Q). Huỳnh Anh Kiệt (2010) nghiên cứu cấu trúc vốn và hiệu quả của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE năm 2008 và cũng tìm ra rằng cấu trúc vốn tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tuy nhiên, một số tác giả khác lại cho thấy kết quả hỗn hợp. Điển hình như Abor (2007) vừa kết luận rằng nợ ngắn hạn và tổng số nợ có mối quan hệ đồng biến đáng kể về mặt thống kê với lợi nhuận trên tổng tài sản, vừa khẳng định mối liên hệ nghịch biến giữa nợ dài hạn với ROA.

Ngoài ra, đa số tác giả khi nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thường sử dụng một số biến kiểm soát như: quy mô của các doanh nghiệp và cơ hội tăng trưởng. Ví dụ, tác giả Đoàn Ngọc Phúc (2014) sử dụng hai biến kiểm soát này và tìm ra mối quan hệ đồng biến có ý nghĩa thống kê giữa quy mô doanh

nh nghiệp và cơ hội tăng trưởng với hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam.

3. Giả thuyết nghiên cứu

Dựa vào các kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam của Trần Hùng Sơn và Trần Viết Hoàng (2008) Huỳnh Anh Kiệt (2010), Đoàn Ngọc Phúc (2014), nghiên cứu này đặt ra các giả thiết sau:

H₁: Cấu trúc vốn của doanh nghiệp có tác động đồng biến đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán của doanh nghiệp.

H₂: Cấu trúc vốn của doanh nghiệp có tác động nghịch biến đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp.

H₃: Quy mô của doanh nghiệp làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H₄: Cơ hội tăng trưởng làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

4. Phương pháp nghiên cứu và số liệu nghiên cứu

Tham khảo các nghiên cứu trước đây, 3 biến phụ thuộc sử dụng trong nghiên cứu này gồm: Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) (Tian & Zeitun, 2007; Abor, 2005) đo bằng Lợi nhuận thuần sau thuế/Tổng vốn chủ sở hữu; Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) - biện pháp hữu hiệu nhất để kiểm tra hiệu quả của công ty theo Abdel Shahid (2003) đo bằng Lợi nhuận thuần sau thuế/Tổng tài sản để đo lường hiệu quả của doanh nghiệp theo sổ sách kế toán và chỉ số Tobin's Q (Huỳnh Anh Kiệt, 2010; Tian & Zeitun, 2007) đo bằng (Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của nợ) / Giá trị sổ sách của tổng tài sản, được sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Bốn biến độc lập gồm: Tỷ lệ nợ ngắn hạn/Tổng tài sản (SDTA); Tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng tài sản (LDTA); Tỷ lệ tổng nợ/Tổng tài sản (TDTA) và Tỷ lệ tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (TDTE) đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp (Huỳnh Anh Kiệt, 2010; Tian và Zeitun, 2007). Ngoài các biến về cấu trúc vốn, quy mô của các doanh nghiệp (SIZE) đo bằng logarit cơ số tự nhiên của Tổng tài sản và cơ hội tăng trưởng (GROWTH) đo bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu cũng được đưa vào xem xét với vai trò là các biến kiểm soát (Huỳnh Anh Kiệt, 2010; Tian và Zeitun, 2007).

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng (Panel data) với các mô hình sau:

- **Mô hình Pooled OLS (Mô hình hồi quy bình phương tối thiểu dạng gộp)** là mô hình hồi quy trong đó tất cả các hệ số không đổi theo thời gian và theo các cá nhân.

- **Mô hình các ảnh hưởng cố định (Fixed effect model - FEM)** có đưa thêm sự khác nhau về các công ty hay từng đơn vị theo thời gian, tức là tung độ gốc trong mô hình hồi quy được phép khác nhau giữa các cá nhân. Mô hình FE phù hợp trong những tình huống mà tung độ gốc của từng cá nhân có thể tương quan với một hay nhiều biến độc lập.

