

# Tác động của cơ cấu vốn tới hiệu quả kinh doanh của các công ty niêm yết ngành xây dựng trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Nguyễn Thị Tuyết Lan

Ngày nhận: 10/10/2017

Ngày nhận bản sửa: 17/10/2017

Ngày duyệt đăng: 24/10/2017

*Nghiên cứu này phân tích tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết ngành Xây dựng tại Việt Nam từ năm 2005 đến 2015. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này là bằng chứng quan trọng để các nhà quản trị doanh nghiệp đưa ra các quyết định trong quản trị tài chính của doanh nghiệp mình.*

*Từ khóa: Cơ cấu vốn, hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng*

## 1. Lời mở đầu

Mọi doanh nghiệp hoạt động trong cơ chế thị trường đều hướng đến mục tiêu tối đa hóa hiệu quả hoạt động hay tối đa hóa lợi nhuận. Hoạt động của doanh nghiệp luôn chịu ảnh hưởng của rất nhiều yếu tố khác nhau. Một trong các yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đó là cơ cấu vốn. Sự tồn tại một cấu trúc vốn bất hợp lý không những gây ra tình trạng kém hiệu quả trong hoạt động kinh doanh mà còn tiềm ẩn những rủi ro. Việc đảm bảo một cấu trúc vốn an toàn với tỷ lệ vốn vay phù hợp với đặc thù của doanh nghiệp được xem là giải pháp quan trọng để cải thiện hiệu quả hoạt động

của doanh nghiệp.

Trong bối cảnh hội nhập, các doanh nghiệp bên cạnh những cơ hội phát triển, còn phải đối mặt với nhiều khó khăn. Ở Việt Nam thời gian qua, ảnh hưởng xấu của khủng hoảng kinh tế, biến động liên tục của lãi suất và lạm phát cũng như các chính sách tiền tệ thắt chặt của Nhà nước đã ảnh hưởng trực tiếp đến các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp ngành Xây dựng. Do đó, để hoạt động hiệu quả, các doanh nghiệp ngành Xây dựng Việt Nam ngày càng quan tâm đến bài toán quản trị tài chính doanh nghiệp, trọng tâm là cơ cấu vốn doanh nghiệp, xem xét ảnh hưởng của nó đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp

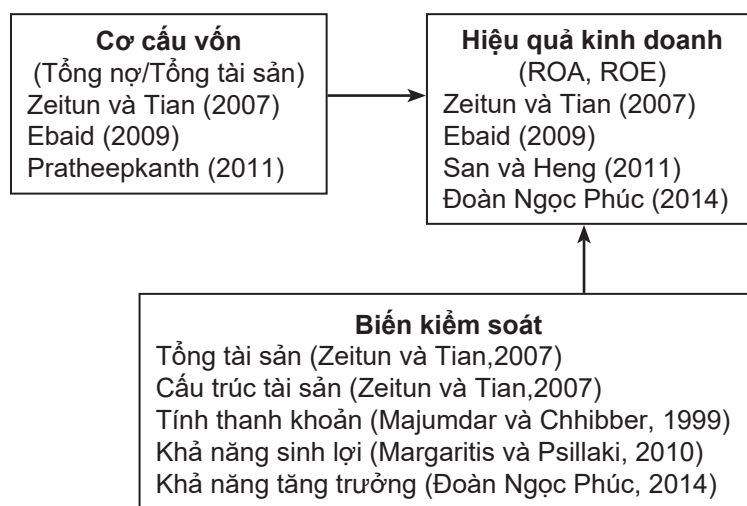
niêm yết ngành xây dựng tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm sẽ là bằng chứng quan trọng để các nhà quản trị doanh nghiệp xây dựng đưa ra những giải pháp về cơ cấu vốn giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả. Nghiên cứu trả lời câu hỏi cơ cấu vốn ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng ở Việt Nam? Cơ sở lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của công ty là một vấn đề nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà nghiên cứu cũng như những người quản lý công ty (San & Heng, 2011). Tuy nhiên, những kết quả nghiên cứu cho đến thời điểm hiện tại còn chưa thống nhất. Dù việc sử dụng quá nhiều nợ vay có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của công ty nhưng chúng ta cũng không thể phủ nhận vai trò của nợ vay với tác dụng của lá chắn thuế (Modigliani & Miller, 1963), hay giúp giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu (Jensen & Meckling, 1976), hay chi phí đại diện của dòng tiền tự do (Jensen, 1986), từ đó giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh. Madan (2007) đã chỉ ra rằng, đòn bẩy của công ty ở mức 50%-80% sẽ tạo ra ROE cao. Do đó, các công ty muốn cải thiện hệ số ROE có thể tăng hoặc giảm đòn bẩy của công ty về mức mục tiêu (Madan, 2007). Nghiên cứu của Lin và Chang (2009), dựa trên một mẫu quan sát bao gồm 196 công ty niêm yết tại Đài Loan trong giai đoạn 1993- 2005, đã phát hiện ra ngưỡng 33,33% là cấu trúc vốn tối ưu. Các doanh nghiệp gia tăng tỉ lệ nợ trên tổng tài sản vượt qua ngưỡng này sẽ không thể gia tăng thêm hiệu quả kinh doanh, trong trường hợp các yếu tố khác không đổi. Phát hiện này đã ủng hộ cho kết luận của Stulz (1990) và Margaritis và Psillaki (2010) khi cho rằng cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh của công ty có mối quan hệ theo hình chữ U ngược (Inverted U-shape). Dựa trên tranh luận của các lý thuyết gia (Modigliani & Miller, 1963; Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) cũng như kết quả

