

# Tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội

NCS. ĐẶNG TÀI AN TRANG - ThS. PHẠM TIẾN DŨNG

*Cấu trúc vốn trong lĩnh vực tài chính công ty là một trong những chủ đề phức tạp và gây nhiều tranh cãi trên thế giới, đặc biệt là vấn đề về tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động (performance) và giá trị công ty. Tại Việt Nam, một trong những bước tiến quan trọng trong tự do hóa tài chính và phát triển hệ thống tài chính đó là sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam, tháng 7/2000. Trên thế giới đã có nhiều bài viết, công trình nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn của công ty với giá trị công ty hoặc hoạt động của công ty tại nhiều nước mới nổi nhưng kết quả nghiên cứu không nhất quán. Bài viết này sẽ xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới hoạt động của công ty niêm yết, đồng thời xem xét ảnh hưởng của các yếu tố cơ hội tăng trưởng, quy mô công ty, vòng quay tổng tài sản và biến động kinh tế vĩ mô tới hoạt động của công ty niêm yết. Kết quả thực nghiệm của nghiên cứu này dựa trên 174 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) giai đoạn 2008- 2014 đã cho thấy: (1) Cấu trúc vốn có ảnh hưởng tới hoạt động và giá trị của công ty; (2) tỷ lệ nợ có quan hệ thuận chiều với ROE và MBVE2, trong khi đó tỷ lệ nợ có mối quan hệ ngược chiều với ROA và tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu (gross margin-GM); (3) cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng dương tới khả năng sinh lời (ROE, ROA) nhưng ảnh hưởng âm tới GM và MBVE; (4) quy mô công ty có mối quan hệ ngược chiều với ROE, ROA nhưng có quan hệ thuận chiều đối với GM và MBVE; (5) vòng quay tổng tài sản có tác động tích cực tới hoạt động của công ty; (6) biến động kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty.*

<sup>2</sup> MBVE là hệ số giữa Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với Nợ theo giá trị sổ sách trên Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu.

## 1. Phần mở đầu

Phân tích lý thuyết đầu tiên về cấu trúc vốn được Modigliani và Miller (MM) đưa ra năm 1958. MM chỉ ra về mặt lý thuyết rằng, việc lựa chọn cấu trúc vốn gồm nợ/vốn chủ sở hữu không có tác động tới giá trị doanh nghiệp (MM1) trong điều kiện thị trường hoàn hảo, không có thuế, kỳ vọng thuần nhất giữa các nhà đầu tư, không có chi phí giao dịch. Những phân tích và giả định của MM tạo ra nền tảng cho hầu hết các phân tích về quyết định cấu trúc vốn sau này. Tuy nhiên, các giả định quá chặt trên không đúng trong thực tế, do vậy đã có nhiều nhà nghiên cứu đưa thêm các giả định hợp lý trên thực tế và chỉ ra rằng cấu trúc vốn có ảnh hưởng tới hoạt động và giá trị của công ty như Jensen và Meckling (1976). Với việc đưa ra khái niệm chi phí đại diện (Agency cost), Jensen và Meckling lập luận rằng tỷ lệ đòn bẩy (tỷ lệ nợ) có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ này đưa ra các kết quả trái chiều. Các tác giả như Taub (1975), Roden và Lewellen (1995), Champion (1999), Ghosh và cộng sự (2000), Hadlock và James (2002) cho



thấy tương quan dương giữa tỷ lệ đòn bẩy và hoạt động của công ty. Một số tác giả khác như Fama và French (1998), Gleason và cộng sự (2000), Simerly và Li (2000) lại chỉ ra mối quan hệ âm giữa tỷ lệ đòn bẩy và hoạt động của công ty.

Theo lý thuyết đánh đổi, cấu trúc vốn tối ưu được xác định dựa trên cơ sở cân bằng giữa các lợi ích và chi phí liên quan đến vốn vay. Hàm ý quan trọng nhất của lý thuyết đánh đổi đó là các công ty có lợi nhuận sẽ sử dụng nhiều nợ hơn vì họ ít có khả năng bị phá sản và do vậy có lợi nhiều từ những lợi ích của thuế. Do vậy, lý thuyết này kỳ vọng mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ và hoạt động của công ty (ví dụ như khả năng sinh lời). Nhiều nghiên cứu đã ủng hộ giả thuyết này như Taub (1975), Roden và Lewellen (1995), Champion (1999), Berger và Bonaccorsi di Patti (2006). Lý thuyết thứ tự ưu tiên do Myers và Majluf (1984) đề xuất cho rằng, do vấn đề thông tin bất đối xứng giữa ban giám đốc công ty và các cổ đông về cơ hội đầu tư nên thị trường sẽ định giá thấp đối với cổ phiếu mới phát hành so với giá trị định giá khi có thông tin về cơ hội đầu tư của công ty được công bố. Cổ phiếu mới phát hành sẽ gây thiệt hại cho cổ đông hiện tại do việc chuyển các giá trị từ cổ đông hiện tại sang cho các cổ đông mới. Do vậy, ban giám đốc công ty sẽ thích tài trợ vốn bằng nguồn nội bộ trước, sau đó đến nguồn bên ngoài là nợ vay và cuối cùng là cổ phiếu. Các công ty có lợi nhuận cao sẽ được kỳ vọng dùng ít nợ vay trong cấu

trúc vốn. Vì vậy, sẽ kỳ vọng mối quan hệ âm giữa tỷ lệ nợ và hoạt động của công ty. Cũng có nhiều nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ quan điểm này như Kester (1986), Rajan và Zingales (1995), Graham (2000), Fama và French (2002). Như vậy có thể thấy, trên cơ sở lý thuyết gốc của Modigliani và Miller đề xuất năm 1958 trong môi trường thị trường tài chính hoàn hảo, cấu trúc vốn không có ảnh hưởng tới hoạt động hay giá trị của công ty. Tuy nhiên, khi tính tới các vấn đề về thuế, chi phí phá sản, chi phí đại diện... thì ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới giá trị hay hoạt động của công ty có sự khác nhau.

