

NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VẬT LIỆU XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ths. Phạm Minh Đức*

Nghiên cứu đánh giá tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của 25 doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009-2017. Bằng phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng, kết quả cho thấy việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Bài viết cũng hệ thống tổng quan các nghiên cứu liên quan đến cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, Đồng thời, tiếp cận dưới góc độ tài chính, bài viết tiến hành phân tích thực nghiệm để kiểm tra, đánh giá ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp VLXD niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

• Từ khóa: cơ cấu nguồn vốn, hiệu quả hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp vật liệu xây dựng.

The research evaluates the impact of capital structure on business performance of 25 listed construction materials enterprises on Vietnam stock market in the period of 2009-2017. By regression method with panel data, the results show that the high financial leverage negatively affects the business performance of listed construction materials enterprises. The paper also provides a literature review of researches related to capital structure and business performance of enterprises.

• Keywords: capital structure, business performance, construction materials enterprises.

Ngày nhận bài: 10/1/2019

Ngày chuyển phần biện: 13/1/2019

Ngày nhận phần biện: 20/1/2019

Ngày chấp nhận đăng: 22/1/2019

1. Cơ sở lý thuyết

Xoay quanh vấn đề cơ cấu nguồn vốn đã có rất nhiều nghiên cứu. Điển hình như Nghiên cứu của Modigliani và Miller (M&M) (1958, 1963), lý thuyết đánh đổi trong các nghiên cứu của Kraus và Litzenberger (1973), Jensen và Meckling (1976), lý thuyết trật tự phân hạng

của Myers và Majluf (1984)... Trong đó, lý thuyết Modigliani và Miller (1963) và nhóm các lý thuyết về các lợi ích bù trừ của Kraus và Litzenberger (1973), Jensen & Meckling (1976), Miller (1977), DeAngelo và Masulis (1980), Myer (1977, 1984) về chi phí đại diện, chi phí kiệt quệ tài chính cũng đã đề cập đến ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN.

Ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN là vấn đề nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà nghiên cứu cũng như những người quản lý doanh nghiệp (San & Heng, 2011). Tuy nhiên, những kết quả nghiên cứu cho đến thời điểm hiện tại còn chưa thống nhất. Có thể kể ra một số quan điểm như sau:

Không có ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: Trong nghiên cứu năm 1958, trường hợp giả định rằng, không có thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN), quan điểm của lý thuyết M&M cho rằng cơ cấu nguồn vốn không có ảnh hưởng gì đến giá trị của DN hoặc DN không có cách nào để gia tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu nguồn vốn. Cùng quan điểm như vậy, Rajhans

* Học viện Tài chính

và cộng sự (2013) thực hiện nghiên cứu: Quyết định tài chính tác động đến giá trị DN: Bằng chứng từ 16 DN Ấn Độ thuộc bốn lĩnh vực: Luyện kim, hàng tiêu dùng nhanh, công nghệ thông tin và công nghiệp ô tô được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Bombay (BSE) giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2011. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng: Cơ cấu nguồn vốn và tỷ lệ chia cổ tức không có tác động đến giá trị DN.

Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: Kết quả ước lượng của Abor (2005) cho thấy, ảnh hưởng đồng biến của tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn đến tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 20 DN niêm yết tại Ghana trong giai đoạn 1998 - 2002. Ủng hộ cho kết luận của Abor (2005) thì Gill, Biger và Mathur (2011) cũng quan sát thấy, mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và hệ số ROE trong mẫu gồm 272 DN dịch vụ và sản xuất niêm yết tại New York giai đoạn 2005 - 2007.

Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: Trái ngược hoàn toàn với những kết luận trên, Majumdar và Chhibber (1999) tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về mối quan hệ ngược chiều giữa cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động dựa trên một mẫu quan sát gồm 1.000 DN tại Ấn Độ trong giai đoạn 1988 - 1994. Nghiên cứu của Gleason và Mathur (2000) cũng cho thấy, ảnh hưởng tiêu cực của tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn đến hệ số ROA của các DN trong ngành bán lẻ tại 14 quốc gia ở châu Âu. Hay Zeitun và Tian (2007) nghiên cứu 167 DN tại Jordan trong giai đoạn 1989 - 2003 cũng cho kết quả tương tự.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Dữ liệu nghiên cứu

Do điều kiện còn hạn chế nên để thực hiện nghiên cứu, tác giả chủ yếu sử dụng dữ liệu thứ cấp. Đó là các báo cáo tài chính hàng năm đã được kiểm toán. Các báo cáo này được tác giả thu thập từ website hsx.vn, hnx.vn và cổng thông tin của các DN.

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 25 DN ngành VLXD được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2009-2017. Các DN chiếm phần lớn thị phần ngành VLXD tại Việt Nam.

2.2. Các biến nghiên cứu

Căn cứ vào các nghiên cứu trước đó liên quan, tác giả sử dụng một số biến như sau:

2.2.1. Biến phụ thuộc

Theo Behn (2003), hiệu quả kinh doanh có thể chịu tác động bởi nhiều nhân tố khác nhau như: Mục tiêu kinh doanh, quy mô hay tuổi đời doanh nghiệp... Hiện nay, có rất nhiều chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh của DN nhưng các chỉ tiêu thường được sử dụng nhiều nhất trong các nghiên cứu với các hệ số giá trị kế toán, còn gọi là các hệ số về lợi nhuận như: Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần (ROS), tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA) hay tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE)... Tuy nhiên, nghiên cứu của Shah và cộng sự (2011), Le và cộng sự (2011), Shahid (2003) đều cho rằng, chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh (ROS hay ROA...) cũng gần tương tự như ROE. ROE phản ánh, với một đồng vốn mà chủ sở hữu đầu tư sẽ mang về bao nhiêu lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và đây là vấn đề mà chủ sở hữu quan tâm nhất khi đầu tư. Do đó, bài viết chọn ROE là biến đại diện cho hiệu quả kinh doanh. ROE được xác định như sau:

$ROE = \text{Lợi nhuận sau thuế} / \text{Vốn chủ sở hữu bình quân}$

2.2.2. Biến độc lập

Hệ số nợ (TLEV): Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trong DN được thể hiện ở chỉ tiêu hệ số nợ. DN có hệ số nợ cao thể hiện mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức độ cao và ngược lại. Amarjit Gill (2011) cùng nhiều nhà khoa học khác đã sử dụng chỉ tiêu hệ số nợ để đánh giá ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hệ số nợ của DN được xác định theo công thức:

$\text{Hệ số nợ} = \text{Nợ phải trả} / \text{Tổng nguồn vốn}$

2.2.3. Biến kiểm soát

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Được xem là một nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DN. Nghiên cứu của Abor (2005)[80] cho thấy các DN có quy mô lớn thường hoạt động hiệu quả hơn. Ngược lại, nghiên cứu của Cheng và cộng sự (2010) cho thấy các DN quy mô lớn lại hoạt động kém hiệu quả hơn. Để phản ánh quy mô DN Shumi Akhtar (2005) sử dụng chỉ tiêu tổng tài sản. Trong khi đó, nghiên cứu của Titman and Wessels (1998) sử dụng chỉ tiêu tổng doanh thu. Trong phạm vi bài viết, tác giả sử dụng chỉ tiêu tổng tài sản (theo giá trị sổ sách) để đo lường quy mô của DN.

SIZE = Giá trị sổ sách tổng tài sản.

Tốc độ luân chuyển vốn (VVKD): Các doanh nghiệp có tốc độ luân chuyển vốn nhanh thì doanh thu tạo ra là lớn hơn. Đây là cơ sở để tăng được lợi nhuận cũng như hiệu quả hoạt động của DN. Tác giả lựa chọn tiêu chí “Vòng quay vốn kinh doanh” để xác định tốc độ luân chuyển vốn của DN.