từ các nghiên cứu thực nghiệm (Madan, 2007; Lin và Chang, 2009; Stulz, 1990; Margaritis và Psillaki, 2010), cho thấy có một giới hạn nhất định, mà trong giới hạn đó, tỉ trọng của nợ trong cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả kinh doanh và nếu cấu trúc vốn vượt qua giới hạn đó sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh.

Ngoài ra, một trong những nguyên nhân dẫn đến những kết luận trái chiều về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh là do hầu hết các nghiên cứu trước đây chỉ xem xét một cách đơn lẻ mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Trong khi đó, mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của công ty còn bị ảnh hưởng tương tác của những yếu tố khác như khủng hoảng (Zeitun & Tian, 2007; Deesomsak, Paudyal & Pescetto, 2004) hoặc cấu trúc sở hữu (Chaganti & Damanpour, 1991; Chao, 2012). Chaganti và Damanpour (1991) đã chỉ ra rằng, tỉ lệ sở hữu của ban lãnh đạo công ty có ảnh hưởng tương tác và bổ sung tích cực cho mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và thành quả công ty. Nghiên cứu của Chao (2012) cũng đã kết luận rằng, cấu trúc sở hữu có ảnh hưởng tương tác lên mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty ngành điện tử niêm yết tại Đài Loan. Nghiên cứu của Okuda và Lai (2010) cho thấy rằng, các công ty được kiểm soát bởi nhà nước (nhà nước

**Hình 1. Khung phân tích ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh**



Nguồn: Tác giả tự xây dựng dựa trên cơ sở lý thuyết

sở hữu trên 50% vốn) ít có động lực trong việc tiết kiệm thuế thu nhập bằng cách sử dụng nợ vay. Ngoài ra, Alfaraiah, Alanezi và Almujaed (2012) biện luận rằng sự kiểm soát của nhà nước đôi khi vì các mục đích chính sách hơn là kinh doanh và do đó có khả năng ảnh hưởng đến tác dụng của nợ vay lên hiệu quả kinh doanh. Dựa vào kết quả các nghiên cứu có liên quan được đề cập ở trên, khung phân tích về ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được khái quát như Hình 1 dưới đây.

Nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng tại Việt Nam

Mô hình nghiên cứu

Dựa theo mô hình nghiên cứu của Đoàn Vinh Thắng (2016) và Đoàn Ngọc Phúc (2014), tác giả xây dựng mô hình ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như sau:

$$HQHD = \beta_0 + \beta_1 * CCV + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * PRFT + \beta_4 * F\_ASSET + \beta_5 * GROWTH + \beta_6 * LIQ + u_1 \quad (3.1)$$

Trong đó,

HQHD - Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo bằng ROA và ROE

CCV - Cơ cấu vốn của doanh nghiệp nghiên cứu (được tính bằng tỷ lệ tổng nợ vay trên tài sản?)

SIZE - Quy mô doanh nghiệp (được tính bằng logarit tự nhiên của doanh thu)

PRFT - Khả năng sinh lời của doanh nghiệp (được tính bằng thu nhập trước lãi vay và thuế trên tổng doanh thu của doanh nghiệp)

F\_ASSET - Cấu trúc tài sản (được tính bằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của doanh nghiệp)

GROWTH - Cơ hội tăng trưởng (được tính bằng khoản chi đầu tư tài sản cố định trên tổng tài sản)

LIQ - Tính thanh khoản (được tính bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của doanh nghiệp)

### 1.1. Nguồn số liệu và mẫu nghiên cứu

Số liệu nghiên cứu được lấy từ StockPlus với đối tượng nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng tại Việt Nam trên 2 sàn là

**Bảng 1. Số lượng các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng trên các sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam**

Sàn giao dịch	Số lượng doanh nghiệp	Tỷ trọng
<b>HNX</b>	75	68,81%
<b>HOSE</b>	34	31,19%
<b>Tổng</b>	<b>109</b>	<b>100%</b>

*Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu Stockplus*

HNX và HOSE trong khoảng thời gian từ năm 2005-2015.

Tổng thể mẫu nghiên cứu gồm 109 doanh nghiệp trong thời gian liên tục 11 năm. Quy mô của mẫu lên đến 1.199 (109\*11) quan sát. Tuy nhiên nhiều doanh nghiệp không có đầy đủ thông tin các chỉ tiêu trong 11 năm nên quy mô mẫu ước lượng bị giảm đáng kể, số quan sát còn được sử dụng để ước lượng còn 826 quan sát, là đủ lớn để chạy dữ liệu mô hình. Số lượng các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng theo sàn giao dịch ở Việt Nam được thống kê trong Bảng 1.

### 1.2. Mô tả thống kê và tương quan các biến

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu. Theo đó, cơ cấu vốn trung bình của các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng trong khoảng thời gian từ năm 2005-2015 tại Việt Nam là 0,66, hay các doanh nghiệp này có tỷ lệ nợ trung bình chiếm khoảng 66% tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có mức nợ thấp nhất là 0 và mức nợ cao nhất gấp 1,69 lần tổng vốn của doanh nghiệp. Khả năng sinh lời bình quân của các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng tại Việt Nam là 4%. Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản bình quân của các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng là 13%. Trong giai đoạn 2005-2015, các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng chi đầu tư tài sản cố định bình quân bằng 19% tổng tài sản của doanh nghiệp. Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp này bình quân là 146%, điều này có nghĩa là các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng có tính thanh khoản rất cao. Cuối cùng, khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp

**Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu**

Biến số	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROE	872	0,11	0,17	-1,60	1,49
ROA	872	0,03	0,06	-0,35	0,84
CCV	980	0,66	0,19	0,00	1,69
SIZE	971	26,19	1,43	19,18	30,34
PRFT	974	0,04	0,07	-1,12	0,61
F_ASSET	980	0,13	0,13	0,00	0,93
GROWTH	980	0,19	0,17	0,00	0,93

*Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu Stockplus*

niêm yết ngành Xây dựng khoảng 0,11%, cao hơn khả năng sinh lời trên tài sản là 0,03%. Do nhiều doanh nghiệp bị thiếu thông tin của một số chỉ tiêu qua các năm nên số quan sát giữa các biến là không đồng nhất. Tuy nhiên, với số quan sát như Bảng 2 là đáp ứng yêu cầu về quy mô mẫu.