Các nghiên cứu thực nghiệm khác tại các nước phát triển cũng như đang phát triển cũng không đưa ra được những kết luận nhất quán để có thể ủng hộ hay phản bác được các lý thuyết trên. Điều này có thể liên quan tới mức độ hoàn hảo hay phát triển tại mỗi thị trường tài chính được nghiên cứu. Ví dụ như nghiên cứu của Amarjit, G., Nahum, B., and Neil, M., (2011) về ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới khả năng sinh lời tại Mỹ cho thấy có mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và khả năng sinh lời; giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản với khả năng sinh lời trong ngành dịch vụ. Đối với lĩnh vực công nghiệp, có mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và khả năng sinh lời; giữa tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản và khả năng sinh lời; giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và khả năng sinh lời. Như vậy trong lĩnh vực dịch vụ đã không thấy mối quan hệ có ý nghĩa giữa tỷ

lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản và khả năng sinh lời. Mendell, Sydor, và Mishra (2006) phân tích các doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ giai đoạn 1994- 2003 đã nhận thấy mối tương quan âm giữa khả năng sinh lời và nợ. Wald (1999) sử dụng phân tích hồi quy với 3.300 công ty tại Mỹ đã cho thấy mối tương quan âm giữa đòn bẩy tài chính với khả năng sinh lời. Tương tự như vậy, Mendell, Sydor, và Mishra (2006) qua nghiên cứu dữ liệu chéo (cross section) đối với các công ty trong ngành lâm sản tại Mỹ giai đoạn 1994- 2003 cũng cho thấy mối quan hệ âm giữa khả năng sinh lời và nợ. Nghiên cứu của Chiang, Chan, và Hui (2002) tại Hong Kong qua phân tích hồi quy cũng cho thấy cấu trúc vốn và khả năng sinh lời có tương quan với nhau. Gill, A., Biger, N., và Mathur, N. (2011) đã đi đến kết luận có mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản với khả năng sinh lời; giữa tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản với khả năng sinh lời; giữa tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản với khả năng sinh lời trong lĩnh vực công nghiệp trên cơ sở nghiên cứu các công ty niêm yết trên SGDCK New York. Tại các nước đang phát triển, ví dụ như theo nghiên cứu của Ibrahim El-Sayed Ebaid (2009) dựa trên cơ sở các công ty niêm yết tại Ai Cập và sử dụng các thước đo kế toán (ROA, ROE, GM (gross margin: lợi nhuận gộp biên)) đã có kết luận rằng cấu trúc vốn có tác động ngược chiều tới hoạt động của công ty (theo thước đo ROA). Tuy nhiên, cấu trúc vốn lại không có tác động tới hoạt động của công ty theo



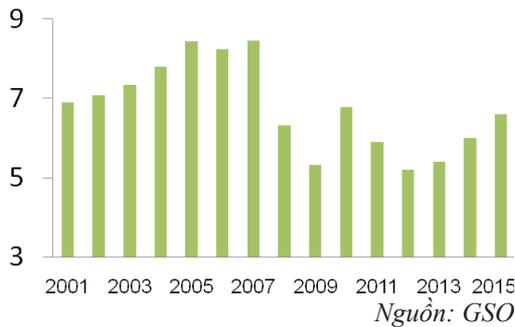
thước đo ROE hay GM. Kết quả này đưa tới kết luận rằng cấu trúc vốn nhìn chung có tác động yếu tới kết quả tài chính của các công ty niêm yết. Trong khi đó nghiên cứu các công ty niêm yết tại Ghana của Abor, J., (2005) trên cơ sở mẫu 22 công ty niêm yết tại Ghana giai đoạn 1998- 2002 cho thấy, mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn và ROE và như vậy các công ty có lợi nhuận sẽ sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn để tài trợ hoạt động; có mối quan hệ âm giữa tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản với ROE; mối tương quan dương giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản với ROE và điều này cho thấy, các công ty có lợi nhuận sẽ sử dụng nhiều nợ hơn để tài trợ hoạt động. Ngoài ra, Abor cũng phát hiện ra mối quan hệ dương giữa quy mô công ty và khả năng sinh lời; giữa tăng trưởng doanh thu và khả năng sinh lời. Nawaz, A. và cộng sự (2011) khi nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hoạt động công ty trong ngành dệt may tại Pakistan đã nhận thấy tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu có tác động dương tới tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản và tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Bhayani, J.S., (2009) khi nghiên cứu tác động của cấu trúc tài vốn tới chi phí vốn và định giá công ty trong ngành xi măng tại Ấn Độ đã cho thấy không có tác động của cấu trúc vốn tới chi phí vốn (hay giá trị công ty). Lasher (2003) khẳng định rằng nợ tăng sẽ giúp lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tăng. De Wet (2006) cũng chứng minh rằng, giá trị công ty

sẽ tăng khi công ty dịch chuyển dần đến mức đòn bẩy tối ưu. Fama và French (2002) cũng chỉ ra rằng có mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ và khả năng sinh lời của công ty. Cheng, M.C. và Tzeng, Z.C. (2009) sử dụng biến giả bình phương nhỏ nhất (LSDV) để kiểm định ảnh hưởng của đòn bẩy tới giá trị công ty và sử dụng các biến điều kiện ảnh hưởng tới mối quan hệ này đã cho thấy giá trị của công ty sử dụng đòn bẩy lớn hơn so với công ty không sử dụng đòn bẩy nếu không xét tới xác suất phá sản. Ngoài ra, nếu đồng thời xem xét tới lợi ích và chi phí của nợ thì đòn bẩy tài chính có mối quan hệ dương với giá trị công ty trước khi đạt đến cấu trúc vốn tối ưu. Nghiên cứu cũng cho thấy tác động tích cực của đòn bẩy tới giá trị công ty có xu hướng mạnh hơn khi chất lượng tài chính công ty tốt hơn. Như vậy có thể thấy, không thể có công thức chung về cấu trúc vốn tối ưu cho các thị trường và tác động của cấu trúc vốn tới giá trị hay hoạt động của công ty cũng có sự khác nhau. Do vậy, tác động cụ thể chỉ có thể được nghiên cứu theo các trường hợp cụ thể. Những kết quả nghiên cứu trong trường hợp cụ thể sẽ góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho các lý thuyết, đồng thời cũng sẽ gợi mở ra các hướng chính sách nhằm tháo gỡ các rào cản, giảm thiểu các chi phí giao dịch, chi phí thông tin, chi phí đại diện... để các công ty có thể tìm/xây dựng được cấu trúc vốn tối ưu. Tại Việt Nam cho đến nay, mặc

