

MỐI QUAN HỆ GIỮA CẤU TRÚC VỐN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: TRƯỜNG HỢP CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HSX)

VÕ MINH LONG

Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh – long.vm@ou.edu.vn

(Ngày nhận: 04/12/2016; Ngày nhận lại: 05/01/2017; Ngày duyệt đăng: 09/01/2017)

TÓM TẮT

Bài viết nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của 123 công ty niêm yết trên HSX giai đoạn 2008 - 2015. Nghiên cứu sử dụng các phương pháp hồi quy như: Pooled OLS, REM, FEM và cuối cùng là GLS sau khi thực hiện các kiểm định. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn được đo bằng tổng nợ trên tổng tài sản (DA), nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA) và nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA) có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp với biến đại diện là chỉ số Tobin's Q. Nghiên cứu cũng cho biết các biến như: quy mô doanh nghiệp (SIZE), tuổi đời doanh nghiệp (AGE), tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), vòng quay tài sản (AT) có cùng kết quả với cấu trúc vốn nhưng tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRTH) lại cho kết quả ngược lại (trường hợp không có biến giả ngành). Ngoài ra, chưa có bằng chứng có sự tác động của tỷ số thanh toán ngắn hạn (CR) và tỷ trọng tài sản cố định (TANG) đến giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng cung cấp các bằng chứng khoa học về sự tác động của các ngành như: dược phẩm y tế và bất động sản đến giá trị doanh nghiệp lớn hơn so với ngành hàng tiêu dùng nhưng với ngành khác thì cho kết quả ngược lại và đều có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, chưa có sự tác động khác biệt của các ngành như: công nghiệp, nguyên vật liệu và tiện ích cộng đồng so với ngành hàng tiêu dùng đến giá trị doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu dẫn tới các gợi ý chính sách cho các nhà quản lý đưa ra các giải pháp nhằm làm tăng giá trị đối với các doanh nghiệp niêm yết trên HSX.

Từ khóa: cấu trúc vốn; giá trị doanh nghiệp; hồi quy GLS; HSX.

The relationship between capital structure and firm value: Event listing Joint Stock Companies on Ho Chi Minh City Stock Exchanges (HSX)

ABSTRACT

This article is to study the effects of experimental capital structure to the firm value of 123 Joint Stock Companies now listed on HSX for the period 2008 - 2015. This study uses regression methods such as: Pooled OLS, REM, REM and finally GLS after performing the test data to the table. The study results showed that the capital structure measured by total debt to total assets (DA), short-term debt to total assets (SDA) and long-term debt to total assets (LDA) have significant positive impact on the firm values represented by Tobin's Q. The study also revealed that the variables such as firm size (SIZE), business age (AGE), return on assets (ROA) and asset turnover (AT) have the same capital structure's result, but revenue growth (GRTH) has the negative impact (in case of the absence of industry dummies). In addition, the study pointed out that there is no evidence of the impact of the current ratio (CR) and the proportion of fixed assets (TANG) on the firm value. Besides, the study also provides the scientific evidence that there is a greater impact on the firm value of sectors such as Medical Pharmaceutical, real estate than of the consumer goods sector, but if compared with other sectors, it shows the opposite effect. However, there is no different impact on the firm value of sectors such as industry, materials, and public utility sectors compared to consumer product sector.

The research results lead to policy recommendations for the managers to give solutions in order to add value to the businesses listed on HSX.

Keywords: Capital structure; firm value; Generalized Least Squares; HSX.

1. Giới thiệu

Những năm gần đây khi nền kinh tế Việt Nam đã hội nhập sâu vào nền kinh tế thế giới thì hoạt động của doanh nghiệp đã có bước phát triển mạnh góp phần quyết định vào phục hồi và tăng trưởng kinh tế cũng như tham gia giải quyết có hiệu quả các vấn đề xã hội như: tạo việc làm, xóa đói, giảm nghèo... Để đạt được những kết quả như trên thì doanh nghiệp cũng cần rất nhiều nguồn lực, đặc biệt là nguồn lực tài chính; trong bối cảnh đó thì họ có rất nhiều điều kiện tiếp cận với nhiều nguồn tài trợ khác nhau nhưng để xác định tỷ lệ kết hợp các nguồn tài trợ nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp thì cần phải có các nghiên cứu khoa học. Tuy nhiên, các nghiên cứu khoa học về mối quan hệ này đối với các doanh nghiệp niêm yết trên HSX cho đến hiện nay còn tương đối ít. Bên cạnh đó, một vấn đề quan trọng là những nghiên cứu có thể cho ra các kết quả hoàn toàn trái ngược nhau với không gian và thời gian khác nhau thể hiện qua một số tác giả như: Ali và cộng sự (2011), Sudiyatno và các cộng sự (2012), Mohammad và các cộng sự (2013) thì cho kết quả cấu trúc vốn có tác động cùng chiều với giá trị doanh nghiệp, nhưng một số tác giả khác như: Ahmad và các cộng sự (2012), Le Thi Phuong Vy và cộng sự (2013) thì cho kết quả ngược lại, hay với nghiên cứu của Carpentier (2006) thì lại cho rằng không có sự tác động của cấu trúc vốn đối với doanh nghiệp. Với một số lý do trên nên nghiên cứu này mong muốn cung cấp thêm bằng chứng khoa học về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp niêm yết trên HSX nhằm giúp cho nhà quản trị trong quá trình hoạch định cấu trúc vốn để nâng cao giá trị doanh nghiệp để thu hút thêm nguồn vốn dài hạn từ các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

