

Ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

TRƯƠNG ĐÔNG LỘC

Mục tiêu của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm số liệu tài chính của 116 công ty niêm yết được thu thập cho khoảng thời gian 2005-2008. Kết quả nghiên cứu thu được từ phương pháp so sánh trước-sau cho thấy rằng, lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu và tỷ số nợ của các công ty đã giảm sau khi niêm yết cổ phiếu. Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy chỉ ra rằng sự thay đổi của lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu sau niêm yết của các công ty có mối quan hệ với vấn đề đại diện của chủ tịch hội đồng quản trị, tốc độ tăng trưởng của doanh thu và tỷ số nợ. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu còn cho thấy, sự thay đổi của tỷ số nợ sau niêm yết của các công ty có mối quan hệ với tỷ lệ sở hữu nhà nước trong các công ty, tính thanh khoản, vấn đề đại diện của chủ tịch hội đồng quản trị, quy mô công ty và lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản trước niêm yết.

1. Giới thiệu

Ở Việt Nam, chương trình cổ phần hóa được bắt đầu vào năm 1992 như là một phần trong chương trình sắp xếp lại doanh nghiệp nhà nước với mục tiêu là nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước. Tiến trình cổ phần hóa và sự phát triển của thị trường chứng khoán có mối quan hệ tác động qua lại lẫn nhau. Cổ phần hóa được xem như là cơ sở cho sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua việc tạo ra các loại hàng hóa cho thị trường. Ngược lại, thị trường chứng khoán lại có vai trò hỗ trợ cho tiến trình cổ phần hóa do làm tăng tính thanh khoản của các cổ phiếu. Vì vậy, theo sau chương trình cổ phần hóa, thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức thực hiện phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28-07-2000. Sau gần 9 năm hoạt động, số lượng công ty niêm yết đã có

sự gia tăng đáng kể, đặc biệt là trong vài năm gần đây. Cụ thể là, số lượng công ty niêm yết đã tăng từ 2 công ty vào năm 2000 lên 342 vào cuối năm 2008 (174 công ty trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và 168 công ty trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội).

Việc niêm yết cổ phiếu được kỳ vọng là mang lại một số lợi ích cho công ty. Cụ thể là, việc niêm yết sẽ giúp cho công ty dễ dàng tiếp cận kênh huy động vốn dài hạn thông qua việc phát hành cổ phiếu, khuyếch trương uy tín, tạo tính thanh khoản cho các cổ phiếu của công ty.... Tuy nhiên, việc niêm yết cũng tạo ra một số bất lợi cho các công ty, chẳng hạn như chi phí niêm yết khá tốn kém, quyền kiểm soát công ty có thể bị xáo trộn dẫn đến việc quản trị công ty gặp phải

khó khăn, chịu nhiều nghĩa vụ công bố thông tin và các ràng buộc khác. Với những lợi ích và bất lợi như vậy, việc niêm yết cổ phiếu sẽ ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động của các công ty? Mục tiêu của nghiên cứu này là đi tìm các bằng chứng để trả lời cho câu hỏi trên.

2. Lược khảo các nghiên cứu có liên quan đến vấn đề nghiên cứu

Cho đến nay đã có một số nghiên cứu về ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động của các công ty đã được công bố. Thực vậy, Mikkelsen, Partch và Shah (1997) đã nghiên cứu ảnh hưởng của việc niêm yết đến cơ cấu sở hữu và hiệu quả hoạt động của các công ty. Các tác giả cho rằng việc niêm yết cổ phiếu thường sẽ dẫn đến sự phân hóa cơ cấu sở hữu, quyền kiểm soát công ty và đây là khả năng làm giảm động lực phấn đấu của các nhà quản lý công ty. Kết quả của nghiên cứu này chỉ ra rằng, tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các nhà quản lý và lợi nhuận hoạt động trên tài sản của các công ty đã giảm nếu so sánh năm sau niêm yết với năm trước niêm yết.

