



# TÁC ĐỘNG CẤU TRÚC VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ CÁC CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH

ThS. VÕ MINH LONG - Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh

**Đã có khá nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước về tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp nhưng những kết quả nghiên cứu hoàn toàn trái ngược nhau trong các điều kiện kinh tế khác nhau, điển hình như: Cấu trúc vốn tác động cùng chiều với giá trị doanh nghiệp (Antwi và các cộng sự, 2012); cấu trúc vốn có tác động vừa cùng chiều và vừa ngược chiều với giá trị doanh nghiệp (Ahmad và các cộng sự, 2012). Trên cơ sở những nghiên cứu này, bài viết xem xét tác động của cấu trúc đến giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn bất đầu khủng hoảng kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng (từ năm 2008 đến 2014).**

• Từ khóa: Doanh nghiệp, cấu trúc vốn, công ty niêm yết, khủng hoảng kinh tế, phi tài chính.

## Cơ sở lý thuyết

Theo nghiên cứu của Durand (1952), giá trị của doanh nghiệp (DN) bị tác động bởi cấu trúc vốn của chính DN đó. Tuy nhiên, theo lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller thì trong trường hợp không có thuế, giá trị DN không thay đổi cho dù cấu trúc vốn có thay đổi; Trong trường hợp có thuế, thì giá trị DN có sử dụng nợ bằng giá trị của DN không sử dụng nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế. Ngoài ra, lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn nhằm mục đích giải thích vì sao các DN thường được tài trợ một phần bằng nợ vay và một phần bằng vốn chủ sở hữu. Vì vậy, giá trị DN được xác định như sau:

**Giá trị DN có sử dụng nợ vay = Giá trị DN không sử dụng nợ vay + hiện giá của lá chắn thuế - hiện giá của chi phí kiệt quệ tài chính.**

Theo các nghiên cứu của các tác giả trong và ngoài nước như: Abor (2005), Carpentier (2006), Cheng và các cộng sự (2010), Vy và cộng sự (2013), thì giá trị DN được đại diện dựa trên giá trị sổ sách kế toán và tài chính như ROA (tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản) và dựa trên giá trị thị trường như EPS (lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu) làm biến phụ thuộc. Bên cạnh đó, cấu trúc vốn được đo bằng 3 tỷ số, đó là tổng nợ trên tổng tài sản (DA), tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA), tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA).

## Một số giả thuyết

Bài viết đưa ra các giả thuyết nhằm làm rõ sự tác động của biến độc lập là cấu trúc vốn và các biến kiểm soát đến giá trị DN. Cụ thể:

- Cấu trúc vốn của DN với 3 biến đại diện là tỷ số nợ (DA: tổng nợ/tổng tài sản), tỷ số nợ ngắn hạn (SDA: tổng nợ ngắn hạn/tổng tài sản) và tỷ số nợ dài hạn (LDA: tổng nợ dài hạn/tổng tài sản): Các nghiên cứu của Abor (2005), Ali và cộng sự (2011), Ahmad và các cộng sự (2012) đã cho thấy rõ tác động cấu trúc đến giá trị DN. Có nghiên cứu thì cho kết quả cấu trúc vốn tác động cùng chiều; có nghiên cứu lại cho kết quả ngược lại. Tuy nhiên, đối với DN cổ phần niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) thì trong giai đoạn từ năm 2008 đến 2014 đa phần đều tương đối khó khăn, do tình hình khủng hoảng kinh tế trong nước và thế giới kéo dài, lạm phát trong nước biến động khó lường cũng như lãi suất đi vay cao... làm cho tình hình tài chính tăng ngày càng căng thẳng, nên bài viết đưa ra giả thuyết 1 là: cấu trúc vốn của DN với biến đại diện là tỷ số nợ (DA), tỷ số nợ ngắn hạn (SDA) và tỷ số nợ dài hạn (LDA) tác động tiêu cực (-) đến giá trị DN.