VVKD = Doanh thu thuần/Tổng tài sản bình quân

Khả năng tăng trưởng (GROW): Các nghiên cứu trước đây thường sử dụng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hoặc tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản để đo lường khả năng tăng trưởng của các DN (theo Myers, 1977). Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng tỷ lệ tăng trưởng tài sản để đo lường khả năng tăng trưởng của DN.

Cơ cấu tài sản (TANG): Để xác định cơ cấu tài sản, tác giả xác định giá trị của tài sản cố định (theo giá trị sổ sách) trên tổng tài sản (theo giá trị sổ sách). Cụ thể:

TANG = Tài sản cố định/Tổng tài sản

Khả năng thanh toán (LIQ): Để đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu khả năng thanh toán tổng quát:

LIQ = Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn

Quyền sở hữu của nhà quản lý (SOE): Theo nghiên cứu của Kang và Zardkoohi (2005) chỉ ra rằng một người không nên giữ cả hai vị trí CEO và chủ tịch HĐQT vì sẽ làm giảm hiệu quả quản trị vì sự bảo thủ của CEO và sự giảm sút mức độ độc lập của HĐQT. Hay như Nguyễn Minh Huệ và Đặng Tùng Lâm (2017) đã chỉ ra rằng các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam càng có sự tách biệt giữa chức năng sở hữu và chức năng quản lý thì hiệu quả hoạt động lại càng cao. Nghiên cứu xác định quyền sở hữu của nhà quản lý dựa trên tỷ lệ sở hữu tính đến cuối năm được công bố trên báo cáo thường niên của các DN.

2.3. Mô hình nghiên cứu:

Mô hình kinh tế lượng phản ánh tác động của các nhân tố đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp VLXD được đề xuất để ước lượng và kiểm định như sau:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \cdot TLEVSZ + \beta_2 \cdot SIZE + \beta_3 \cdot VVK + \beta_4 \cdot GROW + \beta_5 \cdot TANG + \beta_6 \cdot LIQUID + \beta_7 \cdot SOE$$

3. Kết quả nghiên cứu

Sau khi kiểm định sự phù hợp của mô hình, kết quả cho thấy mô hình có sự tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Kết quả hồi quy sau hiệu chỉnh như sau:

Mô hình hồi quy sau điều chỉnh

```
Regression with Driscoll-Kraay standard errors      Number of obs   =      177
Method: Fixed-effects regression                 Number of groups =       32
Group variable (i): Cty                          F( 7, 7)        =    3161.54
maximum lag: 2                                   Prob > F         =     0.0000
                                                within R-squared =     0.4506
```

| ROE | Drisc/Kraay | | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|--------|-------------|-----------|-------|-------|----------------------|-----------|
| | Coef. | Std. Err. | | | | |
| TLEV | -.912534 | .1327474 | -6.87 | 0.000 | -1.226432 | -.5986362 |
| GROW | .1201596 | .013095 | 9.18 | 0.000 | .0891948 | .1511245 |
| TANG | .1151383 | .1631506 | 0.71 | 0.503 | -.2706515 | .500928 |
| LIQ | .0440922 | .0356508 | 1.24 | 0.256 | -.0402086 | .1283931 |
| VVKD | .0567215 | .0190464 | 2.98 | 0.021 | .0116838 | .1017591 |
| SOE | -.267319 | .0575478 | -4.65 | 0.002 | -.403398 | -.13124 |
| LnSize | .1092138 | .0615018 | 1.78 | 0.119 | -.0362149 | .2546426 |
| _cons | -1.013141 | .7506619 | -1.35 | 0.219 | -2.788175 | .7618919 |

Nguồn: Kết quả từ phần mềm STATA

Từ kết quả mô hình định lượng, có thể rút ra một số kết luận về tác động của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động của các DN ngành VLXD niêm yết trong giai đoạn 2009-2017, như sau:

Kiểm định cho kết luận mô hình hồi quy là phù hợp ($p\text{-value} = 0,000 < 0,05$). Hệ số $R^2 = 0,45$ chứng tỏ 45% thay đổi trong hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VLXD là do tác động của các nhân tố kể trên. Xem xét cụ thể các yếu tố giải thích cho hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VLXD cho thấy:

Các nhân tố có quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động

Khả năng tăng trưởng: Biến GROW có hệ số hồi quy 0,1202, với mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này cho thấy các doanh nghiệp VLXD có tốc độ tăng trưởng tài sản càng lớn thì hiệu quả hoạt động càng cao.