Wang, Xu và Zhu (2000) đo lường ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần ở Trung Quốc. Sử dụng số liệu của 1.088 công ty đã niêm yết trên thị trường chứng khoán Trung Quốc từ năm 1994 đến năm 2000, kết quả thu được từ phương pháp so sánh trước-sau của nghiên cứu này cho thấy rằng các công ty sau niêm yết có tổng doanh thu tăng, tỷ số nợ trên tài sản giảm và đặc biệt là những chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lời của công ty như ROA và ROS lại giảm sau khi niêm yết. Tuy nhiên, do thị trường chứng khoán Trung Quốc mới đi vào hoạt động khoảng hơn 10 năm (1990-2000), nên theo Wang và các cộng sự (2000) thì còn quá sớm để khẳng định kết quả trên.

Stephanie (2004) nghiên cứu sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động của 115 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Pháp giai đoạn 1996-2000. Kết quả nghiên cứu

của tác giả cho thấy hiệu quả hoạt động của các công ty đã giảm sau khi niêm yết. Thêm vào đó, tác giả cũng đã tìm thấy một mối quan hệ nghịch có ý nghĩa thống kê giữa sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động sau niêm yết với tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các sáng lập viên của công ty.

Kim, Kitsabunnara và Nofsinger (2004) nghiên cứu hiệu quả hoạt động của các công ty sau niêm yết. Một cách tổng quát, kết quả thu được từ nghiên cứu này cho thấy rằng hiệu quả hoạt động của các công ty đã giảm sau khi niêm yết. Ngoài ra, các tác giả còn nhận thấy trong nhóm các công ty có tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các nhà quản lý ở mức cao và thấp, tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các nhà quản trị công ty có mối quan hệ tỷ lệ thuận với sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động sau niêm yết. Tuy nhiên, trong nhóm các công ty có tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các nhà quản lý ở mức trung bình, tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi các nhà quản lý lại có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động sau khi niêm yết.

Huang và Song (2001) so sánh hiệu quả hoạt động và hiệu quả tài chính trước và sau khi niêm yết của các công ty cổ phần thuộc Trung Quốc được niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồng Kông. Kết quả của nghiên cứu này cho thấy lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của các công ty đã giảm sau khi niêm yết. Ngoài ra, các tác giả còn chỉ ra hiệu quả hoạt động của các công ty tư nhân sau niêm yết giảm mạnh hơn các công ty được cổ phần hóa sau đó niêm yết. Theo các tác giả, điều này có thể là do ảnh hưởng tích cực của cổ phần hóa đến hiệu quả hoạt động đã bù đắp một phần ảnh hưởng tiêu cực của việc niêm yết.

Tóm lại, các nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy rằng việc niêm yết cổ phiếu đã có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các công ty. Tương tự, sau niêm yết tỷ số nợ của các công ty cũng giảm do các công ty tranh thủ được nguồn vốn dài hạn thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu trên thị trường.

3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu sử dụng

Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này chủ yếu là số liệu tài chính của các công ty niêm yết được thu thập từ bản cáo bạch và các báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Các báo cáo tài chính và bản cáo bạch này được công bố rộng rãi trên các website của các công ty chứng khoán. Để đo lường ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết, số liệu tài chính của mỗi công ty được thu thập cho khoảng thời gian

2 năm trước và 2 năm sau khi niêm yết. Để thuận tiện cho việc phân tích, các công ty được chọn để nghiên cứu là các công ty niêm yết cổ phiếu vào tháng 12-2006 (đây là thời điểm có số công ty niêm yết nhiều nhất do tranh thủ ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp). Vì vậy, số liệu tài chính của các công ty được thu thập cho khoảng thời gian 2005-2008. Trong khả năng cho phép, chúng tôi đã thu thập được số liệu của 116 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Cơ cấu mẫu theo Sở giao dịch được trình bày ở bảng 1.