dù đã có các công trình nghiên cứu về liên quan đến cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động; tuy nhiên các nghiên cứu này nhằm vào 2 hướng: Các yếu tố tác động tới cấu trúc vốn của doanh nghiệp như Khoi Nguyen và Ramachandran (2006) nghiên cứu về các yếu tố tác động tới cấu trúc vốn của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam hay Nguyen Xuan Thang (2010) nghiên cứu về các yếu tố tác động tới cấu trúc vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam, hoặc tác động của cấu trúc sở hữu (sở hữu Nhà nước, nước ngoài) tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (qua chỉ số ROE) như nghiên cứu của Pham Quoc Viet (2008). Nghiên cứu của Trần Thị Thanh Tú (2010) về tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời đối với các công ty niêm yết trên SGDK Hà Nội giai đoạn 2005- 2008 đã cho thấy mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ với khả năng sinh lời (ROE). Tuy nhiên, nghiên cứu chưa đánh giá thêm các thước đo về giá trị thị trường, ảnh hưởng của các yếu tố như quy mô công ty, cơ hội tăng trưởng, điều kiện môi trường kinh tế vĩ mô. Bài viết sẽ trả lời các câu hỏi nghiên cứu sau: (1) Cấu trúc vốn thực sự có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty? (2) Tỷ lệ nợ tăng sẽ làm giảm khả năng sinh lời của công ty? (3) Cơ hội tăng trưởng sẽ làm tăng hoạt động của công ty? (4) Quy mô công ty sẽ có ảnh hưởng thuận chiều tới hoạt động của công ty? (5) Vòng quay tổng tài sản có ảnh hưởng tới kết quả hoạt động của công



**Biểu đồ 1. Tốc độ tăng trưởng GDP (%)**



kích thích kinh tế của Chính phủ như hỗ trợ lãi suất 4%, giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp, 50% thuế VAT, kích đầu tư nên nền kinh tế khả quan hơn. Tuy nhiên, 2 năm sau đó, khủng hoảng nợ công châu Âu và kinh tế toàn cầu khó khăn

ty? (6) Biến động kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty?

**2. Kinh tế vĩ mô, hoạt động thị trường chứng khoán và các doanh nghiệp niêm yết trên HNX**

**2.1. Bối cảnh kinh tế vĩ mô**

Trong 10 năm qua, tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân của Việt Nam đạt 6,4%, thuộc nhóm 3 nước đứng đầu Châu Á và tăng trưởng liên tục cao thứ 2 thế giới trong suốt 20 năm qua. Sau tác động của khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008, tốc độ tăng trưởng có giảm sút so với thời kỳ trước và bất ổn kinh tế vĩ mô gia tăng. Vào năm 2009, nhờ gói

khiến kinh tế trong nước cũng chịu tác động và gặp nhiều khó khăn, bất ổn. Trước bối cảnh đó vào đầu năm 2011, Chính phủ đã ban hành và triển khai Nghị quyết 11 về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội.

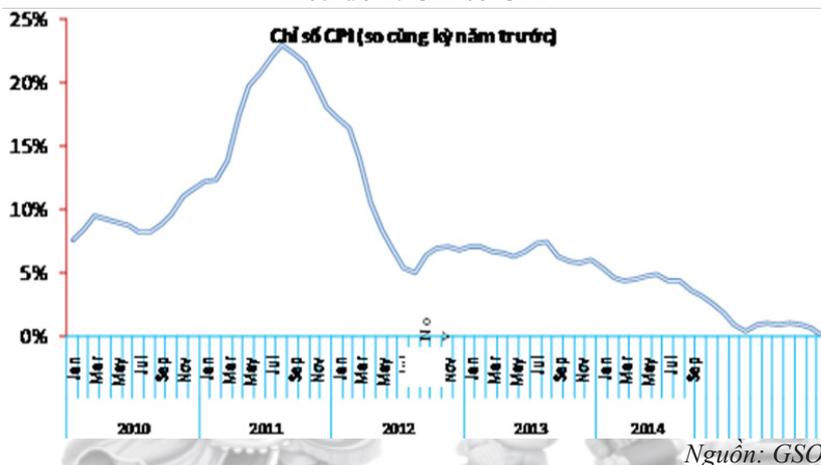
Từ năm 2012 đến nay, kinh tế vĩ mô đã có sự ổn định trở lại, lạm phát đã được kiểm soát ở mức thấp. Trong 9 tháng đầu năm 2015, chỉ số CPI chỉ tăng 0,75% so với cùng kỳ năm 2014. Lạm phát cơ bản ở mức 2,15% so với cùng kỳ 2014. Tăng trưởng liên tục phục hồi từ 5,03% (năm 2012); 5,42% (năm 2013); 5,98% (năm 2014) lên mức ước tính 6,5% năm 2015 và mục tiêu 6,7%

trong năm 2016. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất giảm dần, tỷ giá duy trì tương đối ổn định, dự trữ ngoại hối đạt mức 12 tuần nhập khẩu, tăng trưởng tín dụng khả quan hơn, 9 tháng 2015 đạt 10,8%.