- **Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effect model - REM)** giả định rằng tung độ gốc của một đơn vị

riêng lẻ được rút ngẫu nhiên từ một tập hợp lớn hơn nhiều với một trị trung bình không đổi. Giả định thông thường mà mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên đưa ra là các thành phần sai số cá nhân không tương quan với nhau và không tự tương quan giữa các đơn vị không gian và theo chuỗi thời gian.

Dạng đơn giản của các mô hình trên như sau:

- Mô hình Pooled OLS: $Y_{it} = \alpha + \beta_0 X_{it} + u_{it}$
- Mô hình FE: $Y_{it} = \alpha_i + \beta_0 X_{it} + u_{it}$
- Mô hình RE: $Y_{it} = \alpha + \beta_0 X_{it} + e_i + u_{it}$
($i=1,2,\dots,N$; $t=1,2,\dots,T$)

Trong đó:

Y_{it} là biến phụ thuộc (của doanh nghiệp i trong thời gian t);

X_{it} là biến độc lập (của doanh nghiệp i trong thời gian t);

α , β_0 là các ước lượng hồi quy;

u_{it} là phần sai số theo không gian và chuỗi thời gian kết hợp;

e_i là thành phần sai số theo không gian.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ các Báo cáo tài chính gồm doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp, khối lượng cổ phiếu, giá cuối kì, tổng tài sản, nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, tổng nợ và vốn chủ sở hữu (Nguồn: tổng hợp từ web cophieu68.vn) của 68 doanh nghiệp thuộc ngành công nghiệp chế biến, chế tạo được niêm yết trên HOSE trước năm 2008 để có dữ liệu bảng cân đối trong 5 năm từ năm 2009 đến 2013 với 340 quan sát. Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu được tính bằng tích của khối lượng và giá cuối kì (giá giao dịch) của cổ phiếu vào ngày giao dịch cuối cùng trong năm.

Quy trình hồi quy được tiến hành như sau:

Bước 1: Thống kê mô tả mẫu.

Bước 2: Thực hiện hồi quy với dữ liệu bảng theo 3 mô hình Pooled OLS, FEM và REM theo mô hình tổng quát như sau:

$$HQHD(it) = f \{CTV(it), SIZE(it), GROWTH(it)\}$$

Với $HQHD(it)$ là các biến đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp i trong thời gian t , gồm có ROE, ROA và Tobin's Q;

$CTV(it)$ là các biến đại diện cho cấu trúc vốn của doanh nghiệp i trong thời gian t , gồm có SDTA, LDTA, TDTA và TDTE;

$SIZE(it)$ là quy mô của doanh nghiệp i trong thời gian t , được tính bằng Logarit cơ số tự nhiên của tổng tài sản;

$GROWTH(it)$ là tốc độ tăng trưởng, được tính bằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Bước 3: Thực hiện kiểm định F hạn chế và kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp trong ba mô hình trên.

Bước 4: Thực hiện các kiểm định đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo đối với mô hình được lựa chọn.

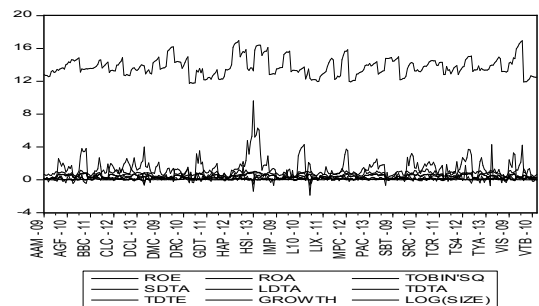
Bước 5: Khắc phục các khuyết tật của mô hình.

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Thống kê mô tả mẫu

Hình 1 miêu tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu. Giá trị trung bình của tỉ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của

ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo ở mức 13,22%, trong khi giá trị trung bình của tỉ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) chỉ có 7,76%. Thống kê mô tả mẫu cũng cho thấy rằng chỉ số Tobin's Q trung bình ngành là 0,86 nhỏ hơn 1.