BẢNG 1. Cơ cấu mẫu nghiên cứu theo Sở giao dịch

Sở giao dịch	Số lượng công ty	Tỷ lệ (%)
Thành phố Hồ Chí Minh	50	43,1
Hà Nội	66	56,9
<i>Tổng cộng</i>	<i>116</i>	<i>100,0</i>

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Hai phương pháp được sử dụng trong nghiên cứu này là phương pháp so sánh trước-sau và phân tích hồi quy đa biến.

- Phương pháp so sánh trước-sau

Theo phương pháp này, đầu tiên chúng tôi tính toán các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của mỗi công ty trong các năm trước (2005, 2006) và sau niêm yết (2007, 2008). Sau đó, giá trị trung bình của từng chỉ tiêu được xác định cho giai đoạn trước niêm yết và giai đoạn sau niêm yết. Trước khi thực hiện các kiểm định về sự thay đổi có ý nghĩa trong các chỉ tiêu nghiên

cứu, chúng tôi đã áp dụng kiểm định Jarque-Bera để xác định xem các chỉ tiêu này có theo phân phối chuẩn hay không. Kết quả là (không được đề cập ở đây, nhưng có thể yêu cầu cung cấp từ tác giả) giả thuyết H_0 (mẫu nghiên cứu có phân phối chuẩn) đã bị bác bỏ cho tất cả các chỉ tiêu. Vì vậy, kiểm định Wilcoxon (kiểm định phi tham) đã được sử dụng để kiểm định sự thay đổi có ý nghĩa trong trung vị của các chỉ tiêu sau niêm yết¹. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết được sử dụng trong nghiên cứu này cùng với những diễn giải được trình bày ở bảng 2.

BẢNG 2. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty

Chỉ tiêu	Diễn giải
- Khả năng sinh lời	
Lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản (IBTA)	Lợi nhuận trước thuế/Tổng tài sản
Lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (IBTS)	Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu
Lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu (IBTE)	Lợi nhuận trước thuế/Vốn chủ sở hữu
- Doanh thu thực	Doanh thu/(1+tỷ lệ lạm phát)
- Tỷ số nợ	
Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (D/A)	Tổng nợ/Tổng tài sản

1. Về mặt thống kê, kiểm định phi tham số Wilcoxon thích hợp hơn kiểm định t trong việc xác định sự khác biệt có ý nghĩa giữa 2 biến số nghiên cứu khi chúng không có phân phối chuẩn.

Để đo lường khả năng sinh lời của một công ty, các chỉ tiêu lợi nhuận trên doanh thu (ROS), lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) thường được sử dụng. Ở Việt Nam, để khuyến khích thị trường chứng khoán phát triển, trong giai đoạn đầu từ năm 2000-2006, các công ty cổ phần khi niêm yết sẽ được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 2 năm đầu kể từ ngày chính thức giao dịch trên thị trường. Vì vậy, các chỉ tiêu liên quan đến lợi nhuận sau thuế không thể so sánh được cho hai giai đoạn trước và sau khi niêm yết do có sự khác biệt về thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Chính vì lý do này mà chúng tôi đã sử dụng các chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (IBTS), lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản (IBTA) và lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu (IBTE) trong nghiên cứu này.

- Phương pháp phân tích hồi quy

Phương pháp phân tích hồi quy được sử dụng để xác định mức độ ảnh hưởng của một số nhân tố đến sự thay đổi của các chỉ tiêu đo lường khả năng sinh lợi của các công ty sau niêm yết. Trong nghiên cứu này phương trình hồi quy có dạng như sau:

$$Y_i = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_{ij} X_{ij}$$

Trong đó:

- Y_i : Sự thay đổi trong các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của công ty trước và sau niêm yết;
- X_{ij} : Các biến độc lập. Diễn giải cho các biến độc lập và những kỳ vọng về mối tương quan của chúng với biến phụ thuộc trong mô hình hồi quy được trình bày ở bảng 3.