Kết quả về mối tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu được trình bày trong Bảng 3. Kết quả tính toán cho thấy, phần lớn các biến giải thích có tương quan dương với ROE trừ chỉ tiêu về tính thanh khoản và phần lớn các biến giải thích có tương quan dương với ROA trừ chỉ tiêu về cơ cấu vốn. Mức độ tương quan giữa các biến giải thích với HQHĐ của doanh nghiệp rơi vào khoảng từ 1% đến 96%. Trong đó khả năng sinh lời (PRFT) có tương quan mạnh nhất

đến HQHĐ của doanh nghiệp (83% với ROE và 96% với ROA). Cuối cùng giữa các biến giải thích có tương quan thấp hơn 80%, nghĩa là không tồn tại đa cộng tuyến cao giữa các biến giải thích.

**1.3. Kết quả ước lượng và thảo luận**

Mô hình được sử dụng để phân tích là mô hình tác động cố định có Robust. Vì kết quả kiểm định Hausman test cho kết quả P-value nhỏ. Kết quả ước lượng ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng được thể hiện trong Bảng 4 và Bảng 5.

Kết quả ước lượng với ROA (Bảng 4) cho biết, hệ số hồi quy đại diện cho biến cơ cấu vốn mang dấu dương và có ý nghĩa ở mức 5%. Điều này hàm ý, cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất lợi nhuận trên tài sản của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng tại Việt Nam. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của San và Heng (2011), Gill và cộng sự (2011). Mặt khác, các nhà nghiên cứu cũng như những người quản lý không phủ nhận hoàn toàn vai trò quan trọng của nợ vay trong cơ cấu vốn của công ty. Trong một giới hạn nào đó, nợ vay giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh của công ty nhờ tác dụng của lá chắn thuế (Myers, 1997; Tharmila và Arulvel, 2013) hay giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu (Jensen và Meckling, 1976), Ngoài ra, nợ vay còn giúp công ty mở rộng hoạt động nhanh chóng để tận dụng tính kinh tế nhờ quy mô mà vẫn duy

**Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình**

	ROE	ROA	CCV	SIZE	PRFT	F_ASSET	GROWTH	LIQ
ROE	1,00							
ROA	0,82	1,00						
CCV	0,01	-0,27	1,00					
SIZE	0,19	0,08	0,45	1,00				
PRFT	0,83	0,96	-0,27	0,10	1,00			
F_ASSET	0,09	0,08	-0,04	0,04	0,08	1,00		
GROWTH	0,07	0,08	-0,10	0,02	0,08	0,75	1,00	
LIQ	-0,04	0,03	-0,40	-0,25	0,03	-0,07	-0,06	1,00

*Nguồn: Tính toán của tác giả với sự trợ giúp của phần mềm STATA*

**Bảng 4. Kết quả ước lượng cho ROA**

Biến số	RE	FE	FE có robust
	ROA		
<b>CCV</b>	0,002 (0,582)	0,012* (0,100)	0,012** (0,029)
<b>SIZE</b>	-0,001*** (0,006)	-0,003*** (0,002)	-0,003** (0,013)
<b>PRFT</b>	0,901*** (0,000)	0,940*** (0,000)	0,940*** (0,000)
<b>F_ASSET</b>	0,004 (0,575)	0,001 (0,981)	0,001 (0,979)
<b>GROWTH</b>	0,0001 (0,929)	0,004 (0,633)	0,004 (0,748)
<b>LIQ</b>	0,0001 (0,341)	0,0001 (0,676)	0,0001 (0,662)
<b>Hệ số chặn</b>	0,033*** (0,007)	0,067*** (0,008)	0,067** (0,045)
<b>Số quan sát</b>	826	826	826
<b>Hệ số xác định</b>	94,34	92,5	92,5
<b>Kiểm định nhân tử Lagrange</b>	Chi2 = 17,83		P-value = 0,000
<b>Kiểm định Hausman</b>	Chi2 = 94,74		P-value = 0,000