Hình 1. Biểu đồ thống kê mô tả mẫu

Các giá trị trung bình của tỉ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản lần lượt là 46,61%, 40,15% và 6,46%. Có thể thấy rằng tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản thấp hơn rất nhiều so với tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản. Mặt khác, giá trị trung bình của tỉ lệ tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo lên đến 128,88%.

5.2. Kết quả nghiên cứu

Kiểm định nghiệm đơn vị trên dữ liệu bảng được thực hiện cho tất cả các biến sử dụng trong phân tích. Kết quả 3 kiểm định Levin, Lin & Chu; Im, Pesaran và Shin và PP-Fisher Chi-square cho thấy tất cả các biến không có nghiệm đơn vị với mức ý nghĩa 5%.

Nghiên cứu đã thực hiện hồi quy với dữ liệu bảng theo cả ba mô hình Pooled OLS, FEM và REM. Cả hai kiểm định F hạn chế và kiểm định Hausman đều cho thấy rằng FEM là mô hình phù hợp nhất và vì vậy, mô hình FE được sử dụng trong nghiên cứu này.

Phương trình hồi quy với FEM như sau:

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_0 SDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_0 LDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_0 TDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_0 TDTE_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (4)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_0 SDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (5)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_0 LDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (6)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_0 TDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (7)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_0 TDTE_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (8)$$

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha_i + \beta_0 SDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (9)$$

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha_i + \beta_0 LDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (10)$$

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha_i + \beta_0 TDTA_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (11)$$

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha_i + \beta_0 TDTE_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (12)$$

Trong đó: α_i , β_0 , β_1 và β_2 là các tham số ước lượng và u_{it} là sai số ngẫu nhiên.

Các kiểm định các giả thuyết liên quan đến mô hình gồm:

- Kiểm tra đa cộng tuyến giữa các biến thông qua ma trận hệ số tương quan.
- Kiểm định tự tương quan bằng kiểm định Wooldridge.
- Kiểm định phương sai sai số thay đổi bằng kiểm định Modified Wald.
- Kiểm định phụ thuộc chéo bằng kiểm định Pesaran.

Sau khi thực hiện các kiểm định trên, một số mô hình gặp các vấn đề và được khắc phục như sau:

- Mô hình (2), (5), (6) và (8): phương sai số thay đổi; được khắc phục bằng phương pháp sai số chuẩn Rogers.
- Mô hình (1), (3), (4) và (7): hiện tượng phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo; khắc phục bằng cách sử dụng sai số chuẩn Driscoll and Kraay.
- Mô hình (9), (10), (11) và (12): hiện tượng phụ thuộc chéo, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong phương trình, khắc phục bằng cách sử dụng sai số chuẩn Driscoll and Kraay.

Kết quả hồi quy với FEM sau khi giải quyết các vấn đề có thể ảnh hưởng đến ước lượng mô hình được tổng hợp ở các bảng 1, 2 và 3. Kết quả ở các bảng trên cho thấy:

Thứ nhất, cấu trúc vốn đại diện bởi tỉ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tổng nợ trên tổng tài sản, tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu có tác động nghịch biến và đáng kể đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo sổ sách kế toán (ROE và ROA). Kết quả này trái ngược với lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976). Mỗi tương quan âm giữa tỉ số nợ ngắn hạn và ROE cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Nguyễn Văn Duy và cộng sự (2007). Kết quả cũng chỉ ra rằng tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản không có mối quan hệ rõ ràng với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này khác với mối quan hệ đồng biến trong nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phúc (2014). Điều này có thể được giải thích bởi việc rất nhiều doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo trong thời gian hoạt động của mình không sử dụng nợ dài hạn hay sử dụng rất ít nợ dài hạn để tài trợ cho các hoạt động của mình. Nhìn chung, dựa vào các kết quả ở trên, giả thuyết H₁ bị bác bỏ.