- Quy mô DN: Nghiên cứu của Ahmad và các cộng sự (2012), Asiri và cộng sự (2014) đều cho kết quả nghiên cứu là quy mô DN có tác động tích cực đến giá trị DN. Và theo tác giả đưa ra giả thuyết 2 là: Quy mô DN tác động tích cực (+) đến giá trị DN.

- Tài sản cố định hữu hình: Với các DN phi tài chính thì vai trò của tài sản cố định hữu hình chiếm vị trí rất quan trọng trong việc tạo nên giá trị của DN. Theo nghiên cứu của Sudiyatnon và các cộng sự (2012), kết quả tài sản cố định hữu hình cũng là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến giá trị của DN và biến này tác động ngược chiều với giá trị DN. Theo đó, bài viết đưa

ra giả thuyết 3 là: Tài sản cố định hữu hình (Tang) sẽ tác động tiêu cực (-) đến giá trị DN.

- *Thuế thu nhập DN*: Theo nghiên cứu của Modigliani và Miller thì khi có thuế thu nhập DN, cấu trúc vốn sẽ tác động làm tăng giá trị DN và nó được làm rõ hơn, bởi nghiên cứu của Hoque và các cộng sự (2014) là thuế thu nhập DN có tác động nhưng không nhiều đến giá trị DN. Tác giả đưa ra giả thuyết 4 là: Thuế thu nhập DN (Tax) sẽ tác động tích cực (+) đến giá trị DN.

- *Khả năng thanh toán ngắn hạn*: Với các DN thì vai trò của khả năng thanh toán ngắn hạn rất quan trọng trong việc tạo nên giá trị của DN. Tuy nhiên, nếu DN tiếp tục nâng cao khả năng thanh toán ngắn hạn, thì có thể DN có tài sản ngắn hạn quá nhiều và nó có thể không thể cải thiện lợi nhuận; hay thậm chí lợi nhuận sụt giảm và nó sẽ làm giảm giá trị DN và điều này được thể hiện qua nghiên cứu của Asiri (2014). Như vậy, giả thuyết 5 trong giai đoạn nghiên cứu này là khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) sẽ tác động tiêu cực (-) đến giá trị DN.

**Mô hình đề xuất**

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2Size_{it} + \beta_3Tang_{it} + \beta_4Tax_{it} + \beta_5CR_{it} + u_{it}$$

Các mô hình hồi quy được thiết lập để kiểm chứng sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị DN thông qua 2 phương trình sau:

- Phương trình được đo lường bằng ROA:

$$ROA_{it} = Y_{it} = \beta_0 + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2Size_{it} + \beta_3Tang_{it} + \beta_4Tax_{it} + \beta_5CR_{it} + u_{it}$$

- Phương trình được đo lường bằng EPS:

$$EPS_{it} = Y_{it} = \beta_0 + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2Size_{it} + \beta_3Tang_{it} + \beta_4Tax_{it} + \beta_5CR_{it} + u_{it}$$

**Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu**

- *Dữ liệu nghiên cứu*: Các DN phi tài chính và chỉ lấy các dữ liệu cân bằng trong giai đoạn từ năm 2008 – 2014, nên chỉ chọn được 272 DN.

- *Phương pháp nghiên cứu*: Bài viết phân tích hệ số tương quan giữa các biến và thực hiện các hồi quy tuyến tính với phần mềm STATA 12 của dữ liệu bảng, gồm 272 công ty niêm yết trên HSX trong thời gian 7 năm (từ 2008 đến 2014) bằng các phương pháp: (1) Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), (2) mô hình tác động cố định (FEM) và (3) mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Căn cứ vào từng mô hình hồi quy và các kiểm định như Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM), Hausman test, hiện tượng phương sai thay đổi (Testing for heteroskedasticity), hiện tượng tự tương quan, các hệ số hồi quy riêng (T-test) thì sẽ lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp nhất.

**Kết quả và thảo luận**

**Kết quả nghiên cứu**

Giá trị DN với hai biến đại diện là ROA và EPS. Biến độc lập là DA và các biến kiểm soát: Size, Tang, Tax, CR.

