

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

---

**TRẦN THỊ PHƯƠNG THẢO**

**ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN  
HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG  
TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ  
TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Hà Nội, năm 2019**

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

---

**TRẦN THỊ PHƯƠNG THẢO**

**ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN  
HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG  
TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ  
TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Kinh doanh thương mại**

**Mã số: 62.34.01.21**

**Luận án tiến sĩ kinh tế**

**Người hướng dẫn khoa học:**

- 1. GS.TS. Đinh Văn Sơn**
- 2. TS. Vũ Xuân Dũng**

**Hà Nội, năm 2019**

## LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan Luận án Tiến sĩ “*Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam*” là công trình nghiên cứu do chính tôi hoàn thiện. Các tài liệu tham khảo, số liệu thống kê được sử dụng trong Luận án có nguồn trích dẫn đầy đủ và trung thực. Kết quả nêu trong Luận án chưa từng được ai công bố trong bất kỳ công trình nào khác.

### Tác giả

Trần Thị Phương Thảo

## LỜI CẢM ƠN

Tôi xin gửi lời cảm ơn chân thành đến các Thầy, Cô giáo trong trường Đại học Thương mại, những người đã tận tình giúp đỡ tôi trong suốt thời gian học tập và nghiên cứu. Đặc biệt, tôi xin gửi lời cảm ơn sâu sắc đến GS,TS. Đinh Văn Sơn và TS. Vũ Xuân Dũng đã dành rất nhiều thời gian và tâm huyết hướng dẫn để tôi có thể hoàn thành Luận án. Tôi xin chân thành cảm ơn PGS,TS Nguyễn Thị Phương Liên và các Thầy, Cô trong Khoa Sau đại học trường Đại học Thương mại đã nhiệt tình hỗ trợ, chỉ dẫn trong thời gian học tập tại Khoa.

Đồng thời, tôi cũng xin chân thành cảm ơn các Thầy, Cô trong trường Đại học Ngoại thương và các doanh nghiệp đã tạo điều kiện thuận lợi và nhiệt tình hỗ trợ tôi trong quá trình thu thập thông tin, đưa ra những góp ý nhận xét hữu ích để tôi hoàn thiện Luận án của mình.

Cuối cùng, tôi xin bày tỏ lòng biết ơn đến gia đình, bạn bè và đồng nghiệp đã luôn bên cạnh, ủng hộ và giúp đỡ tôi trong suốt thời gian học tập và nghiên cứu.

Tôi xin trân trọng cảm ơn!

**Tác giả luận án**

Trần Thị Phương Thảo

## MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN .....	i
MỤC LỤC .....	iii
DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT .....	vii
DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT TIẾNG ANH .....	vii
DANH MỤC BẢNG - BIỂU - SƠ ĐỒ - HÌNH VẼ .....	viii
PHẦN MỞ ĐẦU .....	1
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....	10
1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài Luận án .....	10
1.1.1. Các lý thuyết về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh	10
1.1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh .....	15
1.1.3. Khoảng trống nghiên cứu .....	21
1.2. Phương pháp nghiên cứu.....	22
1.2.1. Quy trình nghiên cứu .....	22
1.2.2. Các phương pháp nghiên cứu.....	24
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP.....	27
2.1. Khái quát về cơ cấu vốn của doanh nghiệp .....	27
2.1.1. Khái niệm về vốn và cơ cấu vốn.....	27
2.1.2. Các nguồn tài trợ vốn của doanh nghiệp.....	30
2.1.3. Các chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn.....	36
2.1.4. Chi phí vốn của doanh nghiệp.....	38
2.2. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp .....	47
2.2.1. Khái niệm.....	47
2.2.2. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp .....	49

<b>2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp .....</b>	<b>50</b>
<b>2.3.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn .....</b>	<b>50</b>
<b>2.3.2. Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp .....</b>	<b>54</b>
<b>CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CƠ CẤU VỐN VÀ HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM .....</b>	<b>57</b>
<b>3.1. Tổng quan về các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam.....</b>	<b>57</b>
<b>3.1.1. Tình hình niêm yết của các công ty cổ phần.....</b>	<b>57</b>
<b>3.1.2. Phân loại các công ty cổ phần niêm yết .....</b>	<b>58</b>
<b>3.2. Tình hình cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam.....</b>	<b>60</b>
<b>3.2.1. Thực trạng nguồn tài trợ của các công ty cổ phần niêm yết.....</b>	<b>60</b>
<b>3.2.2. Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết.....</b>	<b>67</b>
<b>3.3. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn tại một số doanh nghiệp điển hình ...</b>	<b>77</b>
<b>3.3.1. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn bình quân cho CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng.....</b>	<b>79</b>
<b>3.3.2. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn bình quân cho CTCP Tập đoàn Kido .....</b>	<b>86</b>
<b>CHƯƠNG 4: MÔ HÌNH VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM .....</b>	<b>93</b>
<b>4.1. Xây dựng mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu .....</b>	<b>93</b>
<b>4.1.1. Mô hình nghiên cứu .....</b>	<b>93</b>
<b>4.1.2. Giả thuyết nghiên cứu .....</b>	<b>95</b>

<b>4.2. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam.....</b>	<b>98</b>
4.2.1. <i>Mô tả dữ liệu nghiên cứu.....</i>	98
4.2.2. <i>Mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng.....</i>	100
4.2.3. <i>Mô hình hồi quy hai giai đoạn.....</i>	104
4.2.4. <i>Mô hình hồi quy phân vị.....</i>	110
4.2.5. <i>So sánh kết quả nghiên cứu trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế.....</i>	112
4.2.6. <i>Tổng hợp kết quả nghiên cứu.....</i>	114
<b>CHƯƠNG 5: MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ NHẪM ĐIỀU CHỈNH CƠ CẤU VỐN ĐỂ NÂNG CAO HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....</b>	<b>120</b>
<b>5.1. Cơ sở đề xuất các khuyến nghị .....</b>	<b>120</b>
5.1.1. <i>Các kết luận rút ra qua nghiên cứu thực trạng.....</i>	120
5.1.2. <i>Bối cảnh thị trường tài chính tại Việt Nam và định hướng phát triển trong những năm tới .....</i>	122
<b>5.2. Khuyến nghị đối với công ty cổ phần niêm yết.....</b>	<b>127</b>
5.2.1. <i>Khuyến nghị chung đối với các công ty cổ phần niêm yết .....</i>	127
5.2.2. <i>Khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng sinh lời của các công ty cổ phần niêm yết.....</i>	129
5.2.3. <i>Khuyến nghị nhằm nâng cao giá trị thị trường của các công ty cổ phần niêm yết.....</i>	135
5.2.4. <i>Khuyến nghị xây dựng mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu thông qua xác định chi phí vốn bình quân .....</i>	138
5.2.5. <i>Khuyến nghị nhằm đa dạng hóa nguồn vốn huy động .....</i>	143
<b>5.3. Khuyến nghị đối với Nhà nước .....</b>	<b>146</b>
<b>KẾT LUẬN .....</b>	<b>149</b>

<b>DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CỦA ĐỀ TÀI LUẬN ÁN.....</b>	<b>151</b>
<b>DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....</b>	<b>152</b>
<b>PHỤ LỤC 1: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2008 – 2010.....</b>	<b>152</b>
<b>PHỤ LỤC 2: DANH SÁCH CÁC NHÀ QUẢN TRỊ VÀ CHUYÊN GIA TƯ VẤN THAM GIA KHẢO SÁT.....</b>	<b>166</b>
<b>PHỤ LỤC 3: PHIẾU KHẢO SÁT VỀ CƠ CẤU VỐN TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN .....</b>	<b>168</b>
<b>PHỤ LỤC 4: KẾT QUẢ HỒI QUY VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011 - 2017.....</b>	<b>173</b>
<b>PHỤ LỤC 5: HỆ SỐ BETA THEO NGÀNH.....</b>	<b>192</b>



**DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT**

<b>STT</b>	<b>CHỮ VIẾT TẮT</b>	<b>GIẢI THÍCH</b>
1	CTCP	Công ty cổ phần
2	HQKD	Hiệu quả kinh doanh
3	TNHH	Trách nhiệm hữu hạn
4	TTCK	Thị trường chứng khoán

**DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT TIẾNG ANH**

<b>STT</b>	<b>CHỮ VIẾT TẮT</b>	<b>TỪ ĐẦY ĐỦ</b>	<b>GIẢI THÍCH</b>
1	2SLS	2 stage least square	Mô hình hồi quy hai bước
2	EBIT	Earning before interest and tax	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay
3	EPS	Earning per share	Thu nhập trên một cổ phiếu
4	EVA	Economic value added	Giá trị kinh tế gia tăng
5	GDP	Gross domestic product	Tổng sản phẩm quốc nội
6	MVA	Market value added	Giá trị thị trường gia tăng
7	ROA	Return on assets	Hệ số sinh lời của tài sản
8	ROE	Return on equity	Hệ số sinh lời của vốn chủ sở hữu
9	WTO	World Trade Organization	Tổ chức thương mại thế giới

## DANH MỤC BẢNG - BIỂU - SƠ ĐỒ - HÌNH VẼ

### BẢNG

<b>Bảng 1.1: Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp .....</b>	<b>20</b>
<b>Bảng 3.1: Phân loại doanh nghiệp niêm yết theo nhóm ngành (ICB) trong mẫu nghiên cứu .....</b>	<b>60</b>
<b>Bảng 3.2: Mức độ ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp.</b>	<b>64</b>
<b>Bảng 3.3: Các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định cơ cấu vốn .....</b>	<b>66</b>
<b>Bảng 3.4: Số liệu của Việt Nam để xác định chi phí vốn bình quân.....</b>	<b>78</b>
<b>Bảng 3.5: Chi phí nợ vay năm 2017 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng.....</b>	<b>82</b>
<b>Bảng 3.6: Bảng tính Chi phí vốn chủ sở hữu năm 2017 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng .....</b>	<b>83</b>
<b>Bảng 3.7: Chi phí nợ vay giả định A của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng ....</b>	<b>84</b>
<b>Bảng 3.8: Chi phí vốn chủ sở hữu giả định A của CTCP VICEM.....</b>	<b>85</b>
<b>Bao bì Hải Phòng.....</b>	<b>85</b>
<b>Bảng 3.9: So sánh chi phí vốn bình quân của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng .....</b>	<b>86</b>
<b>Bảng 3.10: Chi phí nợ vay năm 2017 của CTCP Tập đoàn Kido .....</b>	<b>90</b>
<b>Bảng 3.11: Chi phí vốn chủ sở hữu năm 2017 của CTCP Tập đoàn Kido .....</b>	<b>91</b>
<b>Bảng 3.12: So sánh chi phí vốn bình quân của CTCP Tập đoàn Kido .....</b>	<b>92</b>
<b>Bảng 4.1: Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu .....</b>	<b>93</b>
<b>Bảng 4.2: Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình.....</b>	<b>98</b>
<b>Bảng 4.3: Hệ số tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình.....</b>	<b>99</b>
<b>Bảng 4.4: Kết quả kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian lựa chọn giữa mô hình hồi quy REM/FEM và OLS.....</b>	<b>100</b>
<b>Bảng 4.5: Kết quả kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình REM và FEM .....</b>	<b>101</b>
<b>Bảng 4.6: Kết quả ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) .....</b>	<b>102</b>

<b>Bảng 4.7: Mô tả các biến được sử dụng trong mô hình hồi quy phụ (0) .....</b>	<b>106</b>
<b>Bảng 4.8: Kết quả hồi quy mô hình phụ theo biến LEV .....</b>	<b>106</b>
<b>Bảng 4.9: Kết quả kiểm định Durbin-Wu-Hausman.....</b>	<b>108</b>
<b>Bảng 4.10: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo mô hình hồi quy 2 bước 2SLS .....</b>	<b>108</b>
<b>Bảng 4.11: Kết quả hệ số hồi quy của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trên các phân vị .....</b>	<b>111</b>
<b>Bảng 4.12: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế.....</b>	<b>113</b>
<b>Bảng 4.13: Tổng hợp kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam.....</b>	<b>115</b>
<b>Bảng 5.1: Tóm tắt các khuyến nghị dành cho các công ty niêm yết.....</b>	<b>135</b>
<b>Bảng 5.2: Chi phí nợ vay năm 2018 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng....</b>	<b>140</b>
<b>Bảng 5.3: Bảng tính Chi phí vốn chủ sở hữu năm 2018 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng .....</b>	<b>140</b>
<b>Bảng 5.4: Bảng dự báo chi phí vốn bình quân .....</b>	<b>142</b>

## **BIỂU**

<b>Biểu 3.1: Cơ cấu nguồn tài trợ trung bình của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- 2017 .....</b>	<b>61</b>
<b>Biểu 3.2: Cơ cấu nợ phải trả trung bình của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 - 2017.....</b>	<b>62</b>
<b>Biểu 3.3: Cơ cấu vốn chủ sở hữu trung bình của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 - 2017 .....</b>	<b>63</b>
<b>Biểu 3.4: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam .....</b>	<b>68</b>
<b>Biểu 3.5: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành công nghiệp .....</b>	<b>70</b>

<b>Biểu 3.6: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành dịch vụ tiêu dùng .....</b>	<b>71</b>
<b>Biểu 3.7: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành dược phẩm và y tế .....</b>	<b>72</b>
<b>Biểu 3.8: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành hàng tiêu dùng .....</b>	<b>73</b>
<b>Biểu 3.9: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành nguyên vật liệu .....</b>	<b>74</b>
<b>Biểu 3.10: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành hàng tiện ích cộng đồng.....</b>	<b>75</b>
<b>Biểu 3.11: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng.....</b>	<b>79</b>
<b>Biểu 3.12: Cơ cấu nợ phải trả của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng .....</b>	<b>81</b>
<b>Biểu 3.13: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của CTCP Tập đoàn Kido .....</b>	<b>88</b>
<b>Biểu 3.14: Cơ cấu nợ phải trả của CTCP Tập đoàn Kido.....</b>	<b>89</b>

## **SƠ ĐỒ**

<b>Sơ đồ 2.1: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp .....</b>	<b>55</b>
<b>Sơ đồ 5.1: Sơ đồ phân tích ảnh hưởng của các nhân tố đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.....</b>	<b>121</b>
<b>Sơ đồ 5.2: Một số khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng sinh lời cho các doanh nghiệp niêm yết có tỷ lệ nợ trên mức tối ưu .....</b>	<b>130</b>

## **HÌNH VẼ**

<b>Hình 1.1: Quy trình nghiên cứu.....</b>	<b>22</b>
--	-----------

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. Sự cần thiết của vấn đề nghiên cứu

Hoạt động hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam đã chuyển sang giai đoạn triển khai sâu rộng và toàn diện. Việc tham gia các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới là những đột phá quan trọng trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế. Tuy nhiên, diễn biến tình hình kinh tế thế giới trong những năm qua cho thấy chủ nghĩa bảo hộ thương mại đang ngày càng có chiều hướng gia tăng, đe dọa nghiêm trọng tới tiến trình tự do hóa thương mại và hội nhập kinh tế toàn cầu. Bên cạnh đó, xung đột thương mại giữa Hoa Kỳ với một số đối tác, đặc biệt là Trung Quốc gây ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Để đảm bảo mục tiêu tối đa hóa hiệu quả kinh doanh, các doanh nghiệp Việt Nam đã không ngừng hoàn thiện, nghiên cứu các phương thức quản trị tiên tiến, tăng cường ứng dụng công nghệ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu tác động bởi nhiều yếu tố khách quan và chủ quan như môi trường chính trị pháp luật, chính sách kinh tế của Nhà nước, ngành nghề kinh doanh, trình độ của nhà quản trị hay điều kiện tài chính của doanh nghiệp... Trong đó vốn được xem là một trong các nhân tố có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Vốn là nguồn hình thành nên các tài sản cần thiết phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và được hình thành từ nợ vay và vốn chủ sở hữu. Quyết định về vốn gắn liền với việc xem xét nên lựa chọn nguồn vốn nào tài trợ cho việc mua sắm các tài sản của doanh nghiệp, sử dụng vốn vay hay vốn chủ sở hữu, hay sử dụng cả hai để huy động vốn cho quyết định đầu tư. Quyết định về vốn được thể hiện thông qua việc lựa chọn cơ cấu vốn, hay cấu trúc vốn của mỗi doanh nghiệp.

Thị trường vốn tại Việt Nam trong thời gian qua đã có nhiều thành tựu đáng kể, góp phần không nhỏ vào quá trình phát triển của nền kinh tế. Số liệu thống kê năm 2000 cho thấy, các doanh nghiệp phần lớn huy động vốn vay từ hệ thống các ngân hàng thương mại, dư nợ tín dụng đạt 40% GDP, trong khi giá trị vốn hóa của thị trường cổ phiếu chỉ đạt 0,28% GDP. Đến năm 2017, dư nợ tín dụng đã trên 130% so với GDP và giá trị vốn hóa của thị trường cổ phiếu đạt trên 70% GDP, cán mốc đề

ra trong chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2020 (Hoàng Xuân Hòa, Nguyễn Quang Huy, 2018). Tuy nhiên, việc tăng vốn quá nhiều so với khả năng phát triển của doanh nghiệp lại có thể là nguyên nhân gây phá vỡ cơ cấu vốn tối ưu, làm giảm hiệu quả sử dụng vốn cũng như gây ra các rủi ro tài chính khác. Thực tế trên cho thấy để duy trì sự phát triển bền vững của doanh nghiệp, nhà quản trị cần xây dựng chính sách tài chính phù hợp, trong đó có nội dung về chính sách cơ cấu vốn. Chính sách cơ cấu vốn hiệu quả không chỉ giúp doanh nghiệp tận dụng triệt để được tác động tích cực từ đòn bẩy tài chính mà còn giảm thiểu các rủi ro tài chính có thể xảy ra, góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Các lý thuyết nổi tiếng trên thế giới như lý thuyết của Modigliani và Miller, lý thuyết chi phí quản lý đại diện, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng hay lý thuyết định thời điểm thị trường đã đưa ra các quan điểm khác nhau để giải thích mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện bởi nhiều tác giả trên phạm vi các quốc gia khác nhau như nghiên cứu của Berger và Udell (2006) tại Mỹ, nghiên cứu của Weill (2008) tại các nước Châu Âu gồm Tây Ban Nha, Ý, Đức, Pháp, Bỉ, Bồ Đào Nha, nghiên cứu của Abor (2005) tại Ghana, nghiên cứu của Dawar (2014) tại Ấn Độ, nghiên cứu của Margaritis và Psillaki (2007) tại New Zealand, nghiên cứu của Cheng và cộng sự (2010) tại Trung Quốc, nghiên cứu của Wahba (2014) tại Ai Cập... Tại Việt Nam đã có một số nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn như nghiên cứu của tác giả Dương Thị Hồng Vân (2014), Phan Thanh Hiệp (2017), một số nghiên cứu về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh như nghiên cứu của tác giả Lê Thị Phương Vy (2015), tác giả Nguyễn Thành Cường (2015), tác giả Bùi Đan Thanh (2016)... Các nghiên cứu đều chứng minh mối quan hệ chặt chẽ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy nhiều kết quả trái ngược nhau chứng tỏ mối quan hệ này phụ thuộc khá nhiều vào bối cảnh kinh tế khác nhau, cách thức ghi nhận các chỉ tiêu tài chính hay do phương pháp nghiên cứu khác nhau.

Năm 2007, xuất phát từ khủng hoảng thị trường tín dụng tại Mỹ, nền kinh tế thế giới đã bộc lộ những dấu hiệu bất ổn. Các nền kinh tế trên thế giới bắt đầu tăng trưởng chậm, thị trường chứng khoán sụt giảm, giá cả quốc tế biến động bất thường, hàng loạt các định chế tài chính lớn trên thế giới phá sản, giải thể hoặc sáp nhập. Nền kinh tế Việt Nam khi tham gia ngày càng sâu và rộng vào kinh tế thế giới cũng không nằm ngoài xu thế đó. Là một nền kinh tế đang phát triển với quy mô nhỏ, Việt Nam chịu ảnh hưởng chậm hơn khi tăng trưởng kinh tế có dấu hiệu suy giảm bắt đầu từ năm 2008, và chạm đáy của suy giảm kinh tế vào năm 2009. Tại Việt Nam, một số công trình nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa việc lựa chọn cơ cấu vốn và khủng hoảng kinh tế như nghiên cứu của Truong Hong Trinh và Nguyen Phuong Thao (2015). Tuy nhiên, không có nhiều nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng khác biệt của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian khủng hoảng kinh tế tài chính và trong thời gian phục hồi sau khủng hoảng kinh tế tài chính.