BẢNG 3. Diễn giải các biến độc lập và những kỳ vọng của chúng trong mô hình hồi quy

Biến số	Diễn giải	Kỳ vọng
Sở hữu nhà nước (X_1)	Phần trăm cổ phần Nhà nước nắm giữ trước khi niêm yết	Tỷ lệ nghịch
Chủ tịch Hội đồng quản trị (X_2)	Biến giả, bằng 1 nếu Chủ tịch Hội đồng quản trị là người đại diện cho Nhà nước, ngược lại bằng 0	Tỷ lệ nghịch
Quy mô công ty (X_3)	Log của giá trị trung bình tổng tài sản trước khi niêm yết	Tỷ lệ thuận
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (X_4)	Tốc độ tăng trưởng bình quân của doanh thu 2 năm trước khi niêm yết	Tỷ lệ thuận
D/A sau niêm yết (X_5)	Trung bình sau niêm yết của tỷ số D/A	Tỷ lệ nghịch
Tính thanh khoản trước niêm yết (X_6)	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn trước niêm yết	Tỷ lệ nghịch
IBTA trước niêm yết (X_7)	Trung bình IBTA trước niêm yết	Tỷ lệ nghịch

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết

Như đã giới thiệu ở phần trước, các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động và cấu

trúc vốn của các công ty được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm IBTA, IBTE, IBTS, doanh thu thực và tỷ số nợ trên tổng tài sản. Kết quả kiểm định Wilcoxon về sự khác biệt ở các chỉ tiêu này trong 2 giai đoạn trước và sau niêm yết được trình bày ở bảng 4.

BẢNG 4. Ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động của các công ty

Chỉ tiêu	N	Trung bình (trung vị) trước niêm yết	Trung bình (trung vị) sau niêm yết	Thay đổi trung bình (trung vị)	Giá trị thống kê Z
IBTA	116	0,1068 (0,0849)	0,0996 (0,0838)	-0,0072 (-0,0011)	0,14
IBTS	116	0,0998 (0,0621)	0,1114 (0,0718)	0,0116 (0,0096)	0,78
IBTE	116	0,2346 (0,2157)	0,2238 (0,1783)	-0,0108 (-0,0374)	2,02 ^b
Doanh thu thực (triệu đồng)	116	496.830 (193.000)	578.801 (200.000)	81.971 (7.000)	0,60
Nợ trên tổng tài sản	116	0,5876 (0,5878)	0,5025 (0,5174)	-0,0851 (-0,0704)	3,05 ^a

^{a, b}: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1% và 5%.
N: Số quan sát.

- Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời là một chỉ tiêu quan trọng để đo lường hiệu quả hoạt động của một công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chỉ có chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (IBTS) là tăng, trong khi đó lợi nhuận trước thuế trên tài sản (IBTA) và lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu (IBTE) của các công ty đều giảm sau khi niêm yết. Cụ thể là, trung bình (trung vị) của IBTS ở giai đoạn sau niêm yết đã tăng 1,16% (0,96%) so với giai đoạn trước niêm yết. Trái lại, trung bình (trung vị) của IBTE của các công ty đã giảm từ 23,46% (21,57%) trong giai đoạn trước niêm yết xuống còn 22,38% (17,83%) trong giai đoạn sau niêm yết trong khi đó trung bình (trung vị) của IBTA đã giảm từ 10,68% (8,49%) xuống còn 9,96% (8,38%). Tuy nhiên, trong các thay đổi ở 3 chỉ tiêu trên chỉ có sự sụt giảm ở chỉ tiêu IBTE là có ý nghĩa về mặt thống kê (ở mức ý nghĩa 5%). Kết quả nghiên cứu này là phù hợp với kết quả của những nghiên cứu trước đây và có thể được giải thích là do trong những năm đầu sau khi niêm yết, các công ty

thường mở rộng quy mô, ngành nghề kinh doanh nhằm tạo thêm uy tín của công ty cũng như nhằm thu hút vốn đầu tư nên sự gia tăng về lợi nhuận ban đầu thường không theo kịp sự gia tăng về tài sản và nguồn vốn nên các tỷ số IBTA và IBTE đều có khuynh hướng giảm.