**2.2. Hoạt động thị trường chứng khoán và các doanh nghiệp niêm yết trên HNX**

Sau khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO vào đầu năm 2007, cùng với điều kiện kinh tế vĩ mô thuận lợi (tăng trưởng đạt 8,46%) và tăng trưởng tín dụng cao (54%), TTCK Việt Nam nói chung đã tăng nóng. Tuy nhiên sau đó vào năm 2008, do tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, lạm phát cao ở mức 19,9%, tỷ giá tăng 5,4%, dự trữ ngoại hối bắt đầu giảm, nhà đầu tư nước ngoài rút khoảng 1,8 tỷ USD, chỉ số HNX-Index giảm 77% từ mức 459,63 điểm (17/3/2007) xuống 105,5 điểm (29/12/2008). Thị trường HNX có sự phục hồi vào năm 2009 nhờ vào các giải pháp kích thích kinh tế của Chính phủ, tuy nhiên lại sụt giảm và khó khăn vào các năm 2010- 2011 do tác động của khủng hoảng nợ Châu Âu và kinh tế toàn cầu suy thoái. Kể từ năm 2012 trở lại đây mặc dù chưa lấy lại được mốc trước đây nhưng diễn biến thị trường ổn định hơn, giá trị giao dịch tăng cao. Nhìn chung, các doanh nghiệp niêm yết trên HNX là các doanh nghiệp quy mô vừa, trong đó nhiều doanh nghiệp xuất phát từ doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa. Các tiêu chuẩn vốn điều lệ của các doanh nghiệp niêm yết

**Biểu đồ 2. Chỉ số CPI**

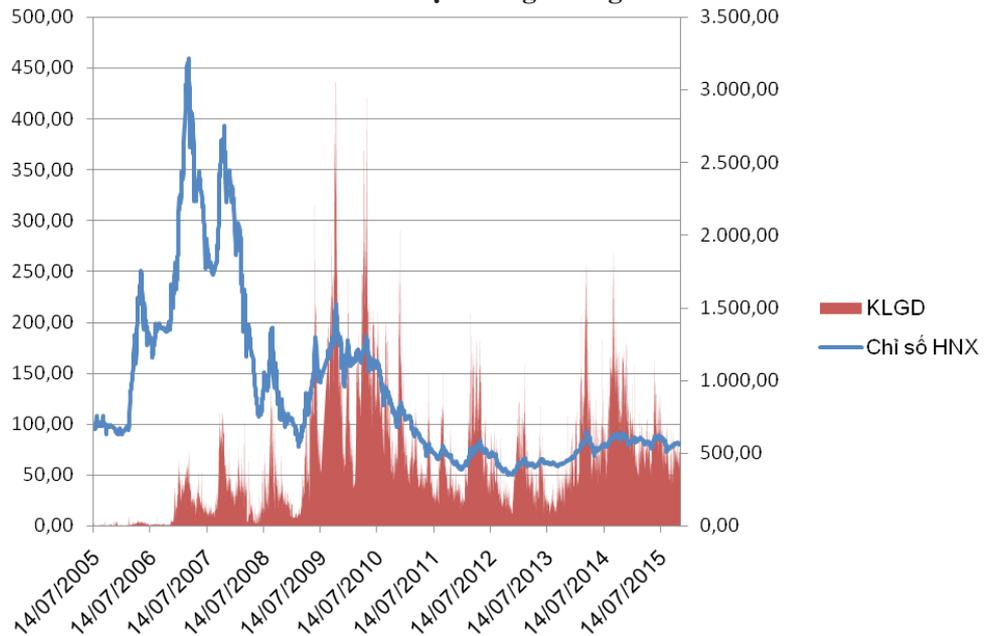




trên HNX trước năm 2011 là từ 10 tỷ đồng và sau năm 2011 là từ 30 tỷ đồng trở lên. Biểu đồ 4 phản ánh kết quả hoạt động của các công ty niêm yết trên HNX qua chỉ số ROE, ROA từ dữ liệu nghiên cứu. Diễn biến các chỉ số cho thấy các công ty có kết quả kinh doanh cao trong giai đoạn trước năm 2011, đây cũng là giai đoạn mặc dù chịu tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu, bất ổn kinh tế như lạm phát cao nhưng nhờ các gói hỗ trợ, tăng trưởng tín dụng cao nên kết quả kinh doanh của các công ty cao. Mặc dù vậy, tỷ lệ nợ bình quân của các công ty lại được duy trì khá ổn định qua các năm, duy trì ở mức khoảng 53%.

**3. Mô hình và kết quả thực nghiệm**

**Biểu đồ 3. Diễn biến thị trường chứng khoán trên HNX**



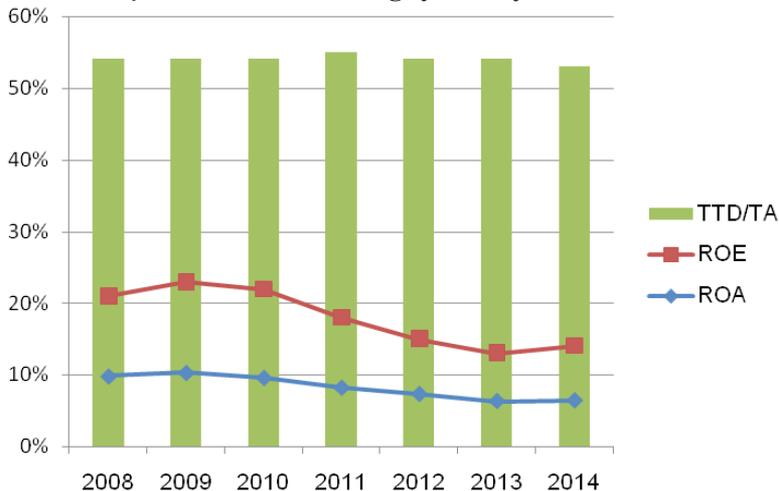
Nguồn: HNX

**3.1. Xây dựng và lựa chọn mô hình**

Để đánh giá tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên HNX, tác giả sử dụng các chỉ tiêu hoạt động bao gồm: (i) Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE); (ii) tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu (GM); (iii) tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA).