Hơn nữa, một vấn đề thường gặp trong các nghiên cứu thực nghiệm là hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng biến nội sinh trong mô hình. Để giải quyết hiện tượng này cần sử dụng biến công cụ có mối tương quan với biến độc lập bị nội sinh và không tương quan với phần dư của mô hình ban đầu thông qua thủ tục hồi quy hai bước 2SLS. Việc sử dụng mô hình nghiên cứu đồng thời (mô hình hồi quy hai bước) ngoài việc giải quyết được hiện tượng phương sai sai số thay đổi, hiện tượng nội sinh, còn có thể giúp nghiên cứu đưa ra các kiến nghị phù hợp hơn nhằm tối đa hóa hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua chính sách hoạch định cơ cấu vốn và các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách này. Bên cạnh đó, không có nhiều nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy phân vị nhằm xem xét sự khác biệt trong chiều hướng tác động của tỷ lệ nợ lên từng phân vị của hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu cũng không đề cập nhiều đến việc xác định chi phí vốn bình quân hiện tại của doanh nghiệp và ước tính chi phí vốn bình quân thấp nhất trong giả định cơ cấu vốn thay đổi. Do đó, vấn đề đặt ra là cần phải xây dựng được mô hình nghiên cứu hai bước 2SLS với biến công cụ, mô hình hồi quy phân vị nhằm giải quyết được các khuyết tật của mô hình; xây dựng được phương pháp xác định chi phí vốn bình

quân của doanh nghiệp khi cơ cấu vốn thay đổi, cũng như đánh giá ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong các bối cảnh kinh tế khác nhau. Từ đó, nhà quản trị sẽ có căn cứ một cách cụ thể và chính xác trong quyết định về cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Nhận thức được tầm quan trọng của quyết định về cơ cấu vốn, tác giả đã chọn vấn đề “**Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**” để làm đề tài cho luận án tiến sĩ của mình.

## **2. Mục đích và các câu hỏi nghiên cứu của luận án**

### *Mục đích nghiên cứu*

Mục đích nghiên cứu của luận án nhằm làm rõ thực trạng cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, từ đó đưa ra các kết luận và khuyến nghị điều chỉnh cơ cấu vốn nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các công ty cổ phần niêm yết và cơ quan Nhà nước.

Xuất phát từ mục đích đã nêu, nghiên cứu sinh xác định các nhiệm vụ nghiên cứu cụ thể sau:

Thứ nhất, xác lập cơ sở lý luận về cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp bao gồm các khái niệm, các nhân tố ảnh hưởng, các chỉ tiêu đánh giá...

Thứ hai, phân tích thực trạng cơ cấu vốn trong công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam theo các nhóm ngành nghề kinh doanh trong tương quan với các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh. Trên cơ sở đó, luận án chỉ ra các đặc điểm về cơ cấu vốn và đánh giá chung về tương quan giữa cơ cấu vốn, hiệu quả kinh doanh của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Luận án phân tích cơ cấu vốn và xác định chi phí vốn bình quân của một số doanh nghiệp điển hình và kiểm chứng lại chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp trong điều kiện thay đổi cơ cấu vốn.

Thứ ba, xem xét một số mô hình nghiên cứu thực nghiệm trước đó về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh



nhằm xây dựng mô hình nghiên cứu, xác định các yếu tố trong mô hình và các chỉ tiêu đo lường.

Thứ tư, sau khi xác định mô hình nghiên cứu và thu thập các số liệu cần thiết, luận án tiến hành phân tích ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam. Trên cơ sở đó, luận án đưa ra các khuyến nghị đối với nhóm các công ty cổ phần niêm yết, khuyến nghị đối với Nhà nước. Ngoài ra, luận án cũng đưa ra một số gợi ý cho hướng nghiên cứu có liên quan cho tương lai.

#### *Câu hỏi nghiên cứu*

Luận án cần làm rõ các câu hỏi nghiên cứu sau đây:

(i) Lý luận về cơ cấu vốn và ảnh hưởng của quyết định cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp đã được nghiên cứu như thế nào? Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp được xác định như thế nào?

(ii) Thực trạng cơ cấu vốn và thực trạng hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2017 như thế nào?

(iii) Mô hình nghiên cứu nào được sử dụng để kiểm định ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2017? Phương pháp hồi quy nào cần được thực hiện để khắc phục các điểm yếu của mô hình?

(iv) Cơ cấu vốn có tác động như thế nào đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- 2017? Mức độ tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh có khác nhau trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế? Mức độ tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh có khác nhau theo các phân vị của hiệu quả kinh doanh? Các nhân tố nào ảnh hưởng đến quyết định về cơ cấu vốn trong các CTCP? Khi điều chỉnh cơ cấu vốn về mức tối ưu thì chi phí vốn bình quân của các CTCP có giảm không?

(v) Các khuyến nghị đối với các CTCP niêm yết và với Nhà nước nhằm xây dựng cơ cấu vốn để hướng tới nâng cao hiệu quả kinh doanh của các CTCP là gì?

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của luận án**

*Đối tượng nghiên cứu:*

Đối tượng nghiên cứu của luận án là những vấn đề lý thuyết và thực tiễn về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

*Phạm vi nghiên cứu:*

Về không gian: Luận án nghiên cứu quyết định về cơ cấu vốn, ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh tại các CTCP niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Các quyết định về cơ cấu vốn được tập trung phân tích cho các nhóm ngành chính gồm: công nghiệp, công nghệ thông tin, dịch vụ tiêu dùng, hàng tiêu dùng, dược phẩm và y tế, nguyên vật liệu, tiện ích cộng đồng. Luận án không nghiên cứu nhóm các công ty cổ phần niêm yết thuộc nhóm ngành tài chính do có sự khác biệt về đặc thù hoạt động kinh doanh và do chuyên ngành đào tạo của nghiên cứu sinh là kinh doanh thương mại.

Về thời gian: Luận án đánh giá thực trạng quyết định về cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn năm 2011-2017 và có so sánh với giai đoạn trước từ năm 2008-2010. Đây là giai đoạn nền kinh tế Việt Nam đã phát triển ổn định hơn sau giai đoạn chịu ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu. Luận án cũng thực hiện so sánh và phân tích chiều hướng tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế (năm 2011- 2017) với giai đoạn khủng hoảng kinh tế (năm 2008 - 2010).

Về nội dung: Cơ cấu vốn được xác định theo chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Hiệu quả kinh doanh được đánh giá thông qua các chỉ tiêu tài chính bao gồm: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ lệ giữa giá thị trường trên giá trị sổ sách Tobin's Q. Luận án tập trung vào nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh mà không nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô khác đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

### **4. Phương pháp nghiên cứu của luận án**

Với mục tiêu nghiên cứu đã đề ra, phương pháp nghiên cứu được xác định trong luận án bao gồm cả phương pháp định tính và định lượng, cụ thể như sau:

Phương pháp thống kê, phân tích, so sánh và tổng hợp: Dựa trên dữ liệu và thông tin thu thập được từ nhiều nguồn khác nhau, tác giả sẽ sử dụng phương pháp phân tích thống kê để hệ thống hóa các vấn đề liên quan, thực hiện phương pháp so sánh, đối chiếu, tổng hợp để đưa ra những nhận xét về quyết định cơ cấu vốn hiện nay của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- 2017.

Phương pháp định tính: Nhằm nghiên cứu thực trạng quyết định về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp, xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp, Luận án thực hiện tham khảo ý kiến các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính, các nhà quản trị trong doanh nghiệp. Cùng với việc tham khảo, kế thừa các nghiên cứu trong và ngoài nước trước đó, tác giả đánh giá thực trạng quyết định về cơ cấu vốn, nguyên nhân và xu hướng ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp.

Phương pháp định lượng: Để nghiên cứu đồng thời các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu và thu thập các số liệu cần thiết, chủ yếu từ Báo cáo tài chính và Báo cáo thường niên của các công ty niêm yết giai đoạn 2008-2017. Tiếp đó, tác giả sẽ sử dụng phần mềm kinh tế lượng STATA để tiến hành phân tích mối quan hệ này thông qua các phương pháp hồi quy gồm mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng, mô hình hồi quy phân vị và mô hình hồi quy hai bước. Kết quả phân tích sẽ là cơ sở để tác giả đưa ra các kết luận cần thiết. Nội dung của các phương pháp nghiên cứu sẽ được trình bày chi tiết hơn trong chương 1 của Luận án.

Phương pháp nghiên cứu tình huống: Luận án thực hiện nghiên cứu cơ cấu vốn, hiệu quả kinh doanh và xác định chi phí vốn bình quân theo các giả định cơ cấu vốn khác nhau tại hai doanh nghiệp điển hình là CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng và CTCP Tập đoàn KIDO.

## **5. Những đóng góp mới của luận án**

Luận án có những đóng góp mới sau đây:

- Trên cơ sở tổng quan và kế thừa các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước, Luận án đã áp dụng các phương pháp hồi quy khác nhau gồm phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng, phương pháp hồi quy hai bước với biến công cụ, phương pháp hồi quy phân vị nhằm giải quyết các hạn chế của mô hình nghiên cứu như hiện tượng phương sai sai số thay đổi, hiện tượng nội sinh. Trên cơ sở đó, Luận án đã chứng minh được các mối quan hệ sau:

Cơ cấu vốn có ảnh hưởng phi tuyến tính hình chữ U ngược đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Cơ cấu vốn đạt mức tối ưu khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản dao động quanh mức 32% đến 37%. Tuy nhiên, do phần lớn các công ty niêm yết duy trì tỷ lệ nợ cao trên ngưỡng tối ưu nên các kiến nghị của Luận án tập trung theo hướng giảm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp.

Quy mô công ty, khả năng thanh toán, tỷ lệ chi trả cổ tức, sở hữu Nhà nước và rủi ro hoạt động được chứng minh là có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn; ngành công nghiệp có xu hướng sử dụng nợ vay cao hơn so với các ngành nghề kinh doanh khác. Trên cơ sở đó, để điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các CTCP, Luận án đã đưa ra một số kiến nghị liên quan đến tập trung lĩnh vực kinh doanh, khả năng thanh toán, chính sách chi trả cổ tức và quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và chỉ tiêu giá thị trường Tobin's Q là khác nhau theo các phân vị của Tobin's Q. Cơ cấu vốn có tác dụng tích cực đến giá thị trường của các CTCP khi chỉ tiêu Tobin's Q ở mức thấp. Như vậy, đối với các CTCP có giá trị thị trường cao thì nên ưu tiên việc huy động vốn từ phát hành cổ phiếu do lợi thế từ giá cổ phiếu cao có thể huy động được lượng vốn lớn với chi phí huy động thấp hơn.

Trong giai đoạn suy thoái khi các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ khủng hoảng kinh tế tài chính, việc sử dụng nợ vay được chứng minh là nhiều tác động tích cực hơn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP so với giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế.

- Luận án đã áp dụng được phương pháp xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp. Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp không đơn thuần là chi phí

bình quân của lãi vay hay mức cổ tức doanh nghiệp chi trả thực tế mà còn xem xét đồng thời đến các rủi ro mà các CTCP gặp phải tại mức cơ cấu vốn đó. Trên cơ sở đó Luận án đề xuất xây dựng mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu cho các CTCP.

- Dựa vào kết quả nghiên cứu định lượng và các phân tích cơ cấu vốn, chi phí vốn bình quân, tác giả đưa ra các khuyến nghị cụ thể đối với các công ty cổ phần, tập trung vào bốn nhóm khuyến nghị chính gồm: nâng cao khả năng sinh lời của doanh nghiệp, nâng cao giá trị thị trường, xây dựng mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu thông qua xác định chi phí vốn bình quân và đa dạng hóa nguồn vốn huy động; bên cạnh đó là bốn khuyến nghị đối với Nhà nước.

## **6. Kết cấu của Luận án**

Ngoài phần Mở đầu, kết luận, các phụ lục, Luận án được kết cấu gồm 5 chương như sau:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Chương 3: Thực trạng cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 4: Mô hình và kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 5: Một số khuyến nghị nhằm điều chỉnh cơ cấu vốn để nâng cao hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

## CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài Luận án

#### 1.1.1. Các lý thuyết về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh

Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là một vấn đề nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà nghiên cứu và những người quản trị doanh nghiệp. Các lý thuyết nghiên cứu điển hình về mối quan hệ này gồm lý thuyết M&M, lý thuyết chi phí quản lý đại diện, lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn, lý thuyết về trật tự phân hạng và lý thuyết định thời điểm thị trường.

##### *Lý thuyết cổ điển của Durand*

Nghiên cứu của tác giả Durand (1952) đã đặt nền móng đầu tiên cho lý thuyết về cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Tác giả Durand dựa trên các quan điểm chính như sau:

Thứ nhất, thông thường nợ vay có chi phí vốn “rẻ” hơn so với vốn chủ sở hữu, vì vậy, khi doanh nghiệp kết hợp sử dụng nợ vay nhiều hơn sẽ làm cho chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp (WACC) thấp hơn, và giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên.

Công thức:

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{CF}_t \text{ của doanh nghiệp}}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Trong đó:

t: Thời gian hoạt động của doanh nghiệp.

CF<sub>t</sub>: Dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp.

WACC: chi phí vốn bình quân gia quyền, được xác định như sau:

$$\text{WACC} = R_E (E/(D+E)) + R_D (D/(D+E))$$

Trong đó, R<sub>E</sub> và R<sub>D</sub> lần lượt là chi phí vốn của nợ và vốn chủ sở hữu.

D: Nợ vay; E: Vốn chủ sở hữu

Thứ hai, khi tỷ lệ nợ trên tổng nguồn tài trợ tăng sẽ làm cho tỷ suất lợi nhuận của vốn chủ sở hữu tăng lên do chi phí vốn chủ sở hữu cao hơn nợ. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp tăng tỷ lệ nợ trên tổng nguồn tài trợ thì chi phí nợ vay cũng tăng do rủi ro phá

sản tăng. Do vậy, tác động của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào sự cân bằng giữa lợi ích của việc sử dụng nợ vay và vốn chủ sở hữu. Theo tác giả, doanh nghiệp cần xây dựng cơ cấu vốn để tối thiểu chi phí vốn bình quân (WACC) và từ đó tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu này không đưa ra cơ sở nào để kết hợp chi phí nợ vay hay chi phí vốn chủ sở hữu.

### ***Lý thuyết của Modigliani và Miller***

Công trình đầu tiên trình bày về cơ cấu vốn có thể kể đến là nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958), sau này được gọi là lý thuyết M&M (1958). Lý thuyết này cho rằng nếu một doanh nghiệp sử dụng nợ vay có giá trị cao hơn thì nhà đầu tư sẽ bán cổ phiếu của công ty đó và mua cổ phiếu của công ty vay nợ ít hơn nhằm thu được lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro. Với giả định chi phí giao dịch bằng không, quá trình mua bán trên sẽ được tiếp tục đến khi giá trị của hai công ty là bằng nhau. Do vậy, lý thuyết M&M kết luận rằng giá trị công ty không phụ thuộc vào tỷ lệ nợ của công ty đó. Tuy nhiên, kết luận của M&M (1958) dựa trên một tập hợp các giả định về thị trường hoàn hảo không đạt được trong thực tiễn, đặc biệt là không xuất hiện thuế trong mô hình.

Sau này, trong nghiên cứu tiếp theo của mình khi nghiên cứu tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp, Modigliani & Miller (1963) đã đưa ra bằng chứng mới cho rằng chi phí vốn ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và do đó ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Sử dụng nợ vay sẽ phát sinh chi phí lãi vay và chi phí này được khấu trừ một phần khi xác định thuế thu nhập doanh nghiệp. Doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp, còn gọi là tạo ra lá chắn thuế, dẫn đến tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, bên cạnh lợi ích nhờ thuế thu nhập doanh nghiệp, thực tế cho thấy còn nhiều vấn đề xung quanh việc gia tăng nợ vay trong doanh nghiệp như chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí quản lý đại diện. Mặc dù, lý thuyết M&M chỉ đúng trong trường hợp các giả định về thị trường được thỏa mãn, nhưng Modigliani và Miller đã đặt nền móng cho sự ra đời của các lý thuyết về cơ cấu vốn sau này.

### ***Lý thuyết chi phí đại diện (Agency Cost Theory)***

Berle & Means (1932) đã đề cập đến chi phí đại diện trong mô hình công ty hiện đại. Lý thuyết này được phát triển lên bởi Jensen & Meckling (1976). Hai tác giả cho rằng chi phí đại diện gia tăng do tồn tại xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản lý (shareholder – manager conflict) và xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ (shareholder – debtholder conflict). Xung đột giữa cổ đông và người quản lý cho thấy nhà quản lý có thể chạy theo lợi ích cá nhân thay vì mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Cụ thể hơn, nhà quản lý có xu hướng lựa chọn các dự án đầu tư ít rủi ro, lợi nhuận thấp và một tỷ lệ nợ thấp để giảm xác suất bị phá sản. Do vậy, để cắt giảm chi phí đại diện, Harris và Raviv (1991) cho rằng vay nợ như một cơ chế để giám sát và khuyến khích hoạt động của Ban giám đốc do mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ vay và những khó khăn tài chính của công ty. Công ty sẽ gần tới khả năng phá sản hơn nếu những khó khăn tài chính gia tăng, thực tế này thúc đẩy các giám đốc tăng cường cải thiện hiệu suất hoạt động nếu họ không muốn mất việc làm hay để lại những tai tiếng xấu. Như vậy, thông qua việc giảm thiểu chi phí đại diện giữa cổ đông và người quản lý, lý thuyết này ủng hộ mối quan hệ thuận chiều giữa vay nợ và hiệu quả kinh doanh.

Tuy nhiên, xét trong mối quan hệ xung đột giữa cổ đông và chủ nợ thì nợ vay lại có tác dụng gia tăng chi phí đại diện. Khi mức vay nợ tăng cao, chủ nợ có xu hướng đòi hỏi một tỷ lệ lãi suất cho vay cao hơn để bù đắp cho những rủi ro mà họ có thể gặp phải, do vậy sẽ giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

#### ***Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn (Trade-off theory)***

Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn do Kraus và Litzenberger (1973) khởi xướng và được phát triển lên bởi Myers và cộng sự (1984). Lý thuyết đánh đổi cho rằng có tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu để có thể gia tăng giá trị doanh nghiệp bằng việc đánh đổi những lợi ích của doanh nghiệp. Tức là, công ty có thể vay nợ cho đến khi lợi ích về thuế từ đi vay tương đương với chi phí gia tăng từ những khó khăn tài chính của công ty (Myers, 1977). Ở mức vay nợ trung bình, xác suất kiệt quệ tài chính không đáng kể và giá trị hiện hữu của chi phí kiệt quệ tài chính nhỏ nên việc vay nợ sẽ tạo ra lợi thế cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp vay nợ càng nhiều thì rủi



ro phá sản sẽ càng cao và làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi được viết dưới dạng công thức sau:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Giá trị doanh} & = & \text{Giá trị doanh nghiệp} & + & \text{Giá trị hiện tại} & - & \text{Chi phí phá} \\ \text{nghiệp} & & \text{được tài trợ hoàn toàn} & & \text{của khoản lợi} & & \text{sản kỳ vọng} \\ & & \text{bằng vốn cổ phần} & & \text{từ thuế} & & \end{array}$$

Nguồn: Kraus và Litzenberger (1973)

Không có một cơ cấu vốn tối ưu cho tất cả các công ty. Những công ty có nhiều tài sản cố định hữu hình, thu nhập cao và ít rủi ro thường có tỷ lệ nợ tối ưu cao hơn những công ty hoạt động kinh doanh nhiều rủi ro (Kraus và Litzenberger, 1973). Ví dụ như các công ty kinh doanh trong lĩnh vực vận tải thường vay nhiều vì tài sản của họ là hữu hình và tương đối an toàn, trong khi đó các công ty về công nghệ, có nhiều tài sản vô hình thường sử dụng tương đối ít nợ vay.

Tóm lại, ưu điểm của lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn là giải thích được sự khác biệt trong cơ cấu vốn của các loại hình kinh doanh khác nhau và đề xuất xu hướng đạt được cơ cấu vốn tối ưu tùy thuộc vào tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn đã có bước phát triển hơn lý thuyết M&M khi xem xét cơ cấu vốn ở cả hai khía cạnh là chi phí và lợi ích thay vì chỉ tính toán đến lợi ích và giả thiết các chi phí là không tồn tại như lý thuyết M&M. Tuy nhiên hạn chế của lý thuyết này là không thể giải thích được tại sao một số công ty rất thành công lại có tỷ lệ nợ thấp và không dùng tấm lá chắn thuế mặc dù thu nhập hoạt động của doanh nghiệp cao. Chính hạn chế này đã tạo tiền đề ra đời một lý thuyết cơ cấu vốn khác là lý thuyết trật tự phân hạng.