**BẢNG 1: TỔNG HỢP KẾT QUẢ HỒI QUY VÀ KIỂM ĐỊNH BIẾN PHỤ THUỘC ROA VÀ EPS VỚI BIẾN ĐỘC LẬP LÀ DA VÀ CÁC BIẾN KIỂM SOÁT: SIZE, TANG, TAX, CR BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS**

GLS	ROA	EPS
<b>DA</b>	-0.169*** [-29.11]	-2319.4*** [-9.39]
<b>Size</b>	0.0177*** [9.95]	1043.7*** [13.15]
<b>Tang</b>	-0.0233*** [-4.61]	-1490.2*** [-6.86]
<b>Tax</b>	0.000616 [0.34]	41.13 [0.59]
<b>CR</b>	-0.000886*** [-3.21]	-11.74** [-2.00]
<b>_cons</b>	-0.0509** [-2.49]	-8435.2*** [-9.34]
<b>N</b>	1904	1904

Ghi chú: \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Giá trị DN với hai biến đại diện là ROA và EPS. Biến độc lập là SDA và LDA và các biến kiểm soát: Size, Tang, Tax, CR.

**BẢNG 2: TỔNG HỢP KẾT QUẢ HỒI QUY VÀ KIỂM ĐỊNH BIẾN PHỤ THUỘC ROA VÀ EPS VỚI BIẾN ĐỘC LẬP LÀ SDA, LDA VÀ CÁC BIẾN KIỂM SOÁT: SIZE, TANG, TAX, CR BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS**

GLS	ROA	EPS
<b>SDA</b>	-0.167*** [-27.22]	-1982.2*** [-7.04]
<b>LDA</b>	-0.176*** [-22.72]	-3239.1*** [-9.80]
<b>Size</b>	0.0172*** [9.46]	1005.0*** [12.89]
<b>Tang</b>	-0.0191*** [-3.35]	-1094.7*** [-4.85]
<b>Tax</b>	0.0005 [0.28]	33.6 [0.50]
<b>CR</b>	-0.000861*** [-3.09]	-10.64* [-1.85]
<b>_cons</b>	-0.0460** [-2.22]	-8088.6*** [-9.17]
<b>N</b>	1904	1904

Ghi chú: \*, \*\* và \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả tổng hợp



### Thảo luận kết quả nghiên cứu

Căn cứ vào kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là ROA và EPS với các biến độc lập là DA, SDA, LDA, Size, Tang, Tax và CR được trình bày ở bảng 1 và bảng 2 cho kết quả hồi quy có kết quả đúng như kỳ vọng lý thuyết. Vì vậy, các giả thuyết này được giữ nguyên.

Căn cứ vào bảng 1 và bảng 2, có 2 biến có tác động cùng chiều (+) với giá trị DN là quy mô DN (Size) và thuế thu nhập DN (Tax) tuy nhiên biến thuế thu nhập DN lại không có ý nghĩa thống kê. Còn 5 biến còn lại đều có tác động ngược chiều (-) với giá trị DN là tỷ số nợ (DA), tỷ số nợ ngắn hạn (SDA), tỷ số nợ dài hạn (LDA), tài sản cố định hữu hình (Tang) và khả năng thanh toán ngắn hạn (CR).

- Cấu trúc vốn của DN với biến đại diện là tỷ số nợ: Hệ số hồi quy của biến này lần lượt đối với biến ROA và EPS là -0.169 và -2,319.4 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (tức độ tin cậy 99%). Kết quả này đã ủng hộ giả thuyết 1 và chỉ ra rằng, nếu DN tăng tỷ số nợ sẽ làm giảm giá trị DN.

- Cấu trúc vốn của DN với biến đại diện là tỷ số nợ ngắn hạn: Hệ số hồi quy của biến này lần lượt đối với biến ROA và EPS là -0.167 và -1,982.2 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này đã ủng hộ giả thuyết 1 và chỉ ra rằng, nếu DN tăng tỷ số nợ ngắn hạn sẽ làm giảm giá trị DN.