Chỉ tiêu hoạt động theo giá trị thị trường gồm giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng nợ theo giá trị sổ sách trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVE). Chỉ tiêu cấu trúc vốn là tỷ lệ nợ được tính bằng tổng nợ/tổng tài sản. Để đánh giá tác động của quy mô công ty, vòng quay tổng tài sản, và cơ hội tăng trưởng đến hoạt động của công ty, tác giả sử dụng các chỉ tiêu lần lượt là (i) Quy mô công ty (firm size) là loga tổng tài sản của công ty (SIZE); (ii) Vòng quay tài sản (Doanh thu/tổng tài sản: TURN); (iii) Cơ hội tăng trưởng (GROW), đo bằng thay đổi loga doanh thu. Để đánh giá ảnh hưởng của biến động kinh tế vĩ mô tới hoạt động công ty, tác giả sử dụng biến giả (D\_Year), trong đó D\_Year = 0: thời kỳ từ năm 2008- 2011; D\_Year =1: thời kỳ từ năm 2012 đến 2014. Tổng hợp các biến sử dụng trong mô hình được trình bày tại Bảng 1. Các mô hình được sử dụng có

**Biểu đồ 4. Một số chỉ tiêu của công ty niêm yết trên HNX**



Nguồn: Tính toán từ dữ liệu Stoxplus



dạng như sau:

Mô hình 1:

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 TTDTA_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TURN_{it} + \alpha_4 GROW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 TTDTA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TURN_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$GM = \theta_0 + \theta_1 TTDTA_{it} + \theta_2 SIZE_{it} + \theta_3 TURN_{it} + \theta_4 GROW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$MBVE = \gamma_0 + \gamma_1 TTDTA_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 TURN_{it} + \gamma_4 GROW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Mô hình 2 (thêm biến giả theo năm D\_Year):

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 TTDTA_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TURN_{it} + \alpha_4 GROW_{it} + \alpha_5 D\_Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 TTDTA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TURN_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 D\_Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$GM = \theta_0 + \theta_1 TTDTA_{it} + \theta_2 SIZE_{it} + \theta_3 TURN_{it} + \theta_4 GROW_{it} + \theta_5 D\_Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$MBVE = \gamma_0 + \gamma_1 TTDTA_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 TURN_{it} + \gamma_4 GROW_{it} + \gamma_5 D\_Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Bảng 2 trình bày kỳ vọng về mối quan hệ giữa các biến trong mô hình được sử dụng.

### 3.2. Các giả thuyết nghiên cứu

Như đã trình bày ở trên, mặc dù không có kết luận nhất quán về tác động ngược chiều hay thuận chiều của cấu trúc vốn tới hoạt động của các công ty tại các nước đang phát triển nhưng các nghiên cứu đều cho thấy cấu trúc vốn có tác động tới hoạt động của công ty dựa trên các thước đo về khả năng sinh lời và giá trị công ty.

*Giả thuyết H<sub>1</sub>*: Cấu trúc vốn có mối quan hệ với hoạt động.

Lý thuyết đánh đổi kỳ vọng mối quan hệ dương giữa tỷ lệ nợ và

**Bảng 1. Các biến được sử dụng**

Ký hiệu	Định nghĩa các biến
ROE	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu
ROA	Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản
GM	Tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu
MBVE	Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng nợ theo giá trị sổ sách trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu
TTDTA	Tỷ lệ nợ được sử dụng là tổng nợ/tổng tài sản
SIZE	Loga tổng tài sản của công ty
TURN	Vòng quay tài sản (Doanh thu/Tổng tài sản)
GROW	Cơ hội tăng trưởng, đo bằng thay đổi loga doanh thu
D_Year	D_Year = 0: Thời kỳ từ năm 2008- 2011 D_Year = 1: Thời kỳ từ năm 2012 đến 2014

hoạt động của công ty, trong khi đó lý thuyết thứ tự ưu tiên lại kỳ vọng mối quan hệ âm.

*Giả thuyết H<sub>2</sub>*: Tỷ lệ nợ tăng sẽ làm tăng khả năng sinh lời của công ty.

Lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm cho thấy cơ hội tăng trưởng là yếu tố quan trọng quyết định hoạt động của doanh nghiệp. Zeitun và Tian (2007) cho rằng cơ hội tăng trưởng sẽ mang lại khả năng sinh lời cho doanh nghiệp. Do vậy, chúng ta kỳ vọng cơ hội tăng trưởng sẽ tác động dương tới hoạt động của công ty.

*Giả thuyết H<sub>3</sub>*: Cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng dương tới hoạt động của công ty.

Quy mô công ty là yếu tố quan trọng quyết định khả năng sinh lời của công ty. Theo Penrose (1959) thì các công ty càng lớn sẽ càng được càng được hưởng lợi từ lợi thế nhờ quy mô. Trong khi đó theo Shepherd (1989) thì các công ty lớn có thể gia tăng sức mạnh thị trường nhờ vào việc sử dụng đòn bẩy, do đó sẽ tăng khả năng sinh lời.

*Giả thuyết H<sub>4</sub>*: Quy mô công ty sẽ có tác động tới hoạt động.

Hiệu quả hoạt động quản lý,

**Bảng 2. Kỳ vọng về mối quan hệ giữa các biến giải thích và các biến phụ thuộc**

Biến độc lập	Biến phụ thuộc			
	ROE	ROA	GM	MBVE
TTDTA	+/-	+/-	+/-	+/-
SIZE	+	+	+	+
TURN	+	+	+	+
GROW	+	+	+	+
D_Year	+/-	+/-	+/-	+/-

điều hành doanh nghiệp được đo lường bằng cách thức nguồn lực tài sản của công ty được sử dụng để mang lại lợi nhuận cho công ty. Thước đo vòng quay tổng tài sản có thể được sử dụng để đo lường hiệu quả quản lý và được kỳ vọng sẽ có tác động dương đối với hoạt động của công ty.

*Giả thuyết H<sub>5</sub>*: Vòng quay tổng tài sản có tác động dương đối với kết quả hoạt động của công ty.

Các biến động kinh tế vĩ mô được coi là yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới tình hình hoạt động của công ty và giá trị của công ty. Điều kiện kinh tế vĩ mô thuận lợi sẽ ảnh hưởng tích cực tới hoạt động và giá trị của công ty. Trong khi đó điều kiện kinh tế vĩ mô không thuận lợi sẽ ảnh hưởng theo hướng ngược lại.

*Giả thuyết H<sub>6</sub>*: Biến động kinh



tế vĩ mô có tác động âm tới hoạt động của công ty.

**3.3. Mẫu nghiên cứu**

Phạm vi nghiên cứu gồm 174 công ty niêm yết trên HNX trong giai đoạn năm 2008 đến 2014 với quy mô vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng đến 4.417 tỷ đồng. Các công ty được lựa chọn không thuộc nhóm tài chính, ngân hàng, bất động sản. Dữ liệu thứ cấp trên cơ sở báo cáo tài chính được kiểm toán công bố hàng năm của các công ty niêm yết.