### ***Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory)***

Lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển bởi Myers và Majluf (1984), dựa trên mối quan tâm về việc bất cân xứng thông tin sẽ ảnh hưởng lên quyết định đầu tư và tài trợ của doanh nghiệp. So với các nhà quản lý bên trong doanh nghiệp, nhà đầu tư bên ngoài không có đầy đủ thông tin do vậy họ yêu cầu một mức chiết khấu cao hơn khi doanh nghiệp phát hành chứng khoán dẫn đến chi phí cho nguồn tài trợ bên ngoài cao hơn. Do vậy, lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các công ty ưu tiên lựa

chọn vốn tự có hơn là nguồn vốn bên ngoài. Các doanh nghiệp trước hết sẽ sử dụng thu nhập giữ lại để đầu tư, sau đó nếu doanh nghiệp cần đến nguồn tài chính từ bên ngoài, doanh nghiệp sẽ bắt đầu vay nợ, phát hành trái phiếu, rồi cuối cùng mới dựa vào việc phát hành cổ phiếu. Lý thuyết trật tự phân hạng không bác bỏ lập luận của các lý thuyết trước về ảnh hưởng của tầm lá chắn thuế và những khó khăn tài chính khi vay nợ, tuy nhiên lý thuyết này cho rằng những nhân tố trên không quan trọng bằng thứ tự ưu tiên lựa chọn nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt thường vay nợ ít không phải vì doanh nghiệp có tỷ lệ nợ tối ưu thấp mà bởi doanh nghiệp này không cần nguồn tài trợ bên ngoài. Ngược lại, doanh nghiệp hoạt động kinh doanh kém thường vay nợ nhiều bởi họ không có đủ nguồn tài trợ bên trong cho các dự án kinh doanh của mình. Tỷ lệ nợ quan sát được của mỗi doanh nghiệp phản ánh sự cần thiết, đòi hỏi về nguồn tài chính bên ngoài được tích lũy lại theo thời gian. Do vậy, lý thuyết này ủng hộ quan điểm các công ty có khả năng sinh lời cao hơn sẽ có ít nợ hơn (Abor, 2005).

***Lý thuyết định thời điểm thị trường (Market timing theory hay Windows of opportunity)***

Lý thuyết định thời điểm thị trường cho rằng quyết định sử dụng nguồn tài trợ vốn của doanh nghiệp phụ thuộc vào giá trị thị trường của doanh nghiệp đó (Baker và Wurgler, 2002). Nhà quản trị sẽ phát hành cổ phiếu khi nhận thấy giá cổ phiếu của doanh nghiệp có xu hướng tăng lên hoặc đang được đánh giá cao hơn giá trị thực của mình. Trường hợp ngược lại, doanh nghiệp sẽ sử dụng nợ vay khi giá thị trường của cổ phiếu có xu hướng giảm. Lý thuyết này do đó không đưa ra một cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp. Khác với lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên giả thuyết thị trường hiệu quả dạng bán mạnh (semi-strong form market efficiency) cho rằng giá chứng khoán đã chịu tác động đầy đủ của thông tin công bố trong quá khứ cũng như thông tin vừa công bố, lý thuyết định thời điểm thị trường được xây dựng không dựa vào giả định này. Các nhà nghiên cứu theo trường phái lý thuyết định thời điểm thị trường cũng cho rằng vấn đề thông tin bất cân xứng không ảnh hưởng gì tới quyết định huy

động vốn của nhà quản lý, nhà quản lý chỉ đơn thuần căn cứ và điều kiện thị trường để đưa ra quyết định của mình.

Như vậy, lý thuyết này khẳng định thời điểm thị trường là yếu tố đầu tiên cần xem xét để quyết định cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Cụ thể hơn, doanh nghiệp không quan tâm đến việc sử dụng nợ vay hay vốn cổ phần, họ chỉ lựa chọn hình thức tài trợ nào mà tại thời điểm đó, giá trị mang lại cho doanh nghiệp lớn hơn.

### ***1.1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh***

Bên cạnh các lý thuyết cũng có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Mặc dù kết luận vẫn chưa được thống nhất, song các nghiên cứu có thể chia thành hai chiều hướng tác động, bao gồm: (1) Ảnh hưởng tuyến tính của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh, và (2) Ảnh hưởng phi tuyến tính của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh.

#### ***1.1.2.1. Các nghiên cứu thực nghiệm chứng minh ảnh hưởng tuyến tính của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh***

Trong nghiên cứu của Jiraporn và Liu (2008) “Cơ cấu vốn, Hội đồng quản trị được bầu so le và giá trị doanh nghiệp” với bộ dữ liệu của trên 1.900 công ty niêm yết trên TTCK NYSE, Amex và NASDAQ trong 15 năm từ 1990 đến 2004 đã đưa ra bằng chứng chứng minh cơ cấu vốn không có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu của Ebaid (2009) cho tất cả các công ty niêm yết trên TTCK Ai Cập trong giai đoạn 1997-2005 hay nghiên cứu của Phillips và Sipahioglu (2004) đối với 43 công ty niêm yết tại TTCK Anh cũng đưa ra bằng chứng tương tự.

Nghiên cứu của tác giả Chowdhury và cộng sự (2010) về tác động của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Bangladesh được thực hiện với bộ dữ liệu từ 77 doanh nghiệp phi tài chính trong 10 năm từ 1994 đến 2003. Bằng việc đưa vào mô hình nhiều biến kiểm soát khác nhau như: Thu nhập trên mỗi cổ phiếu, Tỷ lệ chi trả cổ tức, Tỷ lệ nắm giữ cổ phần của Nhà nước, Vòng quay tài sản cố định, Hệ số thanh toán ngắn hạn, Đòn bẩy hoạt động, Tốc độ tăng trưởng doanh thu, Quy

mô doanh nghiệp, nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng tích cực của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp. Kết luận ủng hộ quan điểm trên được tìm thấy trong các nghiên cứu được thực hiện đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam như nghiên cứu của Bùi Đan Thanh (2016), Võ Minh Long (2017) hay Trần Thị Kim Oanh (2016).

Một số nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ quan điểm cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp như nghiên cứu của Masulis (1983) cho các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Mỹ trong thời gian từ năm 1963-1978, nghiên cứu của Singh và Faircloth (2005) tiến hành nghiên cứu đối với 98 công ty niêm yết trên TTCK Mỹ trong giai đoạn từ năm 1996 đến 1999. Các tác giả Singh và Faircloth cho rằng tỷ lệ vay nợ cao sẽ làm giảm các khoản đầu tư trong tương lai và từ đó có ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và khả năng tăng trưởng trong tương lai. Kết quả tương tự được tìm thấy trong nghiên cứu của Seetanah và cộng sự (2014), Dawar (2014), Zeitun và Haq (2015) hay Le Thi Phuong Vy (2015).

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu đã chứng minh được đồng thời ảnh hưởng cùng chiều và ngược chiều của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh. Nghiên cứu của tác giả Abor (2005) với đề tài “The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana” (tạm dịch là Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh: nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp niêm yết Ghana) đã sử dụng dữ liệu của 22 doanh nghiệp niêm yết trong 5 năm từ 1998-2002. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (ordinary least squares – OLS). Kết quả nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng tích cực của nợ ngắn hạn đến hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng ngược chiều của nợ dài hạn đến hiệu quả kinh doanh trong nhóm các doanh nghiệp này. Tác giả Weill (2008) trong nghiên cứu “Đòn bẩy tài chính và hiệu quả kinh doanh: Câu hỏi về môi trường thể chế?” tại các doanh nghiệp trong 7 nước Châu Âu đã cho thấy ảnh hưởng của cơ cấu vốn (xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản) đến hiệu quả kinh doanh là khác nhau giữa các nước. Nếu như Tây Ban Nha, Ý cho thấy mối quan hệ thuận chiều thì Đức, Pháp, Bỉ và đặc biệt là Bồ Đào Nha lại thể hiện tác động ngược chiều.

### *1.1.2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm chứng minh ảnh hưởng phi tuyến tính của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh*

Một số nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước đã đưa ra bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh gồm: nghiên cứu của các tác giả: Berger và Bonaccorsi di Patti (2006), Margaritis và Psillaki (2007 và 2010), Cheng và cộng sự (2010), Feng-Li Lin và cộng sự (2011), Nguyễn Thành Cường (2015).

Tác giả Berger và Bonaccorsi di Patti (2006) trong bài “Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh: Phương pháp mới kiểm định lý thuyết người đại diện và áp dụng trong lĩnh vực ngân hàng” đã tổng hợp các nghiên cứu và đưa ra hai giả thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Thứ nhất, giả thuyết về hiệu quả- rủi ro (efficiency-risk hypothesis) cho rằng công ty hoạt động kinh doanh tốt hơn sẽ lựa chọn tỷ lệ nợ cao hơn những công ty khác vì hoạt động kinh doanh hiệu quả có thể giảm thiểu được rủi ro phá sản và những khó khăn tài chính khác mà vay nợ mang lại. Giả thuyết thứ hai về giá trị thương hiệu (franchise-value hypothesis) cho rằng công ty hoạt động kinh doanh tốt hơn sẽ lựa chọn tỷ lệ nợ thấp hơn những công ty khác nhằm bảo toàn phần giá trị doanh nghiệp khỏi những rủi ro mất mát có thể xảy ra. Kết quả nghiên cứu đưa ra bằng chứng ủng hộ lý thuyết về chi phí đại diện. Cụ thể, khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay sẽ làm giảm chi phí đại diện và khuyến khích nhà quản trị hoạt động vì lợi ích của các cổ đông. Tuy nhiên, khi mức vay nợ quá cao sẽ làm gia tăng các khó khăn tài chính và chi phí đại diện dẫn đến làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng mô hình tác động đồng thời (simultaneous equations model) để giải quyết mối quan hệ qua lại lẫn nhau giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (ECAP – equity capital to gross total assets) được tác giả sử dụng để phản ánh quyết định về cơ cấu vốn.

Trong nghiên cứu “Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của công ty” của Margaritis và Psillaki (2007) sử dụng mẫu của 12.240 công ty tại New Zealand từ năm 2004 đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ phi tuyến tính hình chữ

U ngược giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Trong đó, cơ cấu vốn được xác định bằng tỷ lệ giữa tổng nợ và tổng tài sản và hiệu quả kinh được đại diện bởi chỉ tiêu lợi nhuận trên tổng tài sản. Các tác giả sử dụng phương pháp phân tích bao dữ liệu DEA (Data envelopment Analysis), kết hợp hồi quy phân vị để chứng minh luận điểm trên. Nghiên cứu tiếp theo của Margaritis & Psillaki (2010) cũng ủng hộ quan điểm này.

Nghiên cứu của Cheng và cộng sự (2010) trong nghiên cứu “Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis” (tạm dịch là “Cơ cấu vốn và giá trị doanh nghiệp tại Trung Quốc: Áp dụng phương pháp phân tích hồi quy ngưỡng”) cho 650 công ty tại Trung Quốc và nghiên cứu của Feng-Li Lin và cộng sự (2011) trong bài báo “Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis” (tạm dịch là Cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp? Kết quả phân tích từ mô hình hồi quy ngưỡng) cho 196 doanh nghiệp Đài Loan đều chỉ ra được cơ cấu vốn tối ưu của các doanh nghiệp. Theo đó, ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ thay đổi từ thuận chiều sang ngược chiều khi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp vượt mức tối ưu.

Luận án tiến sỹ “Tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp chế biến thủy sản Nam Trung Bộ” của tác giả Nguyễn Thành Cường (2015) đã sử dụng mô hình hồi quy ngưỡng của Hansen (1999) đối với nhóm doanh nghiệp chế biến thủy sản Nam Trung Bộ Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính hình chữ U ngược giữa cơ cấu vốn và giá trị doanh nghiệp và điểm cơ cấu vốn tối ưu đạt được là 57.39%. Nghiên cứu ủng hộ kết quả của lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn và lý thuyết trật tự phân hạng.

Nghiên cứu của tác giả Nguyễn Thành Cường và cộng sự (2015) trong bài báo “The effect of capital structure on firm value for Vietnam’s seafood processing enterprises” (tạm dịch là Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp của các công ty chế biến thủy sản tại Việt Nam) cho 92 doanh nghiệp trong ngành từ năm 2005 đến năm 2010. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy ngưỡng (panel threshold regression model) của Hansen (1999) cho thấy khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản

nhỏ hơn 59,27% thì cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp và ngược lại, khi mức vay nợ vượt quá 59,27% thì việc gia tăng vay nợ sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu đề xuất các doanh nghiệp chế biến thủy sản Việt Nam không nên sử dụng nợ vượt quá ngưỡng 59,27% để không gây ra ảnh hưởng ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp. Mô hình hồi quy ngưỡng là một phương pháp phổ biến được sử dụng trong nhiều nghiên cứu về cơ cấu vốn tối ưu, tuy nhiên hạn chế của phương pháp này là giả định các biến trong mô hình không có hiện tượng nội sinh.

Trong nhiều nghiên cứu khác, mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh còn được xem xét trong các điều kiện khác nhau như quản trị công ty, tỷ lệ sở hữu hay rủi ro kinh doanh.

Tác giả Wahba (2014) trong nghiên cứu “Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt” (tạm dịch là Cơ cấu vốn, sở hữu của nhà quản trị và hiệu quả kinh doanh: Bằng chứng từ các công ty tại Ai Cập) cho thấy mức độ sở hữu của quản trị có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Cụ thể, cơ cấu vốn sẽ ảnh hưởng ngược chiều đến HQKD trong các doanh nghiệp có mức độ sở hữu của nhà quản trị lớn (trên 5%) và ngược lại.

Nghiên cứu của tác giả Abe de Jong và cộng sự (2008) với đề tài “Strategic Competition, Capital Structure, and Market Share” (tạm dịch là Cạnh tranh chiến lược, cơ cấu vốn và giá trị thị phần) thực hiện với hai nhóm doanh nghiệp là Courtnot và Bertrand đã cho thấy ảnh hưởng khác biệt của cơ cấu vốn đến giá trị thị trường của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó nhóm tác giả đã nhấn mạnh vai trò của cạnh tranh chiến lược đối với mối quan hệ này.

Mặc dù có rất nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh nhưng kết quả của mối quan hệ này vẫn còn chưa được thống nhất. Có thể tóm tắt các kết quả như sau:

**Bảng 1.1: Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp**

<b>Quan điểm</b>	<b>Biến đại diện cho HQKD</b>	<b>Các nghiên cứu tiêu biểu</b>
Cơ cấu vốn không có quan hệ với HQKD	ROE, ROA, TobinQ,	Modigliani và Miller (1958), Baker và Wurgler (2002), Phillips và Sipahioglu (2004), Jiraporn và Liu (2008), Ebaid (2009)
Cơ cấu vốn có quan hệ cùng chiều với HQKD	ROE, ROA, Tobin's Q, hiệu quả về chi phí (cost efficiency scores)	Modigliani và Miller (1963), Chowdhury và cộng sự (2010), Weill (2008), Abor (2005), Shyu (2012), Bùi Đan Thanh (2016), Trần Thị Kim Oanh (2016), Võ Minh Long (2017), Lê Hoàng Vinh (2014)
Cơ cấu vốn có quan hệ ngược chiều với HQKD	ROE, ROA, Tobin's Q	Myers và Majluf (1984), Masulis (1983), Singh và Faircloth (2005), Abor (2005), Seetana và cộng sự (2014), Zeitun (2015), Varun Dawar (2014), Weill (2008), Le Thi Phuong Vy, (2015), Hayam Wahba (2014)
Cơ cấu vốn có quan hệ phi tuyến tính hình chữ U ngược với HQKD	ROE, Hiệu quả lợi nhuận - EFF (Profit efficiency)	Kraus và Litzenger (1973), Myers và cộng sự (1984) Berger và Bonaccorsi (2006), Skopljal và Luo (2012), Margaritis và Psillaki (2010), Cheng và cộng sự (2010), Feng-Li Lin và cộng sự (2011), Nguyễn Thành Cường (2015)

Ghi chú: ROE: Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, ROA: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, Tobin's Q: Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*



### ***1.1.3. Khoảng trống nghiên cứu***

Dựa trên quá trình tìm hiểu, tổng hợp các nghiên cứu trước đây, tác giả nhận thấy có một số khoảng trống nghiên cứu sau:

Thứ nhất, các nghiên cứu tại Việt Nam đã công bố chủ yếu tập trung vào nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, một số nghiên cứu về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp hoặc xây dựng hai mô hình kinh tế lượng riêng biệt để tìm hiểu mối quan hệ lẫn nhau giữa hai đối tượng này. Do vậy, các nghiên cứu mới chỉ giải quyết được một số điểm yếu của mô hình như đa cộng tuyến, tự tương quan hay phương sai sai số thay đổi mà chưa đề cập đến vấn đề nội sinh trong mô hình. Vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy sẽ được giải quyết hữu hiệu bằng phương pháp hồi quy hai bước với biến công cụ. Với Luận án này, ngoài các phương pháp nghiên cứu truyền thống với mô hình dữ liệu bảng như Pooled OLS, Fixed effect model hay Random effect model, tác giả còn xây dựng mô hình hồi quy hai bước 2SLS với biến công cụ và kỳ vọng biến đại diện cơ cấu vốn chính là biến nội sinh trong mô hình. Không chỉ đưa ra kết luận một chiều về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh, luận án còn chứng minh được chiều hướng tác động khác nhau khi cơ cấu vốn thay đổi, khi thay đổi các phân vị của hiệu quả kinh doanh và trong từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế (giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phát triển sau khủng hoảng kinh tế).

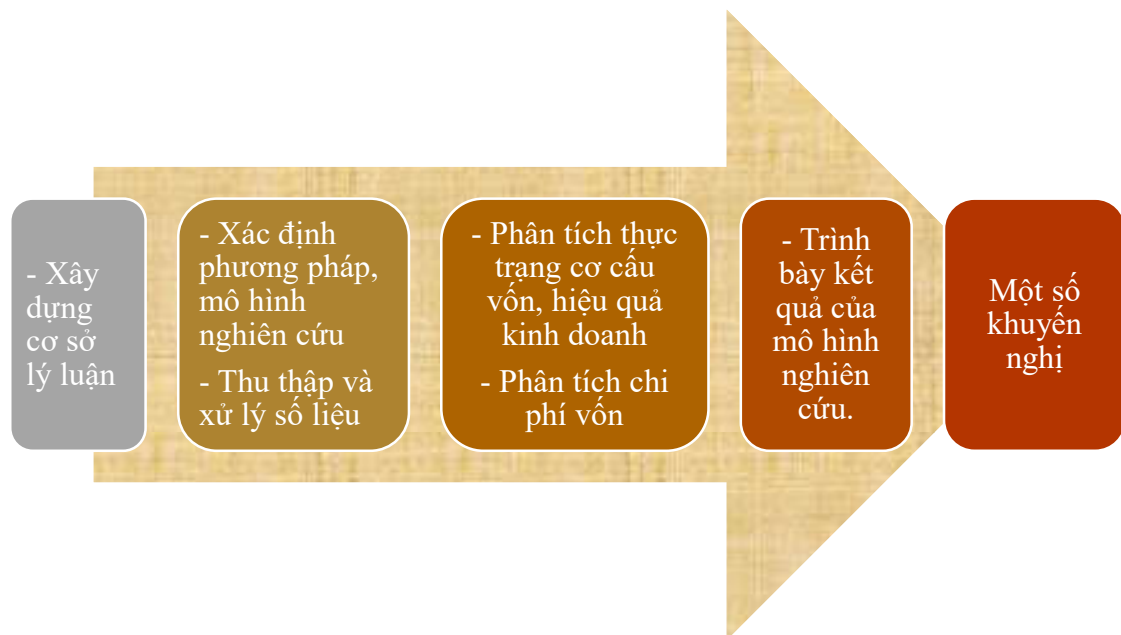
Thứ hai, các nghiên cứu về chi phí vốn bình quân tại Việt Nam hiện nay chủ yếu xác định chi phí bình quân của lãi vay phải trả thực tế và cổ tức chi trả cho cổ đông. Trong khi các yếu tố rủi ro khác phát sinh tại mức cơ cấu vốn đó như rủi ro của quốc gia, rủi ro thị trường, rủi ro ngành nghề, rủi ro về khả năng thanh toán lãi vay của doanh nghiệp... chưa được lượng hóa. Với Luận án này, bằng việc dựa vào các thông số được cập nhật hàng năm về mức độ rủi ro quốc gia, mức độ rủi ro ngành nghề, mức độ rủi ro của doanh nghiệp đánh giá theo khả năng thanh toán lãi vay của nhà nghiên cứu Aswath Damodaran, tác giả tiến hành lượng hóa các yếu tố rủi ro và xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp hiện hành và trong các điều kiện thay đổi về cơ cấu vốn.

Trước thực trạng trên, tác giả đã lựa chọn vấn đề này để nghiên cứu đối với các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- 2017. Từ đó, Luận án đưa ra các khuyến nghị có giá trị nhằm giúp doanh nghiệp có thêm công cụ để phân tích và hoàn thiện chính sách cơ cấu vốn hướng tới nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, Luận án cũng đề xuất các khuyến nghị đối với cơ quan Nhà nước.