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn là p-value. \*, \*\*, \*\*\*, hệ số hồi quy có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Xử lý dữ liệu khảo sát của phần mềm STATA

**Bảng 5: Kết quả ước lượng cho ROE**

Biến số	RE	FE	FE có robust
	ROE		
<b>CCV</b>	0.239*** (0.000)	0.185*** (0.000)	0.185*** (0.012)
<b>SIZE</b>	-0.001 (0.666)	-0.003 (0.572)	-0.003 (0.718)
<b>PRFT</b>	2.407*** (0.000)	2.468*** (0.000)	2.468*** (0.000)
<b>F_ASSET</b>	0.063* (0.104)	0.074 (0.128)	0.074* (0.078)
<b>GROWTH</b>	-0.016 (0.618)	-0.003 (0.938)	-0.003 (0.948)
<b>LIQ</b>	0.004	0.002	0.002

trì quyền kiểm soát công ty do cổ phần không bị pha loãng (Kyereboah-Coleman, 2007). Bên cạnh đó, các biến kiểm soát về quy mô và khả năng sinh lời cũng ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận trên tài sản của doanh nghiệp. Trong đó, quy mô có ảnh hưởng ngược chiều đến ROA và khả năng sinh lời có ảnh hưởng cùng chiều đến ROA. Các biến kiểm soát khác không ảnh hưởng đến ROA.

Kết quả ước lượng cho ROE (tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) được thể hiện trong Bảng 5. Tương tự như kết quả ước lượng cho ROA, cơ cấu vốn cũng có ảnh hưởng tích cực đến ROE của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng tại Việt Nam. Ngoài ra, biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng ngược chiều đến ROE và biên cấu trúc tài sản có ảnh hưởng tích cực đến ROE.

Để nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tuân theo quy luật cận biên giảm dần hay không? Tác giả thêm vào mô hình biến cơ cấu vốn bình phương (CCV<sup>2</sup>). Kết quả ước lượng được thể hiện trong Bảng 6 và Bảng 7. Tương tự như trên, mô hình được sử dụng để phân tích là mô hình FE có robust để kiểm soát các vi phạm giả thiết của mô hình (phương sai sai số thay đổi theo kết quả Wald test).

	(0.125)	(0.342)	(0.309)
<b>Hệ số chặn</b>	-0.119	-0.053	-0.053
	(0.110)	(0.668)	(0.791)
<b>Số quan sát</b>	826	826	826
<b>Hệ số xác định</b>	22,94	77,4	77,4
<b>Kiểm định nhân tử Lagrange</b>	Chi2 = 74,2	P-value = 0,000	
<b>Kiểm định Hausman</b>	Chi2 = 7224,3	P-value = 0,000	

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn là p-value. \*, \*\*, \*\*\*, hệ số hồi quy có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của phần mềm STATA

**Bảng 6: Kết quả ước lượng cho ROA**

Biến số	RE	FE	FE có robust
	ROA		
<b>CCV</b>	-0,091*** (0,000)	-0,136*** (0,000)	-0,136* (0,105)
<b>CCV2</b>	0,079*** (0,000)	0,127*** (0,000)	0,127*** (0,070)
<b>SIZE</b>	-0,001*** (0,006)	-0,003*** (0,001)	-0,003*** (0,005)
<b>PRFT</b>	0,906*** (0,000)	0,944*** (0,000)	0,944*** (0,000)
<b>F_ASSET</b>	0,005 (0,457)	0,002 (0,800)	0,002 (0,788)
<b>GROWTH</b>	0,000 (0,965)	0,000 (0,956)	0,000 (0,971)
<b>LIQ</b>	-0,001 (0,005)	-0,002 (0,003)	-0,002 (0,159)
<b>Hệ số chặn</b>	0,059*** (0,000)	0,114*** (0,000)	0,114** (0,022)
<b>Số quan sát</b>	826	826	826
<b>Hệ số xác định</b>	93,94	92,79	92,79
<b>Kiểm định nhân tử Lagrange</b>	Chi2 = 23,48	P-value = 0,000	
<b>Kiểm định Hausman</b>	Chi2 = 112,34	P-value = 0,000	
<b>Kiểm định</b>	Chi 2 = 6.1e+11	P-value = 0,000	