- Doanh thu thực

Để đo lường ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến doanh thu, trong nghiên cứu này chúng tôi sử dụng chỉ tiêu doanh thu thực (doanh thu được thu thập từ báo cáo kết quả kinh doanh được điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát hàng năm). Kết quả nghiên cứu được trình bày ở Bảng 4 chỉ ra rằng doanh thu thực của các công ty đã có một sự gia tăng sau niêm yết. Cụ thể là, trung bình (trung vị) của doanh thu thực đã tăng từ 496.830 (193.000) triệu đồng trong giai đoạn trước niêm yết lên đến 578.801 (200.000) triệu đồng trong giai đoạn sau niêm yết. Tuy nhiên, kết quả kiểm định Wilcoxon lại cho thấy rằng sự gia tăng của doanh thu thực sau niêm yết là không có ý nghĩa về mặt thống kê. Như vậy, việc niêm yết cổ phiếu đã

không có ảnh hưởng đến doanh thu thực của các công ty.

- Tỷ số nợ

Tỷ số nợ của các công ty được kỳ vọng sẽ giảm sau khi niêm yết do sau khi niêm yết, các công ty có thể giảm bớt vay nợ, thay vào đó là sẽ gia tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn khi cần mở rộng sản xuất và đầu tư. Đúng như kỳ vọng, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng trung bình (trung vị) của tỷ số nợ đã giảm từ 58,76% (58,78%) trong giai đoạn trước niêm yết xuống còn 50,25% (51,74%) trong những năm sau niêm yết. Sự thay đổi của tỷ số nợ có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy, việc niêm yết cổ phiếu đã có ảnh hưởng có ý nghĩa đến tỷ số nợ theo hướng làm giảm tỷ số này của các công ty.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng việc niêm yết cổ phiếu đã có ảnh hưởng tiêu cực đến IBTE và làm giảm tỷ số nợ của các công ty. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu này

chúng tôi thực hiện một bước nghiên cứu kế tiếp là phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ thay đổi ở các chỉ tiêu này bằng mô hình hồi quy. Kết quả phân tích hồi quy được trình bày một cách chi tiết ở phần tiếp theo.

4.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết

Từ kết quả kiểm định sự khác biệt ở trên chúng ta thấy rằng việc niêm yết cổ phiếu chỉ có ảnh hưởng đến IBTE và tỷ số nợ (D/A) của các công ty niêm yết. Để xác định mức độ ảnh hưởng của một số nhân tố đến sự thay đổi ở 2 chỉ tiêu này, mô hình hồi quy được áp dụng ở bước tiếp theo. Mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là IBTE và D/A có dạng như sau:

$$IBTE = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5) \quad (1)$$

$$D/A = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_6, X_7) \quad (2)$$

Kết quả phân tích hồi quy về các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi của IBTE và D/A được trình bày ở bảng 5.

BẢNG 5. Kết quả phân tích hồi quy

Chỉ tiêu	IBTE	D/A
Hằng số	-0,1839 (-0,79)	0,8621 (2,81)
Sở hữu nhà nước (X_1)	0,0009 (1,53)	0,0017 (2,37) ^b
Chủ tịch HĐQT (X_2)	-0,0595 (-1,99) ^b	-0,1116 (-3,02) ^a
Quy mô công ty (X_3)	0,0107 (0,50)	-0,0808 (-2,98) ^a
Tốc độ tăng trưởng của doanh thu (X_4)	-0,0356 (-2,87) ^a	-0,0104 (-0,67)
D/A sau niêm yết (X_5)	0,0943 (1,74) ^c	
Tính thanh khoản trước niêm yết (X_6)		0,0093 (2,06) ^b
IBTA trước niêm yết (X_7)		-0,3971 (-4,01) ^a
Số quan sát	116	116
R ² điều chỉnh	0,16	0,22
Giá trị kiểm định F	3,88 ^a	5,24 ^a

a, b và c: Có ý nghĩa thống kê tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%
Giá trị thống kê t trong dấu ngoặc đơn.