## 1.2. Phương pháp nghiên cứu

### 1.2.1. Quy trình nghiên cứu

Để nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam, các bước tiến hành nghiên cứu được thể hiện như hình 1.1:



**Hình 1.1: Quy trình nghiên cứu**

*Nguồn: Tác giả tự xây dựng*

Bước 1: Xây dựng cơ sở lý luận về cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp.

Nghiên cứu tổng hợp từ nhiều nguồn tài liệu trong nước và trên thế giới để đưa ra được các khái niệm, chỉ tiêu đo lường, các nhân tố ảnh hưởng và các nguồn tài trợ trong doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các khái niệm, phương pháp phân tích hiệu

quả kinh doanh và các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh cũng được phân tích và đánh giá. Tiếp theo, tác giả tiến hành tổng hợp kết quả từ hệ thống các lý thuyết, các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh, làm cơ sở để xây dựng mô hình nghiên cứu và phân tích kết quả nghiên cứu sau này.

#### Bước 2: Xác định phương pháp, mô hình nghiên cứu

Ngoài các phương pháp cơ bản như thống kê, phân tích, so sánh và tổng hợp, tác giả tập trung sâu hơn vào phương pháp phân tích định tính và phân tích định lượng.

Phương pháp nghiên cứu định tính được sử dụng trong chương 3 để khảo sát thực trạng cơ cấu vốn tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Trước hết, nghiên cứu tham khảo ý kiến các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính, các nhà quản trị doanh nghiệp và các cán bộ quản lý Nhà nước. Thông qua trao đổi, thảo luận trực tiếp với các chuyên gia và kế thừa các nghiên cứu trong và ngoài nước, nghiên cứu xây dựng và điều chỉnh bảng hỏi khảo sát. Sau khi hoàn thành bảng hỏi, tác giả sẽ khảo sát và thực hiện các cuộc phỏng vấn đối với các nhà quản lý doanh nghiệp, các cán bộ lãnh đạo trong các đơn vị quản lý Nhà nước và các chuyên gia tư vấn doanh nghiệp. Dữ liệu sơ cấp được thu thập từ cuộc khảo sát sẽ được tác giả xử lý và phân tích trong luận án. Tiếp đó, Luận án nghiên cứu xây dựng phương pháp xác định chi phí vốn bình quân trong doanh nghiệp.

Phương pháp nghiên cứu định lượng được sử dụng thông qua việc xây dựng các mô hình hồi quy nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh gồm: mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng, mô hình hồi quy theo các phân vị và mô hình hồi quy hai bước với biến công cụ (2 SLS- two stage least square).

Bước 3: Phân tích thực trạng cơ cấu vốn và phân tích hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017.

Dựa vào bộ số liệu thứ cấp thu thập được từ nền tảng dữ liệu của Công ty cổ phần StoxPlus, tác giả làm rõ cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2011- 2017. Quyết định cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các doanh

ngành được phân tích theo các ngành nghề dựa trên hệ thống phân loại ICB. Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành ước lượng chi phí vốn bình quân hiện tại của một số doanh nghiệp điển hình và ước lượng chi phí vốn bình quân sau khi điều chỉnh cơ cấu vốn theo hướng tối ưu.

Bước 4: Trình bày kết quả của mô hình nghiên cứu và phân tích chi phí vốn bình quân.

Dựa vào các mô hình nghiên cứu, tác giả sử dụng phần mềm STATA để chạy các mô hình hồi quy nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK giai đoạn 2011 – 2017 và so sánh với kết quả thu được trong giai đoạn khủng hoảng từ năm 2008 đến năm 2010. Các phương pháp được sử dụng gồm: Phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng (gồm phương pháp bình phương nhỏ nhất Pooled OLS, phương pháp hồi quy tác động cố định Fixed Effect Model, phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên Random Effect Model), phương pháp hồi quy phân vị và phương pháp hồi quy hai bước với biến công cụ.

Bước 5: Đề xuất một số kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua quyết định về cơ cấu vốn.

Các kết quả nghiên cứu từ bước 3 và bước 4, cùng với việc đánh giá bối cảnh thị trường tài chính tại Việt Nam và định hướng phát triển trong thời gian tới sẽ là cơ sở để tác giả đề xuất một số khuyến nghị tác động đến quyết định cơ cấu vốn nhằm hướng tới việc nâng cao hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam.

### ***1.2.2. Các phương pháp nghiên cứu***

Với mục tiêu giải quyết một cách toàn diện các vấn đề của Luận án, tác giả tiến hành kết hợp hai phương pháp nghiên cứu chính gồm nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng.

Phương pháp nghiên cứu định tính dùng để phân tích thực trạng cơ cấu vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam thông qua sự biến động của các chỉ tiêu và xác định chi phí vốn của doanh nghiệp.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2008- 2017 (không nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực tài chính như các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán hay các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính khác do cách thức huy động vốn và cơ cấu vốn của nhóm doanh nghiệp này có tính chất đặc biệt). Dựa vào bộ số liệu thứ cấp có được từ nền tảng dữ liệu của Công ty cổ phần StoxPlus, nghiên cứu thu thập được 3122 quan sát của 446 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết liên tục trong giai đoạn 2011 – 2017 và 600 quan sát của 200 công ty cổ phần niêm yết liên tục trong giai đoạn năm 2008 - 2010. Các dữ liệu sau khi thu thập được thực hiện thống kê mô tả, phân tích biến động và so sánh theo ngành nghề và thời gian.

Bên cạnh đó, để có thể đưa ra các nhận định và đánh giá khách quan về thực trạng cơ cấu vốn hiện nay, tác giả đã gửi 100 phiếu khảo sát đến các công ty cổ phần, các đơn vị quản lý Nhà nước và đến các chuyên gia tư vấn doanh nghiệp. Thời gian khảo sát được diễn ra trong 5 tháng, từ tháng 8/2018 đến tháng 12/2018. Thông qua sự giới thiệu của các thầy cô giáo trong các Trường đại học, các anh chị đến từ Hội cựu sinh viên Trường Đại học Ngoại thương, tác giả đã tiến hành khảo sát trực tiếp và khảo sát gián tiếp qua email hoặc gửi thư. Kết quả thu hồi được 48 phiếu trả lời của 31 cán bộ quản lý doanh nghiệp, 17 cán bộ lãnh đạo trong các đơn vị quản lý Nhà nước và chuyên gia tư vấn doanh nghiệp.

Trong phân tích chi phí vốn bình quân tại một số doanh nghiệp điển hình, luận án sử dụng dữ liệu đánh giá rủi ro quốc gia của Giáo sư Aswath Damodaran (website: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Damodaran là Giáo sư giảng dạy về Tài chính doanh nghiệp và định giá tại Trường kinh doanh Stern thuộc Đại học Newyork. Ông đã công bố nhiều cuốn sách trong các lĩnh vực về định giá, tài chính doanh nghiệp, một số sách về chiến lược và đầu tư. Không chỉ là một tác giả nổi tiếng trong lĩnh vực Định giá, Tài chính doanh nghiệp và Quản lý đầu tư, ông còn được biết đến như một địa chỉ cung cấp nguồn số liệu về đánh giá và phân tích cho các ngân hàng đầu tư trên Phố Wall. Từ Business Week đã vinh danh ông là một trong 12 giáo sư

hàng đầu của nước Mỹ. Các số liệu về Phân bù rủi ro quốc gia (country risk premium), Chênh lệch rủi ro quốc gia (Country default spread) đều được Giáo sư Damodaran cập nhật hàng năm trên website của mình. Việc xác định chi phí vốn bình quân tại một số doanh nghiệp điển hình trong Luận án đã sử dụng các số liệu cập nhật của Giáo sư Damodaran tại tháng 1 năm 2018.

Phương pháp nghiên cứu định lượng được sử dụng để phân tích ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, và nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn trong mối quan hệ với hiệu quả kinh doanh. Để nâng cao tính tin cậy của nghiên cứu, Luận án đồng thời sử dụng các phương pháp hồi quy khác nhau gồm: mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng, mô hình hồi quy phân vị và mô hình hồi quy hai bước với biến công cụ. Mô hình hồi quy hai bước ngoài việc khẳng định kết quả nghiên cứu từ hai mô hình trước, còn có thể nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn trong mối quan hệ với hiệu quả kinh doanh. Nghiên cứu sử dụng phần mềm STATA 13.0 để đưa ra các kết luận về các giả thuyết nghiên cứu.

## **CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP**

### **2.1. Khái quát về cơ cấu vốn của doanh nghiệp**

#### **2.1.1. Khái niệm về vốn và cơ cấu vốn**

##### *2.1.1.1. Khái niệm về vốn*

Để có thể tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp đều cần có vốn. Vốn là một trong những nhân tố quan trọng tiên quyết đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp nói riêng và nền kinh tế nói chung. Trong nền kinh tế thị trường hiện nay, vốn được hiểu là toàn bộ những giá trị ứng ra ban đầu vào các quá trình tiếp theo của doanh nghiệp (Nguyễn Đình Luận, 2016). Khái niệm này cho thấy vốn không chỉ là yếu tố đầu vào của doanh nghiệp mà còn tham gia vào quá trình sản xuất kinh doanh liên tục trong suốt thời gian hoạt động của doanh nghiệp.

Tùy theo từng loại hình doanh nghiệp và đặc điểm kinh doanh khác nhau, các doanh nghiệp có thể lựa chọn các hình thức huy động vốn khác nhau. Các hình thức huy động vốn này đều thuộc một trong hai phương pháp cơ bản là huy động từ nợ phải trả và sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu. Đặc điểm và phương thức huy động các nguồn vốn này sẽ là cơ sở để doanh nghiệp xây dựng chính sách về cơ cấu vốn phù hợp nhất.

##### *2.1.1.2. Khái niệm về cơ cấu vốn*

Tác giả Watson và Head (2007) trong cuốn sách “Corporate Finance: Principles and Practice” (tạm dịch là “Tài chính doanh nghiệp: Nguyên lý và thực hành”) đưa ra khái niệm về cơ cấu vốn như sau “Thuật ngữ cơ cấu vốn trong tài chính phản ánh giá trị của các khoản nợ mà doanh nghiệp sử dụng so với phần vốn chủ sở hữu. Cơ cấu vốn trong doanh nghiệp có thể được đo lường bằng các chỉ số tài chính bao gồm: Tỷ lệ nợ/Vốn chủ sở hữu (nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu hoặc Tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng vốn sử dụng). Bên cạnh đó, các tác giả cũng cho rằng “Có thể bao gồm cả nợ ngắn hạn cùng với nợ dài hạn khi xác định tỷ lệ cơ cấu vốn, đặc biệt trong trường hợp doanh nghiệp có mức thấu chi kéo dài từ năm này sang năm khác”.

Ross và cộng sự (2013) trong cuốn sách “Corporate Finance” (Tạm dịch là “Tài chính doanh nghiệp”) cho rằng: “Cơ cấu vốn là sự kết hợp giữa các khoản nợ và vốn chủ sở hữu được duy trì bởi một công ty”. Cùng quan điểm như trên, tác giả Berk và cộng sự (2012) trong cuốn sách “Fundamentals of Corporate Finance” (tạm dịch là “Những nguyên lý cơ bản về Tài chính doanh nghiệp”) đã đưa ra khái niệm: “Tỷ lệ tương đối giữa nợ, vốn chủ sở hữu và các chứng khoán khác mà doanh nghiệp huy động được gọi là cơ cấu vốn”. Khi doanh nghiệp huy động vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các dự án của doanh nghiệp, họ cần quyết định loại chứng khoán nào sẽ được phát hành và cơ cấu vốn mà doanh nghiệp thiết lập nên. Để phân tích về cơ cấu vốn, các tác giả sử dụng chỉ tiêu tổng nợ (bao gồm cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn) chia cho tổng vốn chủ sở hữu.

Một cách tiếp cận khác, các tác giả Khan và Jain (1997) trong cuốn sách “Financial Management” (tạm dịch là “Quản trị tài chính”) khi đề cập tới cơ cấu vốn đã cho rằng “Cơ cấu vốn là sự kết hợp giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu được doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho những hoạt động kinh doanh dài hạn. Vốn được hiểu là nguồn tài chính dài hạn trong doanh nghiệp, được xác định bằng tổng tài sản trừ đi nợ ngắn hạn”. Cùng chung quan điểm này, tác giả Pandey (1999) trong cuốn sách “Financial Management” (tạm dịch là “Quản trị tài chính”) đã định nghĩa “Cơ cấu vốn liên quan đến việc huy động vốn dài hạn từ các cổ đông và các chủ nợ dài hạn. Nhà quản trị tài chính cần phải quyết định về tỷ lệ giữa nguồn vốn nợ vay (với chi phí cố định) và vốn chủ sở hữu”.

Tại Việt Nam, tác giả Nguyễn Thu Thủy (2011) trong cuốn “Giáo trình quản trị tài chính” đưa ra khái niệm Cơ cấu vốn, hay cấu trúc nguồn vốn, của doanh nghiệp (capital structure/ leverage/ financial structure) được tính bằng tỷ lệ giữa Nợ phải trả (có thể là Tổng nợ hoặc Nợ dài hạn) và Tổng vốn đầu tư (hoặc Vốn chủ sở hữu). Nói cách khác, cơ cấu vốn nói lên tổng giá trị của doanh nghiệp được chia ra như thế nào giữa các bên chủ nợ (creditors/ debtholders/ bondholders) và chủ sở hữu hay cổ đông (owners/ shareholders/ equityholders). Cơ cấu vốn có thể được xác định trên cơ sở



giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường của tài sản, nợ và vốn chủ sở hữu. Nợ phải trả có thể là tổng nợ của doanh nghiệp, hoặc chỉ tính riêng nợ dài hạn hoặc nợ ngắn hạn.

Tóm lại, khái niệm cơ cấu vốn có thể được tiếp cận theo nhiều cách khác nhau. Các thuật ngữ tiếng Anh như capital structure, finance leverage hay financial structure vẫn thường được sử dụng rộng rãi và đều được gọi chung là cơ cấu vốn, hoặc cấu trúc vốn hay đòn bẩy tài chính. Tại Việt Nam, số liệu từ Báo cáo tài chính cho thấy, các doanh nghiệp chủ yếu huy động các khoản nợ ngắn hạn, thậm chí nhiều doanh nghiệp không sử dụng nợ dài hạn. Tỷ lệ nợ dài hạn trung bình theo các ngành chỉ từ 9% đến 33% tổng giá trị nợ phải trả. Do vậy để phù hợp hơn với thực trạng tại Việt Nam, trong phạm vi nghiên cứu này, khái niệm cơ cấu vốn được hiểu như sau:

**Cơ cấu vốn (capital structure)** là tỷ trọng của nợ phải trả trong tổng giá trị tài sản mà doanh nghiệp huy động, được sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh.

Bên cạnh khái niệm cơ cấu vốn, nhiều nghiên cứu cũng đưa ra quan điểm về cơ cấu vốn tối ưu. Theo các tác giả Watson và Head (2007) trong cuốn sách “Corporate Finance: Principles and Practice” (tạm dịch là “Tài chính doanh nghiệp: Nguyên lý và thực hành”) đã cho rằng: “Nếu tồn tại một tỷ lệ tài trợ vốn tối ưu, mà tại đó lợi ích mang lại cho doanh nghiệp là lớn nhất cho doanh nghiệp, thì doanh nghiệp cần điều chỉnh để đến được điểm cơ cấu vốn tối ưu này”. Như vậy, mục tiêu của nghiên cứu về cơ cấu vốn cần gắn tới tối đa hóa lợi ích cho doanh nghiệp. Ủng hộ quan điểm trên, tác giả Berk và cộng sự (2012) cho rằng doanh nghiệp cần xác định được mức dư nợ cần sử dụng để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, tại đó cơ cấu vốn tối ưu được xác lập. Cơ cấu vốn tối ưu phụ thuộc vào các nhân tố không hoàn hảo của thị trường như thuế, những khó khăn tài chính, chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng. Tác giả Nguyễn Thu Thủy (2011) cũng khẳng định “Cơ cấu vốn tối ưu đạt được khi doanh nghiệp phối hợp sử dụng các nguồn vốn để mang lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp. Tại cơ cấu vốn tối ưu đó, chi phí vốn của doanh nghiệp là nhỏ nhất và giá trị tài sản của chủ sở hữu được tối đa hóa”. Trên cơ sở kế thừa các kết quả nghiên cứu trên, tác giả sử dụng khái niệm cơ cấu vốn tối ưu như sau:

**Cơ cấu vốn tối ưu (optimal capital structure)** đạt được khi doanh nghiệp phối hợp sử dụng các nguồn vốn để có thể tối thiểu hóa chi phí vốn bình quân và mang lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp, được thể hiện qua các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và chỉ tiêu Tobin's Q).

### **2.1.2. Các nguồn tài trợ vốn của doanh nghiệp**

Trong quá trình hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp cần có các nguồn tài trợ để thực hiện các dự án đầu tư hay mua sắm tài sản mới. Nguồn tài trợ chính là nguồn vốn của doanh nghiệp hay còn gọi là nguồn hình thành nên tài sản.

#### **2.1.2.1. Nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu**

##### *Vốn góp ban đầu*

Vốn góp ban đầu là phần vốn do các thành viên sáng lập góp nên khi doanh nghiệp mới thành lập và được ghi trong điều lệ doanh nghiệp. Số vốn này là nền tảng cho doanh nghiệp tiến hành những hoạt động sản xuất kinh doanh đầu tiên. Đối với một doanh nghiệp mới thành lập thì quy mô phần vốn góp ban đầu có ý nghĩa quan trọng, bởi nó cho thấy phần nào uy tín, năng lực và khả năng chịu trách nhiệm trước rủi ro của doanh nghiệp.

Loại hình doanh nghiệp khác nhau sẽ có các quy định pháp luật liên quan chi phối khác nhau và trình tự huy động vốn góp từ các chủ sở hữu khác nhau. Tại Việt Nam, theo Luật Doanh nghiệp năm 2014 thì doanh nghiệp tư nhân chỉ huy động vốn góp từ chính chủ doanh nghiệp, công ty TNHH huy động vốn góp từ các thành viên, và công ty cổ phần huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu...

##### *Nguồn tài trợ từ lợi nhuận giữ lại (nguồn tài trợ bên trong doanh nghiệp)*

Thông thường, trong quá trình hoạt động nguồn tài trợ đầu tiên mà doanh nghiệp có thể nghĩ đến chính là lợi nhuận giữ lại. Thông thường các cổ đông sẽ được nhận cổ tức từ thu nhập sau thuế của doanh nghiệp sau cuối mỗi năm tài chính. Tuy nhiên, thay vì phân phối toàn bộ lợi nhuận cho các cổ đông, doanh nghiệp có thể giữ lại một phần hoặc toàn bộ lợi nhuận để tái đầu tư cho hoạt động kinh doanh. Lợi nhuận giữ lại là nguồn vốn nội bộ mà doanh nghiệp được chủ động sử dụng để đầu

tư vào các dự án của mình. Lợi nhuận giữ lại không những làm tăng tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn mà còn làm tăng mức độ vững chắc về mặt tài chính mà không phải chia sẻ quyền kiểm soát công ty cho các cổ đông mới. So với các hình thức tài trợ khác thì ưu điểm của lợi nhuận giữ lại là không mất chi phí huy động và có thể trì hoãn được việc đánh thuế thu nhập cá nhân cho các cổ đông khi công ty không chia cổ tức.

#### *Nguồn tài trợ từ phát hành cổ phiếu*

Khi nguồn vốn góp ban đầu và nguồn tài trợ từ lợi nhuận giữ lại không đủ đáp ứng nhu cầu về một lượng vốn dài hạn đầu tư cho các dự án mới, doanh nghiệp có thể lựa chọn huy động vốn từ các nguồn tài trợ bên ngoài doanh nghiệp. Đối với công ty cổ phần, doanh nghiệp có thể lựa chọn huy động thêm vốn chủ sở hữu mới thông qua phát hành cổ phiếu.

Cổ phiếu là chứng khoán xác nhận quyền sở hữu một hoặc một số cổ phần của công ty phát hành (Nguyễn Thu Thủy, 2011). Những nhà đầu tư mua cổ phiếu (hay còn gọi là các cổ đông) cùng nhau chia sẻ mọi thành quả cũng như tổn thất trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Cổ phiếu xác nhận phần vốn góp chủ sở hữu trong công ty cổ phần, không có thời hạn đáo hạn và các cổ đông không thể yêu cầu công ty trả lại vốn đã góp mà chỉ có thể chuyển nhượng bằng cách đem bán trên thị trường chứng khoán. Quyền sở hữu vốn tại công ty cổ phần được xác nhận qua việc phát hành cổ phiếu phổ thông hoặc cổ phiếu ưu đãi.