Bảng 4 dưới đây thể hiện kết quả phân tích thống kê mô tả. Kết quả cho thấy các chỉ số ROE, GM, ROA bình quân lần lượt là 17,9%, 18,6% và 8,3%. Điều này cho thấy các công ty niêm yết trên HNX có kết quả hoạt động khá tốt. Tỷ lệ nợ/tổng tài sản của các công ty niêm yết trên HNX là 53,8%, như vậy bình quân tài sản của các công ty niêm yết trên HNX được tài trợ bởi nợ ở mức độ trung bình.

Trên cơ sở kiểm định Hausman đối với 2 phương pháp hồi quy cố định (fixed-effect) và hồi quy

**Bảng 3. Phân nhóm số lượng công ty theo ngành**

Ngành	Số lượng công ty
Dầu khí	1
Nguyên vật liệu	23
Công nghiệp	92
Hàng tiêu dùng	20
Dược phẩm và y tế	5
Dịch vụ tiêu dùng	24
Tiện ích cộng đồng	6
Công nghệ thông tin	3
Tổng	174

**Bảng 4. Chỉ tiêu thống kê mẫu nghiên cứu**

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROE	.179	.125	0	1.2
GM	.186	.123	.01	1.15
ROA	.083	.077	0	.75
MBVE	3.114	2.069	.52	15.4
TTDTA	.538	.219	.03	.93
SIZE	2.614	1.247	23.2	31.09
TURN	1.557	1.159	.03	10.96
GROW	2.631	1.310	22.64	30.34

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu Stoxplus

ngẫu nhiên (random effect), kết quả cho thấy đối với mô hình có biến phụ thuộc là ROE, ROA, GM thì giá trị P-value = 0,000 < 0,05 nên dùng hồi quy cố định.

**Bảng 5. Kết quả ước lượng phương trình 1 và 2**

Phương trình 1			Phương trình 2		
	Fixed- Effect	Random-Effect		Fixed- Effect	Random-Effect
ROE			ROA		
TTDTA	0.182 (4.66)***	.0291815 (1.07)	TTDTA	-.0514336 (-2.74)***	-.1351869 (-9.46)
SIZE	-0.093 (-5.82)***	-.0403808 (-3.41)***	SIZE	-.0319462 (-4.19)***	-.0106558 (-1.76)*
TURN	0.049 (5.60)***	.0223507 (3.23)***	TURN	.0306269 (7.27)***	.0183029 (5.18)***
GROW	0.033 (2.48)***	.0342572 (3.07)***	GROW	.0089674 (1.38)	.0058158 (1.03)
R- square	0.0240	0.0636		0.1601	0.2923
Số quan sát	1211	1211		1211	1211

Chú ý: (i) Thống kê t-statistics trong ngoặc; (ii) \*\*\* ý nghĩa ở mức 1%, \*\* ý nghĩa ở mức 5%, và \* ý nghĩa ở mức 10%

Đối với mô hình có biến phụ thuộc là MBVE thì P-value = 0,4603, không ý nghĩa ở mức 5% nên không có sự khác biệt giữa 2 phương pháp. Do vậy, kết quả từ phương pháp fixed effect sẽ được sử dụng để phân tích.

**3.4. Kết quả mô hình thực nghiệm**

Về giả thuyết H<sub>1</sub>: Kết quả mô hình tại các Bảng 5 cho thấy tỷ

lệ nợ đều có mối quan hệ với hoạt động của công ty với các thước đo ROA, ROE, GM, MBVE ở mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy cấu trúc vốn có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty.

Về giả thuyết H<sub>2</sub>: Kết quả ước lượng phương trình (1) tại Bảng 5 cho thấy tỷ lệ nợ có mối quan hệ dương với tỷ

suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu với mức ý nghĩa 1%. Điều này có nghĩa là nếu các công ty tăng tỷ lệ nợ sẽ giúp tăng khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu. Kết quả này cũng ủng hộ kết quả nghiên cứu của Lasher (2003); Abor, J., (2005); Amarjit, G., Nahum, B., và Neil, M., (2011); Nawaz, A. và cộng sự (2011). Kết quả này cũng hàm ý mức độ rủi ro về đòn bẩy nợ của các công ty niêm yết trên HNX chưa lớn đến ngưỡng mà khi tăng tỷ lệ nợ sẽ khiến các chi phí rủi ro tài chính lớn đến mức làm sụt giảm khả năng sinh lời. Điều này cũng phù hợp với phân tích mô tả ở trên cho thấy tỷ lệ nợ bình quân các công ty niêm yết trên HNX



**Bảng 6. Kết quả ước lượng phương trình 3 và 4**

Phương trình 3			Phương trình 4		
GM	Fixed- Effect	Random- Effect	MBVE	Fixed- Effect	Random- Effect
TTDTA	-.0889933 (-4.37)***	-.1327336 (-7.28)***	TTDTA	6.140097 (20.77)***	6.140615 (22.85)***
SIZE	.0632174 (7.65)***	.0724575 (9.71)***	SIZE	.4469372 (3.72)***	.4021518 (3.67)***
TURN	.0152306 (3.34)***	.012605 (2.96)***	TURN	.0260731 (0.39)	.0298006 (0.48)
GROW	-.0670159 (-9.54)***	-.0758834 (-11.37)***	GROW	-.4550236 (-4.46)***	-.4004625 (-4.12)***
R- square	0.3697	0.3834		0.4361	0.4392
Số quan sát	1211	1211		1211	1211

Chú ý: (i) Thống kê t-statistics trong ngoặc; (ii) \*\*\* ý nghĩa ở mức 1%, \*\* ý nghĩa ở mức 5%, và \* ý nghĩa ở mức 10%

**Bảng 7. Kết quả ước lượng phương trình 5 và 6**

Phương trình 5			Phương trình 6		
ROE	Fixed- Effect	Random- Effect	ROA	Fixed- Effect	Random- Effect
TTDTA	.0475418 (1.24)	-.0383891 (-1.45)	TTDTA	-.1059988 (-5.68)***	-.1666389 (-11.80)***
SIZE	-.0222077 (-1.39)	-.0207891 (-1.85)*	SIZE	-.00346 (-0.44)	-.0008581 (-0.15)
TURN	.0545872 (6.64)***	.0241857 (3.71)***	TURN	.0327942 (8.16)***	.0190991 (5.65)***
GROW	.0373903 (2.96)***	.0364055 (3.47)***	GROW	.0105438 (1.71)*	.0069892 (1.29)
D_Year	-.0760892 (-12.36)***	-.0773154 (-14.13)***	D_Year	-.0307555 (-10.22)***	-.0311978 (-11.43)***
R- square	0.1219	0.1668		0.2103	0.3496
Số quan sát	1211	1211		1211	1211