2. Cơ sở lý thuyết, các nghiên cứu thực nghiệm, giả thuyết và mô hình nghiên cứu

2.1. Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp

Cấu trúc vốn là quan hệ tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh

nh nghiệp để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh (Ahmad và các cộng sự, 2012). Theo Damodaran (2006) cho rằng: cấu trúc vốn của doanh nghiệp là sự pha trộn của nợ và vốn chủ sở hữu được sử dụng để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Theo nghĩa này, cấu trúc vốn là tỷ trọng của nợ và vốn chủ sở hữu so với nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Giá trị doanh nghiệp: nếu xem doanh nghiệp như là một tài sản để đầu tư thì giá trị doanh nghiệp là lợi ích mang lại cho nhà đầu tư ở thời điểm hiện tại cũng như trong tương lai. Hiện nay có nhiều phương pháp với các quan điểm khác nhau nhằm xác định giá trị doanh nghiệp như: theo quan điểm dựa trên định giá tuyệt đối thì có phương pháp dòng tiền chiết khấu hay phương pháp tài sản... nhưng theo quan điểm dựa trên định giá tương đối thì có các chỉ tiêu như: ROA, ROE, EPS, EVA, P/E, hay chỉ số Tobin's Q ... đại diện cho giá trị doanh nghiệp. Bài viết này tác giả sử dụng chỉ tiêu chỉ số Tobin's Q đại diện cho giá trị doanh nghiệp vì nó là sự kết hợp giữa giá trị thị trường với giá trị sổ sách kế toán tài chính và được sử dụng để đo lường giá trị của doanh nghiệp trong nhiều nghiên cứu như: Cheng và các cộng sự (2010), Đỗ Văn Thắng và cộng sự (2010), Karaca và cộng sự (2012), Mohammad và các cộng sự (2013), Le Thi Phuong Vy và cộng sự (2013), Nguyễn Hữu Huân và cộng sự (2014). Bên cạnh đó, khác với các biến như: EPS, ROE, ROA... vẫn được sử dụng trong một số nghiên cứu khác thì chỉ số Tobin's Q có một số ưu điểm nhất định: nếu như các chỉ tiêu EPS, ROE, ROA phản ánh kết quả trong quá khứ thì chỉ số Tobin's Q phản ánh thêm sự kỳ vọng tương lai của nhà đầu tư và vấn đề này rất quan trọng vì khó có thể nhận ra ngay giá trị doanh nghiệp trong ngắn hạn.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Nếu như hoạt động của doanh nghiệp được ví như việc sử dụng toàn bộ tài sản đưa vào sản xuất kinh doanh nhằm tạo ra giá trị cho doanh nghiệp thì cấu trúc vốn được xem là

sự kết hợp của các nguồn tài chính được sử dụng để tạo nên các tài sản đó, bao gồm các nguồn tài chính đến từ bên ngoài hoặc từ nguồn nội bộ bên trong doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp chỉ sử dụng nguồn vốn của mình thì toàn bộ lợi nhuận được phân phối cho các cổ đông và tích lũy (qua hình thức trả cổ tức và lợi nhuận giữ lại). Nếu doanh nghiệp sử dụng một phần nợ, doanh nghiệp phải dành một phần lợi nhuận để trả nợ sau này.

Cho đến bây giờ sự tranh luận về tầm quan trọng của việc lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp vẫn đang tiếp tục mặc dù nó đã diễn ra trong nhiều thập kỷ và xét về mặt bản chất, đó chính là quá trình tranh luận tác động của cấu trúc vốn đến giá trị của doanh nghiệp. Các chuyên gia tài chính theo quan điểm cổ điển cho rằng tăng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, ví dụ như tăng tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp lên đến một điểm nào đó sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp nhưng ngoài điểm đó mà nếu tiếp tục tăng lên trong đòn bẩy sẽ làm tăng chi phí vốn của doanh nghiệp và kết quả sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Modigliani và cộng sự (1958) đã lập luận rằng giá trị doanh nghiệp độc lập với sự lựa chọn của cấu trúc vốn trong “giả định” của hiệu quả thị trường được nêu ra trong một bài báo nổi tiếng. Kể từ khi Modigliani và cộng sự công bố điều này, nhiều sự tranh luận tập trung vào tính thực tế của các “giả định”, trong đó bao gồm sự vắng mặt của các loại thuế, chi phí phá sản, và một số thiếu sót so với thế giới thực. Do đó, sự phản bác cho rằng vì sự không hoàn hảo của thị trường, sự lựa chọn cấu trúc vốn của một doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp; và từ đó xuất hiện thêm các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm bổ sung cho lập luận này như lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn do Myers (1977) đề xuất hay thì có tồn tại một cấu trúc vốn “tối ưu” mà tại đó là sự cân bằng lợi ích từ lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp từ đó có thể làm tối đa hóa giá trị của