- Mô hình 1 (biến phụ thuộc là IBTE)

Thống nhất với những gì đã kỳ vọng, kết quả phân tích hồi quy chỉ ra rằng có một mối quan hệ ngược chiều giữa sự thay đổi của IBTE và sự quản trị công ty. Cụ thể là, sự thay đổi của IBTE ở những công ty có Chủ tịch hội đồng quản trị là người đại diện cho phần sở hữu của Nhà nước thấp hơn các công ty còn lại 5,95%. Sự khác biệt về IBTE của 2 nhóm công ty này có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Tương tự, tốc độ tăng trưởng của doanh thu trước khi công ty niêm yết cũng có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với sự thay đổi của IBTE với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả phân tích trình bày ở Bảng 5 cho thấy rằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu trước niêm yết tăng 1% sẽ làm cho sự thay đổi của IBTE giảm 3,56%. Điều này có thể được lý giải là sau khi niêm yết, những công ty có tốc độ tăng trưởng cao sẽ tranh thủ nguồn vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành cổ phiếu để mở rộng quy mô. Việc sử dụng quá nhiều vốn chủ sở hữu có thể là lý do làm giảm IBTE. Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy còn chỉ ra rằng tỷ số nợ có tương quan tỷ lệ thuận với sự thay đổi của IBTE. Cụ thể là, nếu tỷ số nợ của các công ty tăng thêm 1% thì sự khác biệt của IBTE ở giai đoạn sau niêm yết so với trước niêm yết sẽ tăng 0,09%. Kết quả này có thể được giải thích là do ảnh hưởng của lá chắn thuế khi sử dụng nợ trong tài trợ. Cuối cùng, tỷ lệ cổ phần nhà nước nắm giữ trong các công ty và quy mô của công ty có tương quan tỷ lệ thuận với sự thay đổi của IBTE. Tuy nhiên, các mối quan hệ này lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

- Mô hình 2 (biến phụ thuộc là D/A)

Liên quan đến mô hình thứ hai, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ cổ phần Nhà nước nắm giữ có mối quan hệ tỷ lệ thuận với tỷ số nợ của các công ty mặc dù mức độ tương quan không lớn. Cụ thể là, khi tỷ lệ cổ phần Nhà nước nắm giữ tăng 1% thì sự thay đổi của tỷ số nợ sẽ tăng 0,002% (có ý nghĩa thống kê ở mức 5%). Mối quan hệ này có thể

được giải thích là do khi Nhà nước nắm giữ nhiều cổ phiếu trong các công ty cổ phần trước khi niêm yết thì công ty càng dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn ngân hàng do có mối quan hệ và sự tin tưởng của các chủ nợ từ trước. Tương tự, tính thanh khoản của các công ty trước niêm yết cũng có tương quan tỷ lệ thuận với sự thay đổi của tỷ số nợ sau niêm yết. Kết quả hồi quy cho thấy rằng khi chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện hành của công ty trước niêm yết tăng 1% sẽ dẫn đến sự thay đổi của tỷ số nợ trên tổng tài sản tăng 0,93%. Về mặt thống kê, mối quan hệ này có ý nghĩa ở mức 5%. Điều này có thể được giải thích là do các công ty có khả năng thanh toán cao sẽ có điều kiện đi vay nhiều hơn khi họ có nhu cầu về vốn nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng sản xuất, kinh doanh của họ.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy rằng việc quản trị công ty, quy mô công ty và khả năng sinh lợi của công ty có tương quan tỷ lệ nghịch với sự thay đổi của tỷ số nợ sau niêm yết. Tất cả các mối quan hệ này đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Cụ thể là, các công ty có Chủ tịch hội đồng quản trị là người đại diện cho Nhà nước có tỷ số nợ thay đổi sau niêm yết thấp hơn các công ty còn lại là 11,16%. Về quy mô, khi giá trị tổng tài sản của công ty tăng 1% sẽ dẫn đến sự thay đổi của tỷ số nợ giảm 0,08%. Những công ty có quy mô càng lớn càng có điều kiện thuận lợi hơn trong việc huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu và vì vậy họ chủ động sử dụng nguồn vốn này hơn là đi vay. Tương tự, khi lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản tăng 1% sẽ làm cho sự thay đổi của tỷ số nợ sau niêm yết giảm 0,40%. Mối quan hệ tỷ lệ nghịch này có thể được giải thích là do các công ty có lợi nhuận cao sẽ có điều kiện sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư và vì vậy làm giảm tỷ số nợ.