Cổ phiếu phổ thông được coi là loại cổ phiếu điển hình và phổ biến nhất, nó biểu hiện quyền sở hữu của cổ đông đối với công ty cổ phần. Cổ phiếu phổ thông không có thời hạn xác định, tồn tại cùng với sự tồn tại của công ty cổ phần. Thu nhập từ cổ phiếu phổ thông thường không ổn định và phụ thuộc vào thu nhập sau thuế của doanh nghiệp sau khi đã trừ đi cổ tức cho cổ phần ưu đãi. Mức chi trả cổ tức hàng năm được quyết định bởi hội đồng quản trị. Đối với nhà đầu tư, cổ phiếu được coi là loại chứng khoán rủi ro nhất bởi nếu công ty phá sản thì cổ đông là người cuối cùng được nhận tài sản còn lại của công ty. Doanh nghiệp có thể phát hành cổ phiếu dưới

nhiều hình thức khác nhau như phát hành rộng rãi ra công chúng, phát hành cho các cổ đông hiện hữu hoặc phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Cổ phiếu ưu đãi là loại chứng khoán xác nhận quyền sở hữu của cổ đông với công ty phát hành, tuy nhiên người nắm giữ cổ phiếu ưu đãi được hưởng một số quyền lợi ưu đãi hơn so với cổ đông thường. Tại Việt Nam, theo Luật Doanh nghiệp năm 2014, cổ phần ưu đãi trong công ty cổ phần có thể bao gồm: cổ phần ưu đãi biểu quyết, cổ phần ưu đãi cổ tức, cổ phần ưu đãi hoàn lại và cổ phần ưu đãi khác do Điều lệ công ty quy định. Cụ thể:

Cổ phần ưu đãi biểu quyết là cổ phần có số phiếu biểu quyết nhiều hơn so với cổ phần phổ thông.

Cổ phần ưu đãi cổ tức là cổ phần được trả cổ tức với mức cao hơn so với mức cổ tức của cổ phần phổ thông hoặc mức ổn định hằng năm. Mức cổ tức cố định này không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty và được xác định cụ thể khi phát hành. Tuy nhiên, cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi cổ tức không có quyền biểu quyết, dự họp Đại hội đồng cổ đông, không được đề cử người vào Hội đồng quản trị hoặc ban kiểm soát. Trong trường hợp công ty bị phá sản hoặc giải thể, người nắm giữ cổ phiếu ưu đãi được ưu tiên nhận lại tài sản trước cổ đông thường.

Cổ phần ưu đãi hoàn lại là cổ phần được công ty hoàn lại vốn góp theo yêu cầu của người sở hữu hoặc theo các điều kiện được ghi tại cổ phiếu của cổ phần ưu đãi hoàn lại. Tương tự như cổ phần ưu đãi cổ tức, cổ đông nắm giữ cổ phần ưu đãi hoàn lại không có quyền biểu quyết, dự họp Đại hội đồng cổ đông và đề cử người vào Hội đồng quản trị và Ban kiểm soát.

#### 2.1.2.2. Nguồn tài trợ từ vay nợ

*Nguồn tài trợ từ vay nợ (ngân hàng hoặc các tổ chức tín dụng khác)*

Tài trợ từ vay nợ vốn được coi là hình thức phổ biến đối với các doanh nghiệp hiện nay. Hoạt động tài trợ vốn vay dài hạn được tuân theo một hợp đồng tín dụng giữa ngân hàng hoặc tổ chức tín dụng và doanh nghiệp, theo đó doanh nghiệp sẽ phải hoàn trả lãi vay và tiền gốc vay theo thời hạn xác định với lịch trình cụ thể.

Nguồn tài trợ từ vay nợ tạo cho doanh nghiệp lợi ích về thuế, hay còn gọi là “lá chắn thuế” (tax shield) bởi lãi vay được tính là chi phí hợp lý được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, việc doanh nghiệp vay được vốn để đầu tư cho các tài sản hoặc dự án đầu tư mới là tín hiệu gửi đến thị trường rằng doanh nghiệp có những cơ hội và dự án đầu tư tốt và đang sử dụng đòn bẩy tài chính để khuếch đại thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS). Ngân hàng cho vay sẽ được nhận tiền gốc và lãi định kỳ, không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, mức độ rủi ro và mức lợi tức kỳ vọng của họ cũng vì thế thấp hơn so với các cổ đông. Do vậy, chi phí vốn vay thường thấp hơn so với chi phí vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, doanh nghiệp và ngân hàng có thể cùng nhau thỏa thuận về các điều khoản, phương thức thanh toán phù hợp và có lợi nhất cho cả hai bên.

Hạn chế của nguồn tài trợ từ vay nợ là các thủ tục vay tương đối phức tạp. Doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn cần cung cấp hồ sơ vay theo mẫu quy định, là căn cứ để đánh giá, phân tích mức độ đáp ứng được các yêu cầu về tín dụng của ngân hàng. Các điều kiện đảm bảo tiền vay như yêu cầu về tài sản thế chấp, bảo lãnh vốn vay cũng có thể hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn vay của các doanh nghiệp. Hơn nữa, vay nợ làm tăng gánh nặng trả nợ cho doanh nghiệp, làm tăng hệ số nợ và gia tăng rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

#### *Nguồn tài trợ từ phát hành trái phiếu*

Trái phiếu là chứng khoán nợ do doanh nghiệp phát hành để huy động vốn trung và dài hạn. Người nắm giữ trái phiếu được gọi là trái chủ và được hưởng đầy đủ các khoản lãi và vốn gốc theo thời hạn được quy định. Doanh nghiệp cần lựa chọn hình thức và thời điểm phát hành trái phiếu phù hợp với điều kiện cụ thể của doanh nghiệp và tình hình trên thị trường tài chính nói chung. Thông thường để trái phiếu được các nhà đầu tư chấp nhận thì trái phiếu đó phải đủ hấp dẫn về lãi suất, thời gian đáo hạn cũng như mức độ uy tín của doanh nghiệp phát hành.

Cũng giống như tài trợ bằng nguồn nợ vay, việc doanh nghiệp phát hành trái phiếu tạo ra lá chắn thuế cho doanh nghiệp. Người nắm giữ trái phiếu thường chịu ít rủi ro hơn so với các cổ đông nắm giữ cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi do trái

phiếu được thanh toán tiền gốc và lãi định kỳ, được nhận lại tài sản trước các cổ đông trong trường hợp công ty phá sản. Do vậy, chi phí vốn từ phát hành trái phiếu thường thấp hơn chi phí phát hành cổ phiếu. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp không trả được các khoản lãi cũng như tiền gốc cho các trái chủ sẽ làm cho doanh nghiệp lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán hay phá sản.

Bên cạnh hình thức phát hành trái phiếu thông thường, doanh nghiệp có thể lựa chọn phát hành trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu có quyền mua cổ phiếu.

Trái phiếu chuyển đổi là loại trái phiếu có khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông của công ty theo một tỷ lệ công bố trước và vào một khoảng thời gian xác định trước. Người nắm giữ trái phiếu chuyển đổi vẫn được thanh toán tiền lãi và gốc theo lãi suất thỏa thuận trước, được quyền ưu tiên trong thanh toán so với các cổ đông phổ thông trong trường hợp công ty phá sản hoặc giải thể. Tại thời điểm phát hành trái phiếu chuyển đổi, công ty phát hành sẽ thông báo tỷ lệ chuyển đổi mỗi trái phiếu thành bao nhiêu cổ phiếu phổ thông trong tương lai. Thông thường, đơn vị phát hành sẽ dành cho người mua quyền quyết định có thực thi việc chuyển đổi sang cổ phiếu hay không. Điều này làm cho trái phiếu chuyển đổi có tính hấp dẫn hơn bởi nó có thể hạn chế được rủi ro khi giá cổ phiếu giảm (nhà đầu tư sẽ không chuyển đổi thành cổ phiếu, giữ trái phiếu để thu lãi định kỳ), hoặc sẽ được lợi lớn hơn khi giá cổ phiếu tăng cao (nhà đầu tư sẽ chuyển đổi sang cổ phiếu). Do vậy, các công ty đang trong thời kỳ hoạt động kinh doanh tốt, tỷ suất sinh lời cao hơn mức bình thường thì việc huy động nợ bằng trái phiếu chuyển đổi có nhiều ưu điểm. Thứ nhất, trái phiếu chuyển đổi thường được phát hành với giá cao hơn giá cổ phiếu phổ thông nên lượng vốn dài hạn mà doanh nghiệp huy động sẽ lớn hơn. Thứ hai, phát hành trái phiếu chuyển đổi sẽ giúp doanh nghiệp tận dụng được tấm lá chắn thuế và khuếch đại được tỷ suất sinh lời trên mỗi cổ phiếu, gia tăng lợi ích cho các cổ đông hiện hữu. Hơn nữa, phát hành trái phiếu chuyển đổi giúp doanh nghiệp trì hoãn được việc pha loãng giá cổ phiếu so với việc công ty phát hành cổ phiếu mới. Tuy nhiên, trước khi thực thi quyền chuyển đổi thành cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi vẫn mang tính chất của trái phiếu nên hệ số nợ và rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp cũng gia tăng. Đặc biệt, nếu gần đến

thời điểm đáo hạn mà tình hình hoạt động kinh doanh không tốt thì doanh nghiệp sẽ đối mặt với rất nhiều khó khăn nếu các trái chủ không thực hiện quyền chuyển đổi. Nguy cơ tiềm ẩn khác là doanh nghiệp có khả năng bị thôn tính nếu trái phiếu chuyển đổi được một nhà đầu tư lớn thu gom, khi họ thực hiện quyền chuyển đổi có thể làm mất quyền kiểm soát của các cổ đông hiện hữu.

Trái phiếu có quyền mua cổ phiếu là loại trái phiếu cho phép người sở hữu có quyền được mua một số lượng cổ phiếu nhất định của công ty đang phát hành với một mức giá và thời hạn ưu đãi như đối với các cổ đông thực thụ. Trái phiếu có quyền mua cổ phiếu mang các đặc điểm như trái phiếu thông thường nhưng có một số đặc điểm khác biệt. Thứ nhất, các trái chủ được quyền mua một số lượng cổ phiếu nhất định và trong một khoảng thời gian nhất định. Điều này lại tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp khi nhà đầu tư thực thi quyền mua cổ phiếu. Thứ hai, quyền mua cổ phiếu thường được tách riêng biệt với trái phiếu và có thể giao dịch riêng biệt như một sản phẩm phái sinh trên thị trường chứng khoán. Trái phiếu có quyền mua cổ phiếu sẽ thực sự thu hút được sự chú ý của công chúng nếu doanh nghiệp phát hành có tiềm năng phát triển cao.

#### *Nguồn tài trợ từ thuê tài sản*

Thuê tài sản là sự thỏa thuận giữa bên cho thuê và bên thuê về việc bên cho thuê chuyển quyền sử dụng tài sản cho bên thuê trong một khoảng thời gian nhất định để được nhận tiền cho thuê một lần hoặc nhiều lần. Do vậy, thuê tài sản cũng là một hình thức tài trợ của doanh nghiệp, nhưng không phải bằng tiền mà bằng tài sản. Khi doanh nghiệp thuê tài sản có thể giảm bớt được những rủi ro do sự lạc hậu của tài sản, sự thay đổi không ngừng của khoa học kỹ thuật. Doanh nghiệp có thể thay đổi tài sản dễ dàng và linh hoạt hơn so với trường hợp tự đầu tư mua sắm tài sản. Mặt khác doanh nghiệp vẫn được trích khấu hao đối với tài sản đi thuê (thuê tài chính), phần chi phí này được coi là hợp lý khi xác định thuế thu nhập doanh nghiệp nên vẫn tạo ra lá chắn thuế cho đơn vị thuê. Thuê tài sản cũng là lựa chọn phù hợp cho các doanh nghiệp nhỏ, xếp hạng tín dụng thấp không đủ điều kiện để vay ngân hàng hay phát hành trái phiếu.

### *Nguồn tài trợ từ nợ trong thanh toán*

Trong quá trình hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp thường phát sinh những khoản nợ trong thanh toán gồm các khoản nợ phải trả có tính chất chu kỳ và các khoản nợ đối với nhà cung cấp.

Những khoản nợ phải trả có tính chất chu kỳ là các nghĩa vụ phát sinh trong kỳ nhưng chưa thực hiện, phát sinh thường xuyên trong hoạt động kinh doanh như: tiền lương, tiền công phải trả cho người lao động, thuê và các khoản phải nộp cho nhà nước... Khi những khoản nợ này chưa đến hạn thanh toán thì doanh nghiệp có thể sử dụng tạm thời cho hoạt động kinh doanh của mình. Các khoản nợ này có tính chất ổn định, thường không thay đổi theo quy mô hoạt động của doanh nghiệp và doanh nghiệp không phải trả lãi cho những khoản nợ chưa đến hạn thanh toán. Đây được xem là nguồn tài trợ hoàn toàn miễn phí của doanh nghiệp.

Nợ đối với nhà cung cấp hình thành khi doanh nghiệp mua hàng hóa dịch vụ từ nhà cung cấp nhưng chưa phải trả tiền ngay. Hoạt động này phát sinh quan hệ tín dụng giữa các nhà cung cấp và doanh nghiệp dưới hình thức mua bán chịu hàng hóa nên còn được gọi là tín dụng thương mại. Quy mô của nguồn tài trợ này thường có giới hạn nhất định và chịu ảnh hưởng bởi lượng hàng hóa hay dịch vụ được mua chịu từ nhà cung cấp. Doanh nghiệp thường phải hoàn trả sau một khoảng thời gian ngắn nhất định. Ưu điểm của nợ đối với nhà cung cấp là đơn giản, tiện lợi trong kinh doanh và có thể tài trợ một phần nhu cầu vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp dựa nhiều vào nguồn nợ đối với nhà cung cấp sẽ tăng nguy cơ rủi ro về thanh toán đối với doanh nghiệp. Trong hoạt động kiểm soát nội bộ, doanh nghiệp cần thường xuyên theo dõi chi tiết các khoản nợ đối với nhà cung cấp để chuẩn bị đầy đủ nguồn tiền đáp ứng nhu cầu thanh toán, tránh để mất uy tín do trả nợ không đúng hạn.

### **2.1.3. Các chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn**

Tại một số nghiên cứu, cơ cấu vốn thường được xác định dựa vào tỷ lệ nợ dài hạn của doanh nghiệp (Khan và Jain, 1997; Pandey, 2002). Tuy nhiên, tại một số nền kinh tế mới nổi khác, các doanh nghiệp thường sử dụng đồng thời cả vay nợ ngắn và



dài hạn để tài trợ cho việc hình thành tài sản. Thậm chí, nhiều doanh nghiệp còn thường xuyên quay vòng vốn ngắn hạn để thay thế cho việc huy động vốn dài hạn. Vì vậy, để phù hợp với bối cảnh của từng quốc gia, các tác giả Rajan và Zingales (1995), Nguyễn Thu Thủy (2011) cho rằng việc xác định cơ cấu vốn cho doanh nghiệp nên phụ thuộc vào mục tiêu của việc phân tích. Tại Việt Nam, do đặc thù các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ dài hạn nhỏ, thậm chí một số doanh nghiệp không sử dụng nợ dài hạn, nên việc sử dụng tỷ lệ tổng nợ phải trả thay cho tỷ lệ nợ dài hạn trong phân tích sẽ phù hợp hơn.

Cơ cấu vốn thường được đánh giá thông qua các chỉ tiêu sau:

*Thứ nhất*, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Chỉ tiêu này cho biết tỷ lệ tài sản được tài trợ bằng nguồn vốn vay, qua đó thể hiện mức độ sử dụng các nguồn vốn vay của doanh nghiệp. Tỷ lệ này được đo lường như sau:

$$\text{Tỷ lệ nợ trên tài sản} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Tỷ lệ nợ trên tài sản (hay còn gọi là hệ số nợ trên tài sản) là chỉ số quan trọng phản ánh cơ cấu vốn của doanh nghiệp. “Nợ phải trả” trên tử số của phân số trên có thể lấy giá trị là tổng nợ, nợ dài hạn hoặc nợ ngắn hạn của doanh nghiệp, tương ứng với các tên gọi có thể là tỷ lệ tổng nợ, tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản.

Chỉ tiêu này cho thấy mức độ độc lập hay phụ thuộc về tài chính của doanh nghiệp đối với chủ nợ. Nếu tỷ lệ nợ trên tài sản thấp chứng tỏ doanh nghiệp có tính độc lập cao với các chủ nợ, ít phụ thuộc vào nợ vay để mở rộng hoạt động kinh doanh. Ngược lại, tỷ lệ này càng lớn thì khả năng gặp khó khăn trong thanh toán nợ hoặc nguy cơ phá sản của doanh nghiệp càng cao.

*Thứ hai*, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu. Chỉ tiêu này cho biết tỷ lệ giữa hai nguồn vốn cơ bản mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho hoạt động của mình là nợ và vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ này được đo lường như sau:

$$\text{Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Tương tự như trên, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cũng phản ánh cơ cấu vốn của doanh nghiệp. “Nợ phải trả” trên từ số của phân số trên có thể lấy giá trị là tổng nợ, nợ dài hạn hoặc nợ ngắn hạn của doanh nghiệp tùy thuộc vào mục đích phân tích của người sử dụng.

*Thứ ba, tỷ lệ tự tài trợ.* Chỉ tiêu này cho biết mức độ tự chủ tài chính của doanh nghiệp. Tỷ lệ này được đo lường như sau:

$$\text{Tỷ lệ tự tài trợ} = \frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

Tỷ lệ tự tài trợ càng lớn chứng tỏ nguồn vốn của doanh nghiệp được tài trợ nhiều từ nguồn vốn thực góp của các cổ đông. Ngược lại, tỷ lệ tự tài trợ thấp chứng tỏ doanh nghiệp được tài trợ nhiều hơn từ nguồn vốn vay.

Căn cứ để xác định chỉ tiêu trên có thể dựa vào giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường của các nguồn vốn. Tuy nhiên phần lớn các nghiên cứu sử dụng giá trị sổ sách do giá trị sổ sách thường ít biến động hơn so với giá thị trường, có tính thận trọng cao hơn và không mâu thuẫn với giả định hoạt động liên tục của doanh nghiệp.

Mặc dù các chỉ tiêu trên được sử dụng khá phổ biến trong phân tích cơ cấu vốn nhưng về cơ bản cả ba chỉ tiêu đều xoay quanh cơ cấu tỷ lệ giữa cấu phần nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản của doanh nghiệp. Với mục đích đưa ra giả thuyết nghiên cứu, mô hình nghiên cứu và kiểm định kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, việc sử dụng nhiều chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn sẽ gây ảnh hưởng đến việc phân tích kết quả nghiên cứu. Vì vậy, để thuận tiện trong quá trình nghiên cứu, luận án thống nhất sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên tổng tài sản theo giá trị sổ sách để đại diện cho cơ cấu vốn. Chỉ tiêu này cũng được sử dụng rộng rãi trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm như Deesomsak và cộng sự (2004), Antoniou và cộng sự (2008), Abor (2005), Weill (2008), Margaritis và Psillaki (2010), Seetanah và cộng sự (2014), Le Thi Phuong Vy (2015).

## **2.1.4. Chi phí vốn của doanh nghiệp**

### **2.1.4.1. Chi phí vốn và chi phí vốn bình quân**

Trong quá trình xây dựng mức cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp thì việc xác định chi phí vốn luôn giữ một vai trò quan trọng. Chi phí vốn hay chi phí sử dụng vốn được hiểu là khoản thu nhập nhất định dành cho (trả cho) người cung cấp vốn, đáp ứng các nhu cầu vốn về đầu tư và hoạt động sản xuất kinh doanh nói chung của doanh nghiệp (Nguyễn Thu Thủy, 2011). Đây được hiểu là giá mà doanh nghiệp cần trả để có được quyền sử dụng các nguồn vốn huy động từ các nguồn tài trợ khác nhau, như vốn vay, vốn từ phát hành cổ phiếu... Dưới góc độ tài chính doanh nghiệp, chi phí vốn được coi là khoản chi phí cơ hội, được xác định từ thị trường vốn. Dưới góc độ nhà đầu tư, hay người cung cấp vốn cho doanh nghiệp, chi phí vốn chính là tỷ suất sinh lời mà họ đòi hỏi, tương xứng với mức độ rủi ro mà họ có khả năng gặp phải khi cung cấp vốn cho doanh nghiệp.