**Bảng 8. Kết quả ước lượng phương trình 7 và 8**

Phương trình 7			Phương trình 8		
GM	Fixed- Effect	Random- Effect	MBVE	Fixed- Effect	Random- Effect
TTDTA	-.1090606 (-5.16)***	-.1483258 (-7.88)***	TTDTA	5.962116 (19.36)***	5.99466 (21.52)***
SIZE	.0736938 (8.37)***	.0783734 (10.24)***	SIZE	.5398535 (4.20)***	.4603905 (4.06)***
TURN	.0160276 (3.52)***	.0129183 (3.05)***	TURN	.0331423 (0.50)	.0329394 (0.53)
GROW	-.0664361 (-9.50)***	-.0753407 (-11.34)***	GROW	-.4498818 (-4.42)***	-.3968992 (-4.09)***
D_Year	-.0113109 (-3.32)***	-.0104891 (-3.29)***	D_Year	-.1003185 (-2.02)**	-.0914209 (-1.97)**
R- square	0.3611	0.3909		0.4366	0.4396
Số quan sát	1211	1211		1211	1211

qua các năm chỉ ở quanh mức

53%. Như vậy có thể thấy, khả

năng huy động vốn qua TTCK góp phần tăng nguồn vốn chủ sở hữu đã giúp công ty niêm yết có cấu trúc vốn khá an toàn. Kết quả tại Bảng 5 cũng cho thấy tỷ lệ nợ có mối quan hệ ngược chiều với ROA, GM ở mức ý nghĩa 1%, nghĩa là khi tỷ lệ nợ của công ty tăng thì khả năng sinh lời trên tổng tài sản và tỷ lệ lợi nhuận biên sẽ giảm. Điều này là do khi công ty tăng đòn bẩy nợ để gia tăng hoạt động sẽ dẫn tới chi phí giá vốn hàng bán, chi phí vốn, chi phí hoạt động tăng khiến tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, tỷ suất lợi nhuận gộp biên giảm. Bảng 6 thể hiện kết quả ước lượng phương trình 4 cho thấy hệ số nợ tăng làm giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng nợ theo giá trị sổ sách trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVE). Hệ số ước phương trình 4 tại Bảng 6 cho thấy, giá trị thị trường có độ nhạy cảm khá cao với hệ số nợ so với giá trị dựa trên thước đo kế toán (ROE).

Về giả thuyết  $H_3$ : Kết quả ước lượng tại Bảng 5 và Bảng 6 cho thấy cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng dương tới khả năng sinh lời (ROE) nhưng ảnh hưởng âm tới tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu (GM) và MBVE. Điều này cho thấy tăng trưởng doanh thu sẽ góp phần tạo thêm lợi nhuận của doanh nghiệp và tác động dương tới ROE. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu có thể không bù đắp được tốc độ tăng chi phí giá vốn hàng bán dẫn tới GM sẽ giảm.

Về giả thuyết  $H_4$ : Kết quả thực nghiệm tại Bảng 5 và Bảng 6 cho thấy quy mô công ty có mối quan



hệ ngược chiều với biến đại diện là ROE, ROA. Tuy nhiên, quy mô công ty lại có ảnh hưởng thuận chiều đối với hoạt động của công ty với các biến đại diện là GM và MBVE ở mức ý nghĩa 1%. Như

vậy, trong mọi trường hợp, quy mô công ty là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới khả năng sinh lời và hoạt động của công ty. Điều này hàm ý rằng khi quy mô công ty càng lớn thì mặc dù tỷ suất lợi

nhuận gộp biên cũng như giá trị công ty theo giá trị thị trường tăng nhưng khả năng sinh lời (ROE, ROA) giảm, có thể do chi phí hoạt động tăng và hiệu quả điều hành

*xem tiếp trang 125*

### 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, Vol. 6, pp. 438-47.*
2. Berger, an and 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, Vol. 30, pp. 1065-1102.*
3. Cheng, Y., Liu, Y.P, and Chien, C.Y. 2010. *Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. African Journal of Business Management, Vol. 4(12), pp. 2500-2507.*
4. Harris, M. and A. Raviv. 1991. *The theory of capital structure. Journal of Finance, 46, 297-356.*
5. Hull, Robert M. 2007. *A Capital Structure Model, Investment Management & Financial Innovations, Vol.4, pp.8-24.*
6. Jensen, M.C. 1986. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review 76, 323-329.*
7. Jensen, M.C. and W.H. Meckling. 1976. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics 3:305-360.*
8. Barclay M. J. and Clifford W. Smith. 2005. *The capital structure puzzle: The Evidence Revisited. Journal of Applied Corporate Finance, Vol.17.*
9. Miller, M.H.. 1977. *Debt and taxes, Journal of Finance 32:261-276.*
10. Myers S., Majluf, N. 1984. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13 (1), 187-221.*
11. Myers, Stewart C. 2001. *Capital Structure. Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2 (Spring), pp. 81-102.*
12. Myers, S.C. 2003. *Financing of corporations, Handbook of the Economics of Finance, edited by Constantinides, G., M. Harris, and R. Stulz.*
13. Nguyen Xuan Thang. 2010. *The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Listed Firms on the Vietnamese Stock Exchange. SSRN.*
14. Pandey, I.M. 2004. *Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence from Malaysia. Asia Pacific Journal of Economics and Business, Vol.8, No.2.*
15. Rajan và Zingales. 1995. *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5. (Dec., 1995), pp. 1421-1460.*
16. Ross., S.A. 2005. *Capital Structure and the Cost of Capital. Journal of Applied Finance, Spring/Summer.*
17. Simerly, R. and Li, M. 2000. *Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test. Strategic Management Journal, 21, pp.31-49.*
18. Titman, S., Wessels, R. 1988. *The determinants of capital structure choice. Journal of Finance 43:1-19.*