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn là p-value. \*, \*\*, \*\*\*, hệ số hồi quy có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của phần mềm STATA

hướng đến ROA nhưng ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến ROA không tuân theo quy luật cận biên giảm dần (chữ U ngược). Theo đó, khi doanh nghiệp gia tăng mức sử dụng nợ vay thì ROA giảm nhưng khi tỷ lệ nợ vượt qua ngưỡng 0,86%  $(-(-0,136)/(2*0,127))$  thì ROA tăng.

Kết quả ước lượng với ROE hoàn toàn tương tự như cho ROA. Theo đó, cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến ROE và ảnh hưởng đó không tuân theo quy luật cận biên giảm dần. Khi doanh nghiệp gia tăng sử dụng nợ vay thì ROE sẽ giảm nhưng khi tỷ lệ nợ vay vượt qua ngưỡng 51%  $(-(-0,142)/(2*0,137))$  thì ROE sẽ tăng.

## 2. Kết luận

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng tại Việt Nam từ năm 2005 đến 2015. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nhà nghiên cứu cũng như những người quản lý không phủ nhận hoàn toàn vai trò quan trọng của nợ vay trong cơ cấu vốn của công ty. Trong một giới hạn nào đó, nợ vay giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh của công ty nhờ tác dụng của lá chắn

Kết quả với ROA cho thấy, cơ cấu vốn có ảnh hưởng (Myers, 1997; Tharmila và Arulvel, 2013)

**Bảng 7: Kết quả ước lượng cho ROE**

Biến số	RE	FE	FE có robust
	ROE		
<b>CCV</b>	-0,072* (0,054)	-0,142** (0,033)	-0,142* (0,067)
<b>CCV2</b>	0,264*** (0,007)	0,137* (0,075)	0,137* (0,089)
<b>SIZE</b>	-0,001 (0,651)	-0,003 (0,562)	-0,003 (0,719)
<b>PRFT</b>	2,412*** (0,000)	2,470*** (0,000)	2,470*** (0,000)
<b>F_ASSET</b>	0,068* (0,075)	0,075 (0,124)	0,075* (0,081)
<b>GROWTH</b>	-0,017 (0,589)	-0,004 (0,918)	-0,004 (0,936)
<b>LIQ</b>	0,000 (0,888)	0,002 (0,503)	0,002 (0,655)
<b>Hệ số chặn</b>	-0,032 (0,686)	-0,040 (0,764)	-0,040 (0,876)
<b>Số quan sát</b>	826	826	826
<b>Hệ số xác định</b>	69,15	77,35	77,35
<b>Kiểm định nhân tử Lagrange</b>	Chi2 = 60,90	P-value = 0,000	
<b>Kiểm định Hausman</b>	Chi2 = 6628,45	P-value = 0,000	
<b>Kiểm định Wald test for hetero</b>	Chi 2 = 1.1e+41	P-value = 0,000	

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc đơn là p-value. \*, \*\*, \*\*\*, hệ số hồi quy có ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của phần mềm STATA

hay giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu (Jensen và Meckling, 1976), Ngoài ra, nợ vay còn giúp công ty mở rộng hoạt động nhanh chóng để tận dụng tính kinh tế nhờ quy mô mà vẫn duy trì quyền kiểm soát công ty do cổ phần không bị pha loãng (Kyereboah-Coleman, 2007).

Mặt khác, cơ cấu vốn ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng không tuân theo quy luật giảm biên giảm dần. Cụ thể, khi doanh nghiệp gia tăng

sử dụng nợ vay thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm nhưng khi tỷ lệ nợ vay vượt quá ngưỡng 0,86% thì ROA tăng và 51% thì ROE tăng.