Khi vay nợ, doanh nghiệp phải cam kết trả một mức lãi suất, có thể cố định hoặc thả nổi nhưng thường căn cứ theo một mức lãi suất cơ bản của Nhà nước. Đối với nguồn vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp không phải cam kết chi trả cổ tức nhưng có thể làm giảm quyền kiểm soát của các cổ đông sáng lập. Các chủ nợ và chủ sở hữu của doanh nghiệp chịu những rủi ro khác nhau nên chi phí sử dụng vốn vay và vốn chủ sở hữu là khác nhau. Thông thường chi phí nợ vay sẽ thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu, tuy nhiên vay nợ lại có mối quan hệ thuận chiều với những khó khăn tài chính của doanh nghiệp. Doanh nghiệp sử dụng càng nhiều nợ vay thì rủi ro thanh khoản, rủi ro phá sản càng tăng cao. Do vậy, khi xem xét chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp, Luận án không chỉ quan tâm tới chi phí lãi vay hay mức cổ tức doanh nghiệp chi trả thực tế mà còn xem xét đồng thời đến các rủi ro mà doanh nghiệp gặp phải tại mức cơ cấu vốn đó. Nói cách khác, chi phí vốn bình quân được xác định cần dựa vào việc tính toán tổng thể ảnh hưởng của chi phí sử dụng vốn thực tế, ảnh hưởng của sự cân bằng tài chính, ảnh hưởng của thuế thu nhập doanh nghiệp và các rủi ro khác phát sinh.

Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp là giá trị bình quân có trọng số của chi phí vốn chủ sở hữu và chi phí nợ vay như sau:

$$WACC = R_E (E/(D+E)) + R_D (D/(D+E))$$

Trong đó,  $R_E$  và  $R_D$  lần lượt là chi phí vốn của nợ và vốn chủ sở hữu.

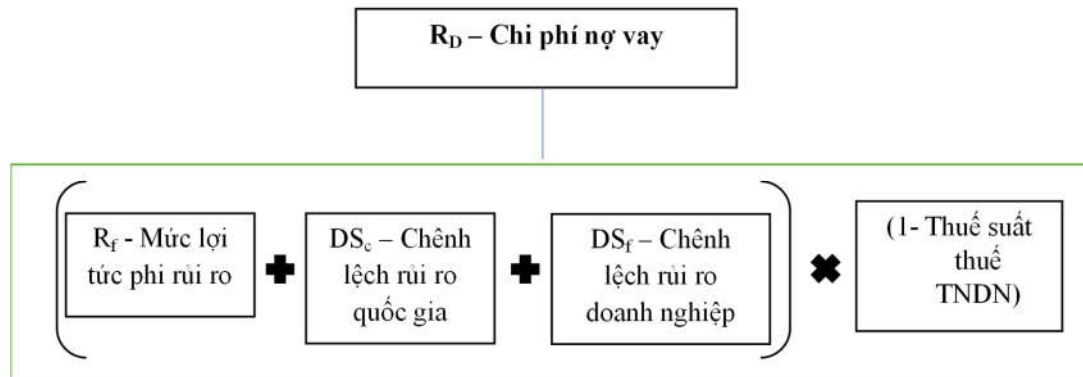
D: Giá trị thị trường của nợ

E: Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu

Nguồn tài trợ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp chỉ có thể xuất phát từ hai nguồn cơ bản là nguồn nợ phải trả và nguồn vốn chủ sở hữu. Đối với nợ phải trả, doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn nợ trong thanh toán/ nợ không phát sinh lãi và nguồn nợ vay. Tuy nhiên việc xác định chi phí đối với nguồn nợ không phát sinh lãi là khó khăn và thường không được đề cập đến trong các nghiên cứu về chi phí vốn. Do vậy, Luận án chỉ xác định chi phí vốn đối với nợ vay và vốn chủ sở hữu.

#### 2.1.4.2. Chi phí nợ vay

Chi phí nợ vay đo lường chi phí hiện hành của một công ty từ việc vay mượn tiền để tài trợ cho các tài sản của mình. Chi phí nợ vay do vậy sẽ phụ thuộc vào rủi ro vỡ nợ mà người cho vay đánh giá đối với doanh nghiệp. Khi rủi ro vỡ nợ tăng lên, các tổ chức tín dụng sẽ áp khoản phí tính thêm do rủi ro vỡ nợ cao hơn (cao hơn lãi suất không có rủi ro). Thông thường chi phí lãi vay thực tế chi trả sẽ thấp hơn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu nhưng doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ vay cao sẽ làm tăng rủi ro. Do vậy, trên cơ sở đánh giá rủi ro của doanh nghiệp thông qua chỉ tiêu khả năng thanh toán lãi vay, nghiên cứu lượng hóa mức chi phí nợ vay tăng thêm tương ứng với mức rủi ro gia tăng của doanh nghiệp. Khả năng thanh toán lãi vay càng thấp thì mức rủi ro doanh nghiệp gặp phải càng cao và mức chi phí nợ vay sẽ tăng thêm tương ứng. Mức rủi ro phụ thuộc vào điều kiện cụ thể của từng doanh nghiệp và của từng quốc gia mà doanh nghiệp tiến hành hoạt động. Mặt khác, chi phí nợ vay được coi là chi phí trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp nên nếu doanh nghiệp sử dụng nợ sẽ được hưởng phần tiết kiệm từ thuế thu nhập doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, chi phí nợ vay được xác định dựa vào công thức sau:



*Nguồn: Damodaran A. (2014)*

Trong đó:  $R_f$  – Mức lợi tức phi rủi ro được xác định bằng lãi suất phát hành trái phiếu Chính phủ dài hạn.

$DS_c$  – Chênh lệch rủi ro quốc gia (country default spread)

$DS_f$  – Chênh lệch rủi ro của doanh nghiệp (firm default spread)

- Xác định mức Chênh lệch rủi ro doanh nghiệp

Đánh giá mức rủi ro Chênh lệch rủi ro cho doanh nghiệp có thể dựa vào một hoặc một số chỉ tiêu tài chính. Đối với các doanh nghiệp phi tài chính, chỉ tiêu Khả năng thanh toán lãi vay được coi là có hiệu quả hơn.

$$\text{Khả năng thanh toán lãi vay} = \frac{\text{Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)}}{\text{Chi phí lãi vay phải trả}}$$

Trên cơ sở tổng hợp số liệu từ các công ty được xếp hạng tại Hoa Kỳ, tác giả Damodaran xây dựng bảng xếp hạng đánh giá mức độ rủi ro của công ty dựa trên chỉ tiêu Khả năng thanh toán lãi vay như bảng 2.1. Số liệu được cập nhật hàng kỳ tại website

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)

**Bảng 2.1: Bảng xếp hạng và đánh giá mức độ rủi ro trả nợ - Tháng 1/2018**

Khả năng thanh toán lãi vay				Đánh giá	Chênh lệch
Doanh nghiệp lớn*		Doanh nghiệp nhỏ**			
>	≤ đến	>	≤ đến		
-100000	0,199999	-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,2	0,649999	0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
0,8	1,249999	1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1,499999	1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
1,5	1,749999	2	2,499999	B2/B	3,57%
1,75	1,999999	2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
2	2,2499999	3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
2,25	2,49999	3,5	3,9999999	Ba1/BB+	1,98%
2,5	2,999999	4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
3	4,249999	4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	6	7,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

\* Doanh nghiệp lớn có giá trị vốn hóa trên 5 tỷ Đô la Mỹ

\*\* Doanh nghiệp có giá trị vốn hóa nhỏ hơn 5 tỷ Đô la Mỹ hoặc doanh nghiệp rủi ro hơn

Ví dụ, năm 2017, một công ty có lợi nhuận trước thuế và lãi vay là 810 triệu Đô la Mỹ và chi phí lãi vay trong năm là 28,2 triệu Đô la Mỹ. Khả năng thanh toán lãi vay được xác định bằng  $810/28,2 = 28,73$ . Giả sử công ty có giá trị vốn hóa thị trường lớn, như vậy công ty được xếp hạng tín dụng ở mức tốt nhất là Aaa/AAA. Mức rủi ro Chênh lệch rủi ro cho doanh nghiệp được xác định là 0,54%, hay nói cách khác lãi suất để tổ chức tín dụng cho doanh nghiệp này vay cao hơn mức lãi suất phi rủi ro là 0,54%.

- Xác định mức Chênh lệch rủi ro quốc gia

Mức rủi ro chênh lệch rủi ro quốc gia phản ánh mức rủi ro phụ trội ở một quốc gia cụ thể so với một thị trường tài chính đã phát triển như Hoa Kỳ. Nguyên tắc ước lượng phần rủi ro Chênh lệch rủi ro quốc gia là chênh lệch giữa lãi suất mà quốc gia đang xem xét trả khi đi vay nợ quốc tế và lãi suất mà Chính phủ Hoa Kỳ phải trả khi đi vay nợ. Theo Damodaran (2014) có hai cách để ước lượng mức rủi ro Chênh lệch rủi ro quốc gia như sau:

- Sử dụng lợi suất trái phiếu quốc tế của Chính phủ quốc gia đang xem xét và trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ. Ngày 27 tháng 10 năm 2005, Việt Nam lần đầu phát hành trái phiếu quốc tế vào giao dịch trên thị trường trái phiếu thứ cấp quốc tế. Trên cơ sở giá trái phiếu trên thị trường có thể tính được lãi suất khi đáo hạn. Mức rủi ro Chênh lệch rủi ro quốc gia của Việt Nam tính bằng chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu Việt Nam và lãi suất trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ cùng kỳ hạn.

Ví dụ, ngày 28/8/2006, trái phiếu Chính phủ Việt Nam có giá niêm yết là 103,9854 (giá sạch). Sử dụng mô hình giá trái phiếu có thể tính được lãi suất đến khi đáo hạn là 6,3%. Lãi suất trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ là 4,8%, như vậy mức rủi ro Chênh lệch rủi ro quốc gia tại thời điểm này là 1,5%.

- Sử dụng hạng mức tín nhiệm vay nợ do các tổ chức đánh giá hạng mức tín nhiệm vay nợ như Moody's và S&P. Cụ thể mức rủi ro chênh lệch rủi ro quốc gia gia tăng khi mức tín nhiệm của quốc gia đó giảm xuống.

Ví dụ, hạng mức tín nhiệm vay nợ dài hạn của Việt Nam theo đánh giá của Moody's năm 2018 là B1. Một công ty Hoa Kỳ có hạng mức tín nhiệm vay nợ B1 sẽ phải chịu lãi suất cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ là 462 điểm cơ bản (tức 4,62%). Do vậy, mức Chênh lệch rủi ro quốc gia của Việt Nam là 4,62%.

- Xác định lợi ích từ Thuế thu nhập doanh nghiệp

Giá định toàn bộ chi phí lãi vay của doanh nghiệp đều được khấu trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp và doanh nghiệp có đủ thu nhập trước thuế để bù đắp cho phần chi phí lãi vay này, khi đó chi phí nợ vay sẽ được tiếp tục nhân với (1- Thuế suất Thuế Thu nhập doanh nghiệp). Trường hợp ngược lại, nếu doanh nghiệp không

phát sinh lãi thuần, sẽ không có một khoản lợi ích nào từ vay nợ mang lại cho doanh nghiệp.

#### 2.1.4.3. Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xem là lợi tức kỳ vọng của vốn chủ sở hữu, thường ký hiệu là  $R_E$ . Chi phí này tương ứng với mức độ rủi ro dự tính của các chủ sở hữu, rủi ro càng cao sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu càng cao. Để ước lượng chi phí vốn chủ sở hữu, một số mô hình có thể được áp dụng như: Mô hình tăng trưởng cổ tức ổn định (Dividend Growth Model – DGM); Mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model – CAPM); Mô hình lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage Pricing Theory – APT). Trong đó, mô hình định giá tài sản vốn CAPM được áp dụng rộng rãi do có khả năng ứng dụng sát với thực tiễn hơn.

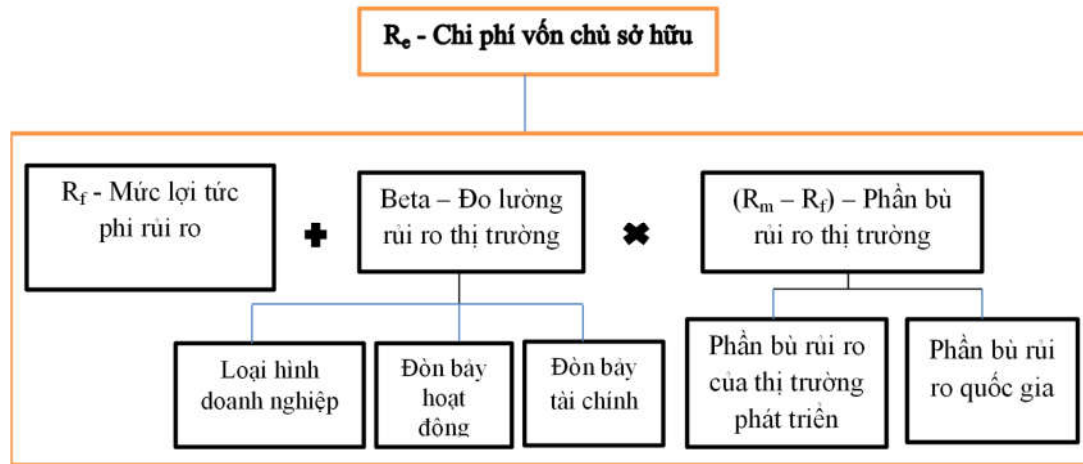
Mô hình CAPM được giới thiệu bởi Sharpe (1964) và John (1965) dựa trên quan điểm chi phí vốn chủ sở hữu chính là chi phí cơ hội của nhà đầu tư. Mô hình CAPM được xây dựng dựa trên các giả thiết, có tác dụng làm đơn giản hóa nhưng vẫn đảm bảo không thay đổi tính chất của vấn đề. Các giả thiết của mô hình CAPM như sau:

- Thị trường vốn là hiệu quả và cạnh tranh hoàn hảo: Các nhà đầu tư đều có mục đích tối đa hóa lợi ích kinh tế; họ được cung cấp thông tin đầy đủ và giống nhau; Các nhà đầu tư là những người có lý trí (rational) và không ưa thích rủi ro (risk-averse); Chi phí giao dịch không đáng kể, không có thuế; Không có hạn chế về đầu tư, nghĩa là các nhà đầu tư có thể vay và cho vay vô hạn với mức lãi suất phi rủi ro; Không có nhà đầu tư nào đủ lớn để lũng đoạn thị trường hay ảnh hưởng đến giá cả của một loại chứng khoán nhất định, nói cách khác các nhà đầu tư là những người luôn chấp nhận mức giá trên thị trường (price-takers); Các loại chứng khoán giao dịch trên thị trường có thể chia nhỏ bất kỳ.

- Nhà đầu tư kỳ vọng nắm giữ chứng khoán trong thời kỳ 1 năm và có hai cơ hội đầu tư: đầu tư vào chứng khoán phi rủi ro, và đầu tư vào danh mục cổ phiếu thường trên thị trường (market portfolio).

Theo mô hình CAPM, chi phí vốn chủ sở hữu được xác định dựa trên công thức sau:





*Nguồn: Damodaran A. (2014)*

Theo đó:  $R_f$  – Mức lợi tức phi rủi ro được xác định bằng lãi suất phát hành trái phiếu Chính phủ dài hạn.

Beta – Hệ số beta đo lường rủi ro thị trường

$(R_m - R_f)$  – Phần bù rủi ro thị trường

- Xác định hệ số beta

Để có thể áp dụng được mô hình CAPM tại Việt Nam cần ước lượng được hệ số beta. Beta được tính bằng thương số giữa tích sai của suất sinh lợi cổ phiếu của công ty chủ dự án với suất sinh lợi của danh mục đầu tư thị trường và phương sai của suất sinh lợi danh mục đầu tư thị trường. Do vậy, muốn tính được hệ số beta của một công ty theo cách trực tiếp, cần có được số liệu theo chuỗi thời gian về giá cổ phiếu công ty và chỉ số cổ phiếu thị trường. Việc tính hệ số beta theo cách này khá phức tạp và cần thu thập, xử lý một lượng lớn thông tin về giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trong khoảng thời gian liên tục.

Trước những khó khăn trong việc ước lượng hệ số beta, theo Damodaran (2014) phương thức tính chi phí vốn chủ sở hữu có thể xuất phát từ những thước đo chuẩn trên một thị trường chứng khoán phát triển, ví dụ như Hoa Kỳ. Quy trình xác định hệ số beta cho một doanh nghiệp Việt Nam được thực hiện như sau:

- Xác định hệ số beta trung bình ngành cho doanh nghiệp không có vay nợ ( $\beta_U$  - unlevered beta), hoạt động trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ trong ngành kinh doanh đang xem xét.

- Chuyển đổi hệ số beta ứng với cơ cấu vốn và thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tại Việt Nam theo công thức dưới. Đây chính là hệ số beta quy đổi cho doanh nghiệp tại Việt Nam ( $\beta_L^{VN}$  - levered beta)

$$\beta_L^{VN} = \beta_U \left[ 1 + (1 - t_c^{VN}) \left( \frac{D}{E} \right)^{VN} \right]$$

*Nguồn: Damodaran A. (2014)*

Trong đó:  $\beta_L^{VN}$  là hệ số beta chuyển đổi cho doanh nghiệp tại Việt Nam

$\beta_U$  là hệ số beta ứng với doanh nghiệp không vay nợ hoạt động trên TTCK Hoa Kỳ trong cùng ngành kinh doanh.

$t_c^{VN}$  là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tại Việt Nam.

$(D/E)^{VN}$  là tỷ lệ giá trị thị trường của nợ vay trên giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp tại Việt Nam.

- Xác định phần bù rủi ro thị trường

Phần bù rủi ro thị trường ( $R_m - R_f$ ) là phần chênh lệch giữa tỷ suất lợi nhuận dự kiến khi đầu tư trên thị trường chứng khoán ( $R_m$ ) so với tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro ( $R_f$ ). Phần bù rủi ro thị trường được xác định bằng phần bù rủi ro hiện tại cho thị trường phát triển (mature market premium) cộng với phần bù rủi ro quốc gia (CRP - country risk premium).

Phần bù rủi ro hiện tại cho thị trường phát triển được xác định bằng phần bù rủi ro vốn cổ phần cho thị trường S&P 500. Số liệu này được cập nhật hàng kỳ tại địa chỉ <http://www.damodaran.com>.

Phần bù rủi ro quốc gia cho biết mức rủi ro phụ trội ở một thị trường tài chính cụ thể so với một thị trường tài chính đã phát triển như Hoa Kỳ. Phần bù rủi ro quốc gia được xác định dựa trên mức rủi ro Chênh lệch rủi ro quốc gia như sau:

$$\text{Phần bù rủi ro quốc gia} = \frac{\text{Chênh lệch rủi ro quốc gia}}{\text{Chênh lệch rủi ro quốc gia}} \times \frac{\text{Biến động của vốn chủ sở hữu}}{\text{Biến động của trái phiếu}}$$

*Nguồn: Damodaran A. (2014)*

Trong đó, biến động của vốn chủ sở hữu được xác định dựa trên biến động (đo bằng độ lệch chuẩn) của chỉ tiêu S&P Emerging BMI Index hàng ngày trong vòng 5

năm trở lại. Biên động của trái phiếu được đo lường bằng biến động (độ lệch chuẩn) của chỉ tiêu về thị trường mới nổi của khu vực công (tạm dịch từ BAML Public Sector Emerging Markets Corporate Plus Index Yield) hàng ngày trong vòng 5 năm trở lại. Tỷ lệ giữa biến động của vốn chủ sở hữu và biến động của trái phiếu được cập nhật hàng kỳ trên website <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Mức Chênh lệch rủi ro quốc gia có thể được xác định từ chênh lệch lợi suất trái phiếu quốc tế hoặc sử dụng hạng mức tín nhiệm vay nợ do các tổ chức đánh giá hạng mức tín nhiệm vay nợ như Moody's và S&P (như đã trình bày trong mục 2.1.4.2).

## **2.2. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp**

### **2.2.1. Khái niệm**

Nhà nghiên cứu Farrell (1957) đưa ra quan điểm “Hiệu quả là khả năng kết hợp tối ưu các yếu tố đầu vào để tạo ra một đơn vị đầu ra”. Khi phân tích HQKD cần dựa vào hai chỉ tiêu là hiệu quả tuyệt đối và hiệu quả tương đối. HQKD tuyệt đối được đo lường bằng kết quả kinh doanh trừ đi chi phí bỏ ra để đạt được kết quả đó. Phương pháp này phản ánh được quy mô, khối lượng và lợi nhuận đạt được trong điều kiện, thời gian cụ thể nhưng không thể sử dụng để so sánh hoạt động kinh doanh giữa các tổ chức. HQKD tương đối được đo lường bằng kết quả tỷ lệ giữa yếu tố đầu ra và yếu tố đầu vào. Phương pháp này được cho là thuận tiện hơn bởi có thể so sánh HQKD giữa các tổ chức có quy mô khác nhau, địa điểm hay thời kỳ khác nhau.