doanh nghiệp, hay lý thuyết trật tự phân hạng được giới thiệu bởi Myers (1984) và Myers và cộng sự (1984) thì cho rằng sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và nhà đầu tư tạo ra một sự ưu tiên trong chính sách tài chính của doanh nghiệp, thường bắt đầu với quỹ nội bộ, tiếp theo là nợ và sau đó là vốn chủ sở hữu gắn liền với chi phí sử dụng vốn tăng dần... và sự tranh luận này không chỉ đối với lý thuyết và nó cũng xảy ra với các nhà nghiên cứu thực nghiệm như: với Carpentier (2006) và Karaca và cộng sự (2012), cho rằng không có bằng chứng cho thấy cấu trúc vốn tác động đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, với tác giả Chowdhury và cộng sự (2010) và Ali và cộng sự (2011) thì cho rằng cấu trúc vốn có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, Ahmad và các cộng sự (2012) cho rằng: SDA và DA tác động ngược chiều với giá trị doanh nghiệp với mức ý nghĩa 5%, trong khi đó LDA lại có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp với biến đại diện là ROE và có ý nghĩa thống kê. Còn Asiri và cộng sự (2014), chỉ rõ biến đòn bẩy tài chính có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp với biến đại diện là M/B. Nhưng ngược lại, Mohammad và các cộng sự (2013), lại chỉ ra rằng cấu trúc vốn có tác động đáng kể và tích cực đến giá trị doanh nghiệp - được đo bằng ROE, MBVR và Tobin's Q, tuy nhiên, cấu trúc vốn lại có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp - được đo bằng ROA và EPS. Tóm lại, các nghiên cứu này là bằng chứng cho thấy cấu trúc vốn có tác động đến giá trị doanh nghiệp tuy nhiên có chỉ tiêu thì tích cực nhưng có chỉ tiêu lại tiêu cực và nó căn cứ vào từng biến độc lập và biến phụ thuộc cụ thể. Từ các nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm thì bài viết này sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy cấu trúc vốn có tác động hay không tác động đến giá trị doanh nghiệp niêm yết trên HSX giai đoạn 2008 - 2015.

2.3. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Từ các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm liên quan đến cấu trúc vốn và giá trị

doanh nghiệp đã cho thấy đa phần đều đã cung cấp cơ sở khoa học đáng tin cậy có sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp. Trên cơ sở kế thừa một số ý tưởng từ các nghiên cứu trước, đồng thời sẽ bổ sung cũng như có sự điều chỉnh để phù hợp hơn thì bài viết đưa ra các giả thuyết cũng như mô hình nghiên cứu nhằm làm rõ mục tiêu nghiên cứu.

Giả thuyết nghiên cứu

Cấu trúc vốn với biến đại diện là tỷ số nợ (DA): một số nghiên cứu về lý thuyết cấu trúc vốn như lý thuyết cổ điển của Durand (1952) thì chi phí vốn của nợ thường “rẻ” hơn so với chi phí vốn của chủ sở hữu nên doanh nghiệp thường sử dụng nợ nhiều hơn để làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, theo lý thuyết M&M (1958, 1963) cũng cho thấy tỷ lệ nợ có mối quan hệ tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, một số nghiên cứu thực nghiệm của các tác giả như: Antwi và các cộng sự (2012), Mohammad và các cộng sự (2013), Hoque và các cộng sự (2014), Đỗ Văn Thắng và cộng sự (2010) cho kết quả DA tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Giả thuyết H1 như sau:

H1: Tỷ số nợ sẽ tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

Cấu trúc vốn với biến đại diện là tỷ số nợ ngắn hạn (SDA): do tỷ số nợ ngắn hạn cũng từ một phần của tỷ số nợ nên cũng với lý thuyết Durand và lý thuyết M&M kết hợp với các nghiên cứu thực nghiệm như: Ali và cộng sự (2011), Ahmad và các cộng sự (2012), Karaca và cộng sự (2012), Mohammad và các cộng sự (2013) thì cho các kết quả khác nhau về tỷ số nợ ngắn hạn có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả các nghiên cứu này cho thấy có sự tác động của tỷ số nợ ngắn hạn đến giá trị doanh nghiệp theo chiều hướng tích cực nhiều hơn tiêu cực. Giả thuyết H2 như sau:

H2: Tỷ số nợ ngắn hạn sẽ tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

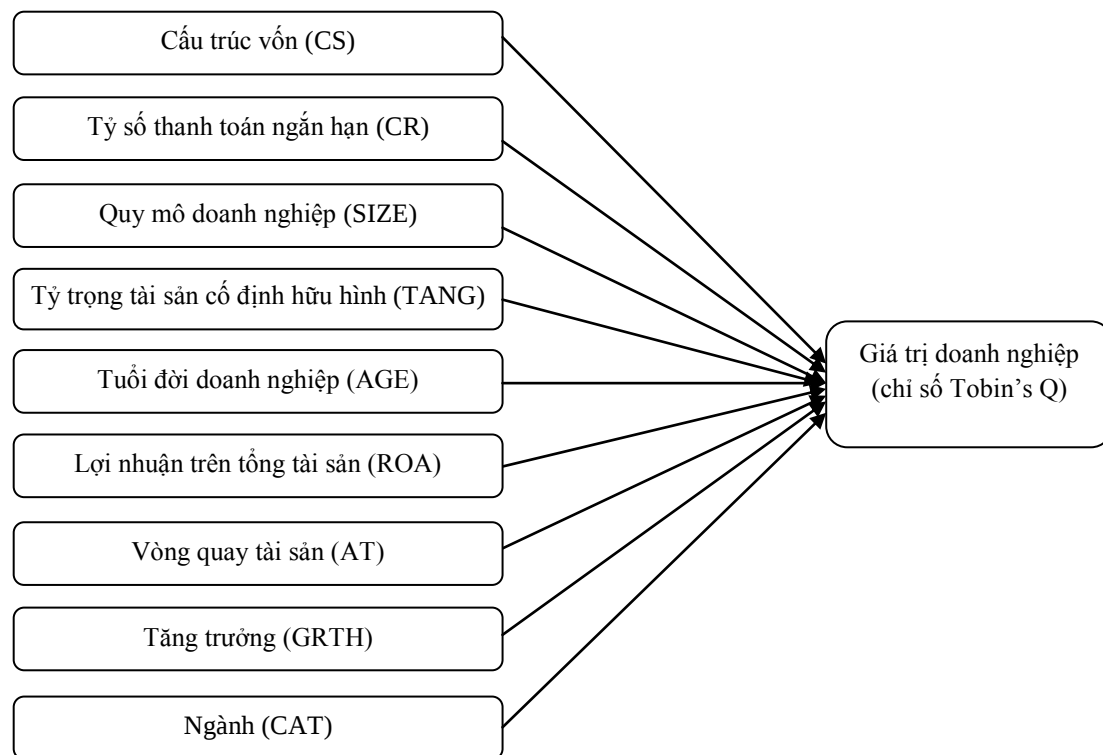
Cấu trúc vốn với biến đại diện là tỷ số nợ

dài hạn (LDA): với đặc điểm tỷ số nợ dài hạn cũng từ một phần của tỷ số nợ nhưng khi sử dụng thì nợ dài hạn có tính ổn định cao hơn rất nhiều so với nợ ngắn hạn nên cũng với lý thuyết Durand và lý thuyết M&M, đồng thời kết hợp với các nghiên cứu của các tác giả như: Chowdhury và cộng sự (2010), Ali và cộng sự (2011), Antwi và các cộng sự (2012), Mohammad và các cộng sự (2013) thì kết quả đều cho thấy LDA có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp. Với các nghiên cứu thực nghiệm khác cho thấy mặc dù kết quả nghiên cứu có thể khác nhau về DA tác động đến giá trị doanh nghiệp nhưng phần lớn là theo hướng tích cực. Giả thuyết H3 như sau:

H3: Tỷ số nợ dài hạn sẽ tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

Ngoài các biến liên quan đến cấu trúc vốn thì bài viết đưa thêm một số biến kiểm soát vào trong mô hình nhằm có thể giải thích tốt hơn sự thay đổi của giá trị doanh nghiệp. Như vậy, các nhóm biến gồm: (1) Nhóm biến liên quan đến cấu trúc vốn, gồm: DA; SDA và LDA. (2) Nhóm biến thanh khoản: CR: đo lường bằng tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn. (3) Nhóm biến liên quan đến đặc điểm của doanh nghiệp, gồm: SIZE đo lường bởi logarit của tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp; TANG đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản; và AGE đo lường bằng số năm từ khi doanh nghiệp được thành lập đến thời điểm xem xét. (4) Nhóm biến liên quan đến hoạt động và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, gồm: ROA đo lường bởi lợi nhuận sau thuế trên tài sản bình quân; AT đo lường bởi doanh thu thuần trên tài sản bình quân; và GRTH đo bằng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu. (5) Cuối cùng, để xem xét các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực (ngành) khác nhau sẽ có sự tác động thế nào đến giá trị doanh nghiệp, bài viết đưa vào biến giả đại diện cho ngành (CAT) mà doanh nghiệp đó đang hoạt động.