Trên cơ sở kết luận này, nghiên cứu gợi ý một số giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu vốn và nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng tại Việt Nam như sau:

*Thứ nhất*, nâng cao nhận thức của các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp về tầm quan trọng của cơ cấu vốn đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, xem cơ cấu vốn là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

*Thứ hai*, tăng cường đào tạo để nâng cao trình độ chuyên môn và năng lực quản lý cho đội ngũ các nhà quản trị tài chính trong doanh nghiệp, đồng thời chú trọng đổi mới công tác quản lý tài chính, quản lý cơ cấu vốn.

*Thứ ba*, kiểm tra thường xuyên các hoạt động sử dụng vốn, bảo đảm cơ cấu vốn phù hợp, giúp nâng cao hiệu quả, đồng thời giảm thiểu rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh.

Cuối cùng, củng cố niềm tin cho các nơi cung ứng vốn bằng cách nâng cao uy tín của các doanh nghiệp thông qua nâng cao hiệu quả hoạt động và khả năng thanh toán đúng hạn, đồng thời xây dựng chiến lược huy động vốn phù hợp với thực tế hoạt động của doanh nghiệp và sự phát triển của thị trường tài chính. ■

### Tài liệu tham khảo

1. Abor, J. (2005). *The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. The Journal of*

- Risk Finance*, 6(5), 438-445.
2. Agarwal, R and Elston, J. A. (2001). *Bank-firm relationships, financing and firm performance in Germany*. *Economics Letters*, 72, 225-232.
  3. Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. (2012). *Capital structure effect on firm performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms*. *International review of business research papers*, 8(5), 137-155.
  4. Akintoye, I. R. (2007). *Effect of Capital Structure on Firm's Performance: The Nigeria Experience*. *Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences (JEFAS)*. University of Baltimore, (10), 233-243.
  5. Akintoye, I. R. (2008). *Sensitivity of Performance to Capital Structure: A Consideration for Selected Food and Beverages Companies in Nigeria*. *Journal of Social Sciences, Hellenic Open University, Greece*, 7(1), 29-35.
  6. Alalade, Y. S., Oguntodu, J. A., & Adedokun, V. A. (2015). *Firms' Capital Structure and Profitability Performance: A Study of Selected Food Product Companies in Nigeria*.
  7. Alfaraih, M., Alanezi, F. & Almujaed, H. (2012). *The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait*. *International Business Research*, 5(10), 192-200.
  8. Berger, A. N., & Udell, P. (2006). *Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
  9. Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). *Institutional ownership, capital structure, and firm performance*. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
  10. Chao, C. H. (2012). *The Influence of Capital Structure on Organizational Performance at Taiwan-Listed Info-Electronics Companies: Using Corporate Governance as the Moderator*. *American Journal of Business and Management*, 1(2), 60-69.
  11. Cheng, M. T. (2009). *Relative effects of debt and equity on corporate operating performance: A Journal of Science- 2016*, Vol. 10 (2), 20- 31
  12. Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). *The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region*. *Journal of multinational financial management*, 14(4), 387-405.
  13. Đoàn Ngọc Phúc (2014). *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), 72-80.
  14. Ebaid, I. E. S. (2009). *The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt*. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487.
  15. Fama, E. F. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm*. *The journal of political economy*, 88(2), 288-307.
  16. Gill, A., Bigger, N. & Mathur, N. (2011). *The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States*. *International Journal of Management*, 28(4), 3-15, 194.
  17. Gleason, K. C., Mathur, L. K., & Mathur, I. (2000). *The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers*. *Journal of Business Research*, 50(2), 185-191.
  18. Hammes, K. & Chen, Y. (2004). *Performance of the Swedish real estate sector*. Working paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=495442>
  19. Harris, M. & Raviv, A. (1991). *The theory of capital structure*. *The Journal of Finance*, 26(1), 297-355.
  20. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
  21. Jensen, M. C. (1986). *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. *Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review*, 76(2).
  22. Krishnan, V. S. & Moyer, R. C. (1997). *Performance, capital structure and home country: an analysis of Asian corporations*. *Global Finance Journal*, 8(1), 23. 129-143.
  24. Kyereboah-Coleman, A. (2007). *The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions*. *The Journal of Risk Finance*, 8(1), 56-71.
  25. Lin, F. L. & Chang, T. (2009). *Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis*. *Applied Economics*, 43(1), 117-128.
  26. Madan, K. (2007). *An analysis of the debt-equity structures of leading hotel chains in India*. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 19(5), 397-414.
  27. Majumdar, S. K., & Chhibber, P. (1999). *Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance*. *Public Choice*, 98(3-4), 287-305.
  28. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). *Capital structure, equity ownership and firm performance*. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.
  29. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*. *American Economic Review* 48: 261-297.
  30. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). *Taxes and the cost of capital: A correction*. *American Economic Review*, 53: 433-443.
  31. Myers, S. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 47-175.
  32. Ngân hàng Nhà nước. (2010). *Báo cáo thường niên năm 2009*. Truy cập từ
  33. <http://www.sbv.gov.vn/portal/ShowProperty?>
  34. Nguyễn Minh Kiều. (2009). *Tài chính doanh nghiệp căn bản*. Hồ Chí Minh: Nhà xuất bản Thống Kê.