### SUMMARY

#### The effect of capital structure on the performance of listed companies on Hanoi Stock Exchange

Capital structure in the corporate finance theory is among the puzzling and controversial subjects, especially regarding the effect of capital structure on company performance. In Vietnam, one of the important steps in financial liberalization and financial system development is the introduction of the Vietnam securities market on July 2000. There are a variety of papers about the relationship between capital structure and performance of company, but the conclusions are inconsistent. The purpose of this paper is to find out the effect of capital structure on company performance based on the sample of 174 listed companies on Hanoi Stock Exchange (HNX) in the period of 2008- 2014. The empirical findings from this research are as follows: (1) Capital structure has an effect on company performance significantly; (2) Debt ratio has a positive relationship with the return on equity (ROE) and the market cap plus debt over book value of equity (MBVE) but a negative relationship with return on asset (ROA) and gross margin; (3) growth opportunity has a positive effect on ROE, ROA but negative effect on GM, MBVE; (4) company size has an inverse relationship with ROE, ROA but direct relationship with GM and MBVE; (5) asset turnover has positive effect on profitability; (6) macroeconomics instability has significant effect on company performance.

### THÔNG TIN TÁC GIẢ

**Đặng Tài An Trang**, Thạc sỹ

Đơn vị công tác: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế- tài chính

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Kinh tế phát triển, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng

Email: dangtaian@gmail.com



đề cần được quan tâm đúng mức trong giai đoạn hiện nay ở Việt Nam. Hệ thống các giải pháp và lộ trình thực hiện phù hợp cần

được áp dụng để đảm bảo nâng cao hiệu quả huy động, sử dụng nguồn lực tài chính góp phần đổi mới căn bản và toàn diện GDĐH,

nâng cao năng lực hoạt động của các cơ sở GDĐH công lập Việt Nam, đáp ứng nhu cầu nhân lực của xã hội. ■

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Thông báo Kết luận 37/TB/TW ngày 26/5/2011 của Bộ Chính trị về Đề án “Đổi mới cơ chế hoạt động của các đơn vị sự nghiệp công lập, đẩy mạnh xã hội hóa một số loại hình dịch vụ sự nghiệp công”.
2. Công trình nghiên cứu về “Đổi mới cơ chế tài chính đối với các CSGDĐH công lập gắn với nâng cao chất lượng đào tạo, thực hiện mục tiêu công bằng và hiệu quả” của TS. Nguyễn Trường Giang, Vụ Hành chính sự nghiệp, Bộ Tài chính, năm 2011.
3. Tổng kết nghiên cứu phương hướng cải cách GDĐH ở Việt Nam, do nhóm đối thoại giáo dục trình bày tại thành phố Hồ Chí Minh ngày 28/5/2015.
4. “Financing Higher Education: Who Pays and Other Issues” (D. Bruce Johnstone, Distinguished Service Professor of Higher and Comparative Education Emeritus, University at Buffalo, The State University of New York).
5. State Higher Education Finance Fiscal Year 2013 (the State Higher Education Executive Officers Association (SHEEO), USA).
6. Equity, Assess and success in Higher Education, World bank, policy Brief, May 2014.

## SUMMARY

### The solutions for effective investment of financial resources on public universities

Efficient allocation and utility of resources in general and financial resources is extremely important condition for ensuring a well-designed higher education to fulfill the society expected goals. In recent years, Vietnam higher education has faced with financial problems in higher education institutions, public universities in particular. These issues need to be carefully analysed and thoroughly resolved. Within this article, the author focus on research to recommend solutions for financial resources and effective allocation to the quality improvement of Vietnam higher education in the current period.

## THÔNG TIN TÁC GIẢ

**Đào Ngọc Nam**, Thạc sĩ

Đơn vị công tác: Dự án Giáo dục trung học cơ sở khu vực khó khăn nhất, giai đoạn 2, Bộ Giáo dục và Đào tạo  
Lĩnh vực nghiên cứu chính: Phân tích tài chính

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Công nghiệp, Tạp chí Quản lý giáo dục

Email: dnnam@moet.edu.vn

## tiếp theo trang 102

giảm sút.

Về giả thuyết  $H_3$ : Kết quả ước lượng các phương trình điều ủng hộ giả định vòng quay tổng tài sản có tác động dương tới hoạt động của công ty. Điều này phù hợp với thực tế khi hiệu quả sử dụng và quản lý tài sản được nâng cao thì kết quả hoạt động cũng như giá trị công ty sẽ tăng.  
Về giả thuyết  $H_6$ : Khi xem xét ảnh hưởng của biến động kinh tế vĩ mô tới hoạt động của công ty, kết quả phương trình 5-8 đều cho thấy biến động kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty trên tất cả các chỉ tiêu hoạt động. Hệ số âm cho thấy ảnh hưởng tiêu

cực của khủng hoảng tài chính toàn cầu và biến động kinh tế vĩ mô trước năm 2011 tiếp tục cho đến nay với mức độ yếu dần.

## 4. Kết luận

Kết quả kiểm định mô hình về tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của các công ty niêm yết trên HNX đã bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm cho các lý thuyết cấu trúc vốn, theo đó đã cho thấy cấu trúc vốn thực sự có ảnh hưởng tới hoạt động của các công ty, tuy nhiên theo các chiều hướng khác nhau tùy theo thước đo hoạt động hay giá trị của công ty. Bên cạnh đó, kết quả cũng đưa đến một số hàm ý về chính

sách cấu trúc vốn của doanh nghiệp: Một là, việc gia tăng tỷ lệ nợ sẽ mang lại lợi ích cho chủ sở hữu và giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, tuy nhiên điều này lại có thể ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động của công ty khi xét một cách tổng thể trong đó có lợi ích của người cho vay; hai là, việc gia tăng quy mô hoạt động chưa chắc mang lại hiệu quả hoạt động cho chủ sở hữu; ba là, việc nâng cao hiệu quả sử dụng và quản lý tài sản sẽ mang lại giá trị cho công ty; bốn là, biến động kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng tới hoạt động của công ty niêm yết trên HNX cho đến nay nhưng mức độ giảm dần. ■