Nhà kinh tế học Paul A. Samuelson (1997) đưa ra khái niệm về hiệu quả trong nền kinh tế: “Hiệu quả là sử dụng một cách hữu hiệu nhất các nguồn lực của nền kinh tế để thỏa mãn nhu cầu mong muốn của con người”. Quan điểm này đánh giá HQKD thông qua hiệu quả sử dụng nguồn lực của nhà quản lý. Tuy nhiên khái niệm này chưa chỉ ra được thước đo và các chỉ tiêu cụ thể nhằm đánh giá mức độ hữu hiệu trong việc sử dụng các nguồn lực.

Các nghiên cứu sau này về hiệu quả kinh doanh đã tiếp cận khái niệm HQKD theo một cách cụ thể hơn. Theo tác giả Venkatraman và cộng sự (1986), hiệu quả kinh doanh (business performance) trước hết là tập trung vào sử dụng các chỉ số hiệu

quả tài chính (financial performance) để đánh giá mục tiêu kinh tế của doanh nghiệp như các chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu, tỷ suất sinh lời, thu nhập trên một cổ phiếu, giá trị thị trường/ giá trị sổ sách hay Tobin's Q... Ngoài ra, phương pháp sử dụng các chỉ tiêu hoạt động (operational performance) đánh giá HQKD trên góc độ rộng hơn như xác định thị phần, mức độ giới thiệu sản phẩm mới, chất lượng sản phẩm, hiệu quả hoạt động marketing, các giá trị gia tăng trong sản xuất...

Tại Việt Nam, tác giả Nguyễn Văn Công (2009) cho rằng “Hiệu quả kinh doanh là một phạm trù kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn nhân, tài, vật, lực của doanh nghiệp để đạt được kết quả cao nhất trong quá trình kinh doanh với tổng chi phí thấp nhất”. Hiệu quả kinh doanh không chỉ là thước đo chất lượng phản ánh trình độ tổ chức, quản lý kinh doanh mà còn là vấn đề sống còn của doanh nghiệp. HQKD tốt sẽ là tiền đề để doanh nghiệp mở rộng quy mô, đầu tư thêm nhiều cơ sở vật chất, áp dụng các tiến bộ khoa học kỹ thuật và quy trình công nghệ mới nhằm cải thiện đời sống người lao động và nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Một quan điểm khác của tác giả Nguyễn Văn Tạo (2004) thì “Hiệu quả kinh doanh không chỉ là sự so sánh giữa chi phí đầu vào và kết quả nhận ở đầu ra; HQKD trước hết là việc hoàn thành mục tiêu, nếu không đạt được mục tiêu thì không thể nào có hiệu quả và để hoàn thành mục tiêu ta cần phải sử dụng nguồn lực như thế nào”. Như vậy, bên cạnh việc so sánh các kết quả đầu vào và đầu ra, tác giả cho rằng cần phải xem xét đến việc có hoàn thành được mục tiêu đã đề ra hay không và sử dụng các nguồn lực để thực hiện như thế nào.

Theo tác giả Nguyễn Thu Thủy (2011), vấn đề doanh nghiệp cần quan tâm là hiệu quả kinh doanh tức là một đồng vốn kinh doanh có thể mang lại lợi nhuận là bao nhiêu chứ không chỉ đơn thuần là chỉ tiêu lợi nhuận. HQKD được biểu hiện thông qua các thuật ngữ khác nhau như hiệu quả sử dụng vốn, hiệu quả hoạt động hay khả năng sinh lời của doanh nghiệp...

Qua nghiên cứu những quan điểm cơ bản về HQKD, trong nghiên cứu này tác giả sử dụng quan điểm như sau:

**Hiệu quả kinh doanh** của doanh nghiệp là một phạm trù kinh tế được biểu hiện thông qua hệ thống chỉ tiêu đánh giá nhằm phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp để đạt được các mục tiêu hoạt động đã đề ra. Như vậy để đánh giá HQKD của doanh nghiệp cần xác định được kết quả đạt được và chi phí bỏ ra để thực hiện mục tiêu.

### ***2.2.2. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp***

Các nghiên cứu thực nghiệm và các lý thuyết liên quan cho thấy còn nhiều chỉ tiêu đo lường khác nhau để đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu, việc sử dụng các chỉ tiêu khác nhau có thể đưa ra các kết quả khác nhau về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Một số tác giả sử dụng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) để đại diện cho hiệu quả kinh doanh như các tác giả Phillips và Sipahioglu (2004), Le Thi Phuong Vy (2015), Đoàn Vinh Thăng, (2016). Tuy nhiên, theo tác giả tỷ số ROA đối với các công ty cổ phần có sự khác biệt lớn và phụ thuộc nhiều vào đặc điểm ngành nghề kinh doanh. Bên cạnh đó, chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) được sử dụng khá phổ biến nhằm phản ánh hiệu quả hoạt động kinh doanh trong nhiều nghiên cứu như của Abor (2005), Yang và cộng sự (2010), Ebaid (2009), Le Thi Phuong Vy (2015). Ngoài ra, việc đánh giá hiệu quả kinh doanh còn xem xét đến tác động của giá thị trường của cổ phiếu bằng việc sử dụng chỉ tiêu Tobin's Q như trong các nghiên cứu của Jiraporn và Liu (2008), Võ Minh Long (2017), Le Thi Phuong Vy, (2015). Nếu như chỉ tiêu ROE phản ánh kết quả kinh doanh trong quá khứ dựa vào số liệu trên báo cáo tài chính thì chỉ tiêu Tobin's Q còn phản ánh thêm sự kỳ vọng trong tương lai của nhà đầu tư. Do vậy, nghiên cứu này sẽ sử dụng hai chỉ tiêu là ROE và Tobin's Q để đánh giá hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết.

#### ***Xác định hiệu quả kinh doanh theo chỉ số ROE***

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu được xác định theo công thức:

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

*Nguồn: Ross và cộng sự (2013)*

Chỉ tiêu ROE cho biết một đồng vốn của chủ sở hữu sẽ đem lại bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Chỉ tiêu này cao và tăng lên hàng kỳ thể hiện khả năng sinh lời và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tốt và là cơ sở để đánh giá năng lực của nhà quản trị.

### ***Xác định hiệu quả kinh doanh theo chỉ số Tobin's Q***

Chỉ số Tobin's Q được xác định theo công thức:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường} + \text{giá trị thị trường của nợ} + \text{giá trị thị trường cổ phiếu ưu đãi}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

*Nguồn: Tobin và cộng sự (1969)*

Tuy nhiên, việc xác định giá trị thị trường của nợ được xem là khó thực hiện bởi các doanh nghiệp thường huy động nợ vay theo nhiều hình thức, kỳ hạn và lãi suất khác nhau. Bên cạnh đó, Tobin và cộng sự đã cho rằng giá trị doanh nghiệp chủ yếu bị tác động bởi giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường, do vậy, giá trị thị trường của nợ và cổ phiếu ưu đãi có thể được thay thế bởi giá trị sổ sách của nợ và cổ phiếu ưu đãi (hay giá trị của tổng nợ phải trả). Như vậy, phương pháp đo lường chỉ số Tobin's Q được viết lại như sau:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường} + \text{giá trị sổ sách của nợ phải trả}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

Chỉ tiêu Tobin's Q phụ thuộc vào lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai từ vốn hóa thị trường của doanh nghiệp. Đây là phương pháp xem xét hiệu quả kinh doanh dựa trên sự phản chiếu của lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai cũng như lợi nhuận hiện tại. Chỉ tiêu này càng cao càng thể hiện tiềm năng lợi nhuận và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

## **2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp**

### ***2.3.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn***

Quyết định về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi các nhân tố thuộc về nội tại doanh nghiệp như cấu trúc tài sản, khả năng sinh lời, cơ hội

tăng trưởng... Ngoài ra, các đặc điểm về kinh tế vĩ mô, ngành nghề kinh doanh, lĩnh vực hoạt động cũng tác động đến quyết định về cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

*Các nhân tố bên trong doanh nghiệp*

Một số nhân tố bên trong doanh nghiệp ảnh hưởng đến quyết định về cơ cấu vốn bao gồm:

Quy mô doanh nghiệp

Những doanh nghiệp có quy mô lớn thường có quá trình hình thành và phát triển lâu dài, độ tín nhiệm cao trên thị trường. Do vậy, các doanh nghiệp này có lợi thế hơn trong việc đi vay nợ từ các ngân hàng. Quy mô doanh nghiệp lớn dẫn đến chi phí đại diện cao hơn và vay nợ được chứng minh là công cụ để giảm thiểu xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản trị, thúc đẩy nhà quản trị hoạt động vì mục tiêu tối đa hóa lợi ích của doanh nghiệp (Berle và Means, 1932). Các nghiên cứu của Titman và Wessels (1988), Antoniou và cộng sự (2008) hay Dương Thị Hồng Vân (2014) cũng đưa ra bằng chứng ủng hộ mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô doanh nghiệp và cơ cấu vốn.

Tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp có khả năng sinh lời tốt sẽ có xu hướng ưu tiên sử dụng phần lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp để tài trợ cho các kế hoạch kinh doanh trong tương lai. Phần lợi nhuận giữ lại này doanh nghiệp được toàn quyền sử dụng và chi phí rẻ hơn nhiều lần so với đi vay hoặc phát hành thêm cổ phiếu mới. Do đó, doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời cao sẽ có xu hướng sử dụng nợ vay ít hơn. Một số nghiên cứu ủng hộ quan điểm trên như Myers và Majluf (1984) Titman và Wessels (1988), Friend và Lang (1988).

Khả năng thanh toán ngắn hạn.

Khả năng thanh toán ngắn hạn được xác định bằng tỷ lệ của tài sản ngắn hạn trên tổng nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Thông thường, doanh nghiệp có khả năng thanh khoản cao là những doanh nghiệp có giá trị của tài sản ngắn hạn lớn hơn giá trị của nợ phải trả. Khả năng thanh toán tốt hơn nên doanh nghiệp có xu hướng sử dụng

ít nợ hơn so với các doanh nghiệp khác. Kết luận này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Deesomsak và cộng sự (2004).

Tỷ lệ chi trả cổ tức.

Cổ tức phân phối cho các cổ đông được trích ra từ lợi nhuận chưa phân phối của các doanh nghiệp. Do đó, doanh nghiệp theo đuổi chính sách cổ tức cao để làm hài lòng các cổ đông hiện hữu thì phần vốn giữ lại cho tái sản xuất cũng sẽ ít đi. Vì vậy, tỷ lệ chi trả cổ tức cao thường là nguyên nhân thúc đẩy các doanh nghiệp sử dụng nợ vay nhiều hơn. Tuy nhiên, khi các doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn cũng tạo tín hiệu cho các nhà đầu tư thấy khả năng tăng trưởng nhiều hơn trong tương lai, chi phí vốn chủ sở hữu do đó có xu hướng giảm. Antoniou và cộng sự (2008) đã kết luận cơ cấu vốn và tỷ lệ chi trả cổ tức có mối quan hệ ngược chiều khi nghiên cứu các doanh nghiệp tại Hoa Kỳ.

Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước

Các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước cao thường có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp trong việc tiếp cận vốn vay từ các tổ chức tín dụng. Nhiều tổ chức tín dụng thường ưu tiên cho các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước cao vì họ cho rằng các khoản vay được Nhà nước đảm bảo trả nợ. Bên cạnh đó, việc Nhà nước vẫn còn nắm giữ cổ phần chi phối trong nhiều doanh nghiệp lớn đã tác động đáng kể đến chính sách huy động vốn của các doanh nghiệp. Vai trò của Nhà nước trong doanh nghiệp cũng tạo ra mối quan hệ thân thiết hơn với các ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng quốc doanh.

Rủi ro hoạt động của doanh nghiệp

Những doanh nghiệp có mức độ rủi ro hoạt động cao thì nguy cơ phá sản càng cao, do vậy, các tổ chức tín dụng khi cấp vốn cho những doanh nghiệp này sẽ đòi hỏi mức lợi tức cao hơn để bù đắp cho rủi ro mà họ gặp phải. Chi phí sử dụng vốn vay cao sẽ làm giảm nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp. Nghiên cứu của Booth và cộng sự (2001), Jong và cộng sự (2008), Antoniou và cộng sự (2008) đã đưa ra kết luận ủng hộ quan điểm trên.

Quan điểm của nhà quản trị



Quyết định về cơ cấu vốn được thực hiện trực tiếp bởi nhà quản trị, do vậy các đặc điểm về trình độ, năng lực, sự mạo hiểm của nhà quản trị là nhân tố có ảnh hưởng lớn đến chính sách cơ cấu vốn. Nhà quản trị chấp nhận mạo hiểm, rủi ro với mong muốn tạo được bước phát triển đột phá cho doanh nghiệp sẽ sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn, cơ cấu vốn nghiêng về nợ vay nhiều hơn. Để xây dựng được chính sách tài trợ hợp lý, nhà quản trị cần đánh giá được các nhân tố ảnh hưởng và có khả năng dự báo được những thay đổi của chính sách đó đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

#### *Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp*

Các doanh nghiệp hoạt động trong bối cảnh kinh tế khác nhau sẽ chịu những ảnh hưởng nhất định từ môi trường đó. Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp gồm:

#### *Chính sách kinh tế của Nhà nước*

Nhà nước với vai trò quản lý vĩ mô của nền kinh tế sẽ thông qua các chính sách vĩ mô để khuyến khích hay hạn chế hoạt động của doanh nghiệp. Thông qua chính sách về đầu tư, Nhà nước định hướng doanh nghiệp đầu tư vào những ngành nghề, lĩnh vực nhất định. Những ngành nghề này sẽ được tạo điều kiện để vay vốn, mở rộng đầu tư, cải tiến công nghệ nhằm nâng cao sức cạnh tranh. Thông qua việc duy trì chính sách tiền tệ ổn định, lãi suất thấp sẽ tạo điều kiện để doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn vay thuận lợi hơn. Ngược lại, chính sách tiền tệ không ổn định, lãi suất cho vay tăng cao sẽ gây khó khăn cho hoạt động của các doanh nghiệp. Chính sách về thuế của Nhà nước cũng có ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động của các doanh nghiệp. Do chi phí lãi vay là khoản được khấu trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp nên với mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cao thì khoản lợi từ tiền thuế mang lại càng lớn. Vì vậy, doanh nghiệp có xu hướng vay nợ nhiều hơn nếu thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cao.

#### *Sự phát triển của thị trường vốn*

Thị trường vốn phát triển sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tìm được các nguồn tài trợ trung và dài hạn thông qua việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu. Bên cạnh thị trường cổ phiếu đã khá quen thuộc với các doanh nghiệp thì thị trường trái

phiếu vẫn chưa thu hút được nhiều doanh nghiệp và các nhà đầu tư tham gia. Nguyên nhân được lý giải là do đặc điểm của trái phiếu có tính thanh khoản thấp, lãi suất không cao, nhà đầu tư không có quyền kiểm soát doanh nghiệp nên chưa hấp dẫn được các nhà đầu tư.

#### Lãi suất cho vay

Lãi suất cho vay ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vốn vay và là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Khi lãi suất cho vay ổn định và ở mức thấp, doanh nghiệp có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay dễ dàng hơn.

#### Đặc điểm ngành kinh doanh

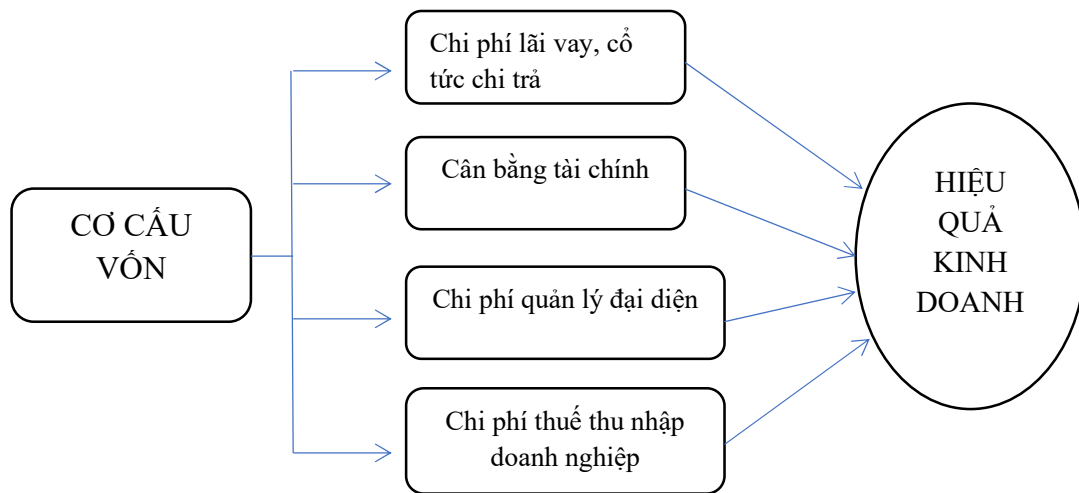
Đặc điểm về lĩnh vực hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến quyết định về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp. Lĩnh vực kinh doanh có mức rủi ro lớn thì khả năng đảm bảo để chi trả cho các nghĩa vụ tài chính cố định càng thấp, doanh nghiệp dễ bị rơi vào trạng thái khó khăn về tài chính nên thường có xu hướng sử dụng ít nợ vay hơn. Bên cạnh đó, một số ngành nghề kinh doanh được Nhà nước hỗ trợ hoặc khuyến khích phát triển thường được tạo thuận lợi hơn trong quá trình huy động vốn vay, vì vậy sẽ có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn.

### ***2.3.2. Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp***

Thông qua chính sách về cơ cấu vốn khác nhau, nhà quản trị có thể tác động đến chi phí lãi vay phải trả cho chủ nợ, mức cổ tức chi trả cho cổ đông, đến sự cân bằng tài chính, đến chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp và tác động đến chi phí quản lý đại diện, qua đó ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Sơ đồ 2.1).

Thứ nhất, quyết định về cơ cấu vốn tác động đến chi phí lãi vay và mức cổ tức doanh nghiệp chi trả, từ đó tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với mỗi một nguồn vốn, doanh nghiệp phải bỏ ra những chi phí nhất định để sử dụng chúng. Doanh nghiệp sử dụng nợ vay thì phát sinh chi phí lãi vay, đối với nguồn vốn chủ sở hữu sẽ phát sinh tỷ lệ sinh lời kỳ vọng của cổ đông. Như vậy với mỗi một sự kết hợp giữa Nợ vay và Vốn chủ sở hữu sẽ xác định được tỷ lệ chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp khác nhau. Nếu không xét tới các rủi ro mà doanh nghiệp gặp phải

tại mỗi mức cơ cấu vốn thì thông thường chi phí nợ vay sẽ thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu do mức độ rủi ro thấp hơn, chi phí nợ vay ngắn hạn thấp hơn chi phí nợ vay dài hạn. Đối với chi phí vốn chủ sở hữu thì chi phí vốn huy động bằng phát hành cổ phiếu cũng khác biệt với nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại. Do vậy, chi phí nợ vay hay mức cổ tức chi trả của doanh nghiệp tăng lên thì hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cũng giảm xuống. Tuy nhiên, quyết định cơ cấu vốn của mỗi doanh nghiệp phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau và chủ quan khác nhau và doanh nghiệp không phải lúc nào cũng huy động được nguồn vốn có chi phí thấp và ít rủi ro. Ví dụ, doanh nghiệp đang có tỷ lệ nợ vay cao nhưng hiệu quả kinh doanh kém, chưa thanh toán hết các khoản nợ cũ thì sẽ gặp khó khăn khi tiếp tục vay những khoản nợ mới. Như vậy, doanh nghiệp bắt buộc phải tìm đến các nguồn vốn có chi phí vốn cao hơn để tài trợ cho các kế hoạch kinh doanh.



**Sơ đồ 2.1: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp**

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

Thứ hai, quyết định về cơ cấu vốn tác động đến sự cân bằng tài chính và qua đó tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Theo tác giả Durand (1952) thì tác động của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào sự cân bằng lợi ích của việc sử dụng nợ vay và vốn chủ sở hữu. Căn cứ theo thời gian, nguồn vốn của

doanh nghiệp được phân loại thành nguồn vốn ngắn hạn (còn gọi là nguồn vốn tạm thời) và nguồn vốn dài hạn (nguồn vốn thường xuyên). Quyết định về cơ cấu vốn gắn liền với việc xem xét nên lựa chọn loại nguồn vốn nào để tài trợ cho việc mua sắm tài sản. Nếu doanh nghiệp lựa chọn sử dụng chủ yếu các nguồn vốn ngắn thì bên cạnh ưu điểm là chi phí lãi vay thực trả hiện tại thấp, nhưng doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với rủi ro thanh khoản gia tăng khi sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản dài hạn trong doanh nghiệp. Như vậy, doanh nghiệp cần xây dựng cơ cấu vốn phù hợp giữa thời gian huy động vốn và thời gian luân chuyển giá trị của tài sản đầu tư.