Bảng 1. Kết quả nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn đến ROE

ROE				
	Phương trình SDTA (1)	Phương trình LDTA (2)	Phương trình TDTA (3)	Phương trình TDTE (4)
C	-0,09916 (-0,08)	1,186112** (2,37)	-0,269533 (-0,17)	-0,8408633 (-0,68)
Cấu trúc vốn	-0,6737429** (-2,60)	0,1383735 (0,86)	-0,7232957** (-2,16)	-0,1689652*** (-4,79)
LOGSIZE	0,0355432 (0,36)	-0,0781991** (-2,15)	0,0527575 (0,43)	0,0858442 (0,93)
GROWTH	0,0785703*** (5,35)	0,0811659** (2,25)	0,0791241*** (5,37)	0,0586314*** (6,67)
R ²	0,1309	0,0505	0,1279	0,2752

Bảng 2. Kết quả nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn đến ROA

ROA				
	Phương trình SDTA (5)	Phương trình LDTA (6)	Phương trình TDTA (7)	Phương trình TDTE (8)
C	0,5043851 (1,14)	1,064992*** (4,59)	0,2935623 (0,54)	0,6108182 (1,66)
Cấu trúc vốn	-0,3002183** (-2,4)	-0,0521836 (-0,77)	-0,3900165*** (-3,74)	-0,038602** (-2,56)
LOGSIZE	-0,0225828 (-0,64)	-0,0718535*** (-4,28)	-0,0028123 (-0,07)	-0,0354157 (-1,27)
GROWTH	0,0277746*** (2,7)	0,02905** (2,55)	0,0278166*** (6,93)	0,0238143** (2,51)
R ²	0,2198	0,1128	0,2645	0,1899

Bảng 3. Kết quả nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn đến chỉ số Tobin's Q

TOBINSQ				
	Phương trình SDTA (9)	Phương trình LDTA (10)	Phương trình TDTA (11)	Phương trình TDTE (12)
C	-3,513164 (-1,45)	-2,472843 (-1,27)	-3,303587 (-1,24)	-3,239631 (-1,65)
Cấu trúc vốn	-0,5291832** (-2,18)	0,3984738*** (5,09)	-0,395732 (-1,20)	-0,0608272*** (-13,21)
LOGSIZE	0,3339761* (1,82)	0,2410428* (1,69)	0,3166973 (1,55)	0,3044244** (2,12)
GROWTH	-0,0418032** (-2,17)	-0,0400671** (-2,13)	-0,0408473** (-2,21)	-0,0478155** (-2,38)
R ²	0,0936	0,0766	0,0810	0,0837

Chú thích: ***, **, *: Có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%

Thứ hai, tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỉ lệ tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu có tác động nghịch biến và rõ ràng đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp (Tobin's Q). Điều này trái với lý thuyết đánh đổi đã được đề ra trong lý thuyết cấu trúc vốn. Kết quả nghiên cứu của Huỳnh Anh Kiệt (2010) cũng kết luận rằng hai tỉ số này có tác động nghịch biến đáng kể với hiệu quả công ty được đo bằng chỉ số Tobin's Q. Tỉ lệ tổng nợ trên tổng tài sản có mối quan hệ nghịch biến không có ý nghĩa thống kê với chỉ số Tobin's Q trong nghiên cứu này, nhưng có ý nghĩa thống kê trong nghiên cứu của Huỳnh Anh Kiệt (2010). Điều này có thể được giải thích bởi hầu hết các nhà đầu tư vẫn phụ thuộc vào chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán để đánh giá tình hình của doanh nghiệp. Ngược lại, tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản lại có mối tương quan cùng chiều với chỉ số Tobin's Q. Nói cách khác, kết luận này hỗ trợ lý thuyết chi phí đại diện của Jensen và Meckling (1976), nhưng trái ngược với nghiên cứu của Huỳnh Anh Kiệt (2010). Từ các kết quả ở trên, giả thuyết H₂ được chấp nhận.