Tốc độ luân chuyển vốn: Biến VVKD có hệ số hồi quy là 0,0567 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tốc độ luân chuyển vốn và hiệu quả hoạt động của DN.

Các biến: Cơ cấu tài sản (TANG) và khả năng thanh toán (LIQ) có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của DN nhưng $p\text{-value}$ đều lớn hơn 5%. Nên không có ý nghĩa thống kê trong mô hình trên.

Các nhân tố có quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động

Hệ số nợ: Biến TLEV có hệ số hồi quy là -0,9125, với mức ý nghĩa thống kê 1%. Với kết quả như trên, có thể thấy rằng trong giai đoạn 2009-2016, các doanh nghiệp VLXD có hệ số nợ cao thường có hiệu quả hoạt động kinh doanh thấp hơn. Điều đó có thể lý giải bởi trong giai đoạn 2009-2016, các doanh nghiệp VLXD vẫn còn gặp phải những khó khăn nhất định, khả năng tiêu thụ sản phẩm không tốt, chính vì vậy việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao lại càng làm cho ROE của các DN trên giảm sút.

Quyền sở hữu của nhà quản lý: Biến SOE có hệ số hồi quy là -0,2673, với mức ý nghĩa thống kê 5%. Cho thấy các doanh nghiệp VLXD càng có sự tách biệt về chức năng sở hữu và chức năng quản lý thì hiệu quả hoạt động là tốt hơn.

Kết luận: Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động

kinh doanh thể hiện qua chỉ tiêu ROE cho thấy cơ cấu nguồn vốn là một trong những nhân tố tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN ngành VLXD. Trong giai đoạn 2009-2017, các DN có hệ số nợ cao hơn thường có khả năng sinh lời thấp hơn. Điều này được giải thích do trong giai đoạn 2009-2017, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp VLXD còn gặp nhiều khó khăn, vì vậy việc sử dụng nợ phải trả không những không phát huy được mặt tích cực của đòn bẩy tài chính mà còn làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu là cơ sở giúp doanh nghiệp VLXD xây dựng một cơ cấu nguồn vốn phù hợp cho thời gian tới. Duy trì hệ số nợ ở mức thấp hơn sẽ giúp DN giảm rủi ro tài chính, nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh cũng như tối đa hoá giá trị DN.

Tài liệu tham khảo:

Abor, J. (2008). *Determinants of the capital structure of Ghanaian firms (No. RP_176)*. African Economic Research Consortium.

Chen, J. J., 2003. *Determinants of capital structure of Chinese-listed companies*. The Journal of Business Research, 57(12), 1341-1351.

Margaritis, D. & Psillaki, M. (2007). "Capital structure and firm efficiency". *Journal of Business Finance & Accounting* 34.9 - 10: 1447 - 1469.

Myers, S. C. (1984). *The capital structure puzzle*. The journal of finance, 39(3), 574 - 592.

Tien, T. D. (2014). "The determinant of capital structure: Evidence from Chinese publicly listed firms". *MSc. Dissertation of Finance and Accounting Department, the University of Greenwich*.

Jensen, M.C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*. American Economic Review 76, 323-339.

Võ Minh Long (2017), "Tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp cổ phần niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh", *Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh, TP. Hồ Chí Minh*.

Võ Xuân Vinh (2014), *Cấu trúc sở hữu và cấu trúc vốn: Nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường chứng khoán Việt Nam, Tạp chí công nghệ Ngân hàng số 101 (tháng 8/2014) Trang 32 - 27*.