Mô hình nghiên cứu



3. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết dùng phương pháp nghiên cứu định lượng với dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên HSX đã được kiểm toán với mục đích đo lường mức độ của cấu trúc vốn tác động đến giá trị doanh nghiệp như phân tích thống kê mô tả nhằm mô tả bức tranh tổng quát nhất về mẫu nghiên cứu; bên cạnh đó, bài viết sử dụng hệ số tương quan Pearson để xem xét sự phù hợp của các biến nghiên cứu khi đưa vào mô hình

hồi quy và cuối cùng thực hiện các hồi quy: Pooled OLS, REM, FEM và GLS cũng như thực hiện các kiểm định: F, LM, Hausman, hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến, tự tương quan và kiểm định các hệ số hồi quy riêng (T - test) với 123 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HSX trong giai đoạn từ 2008-2015 (984 mẫu nghiên cứu) bằng phần mềm Stata 12.0.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kiểm tra tính dừng của các chuỗi số liệu

Bảng 1

Kết quả kiểm tra tính dừng

Tên biến	Tobin's Q	DA	SDA	LDA	CR	SIZE	TANG	ROA	AT	GRTH
P-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Kết luận	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0.

Kết quả kiểm định cho thấy tất cả các chuỗi số liệu của từng biến đều dừng và có ý

nghĩa thống kê. Vậy các biến trong mô hình phù hợp với mục đích nghiên cứu.

4.2. Phân tích hệ số tương quan

Bảng 2

Kết quả hệ số tương quan Pearson (r)

	DA	SDA	LDA	CR	SIZE	TANG	ROA	AT	GRTH
DA	1.0000								
SDA	0.7421	1.0000							
LDA	0.4358	-0.2799	1.0000						
CR	-0.2801	-0.2595	-0.0527	1.0000					
SIZE	0.2802	0.0030	0.3974	-0.0654	1.0000				
TANG	-0.0003	-0.2530	0.3392	-0.0874	0.0066	1.0000			
ROA	-0.4446	-0.3204	-0.2066	0.0850	0.0192	-0.0617	1.0000		
AT	0.0946	0.3092	-0.2796	-0.0627	-0.2262	-0.1144	0.0840	1.0000	
GRTH	0.0627	0.0068	0.0807	-0.0124	0.1145	-0.0606	0.1235	0.0141	1.0000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0.

Kết quả cho thấy: giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan rất thấp và đều có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, hệ số tương quan giữa cặp biến DA với SDA và DA với LDA tương đối cao với lý do SDA và LDA chính là một phần của DA nên sẽ xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Vì vậy, nghiên cứu này tách cấu trúc vốn tác động đến giá trị doanh nghiệp với một mô hình là biến độc lập DA tác động đến giá trị doanh nghiệp và mô hình khác là biến độc lập SDA và LDA tác động đến giá trị doanh nghiệp, việc tách này cũng phù hợp với

các nghiên cứu thực nghiệm trước đây của một số tác giả như: Ali và cộng sự (2011), Mohammad và các cộng sự (2013).

4.3. Kết quả phân tích hồi quy

Kết quả hồi quy bằng các phương pháp như: Pooled OLS, FEM và REM và có thể thực hiện hồi quy khác sau khi thực hiện các kiểm định nhằm lựa chọn mô hình phù hợp.

4.3.1. Mô hình hồi quy 1: biến phụ thuộc là Tobin's Q và các biến độc lập: DA, CR, SIZE, TANG, AGE, ROA, AT và GRTH - trường hợp không có biến giả ngành

Bảng 3

Kết quả hồi quy bằng phương pháp: Pooled OLS, FEM và REM

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value
DA	0.1684	0.0240	0.3793	0.0020	0.1699	0.0650
CR	-0.0032	0.2200	-0.0047	0.0330	-0.0055	0.0130
SIZE	0.1985	0.0000	-0.0854	0.3580	0.1359	0.0000
TANG	0.0727	0.2680	0.3644	0.0040	0.2053	0.0240

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value
AGE	0.0022	0.0130	-0.0032	0.5760	0.0018	0.2280
ROA	3.5312	0.0000	2.2032	0.0000	2.6303	0.0000
AT	0.0253	0.0100	-0.0188	0.3940	0.0120	0.3970
GRTH	0.0049	0.8160	-0.0123	0.4760	-0.0096	0.5840
_cons	-1.7541	0.0000	1.8111	0.0720	-0.9225	0.0420
Prob>F	0.0000		0.0000		0.0000	
R-squared	0.4045		0.1729		0.1536	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
F-test	0.0000					
Hausman test			0.0000			

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0.

Kết luận: kết quả Bảng 3 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định như: hiện tượng phương sai

thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng phương pháp GLS.

Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Bảng 4

Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	Giá trị doanh nghiệp	Kết quả
Phương sai thay đổi	Prob>chi2=0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF <10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob>F=0.0000	Có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0.

Với kết quả trên thì mô hình có khuyết tật là hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nên bài viết sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này.