5. Kết luận

Nội dung chính của bài viết này là đo lường ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng

khoán Việt Nam. Trong nghiên cứu này chúng tôi đã sử dụng số liệu tài chính của 116 công ty niêm yết cho khoảng thời gian 2005-2008. Áp dụng phương pháp so sánh trước-sau và kiểm định phi tham số Wilcoxon, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chỉ có chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (IBTS) là tăng trong khi đó thu nhập trước thuế trên tài sản (IBTA) và thu nhập trước thuế trên vốn chủ sở hữu (IBTE) của các công ty đều giảm sau khi niêm yết. Tuy nhiên, trong các thay đổi ở 3 chỉ tiêu trên chỉ có sự sụt giảm ở chỉ tiêu IBTE là có ý nghĩa về mặt thống kê. Ngoài ra, doanh thu thực của các công ty đã có một sự gia tăng sau niêm yết. Tuy nhiên, sự gia tăng này lại không có ý nghĩa về mặt thống kê. Đặc biệt là, kết quả nghiên cứu còn cho thấy rằng tỷ số nợ của các công ty đã giảm sau niêm yết với mức ý nghĩa thống kê 1%.

Với những bằng chứng thu được về ảnh hưởng của việc niêm yết cổ phiếu đến khả năng sinh lời và tỷ số nợ của các công ty, chúng tôi đã sử dụng phương pháp phân tích hồi quy để xác định nguồn gốc của sự thay đổi đó. Về mặt thống kê, kết quả phân tích hồi quy chỉ ra rằng vấn đề đại diện của Chủ tịch hội đồng quản trị, tốc độ tăng trưởng của doanh thu có tương quan tỷ lệ nghịch, trong khi đó tỷ số nợ lại có tương

quan tỷ lệ thuận với sự thay đổi của IBTE. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu còn cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu Nhà nước trong các công ty, tính thanh khoản có tương quan tỷ lệ thuận trong khi đó vấn đề đại diện của Chủ tịch hội đồng quản trị, quy mô công ty và lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản trước niêm yết lại có tương quan nghịch với sự thay đổi của tỷ số nợ của các công ty sau niêm yết./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Huang, Samuel Gui Hai and Song, Frank M., 2001, "The Financial and Operating Performance of China's Newly Listed H-firms", HIEBS (Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy) Working Paper.
2. Kim, Kenneth A., Pattanaporn Kitsabunnara và John R. Nofsinger, 2004, "Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms", *Journal of Corporate Finance*, 10 (3), p.355-381.
3. Mikkelson, W. H., Partch, M. M. and Shah, K. (1997). 'Ownership and operating performance of companies that go public', *Journal of Financial Economics*, 44(3), p.281-307.
4. Stephanie, Serve, 2004, "The operating performance of French IPO firms", MPRA (Munich Personal RePEc Archive) Paper.
5. Wang, Xiaozu, Lixin Colin Xu và Tian Zhu, 2004, "State-owned enterprises going public: The case of China", *Economics of Transition*, 12(3), p.467-487.