Thứ ba, quy mô của doanh nghiệp dường như không có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán của doanh nghiệp. Kết quả này trái với kết quả của Đoàn Ngọc Phúc (2014). Mặt khác, kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô doanh nghiệp làm tăng hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp (đối với biến cấu trúc vốn SDTA, LDTA và TDTE), và vì vậy giả thuyết H₃ được chấp nhận. Kết quả này ủng hộ các nghiên cứu trước đó của Tian & Zeitun (2007), nhưng trái ngược với mối quan hệ nghịch biến đối với các biến TDTE và LDTA trong nghiên cứu của Huỳnh Anh Kiệt (2010).

Thứ tư, cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động đồng biến và rõ ràng đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo sổ sách kế toán (ROE và ROA). Kết quả này ủng hộ nghiên cứu của và Tian & Zeitun (2007) và Đoàn Ngọc Phúc (2014). Tuy nhiên, kết quả cũng cho thấy rằng cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp tác động nghịch biến và rõ ràng đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp. Điều này trái với kết luận của Huỳnh Anh Kiệt (2010). Có thể giải thích mối tương quan nghịch biến này là do thị trường chứng khoán Việt Nam chưa hiệu quả. Thị trường hiện nay vẫn còn tồn tại thông tin bất cân xứng, tâm lý chạy theo đám đông và nhiều doanh nghiệp có giá trị thị trường rất thấp dẫn đến mối quan hệ nghịch biến giữa cơ hội tăng trưởng và hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp. Do vậy, giả thuyết H₄ rằng cơ hội tăng trưởng có mối tương

quan cùng chiều với chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán của doanh nghiệp có thể được chấp nhận.

6. Kết luận và một số kiến nghị

6.1. Kết luận

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng gồm 68 doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến, chế tạo được niêm yết trên HOSE giai đoạn 2009-2013 với 340 quan sát. Để lựa chọn mô hình phù hợp, nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng với 3 mô hình Pooled OLS, FEM và REM và thực hiện các kiểm định lựa chọn mô hình. Các kết quả từ mô hình phù hợp FE sau khi khắc phục các khuyết tật cho thấy rằng cấu trúc vốn là một yếu tố quan trọng quyết định hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo đo lường bằng ROE, ROA và chỉ số Tobin's Q. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng phát triển bởi Myer và Majluf (1984).

Ngoại trừ tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản, các yếu tố cấu trúc vốn đều có ảnh hưởng nghịch biến và rõ ràng đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán của doanh nghiệp. Tương tự, tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỉ lệ tổng nợ trên tổng tài sản cũng có mối tương quan nghịch biến với hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp. Một phát hiện khá thú vị là tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản tác động đồng biến và rõ ràng đến chỉ số Tobin's Q, trong khi tỉ lệ tổng nợ trên tổng tài sản lại không có mối quan hệ rõ ràng nào với chỉ số Tobin's Q.

Ngoài ra, cơ hội tăng trưởng có tác động tích cực và đáng kể đến giá trị của doanh nghiệp đại diện bởi ROE và ROA, nhưng lại tác động tiêu cực đến chỉ số Tobin's Q. Quy mô của doanh nghiệp tác động đồng biến đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp, nhưng ảnh hưởng của nó đến hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán của doanh nghiệp lại không rõ ràng.

6.2. Một số kiến nghị

Từ kết quả nghiên cứu ở trên, một số kiến nghị cho doanh nghiệp và nhà đầu tư được rút ra như sau:

6.2.1. Đối với doanh nghiệp

Các doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo cần nhận thức rằng cấu trúc vốn là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp này nên điều chỉnh tỉ lệ nợ bằng cách giảm tỷ lệ sử dụng vốn vay hay cụ thể là giảm việc sử dụng nợ ngắn hạn trong cấu trúc vốn của mình vì tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỉ lệ tổng nợ trên tổng tài sản và tỉ lệ tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu tăng sẽ làm giảm tỉ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản cũng như tỉ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Giảm tỉ lệ nợ ngắn hạn cũng giúp các doanh nghiệp gia tăng hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường. Thay vào đó, các doanh nghiệp ngành này nên tiếp cận nguồn vốn dài hạn vì nó không tác động nghịch biến đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán của doanh nghiệp, mà lại tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp. Không những vậy, các doanh nghiệp ngành này cũng cần tận dụng tốt hơn nữa lợi thế theo quy mô của doanh nghiệp để hướng đến hiệu quả hoạt

động theo sổ sách kế toán. Ngoài ra, việc đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu cũng cần được chú trọng để góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động.

6.2.2. Đối với nhà đầu tư

Những nhà đầu tư quan tâm đến tỉ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản và tỉ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo không nên đầu tư vào các doanh nghiệp có tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỉ lệ tổng nợ trên tổng tài sản và tỉ lệ tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu cao mà nên lựa chọn đầu tư vào những doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao.

Mặt khác, những nhà đầu tư quan tâm đến hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường của doanh nghiệp nên lựa chọn đầu tư vào các doanh nghiệp sử dụng có hiệu quả nợ dài hạn hơn là sử dụng nhiều nợ ngắn hạn. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp có quy mô lớn cũng đáng được cân nhắc khi lựa chọn đầu tư.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Abdel Shahid, S., "Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from The Egyptian Stock Market", Working Paper, 2003.
- [2] Damodar N.Gujarati, *Kinh tế lượng cơ sở*, Chương 16: Các mô hình hồi quy dữ liệu bảng, Chương trình giảng dạy Kinh tế Fulbright, Phương pháp nghiên cứu II, Bài đọc, 2011.
- [3] Nguyễn Minh Kiều, *Phân tích Tài chính*, Bài 13: Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn của công ty, Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright, 2007.
- [4] Abor, J., "The Effect of Capital Structure on Profitability: Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana", *Journal of Risk Finance*, 6(5), Emerald Group Publishing Limited, 2005, 438-45.
- [5] Abdul, G. K., "The Relationship of Capital Structure Decisions with Firm Performance: A Study of the Engineering Sector of Pakistan", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(1), Macrothink Institute, 2012, 2162-3082.
- [6] Christopher Nell, Stefan Zimmermann, Summary based on Chapter 12 of Baltagi: Panel Unit Root Tests, 2011, 1-7.
- [7] Daniel Hoehle, "Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence", *The Stata Journal*, 7(3), 2007, 281-312.
- [8] Đoàn Ngọc Phúc, "Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam", *Những vấn đề Kinh tế và Chính trị thế giới*, 7(219), 2014, 72-80.
- [9] Huỳnh Anh Kiệt, "Capital structure and firm performance: case study: listed companies in hochiminh stock exchange", Master thesis, 2010.
- [10] Jensen, M. C., & Meckling, W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, 305-360.
- [11] Myers, S.C. & Majluf, N.S., "Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have", *Journal of Finance and Economics*, 13, 1984, 187-221.
- [12] Nguyễn Văn Duy, Đào Trung Kiên, Nguyễn Thị Hằng, Đào Thị Hương, "Ảnh hưởng của cấu trúc vốn, quy mô, tăng trưởng doanh thu tới hiệu quả hoạt động các công ty Thủy sản niêm yết trên TTCK Việt Nam", *Hội thảo quốc tế cùng doanh nghiệp Vượt qua thử thách - Quản lý đổi mới và sáng tạo trong doanh nghiệp vừa và nhỏ*, 2014, 1-5.
- [13] Trần Hùng Sơn and Trần Viết Hoàng, "Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP.HCM", *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 2008, 218.
- [14] Zeitun & Tian, "Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), 2007, 40-61.
- [15] <http://hsx.vn/>
- [16] <http://www.gso.gov.vn/>
- [17] <http://www.stata.com/>
- [18] <http://www.cophieu68.vn>