4.3.2. Mô hình hồi quy 2: biến phụ thuộc là Tobin's Q và các biến độc lập: SDA, LDA, CR, SIZE, TANG, AGE, ROA, AT và GRTH - trường hợp không có biến giả ngành

Bảng 5

Kết quả hồi quy bằng phương pháp: Pooled OLS, FEM và REM

Tên biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value	Hệ số β	P-Value
SDA	0.1703	0.0370	0.3637	0.0040	0.1569	0.1130
LDA	0.1637	0.1370	0.4268	0.0110	0.2066	0.1190
CR	-0.0032	0.2260	-0.0048	0.0310	-0.0056	0.0120
SIZE	0.1989	0.0000	-0.0890	0.3410	0.1331	0.0010
TANG	0.0744	0.2970	0.3589	0.0050	0.1966	0.0370
AGE	0.0022	0.0130	-0.0027	0.6360	0.0018	0.2200
ROA	3.5313	0.0000	2.2039	0.0000	2.6253	0.0000
AT	0.0251	0.0130	-0.0177	0.4240	0.0130	0.3690
GRTH	0.0049	0.8140	-0.0125	0.4680	-0.0100	0.5690
_cons	-1.7592	0.0000	1.8441	0.0680	-0.8878	0.0540
Prob>F	0.0000		0.0000		0.0000	
R-squared	0.4045		0.1731		0.1540	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
F-test	0.0000					
Hausman test			0.0000			

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0.

Kết luận: kết quả Bảng 5 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định như: hiện tượng phương sai thay

đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng phương pháp GLS.

Kiểm tra khuyết tật của mô hình**Bảng 6**

Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	Giá trị doanh nghiệp	Kết quả
Phương sai thay đổi	Prob>chi2=0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF <10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob>F=0.0000	Có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0.

Với kết quả trên thì mô hình có khuyết tật là hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nên bài viết sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết

tật này.

4.3.3. Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS trong trường hợp không có và có biến giả ngành.

Bảng 7

Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS

Tên biến	Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập DA)		Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập SDA, LDA)	
	Trường hợp không có biến giả ngành	Trường hợp có biến giả ngành	Trường hợp không có biến giả ngành	Trường hợp có biến giả ngành
Hệ số β				
DA	0.2854***	0.3523***		
SDA			0.2669***	0.3048***
LDA			0.3254***	0.4422***
CR	-0.0023	-0.0005	-0.0031	-0.0031
SIZE	0.1411***	0.1261***	0.1377***	0.1188***
TANG	0.0459	0.0683*	0.0271	0.0229
AGE	0.0022***	0.0019***	0.0021***	0.0018***
ROA	2.6143***	3.157***	2.6098***	3.1695***
AT	0.0152***	0.0234***	0.0165***	0.0249***
GRTH	-0.0251**	-0.0209	-0.0256**	-0.0210
CAT				
2		-0.0055		-0.0149
3		0.0125		0.0132
4		0.2833***		0.2832***
5		-0.0210		-0.0357
6		0.0907***		0.0715**
7		-0.0481**		-0.0550***
_cons	-1.1060***	-1.0023***	-1.0563***	-0.8862***

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0.

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

Để làm rõ kết quả nghiên cứu thì bài viết đi vào thảo luận kết quả nghiên cứu.

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Để làm rõ sự tác động của các biến trong

mô hình tác động như thế nào đến giá trị doanh nghiệp thì bài viết chia thành các nhóm.

4.4.1. Nhóm 1: nhóm các biến có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp

Bảng 8

Bảng tổng hợp kết quả các biến tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp

Tên biến	Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập DA)		Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập SDA, LDA)	
	GLS (không có biến giả ngành)	GLS (có biến giả ngành)	GLS (không có biến giả ngành)	GLS (có biến giả ngành)
Hệ số β				
DA	0.2854***	0.3523***		
SDA			0.2669***	0.3048***
LDA			0.3254***	0.4422***
SIZE	0.1411***	0.1261***	0.1377***	0.1188***
AGE	0.0022***	0.0019***	0.0021***	0.0018***
ROA	2.6143***	3.157***	2.6098***	3.1695***
AT	0.0152***	0.0234***	0.0165***	0.0249***

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

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

Cấu trúc vốn: khi doanh nghiệp sử dụng nợ sẽ mang lại lợi ích của lá chắn thuế nhưng ngược lại doanh nghiệp sẽ bị một gánh nặng rất lớn đó là chi phí kiệt quệ tài chính và nó cũng có thể là nguyên nhân làm cho doanh nghiệp bị phá sản. Căn cứ vào kết quả thực nghiệm thì khi doanh nghiệp càng tăng DA trong đó gồm cả việc tăng SDA và LDA đều dẫn đến kết quả làm tăng giá trị doanh nghiệp và điều này cho thấy: lợi ích của lá chắn thuế từ việc dùng nợ gồm cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn vẫn cao hơn chi phí kiệt quệ tài chính. Đối với doanh nghiệp thì họ thường sử dụng nợ ngắn hạn tài trợ cho tài sản ngắn hạn để thực hiện hoạt động sản xuất kinh doanh vì sau khi dùng nợ ngắn hạn doanh nghiệp cũng sẽ nhanh chóng trả nợ để không phải trả lãi nhằm tăng giá trị doanh nghiệp. Đối với nợ dài hạn thì thường được tài trợ cho tài sản dài hạn như máy móc, thiết bị, kho bãi... với mục tiêu hiện đại hóa tài sản cố định nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm để tăng sự cạnh tranh của doanh nghiệp trên thương trường nhằm nâng cao tỷ suất sinh lời cũng như giá trị doanh nghiệp. Với kết quả nghiên cứu cho thấy 3 giả thuyết H1, H2 và H3 đều được chấp nhận với độ tin cậy cao (99%). Kết quả này