35. Okuda, H. & Lai, T. P. N. (February, 2010). *The determinants of the fundraising structure of listed companies in Vietnam: Estimation of the effects of government ownership. Paper presented at the meeting of Global COE HiStat Discussion Paper, Tokyo, Japan.*
36. Pratheepkanth, P. (2011). *Capital structure and financial performance: Evidence from selected business companies in Colombo stock exchange Sri Lanka. Researchers World, 2(2),171.*
37. Salehi, M., & Biglar, K. (2009). *Study of the relationship between capital structure measures and performance: evidence from Iran. International Journal of Business and Management, 4(1), 97.*
38. San, O. T. & Heng, T. B. (2011). *Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector. International Journal of Humanities and Social Science, 1(2), 28-36.*
39. Stulz, R. (1990). *Managerial discretion and optimal financing policies. Journal of Financial Economics, 26(1), 3-27.*
40. Thamila, K., & Arulvel, K. K. (2013). *The impact of the capital structure and financial performance: a study of the listed companies traded in Colombo stock exchange. Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance, 1(5), 106-117.*
41. Trương Đông Lộc & Võ Kiều Trang. (2008). *Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu kinh tế, 361(6), 20-26.*
42. Zeitun, R. & Tian, G. G. (2007). *Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. Australasian Accounting Business & Finance Journal, 1(4), 40-61.*
43. Đoàn Vinh Thăng (2016). *Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh: vai trò tương tác của sở hữu nhà nước. Journal of Science- 2016, vol.10(2), 20-3.*

### **Thông tin tác giả**

**Nguyễn Thị Tuyết Lan**, Nghiên cứu sinh  
Học viện Ngân hàng  
Email: lanntt@hvn.edu.vn

### **Summary**

#### **The impact of the capital structure to the business performance of companies listed on the construction industry Vietnam's stock market**

This study analyzes the factors that influence the target capital structure of listed companies in Vietnam construction industry from 2005 to 2015. Results showed that experimental studies, the factors that affect the capital structure objectives include: size (SIZE), non-debt tax benefit (NDTS), Profitability of the business (PRFT) and liquidity (LIQ). Opposite, these factors do not affect the target capital structure consists of tangible fixed assets (TANG), the actual tax rate (TAX), Growth Opportunities (GROWTH), Risk (RISK), Percentage payout ie (DIV) and the specific characteristics of the business assets (UNIQ). Empirical findings are important evidence to the corporate governance decision making in financial management of your business

Keywords: target capital structure, business listed building industry.

**Lan Thi Tuyet Nguyen**, Fellows

Banking Academy