- Cấu trúc vốn của DN với biến đại diện là tỷ số nợ dài hạn: Hệ số hồi quy của biến này lần lượt đối với biến ROA và EPS là -0.176 và -3239.1 và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (tức độ tin cậy 99%). Kết quả này đã ủng hộ giả thuyết 1 và chỉ ra rằng, nếu DN tăng tỷ số nợ dài hạn sẽ làm giảm giá trị DN.

- Quy mô DN: Cả bốn hệ số hồi quy của biến này lần lượt đối với biến ROA và EPS đều cho kết quả dương (+) và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (tức độ tin cậy 99%). Kết quả này đã ủng hộ giả thuyết 2 và chỉ ra rằng, nếu DN tăng quy mô thông qua chỉ tiêu doanh thu, sẽ giúp DN cải thiện lợi nhuận và sẽ làm gia tăng giá trị DN.


- Tài sản cố định hữu hình: Theo lý thuyết khi đầu tư tài sản cố định hữu hình, thì vấn đề quan trọng nhất là quản lý và sử dụng nó có hiệu quả hay không? Tuy nhiên, trong giai đoạn nghiên cứu thì tình hình sản xuất kinh doanh của DN nhìn chung là khá khó khăn, nên DN càng đầu tư nhiều tài sản cố định hữu hình sẽ làm giảm hiệu quả sử dụng tài sản và sẽ làm giảm giá trị DN và điều này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, cả bốn hệ số hồi quy của biến này lần lượt đối với biến

ROA và EPS đều cho kết quả âm (-) và đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (tức độ tin cậy 99%). Kết quả này đã ủng hộ giả thuyết 3 và chỉ ra rằng, nếu DN tăng đầu tư theo hướng tăng tỷ trọng tài sản cố định hữu hình trên tài sản sẽ làm giảm giá trị DN.

- Thuế thu nhập DN: Cả bốn hệ số hồi quy của biến này lần lượt đối với biến ROA và EPS đều cho kết quả dương (+), cho nên nghiên cứu kết luận khi thuế suất DN tăng lên thì giá trị DN cũng tăng lên tuy nhiên nó lại không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này đã không ủng hộ giả thuyết 4. Có nghĩa là tỷ lệ thuế thu nhập DN không thực sự ảnh hưởng đến giá trị DN phi tài chính niêm yết trên HSX.

- Khả năng thanh toán ngắn hạn: Cả bốn hệ số hồi quy của biến này lần lượt đối với biến ROA và EPS đều cho kết quả dương. Tuy nhiên, chỉ có CR tác động vào giá trị DN với biến đại diện ROA, là có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này đã ủng hộ giả thuyết 5: “Khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) sẽ tác động tiêu cực (-) đến giá trị DN” với độ tin cậy 99%; Khi CR tác động vào giá trị DN với biến đại diện EPS theo cấu trúc vốn DA và SDA-LDA lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 10% và kết quả này đã ủng hộ giả thuyết 7: “Khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) sẽ tác động tiêu cực (-) đến giá trị DN” với độ tin cậy lần lượt 95% và 90%. Kết quả này cho rằng, nếu DN tăng khả năng thanh toán ngắn hạn sẽ làm giảm giá trị DN.

### Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, hầu hết các biến độc lập và kiểm soát đều có tác động giá trị DN. Tuy nhiên, có biến thuế thu nhập DN cũng tác động vào giá trị DN nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Khi so sánh hệ số của các biến độc lập với nhau cho thấy, 3 hệ số hồi quy của ba biến đại diện cấu trúc vốn DA, SDA và LDA có giá trị tuyệt đối lớn nhất trong tất cả 7 biến độc lập và điều này cho thấy, mô hình này hoàn toàn phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, vì nó đã làm rõ nhân tố cấu trúc vốn làm thay đổi lớn nhất giá trị DN. 

### 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: 438-445;
2. Yu-Shu Cheng, Yi-Pei Liu, and Chu-Yang Chien, (2010): “Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis”, *African Journal of Business Management* Vol. 4(12), pp. 2500-2507, 2010;
3. Samuel Antwi, Ebenezer Fiifi Emire Atta Mills and Professor Xicang Zhao, (2012): “Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana”, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 22.