phù hợp với một số nghiên cứu của một số tác giả như: Chowdhury và cộng sự (2010), Đỗ Văn Thắng và cộng sự (2010), Ali và cộng sự (2011), Antwi và các cộng sự (2012), Ahmad và các cộng sự (2012), Mohammad và các cộng sự (2013), Hoque và các cộng sự (2014).

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): quy mô doanh nghiệp lớn thì dễ thu hút được sự quan tâm và đầu tư của nhiều đối tác kể cả trong và ngoài nước thông qua hình thức liên doanh, liên kết và với cách làm này thì các doanh nghiệp sẽ có thêm các tài sản, đặc biệt tài sản cố định có công nghệ hiện đại để hoạt động nhằm nâng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Chính một số nhân tố này sẽ góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy biến SIZE có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Phát hiện này phù hợp kết quả nghiên cứu của một số tác giả như: Carpentier (2006), Ahmad và các cộng sự (2012), Le Thi Phuong Vy và cộng sự (2013).

Tuổi đời doanh nghiệp (AGE): thông thường lợi nhuận giữ lại được tích lũy sẽ tăng dần theo thời gian tương ứng với tuổi đời hoạt động của doanh nghiệp và đây là nguồn giúp cho doanh nghiệp hoạt động ổn định và phát

triển tốt nhất. Ngoài ra, các doanh nghiệp thành lập trước thường có lợi thế hơn về thị trường, uy tín cũng như kinh nghiệm quản lý... hơn so với doanh nghiệp thành lập sau và nó cũng góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy biến AGE tác động tích cực và mức tin cậy 99%. Kết quả này phù hợp kết quả nghiên cứu của Hoque và các cộng sự (2014).

Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và vòng quay tài sản (AT): với doanh nghiệp thì thông thường hiệu suất cũng như hiệu quả

hoạt động gắn liền với giá trị doanh nghiệp, vì vậy, doanh nghiệp nên quản trị chi phí nâng cao lợi nhuận cũng như nâng cao hiệu suất sử dụng tài sản. Kết quả biến ROA và AT tác động cùng chiều và có độ tin cậy 99% với giá trị doanh nghiệp. Phát hiện này phù hợp kết quả nghiên cứu thực nghiệm của một số tác giả như Asiri và cộng sự (2014); Ahmad và các cộng sự (2012), Le Thi Phuong Vy và cộng sự (2013), Asiri và cộng sự (2014).

4.4.2. Nhóm 2: nhóm các biến có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp

Bảng 9

Bảng tổng hợp kết quả các biến tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp

Tên biến	Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập DA)		Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập SDA, LDA)	
	GLS (không có biến giả ngành)	GLS (có biến giả ngành)	GLS (không có biến giả ngành)	GLS (có biến giả ngành)
Hệ số β				
GRTH	-0.0251**	-0.0209	-0.0256**	-0.0210

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

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

Tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRTH): khi doanh thu tăng thì chi phí cũng như khoản phải thu khách hàng tăng lên và nếu doanh nghiệp không quản trị tốt khách hàng sẽ bị tình trạng không thu hồi được nợ cũng như không quản trị tốt chi phí sẽ làm cho lợi nhuận sụt giảm và góp phần làm giảm giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng biến GRTH tác

động tiêu cực lên giá trị doanh nghiệp (trường hợp không có biến giả ngành thì có độ tin cậy 95% nhưng trong trường hợp có biến giả ngành thì lại không có ý nghĩa thống kê). Phát hiện này phù hợp kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Chowdhury và cộng sự (2010).

4.4.3. Nhóm 3: nhóm các biến không tác động đến giá trị doanh nghiệp

Bảng 10

Bảng tổng hợp kết quả các biến không tác động đến giá trị doanh nghiệp

Tên biến	Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập DA)		Giá trị doanh nghiệp (biến độc lập SDA, LDA)	
	GLS (không có biến giả ngành)	GLS (có biến giả ngành)	GLS (không có biến giả ngành)	GLS (có biến giả ngành)
Hệ số β				
CR	-0.0023	-0.0005	-0.0031	-0.0031
TANG	0.0459	0.0683*	0.0271	0.0229

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

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

Chưa có bằng chứng khoa học về sự tác động biến CR và TANG đến giá trị doanh nghiệp.

4.4.4. Sự khác biệt của ảnh hưởng ngành đến giá trị doanh nghiệp

Bảng 11

Bảng tổng hợp kết quả các biến ngành

Ngành		Hệ số β	
		GLS (cấu trúc vốn: SDA)	GLS (cấu trúc vốn: SDA và LDA)
CAT	Hàng tiêu dùng		
2	Công nghiệp	-0.0055	-0.0149
3	Nguyên vật liệu	0.0125	0.0132
4	Dược phẩm y tế	0.2833***	0.2832***
5	Tiện ích cộng đồng	-0.0210	-0.0357
6	Bất động sản	0.0907***	0.0715**
7	Ngành khác	-0.0481**	-0.0550***

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

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

Sự tác động của các ngành: dược phẩm y tế, và bất động sản đến giá trị doanh nghiệp lớn hơn so với ngành hàng tiêu dùng và đều có ý nghĩa thống kê; nhưng với ngành khác thì cho kết quả ngược lại. Tuy nhiên, chưa có bằng chứng cho thấy sự tác động khác biệt của các ngành như: công nghiệp, nguyên vật liệu, và ngành tiện ích cộng đồng so với ngành hàng tiêu dùng đến giá trị doanh nghiệp.

5. Kết luận, hàm ý chính sách và hạn chế

5.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn với 3 biến là DA, SDA và LDA và các biến kiểm soát như: SIZE, AGE, ROA và AT có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, biến GRTH thì ngược lại; còn các biến khác như: CR và TANG thì không có ý nghĩa thống kê. Kết quả cũng cho biết có sự tác động khác nhau của biến ngành đến giá trị doanh nghiệp như: so sánh sự tác động của các ngành với biến ngành hàng tiêu dùng (gốc so sánh) thì dược phẩm y

tế, và bất động sản thì tác động mạnh hơn nhưng với ngành khác thì ngược lại. Tuy nhiên, ngành công nghiệp, nguyên vật liệu, và tiện ích cộng đồng thì không có ý nghĩa thống kê.

5.2. Hàm ý chính sách

Từ kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một số hàm ý chính sách như sau:

Cấu trúc vốn: doanh nghiệp có thể tăng nợ nhằm tận dụng tốt đòn bẩy tài chính khi doanh nghiệp đang có lợi nhuận và đảm bảo thanh toán tốt chi phí lãi vay cũng như lợi ích của lá chắn thuế lớn hơn chi phí kiệt quệ tài chính bằng các nguồn như vay ngân hàng kể cả nợ khác như: nhà cung cấp, cơ quan thuế... các doanh nghiệp nên ưu tiên sử dụng nợ dài hạn vì hệ số β của nó tác động đến giá trị doanh nghiệp lớn hơn so với nợ ngắn hạn. Ngoài ra, để tạo sự an toàn trong hoạt động cũng như đa dạng hóa nguồn tài trợ thì doanh nghiệp có thể tìm từ các quỹ đầu tư mạo hiểm hay từ thị trường chứng khoán.

Mở rộng quy mô: doanh nghiệp nên mở

rộng hình thức liên doanh, liên kết với các đối tác cả trong và ngoài nước để có thêm các tài sản, đặc biệt tài sản cố định có công nghệ hiện đại để hoạt động cũng như tận dụng trình độ quản lý, tài sản và thị trường của các đối tác nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần quản trị tốt các chi phí liên quan đến bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng như quản trị tốt khoản phải thu góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động.

Ngoài ra, cần chú ý đến sự khác biệt của các nhóm ngành từ đó đưa ra những chính sách phù hợp cho từng nhóm ngành trong

từng giai đoạn khác nhau nhằm tạo điều kiện cho ngành đó phát triển cũng như nâng cao giá trị doanh nghiệp.

5.3. Hạn chế và đề nghị

Do hạn chế về thời gian và nguồn lực nên chỉ tập trung nghiên cứu về cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp của các công ty phi tài chính niêm yết trên HSX giai đoạn 2008-2015, vì vậy, tác giả mong muốn được mở rộng phạm vi nghiên cứu đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với thời gian có thể dài hơn để tăng khả năng khái quát kết quả của nghiên cứu ■

Tài liệu tham khảo

- Anup Chowdhury, Suman Paul Chowdhury (2010). Impact of capital structure on firm's value: *Evidence from Bangladesh*, 3, 111-122.
- Bambang Sudiyatno, Elen Puspitasari và Andi Kartika (2012). The Company's Policy, Firm - Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30 - 40.
- Berger, P. G. and Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39 – 65.
- Chowdhury, A., Suman, P. Chowdhury (2010). Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence From Bangladesh. *Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.
- Đỗ Văn Thắng và cộng sự (2010). ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 238.
- Gordon Gemmill (2001). Capital structure and firm value a study of split-capital closed-end funds in the UK. Social Science Research Network.
- Masulis, R.W. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Finance*, 38(1), 107-126
- Nguyễn Hữu Huân và cộng sự (2014). Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 10, 50 - 60.
- Shahid, A, S. (2003). Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from The Egyptian Stock Market. Working Paper, [online],(www.ssrn.com).

Nguồn số liệu:

<http://www.cafef.vn>

<http://www.cophieu68.vn>

<http://www.hsx.vn>