Thứ ba, quyết định sử dụng nợ vay có thể giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp. Nghiên cứu của Modigliani và Miller (1963) chứng minh rằng sử dụng nợ vay sẽ phát sinh lãi vay và chi phí này được khấu trừ một phần khi xác định thuế thu nhập doanh nghiệp, còn gọi là lá chắn thuế. Do vậy sử dụng nợ càng cao sẽ tạo ra lá chắn thuế làm giảm chi phí đi vay. Các tác giả cho rằng nếu bỏ qua chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí phá sản, giá trị của doanh nghiệp sẽ được tối đa khi tăng tỉ trọng nợ vay.

Thứ tư, cơ cấu vốn tác động đến chi phí quản lý đại diện phát sinh do xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản lý và xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ. Theo các tác giả Berle và Means (1932), nhà quản lý có xu hướng lựa chọn những dự án đầu tư ít rủi ro, lợi nhuận thấp để tối thiểu khả năng phá sản. Vay nợ có mối quan hệ thuận chiều với những khó khăn tài chính của doanh nghiệp, do đó vay nợ khuyến khích các nhà quản lý tăng cường cải thiện hiệu suất hoạt động. Như vậy, thông qua việc giảm thiểu chi phí đại diện giữa cổ đông và người quản lý, vay nợ thể hiện tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngược lại, xét trong mối quan hệ xung đột giữa cổ đông và chủ nợ thì khi mức vay nợ tăng cao, chủ nợ có xu hướng đòi hỏi một tỷ lệ cho vay cao hơn để bù đắp cho những rủi ro và họ có thể gặp phải, điều này sẽ ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

### **CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CƠ CẤU VỐN VÀ HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

#### **3.1. Tổng quan về các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam**

##### ***3.1.1. Tình hình niêm yết của các công ty cổ phần***

Thời gian đầu khi TTCK mới thành lập, số lượng các doanh nghiệp niêm yết khá khiêm tốn, chủ yếu là các doanh nghiệp cổ phần Nhà nước có quy mô nhỏ. Năm 2006 đánh dấu sự phát triển mạnh mẽ về số lượng các công ty niêm yết trên TTCK khi các doanh nghiệp tranh thủ niêm yết trước thời điểm 1/1/2007 để tận dụng ưu đãi giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp đối với các tổ chức niêm yết trong thời gian 02 năm. Nếu như năm 2005, TTCK có 33 doanh nghiệp niêm yết thì sang năm 2006, con số này đã lên tới 162 doanh nghiệp niêm yết trên 02 sàn chứng khoán. Số lượng các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục phát triển trong những năm sau đó và đạt mức 688 doanh nghiệp niêm yết vào năm 2012. Tính đến thời điểm cuối năm 2017, toàn thị trường có 728 doanh nghiệp niêm yết thuộc các lĩnh vực ngành nghề khác nhau. Giá trị vốn hóa thị trường trên sàn HOSE đạt 2.614.150 tỷ đồng, sàn HNX đạt 222.894 tỷ đồng, sàn UPCOM đạt 677.629 tỷ đồng và thị trường trái phiếu đạt 1.013.833 tỷ đồng. Tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường đạt 4.528.506 tỷ đồng, tương đương 100,57% GDP, tăng 57,23% so với năm 2016 (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2018).

Mặc dù tăng trưởng nhanh về số lượng các CTCP niêm yết nhưng quá trình hoạt động của các công ty từ khi TTCK thành lập tới nay cũng trải qua nhiều biến động. Từ cuối năm 2007, cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu đã bắt đầu ảnh hưởng đến hoạt động các CTCP niêm yết. Khi xem xét chỉ số VN-Index có thể thấy, ngày 12/3/2007, chỉ số VN-Index đạt mức đỉnh lịch sử khi kết thúc phiên ở 1.170 điểm, thì chỉ sau một năm, chỉ số này đã giảm xuống một nửa, dao động quanh mức 500 điểm. Đến tháng 2/2009, chỉ số VN-Index giảm xuống mức sâu nhất khoảng 240 điểm (Hình 3.1).



**Hình 3.1: Diễn biến chỉ tiêu VN-Index giai đoạn từ năm 2007 đến 2017**

Nguồn: Biểu đồ phân tích kỹ thuật tại website Công ty cổ phần chứng khoán VNDIRECT <https://www.vndirect.com.vn/portal/cong-cu-phan-tich-chung-khoan/bieu-do-ky-thuat.shtml>

Qua biểu đồ có thể thấy thời gian từ năm 2008 đến 2010 là giai đoạn các doanh nghiệp niêm yết chịu ảnh hưởng lớn từ cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính. Giá cổ phiếu của doanh nghiệp liên tục giảm, cộng thêm những bất ổn về vĩ mô như lạm phát, lãi vay và chi phí đầu vào ở mức cao đã trở thành các thách thức lớn cho doanh nghiệp. Giai đoạn tiếp theo từ năm 2011 đến nay được xem là giai đoạn phục hồi và tăng trưởng của TTCK thể hiện qua chỉ tiêu VN-Index dần ổn định và có xu hướng tăng nhanh.

### **3.1.2. Phân loại các công ty cổ phần niêm yết**

Hiện nay, trên thế giới có nhiều cách phân chia ngành kinh tế, phụ thuộc vào quan điểm của từng quốc gia hoặc tổ chức. Các tiêu chuẩn phân ngành điển hình được áp dụng rộng rãi trên thế giới như: ISIC (International Standard Industrial Classification of All Economic Activities) do Liên hợp quốc xây dựng; ICB (Industry Classification Benchmark) do Dow Jones và FTSE Group xây dựng; SIC (Standard

Industrial Classification) và NAICS (North American Industry Classification System) do Mỹ xây dựng; GICS (Global Industry Classification Standard) do Morgan Stanley và Standard & Poor's xây dựng. Trong đó tiêu chuẩn phân ngành phổ biến nhất hiện nay là ICB. ICB được xây dựng dựa trên việc theo dõi, giám sát hoạt động của trên 60.000 doanh nghiệp và trên 65.000 loại chứng khoán. Các sở giao dịch chứng khoán lớn của thế giới như NYSE Euronext, London Stock Exchange, NASDAQ OMX, Taiwan Stock Exchange, Singapore Stock Exchange, Athens Exchange, Borsa Italiana... luôn cập nhật hàng ngày các dữ liệu từ ICB để giúp cho các nhà đầu tư trên khắp thế giới theo dõi được sự biến động của thị trường chứng khoán. Hệ thống này gồm 4 phân cấp với 10 nhóm ngành (Industries), 19 nhóm phân ngành lớn (Super sectors), 41 phân ngành chính (Sectors) và 114 phân ngành phụ (Sub sectors).

Tại Việt Nam, hệ thống ngành kinh tế quốc dân VSIC 2007 đang được chính thức áp dụng. Hệ thống VSIC 2007 gồm 21 ngành cấp 1, 88 ngành cấp 2, 242 ngành cấp 3, 437 ngành cấp 4 và 642 ngành cấp 5. Mặc dù hệ thống phân ngành VSIC tồn tại đã lâu nhưng trên TTCK Việt Nam vẫn chưa có quy định chính thức nào về việc thực hiện sắp xếp các doanh nghiệp niêm yết vào nhóm ngành cụ thể. Việc phân chia ngành hiện nay mới được thực hiện bởi một số công ty chứng khoán và quỹ đầu tư và chưa có sự thống nhất trong việc áp dụng các tiêu chuẩn phân ngành. Theo đó thì hầu hết các tổ chức tài chính Việt Nam đang sử dụng tiêu chuẩn phân ngành ICB (như CTCP Chứng khoán Biển Việt, CTCP Chứng khoán Dầu khí, CTCP Chứng khoán FPT, CTCP Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam...). Do vậy, để thuận tiện cho việc phân tích, đánh giá phù hợp với cách thức phân loại của tổ chức cung cấp dữ liệu và thống nhất với cách phân loại ngành phổ biến trên thế giới, luận án này áp dụng cách phân loại các doanh nghiệp niêm yết theo tiêu chuẩn ICB.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cân bằng của 446 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết liên tục trong giai đoạn 2011 – 2017 để làm mẫu nghiên cứu. Bảng 3.1 phân loại doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu theo các nhóm ngành cho thấy phần lớn các

doanh nghiệp phi tài chính niêm yết thuộc ngành công nghiệp (45,5%), tiếp theo là các nhóm hàng tiêu dùng (15,7%) và nguyên vật liệu (13,9%). Tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, số lượng các doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực công nghiệp chiếm 54,5% trên tổng số doanh nghiệp. Ngành dầu khí và viễn thông đứng cuối danh sách với rất ít hoặc không có doanh nghiệp niêm yết trên TTCK.

**Bảng 3.1: Phân loại doanh nghiệp niêm yết theo nhóm ngành (ICB) trong mẫu nghiên cứu**

Nhóm ngành cấp 1 theo tiêu chuẩn ICB	HNX	HOSE	Tổng	
	Số doanh nghiệp	Số doanh nghiệp	Số doanh nghiệp	Tỷ lệ (%)
Công nghệ Thông tin	13	8	21	4,7%
Công nghiệp	133	70	203	45,5%
Dầu khí	2	1	3	0,7%
Dịch vụ Tiêu dùng	29	12	41	9,2%
Dược phẩm và Y tế	8	10	18	4,0%
Hàng Tiêu dùng	24	46	70	15,7%
Nguyên vật liệu	24	38	62	13,9%
Tiền ích Cộng đồng	11	17	28	6,3%
Viễn thông	0	0	0	0,0%
Tổng	244	202	446	100,0%

*Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Stoxplus*

### 3.2. Phân tích cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

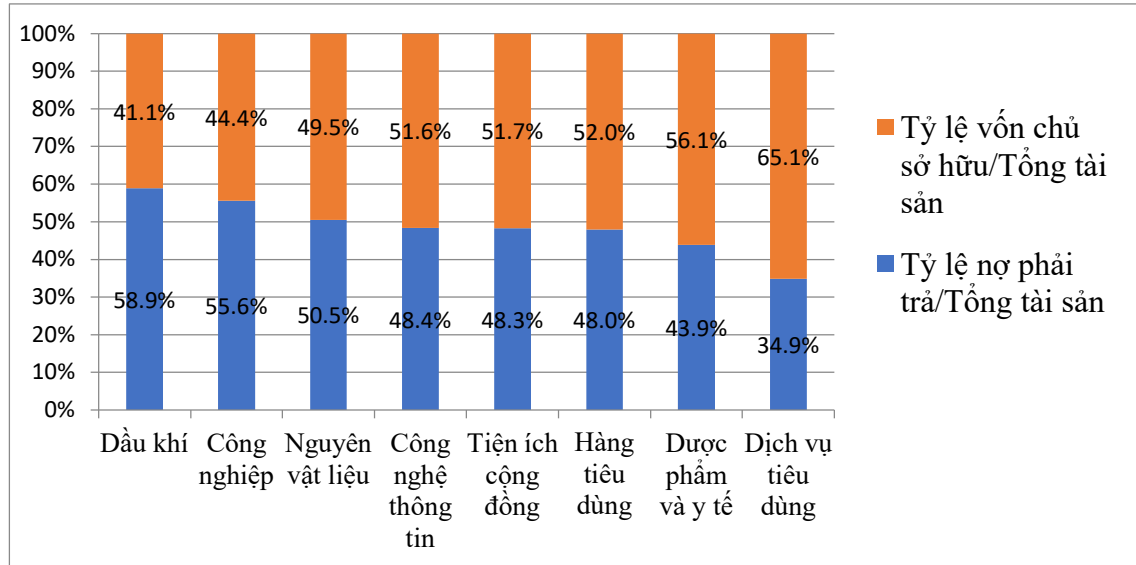
#### 3.2.1. Thực trạng nguồn tài trợ của các công ty cổ phần niêm yết

Nguồn tài trợ chính là nguồn vốn của doanh nghiệp hay còn gọi là nguồn hình thành nên tài sản. Đặc điểm về ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh cũng sẽ ảnh hưởng đến quyết định sử dụng các nguồn tài trợ khác nhau, và hình thành nên cơ cấu vốn khác nhau giữa các ngành. Số liệu về tỷ lệ nguồn tài trợ của công ty cổ phần phi



tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- 2017 được mô tả trong biểu 3.1.

**Biểu 3.1: Cơ cấu nguồn tài trợ trung bình của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011- 2017**



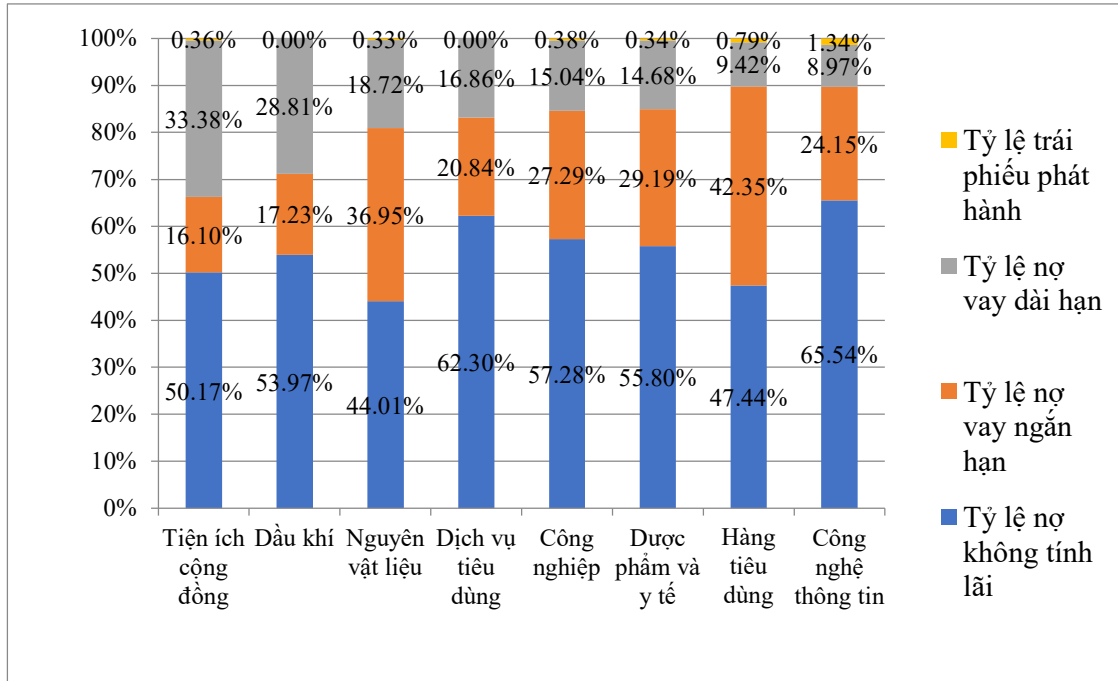
*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

Nhìn chung, các doanh nghiệp niêm yết đều duy trì cơ cấu nguồn vốn khá cân bằng giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản xấp xỉ quanh mức tỷ lệ 50%. Do các doanh nghiệp niêm yết thường là những doanh nghiệp lớn, tiềm lực tài chính mạnh nên khả năng tiếp cận các nguồn vốn truyền thống như vay nợ hay phát hành cổ phiếu đều thuận lợi. Ngành dầu khí và ngành công nghiệp có mức đòn bẩy tài chính cao nhất với tỷ lệ nợ trung bình đạt mức tương ứng là 59% và 56% trên tổng tài sản. Tỷ lệ này có thể xuất phát từ đặc thù sản xuất kinh doanh cần dựa vào nhiều tài sản có giá trị lớn của hai ngành dầu khí và công nghiệp. Ngược lại, ngành dịch vụ tiêu dùng cho thấy tỷ lệ nợ trung bình trên tổng tài sản đạt mức thấp nhất là 35% tổng tài sản, cho thấy các doanh nghiệp trong lĩnh vực dịch vụ tiêu dùng chủ yếu sử dụng nguồn vốn góp và lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho hoạt động kinh doanh..

Nguồn tài trợ từ nợ phải trả trong doanh nghiệp có thể đến từ nguồn vốn trong thanh toán không phát sinh lãi suất, nguồn vốn từ vay nợ ngắn hạn, dài hạn hay nguồn

vốn từ phát hành trái phiếu. Tỷ lệ nợ nguồn tài trợ trung bình từ nợ phải trả được thể hiện trong biểu 3.2 sau:

**Biểu 3.2: Cơ cấu nợ phải trả trung bình của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017**



*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

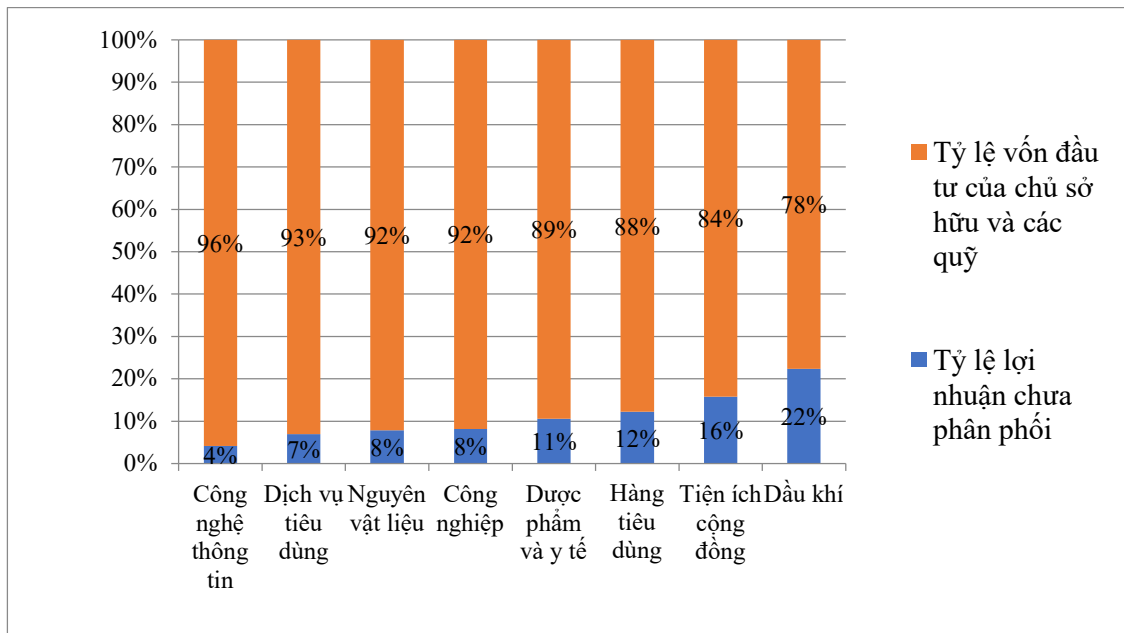
Trong cơ cấu nguồn vốn từ nợ phải trả, các doanh nghiệp niêm yết đều duy trì cơ cấu nợ nghiêng về nợ ngắn hạn gồm nợ trong thanh toán không tính lãi và nợ vay ngắn hạn. Các doanh nghiệp niêm yết đều tăng cường sử dụng các nguồn nợ ngắn hạn trong thanh toán do không phải trả lãi vay, chiếm khoảng từ 44% đến 65% tổng giá trị nợ phải trả.

Tỷ lệ nợ dài hạn trung bình chỉ chiếm khá thấp tổng giá trị tài sản, tỷ lệ trung bình theo các ngành chỉ từ 9% đến 33% tổng giá trị nợ phải trả. Ngành dầu khí và ngành tiện ích cộng đồng là hai ngành duy nhất có tỷ lệ nợ vay dài hạn đạt mức cao hơn tỷ lệ nợ vay ngắn hạn, tương ứng là 29% và 33% tổng nợ phải trả. Nguyên nhân được xem là các ngành này cần có nguồn vốn ổn định, lâu dài để tài trợ cho những tài sản cố định lớn, khả năng quay vòng vốn chậm. Trong các kênh huy động vốn dài hạn của các doanh nghiệp niêm yết thì tỷ lệ nguồn vốn từ phát hành trái phiếu rất thấp

và không đáng kể. Thực trạng này cho thấy các trái phiếu phát hành chưa phải là một kênh huy động vốn dài hạn phổ biến của các doanh nghiệp và các doanh nghiệp niêm yết vẫn chủ yếu dựa vào nguồn vốn từ nợ trong thanh toán, nguồn vốn vay từ ngân hàng, phần lớn là vay ngắn và trung hạn.

Cơ cấu các nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu được thể hiện trong Biểu 3.3:

**Biểu 3.3: Cơ cấu vốn chủ sở hữu trung bình của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017**



*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

Biểu 3.3 cho thấy tỷ lệ lợi nhuận chưa phân phối trong tổng nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp khá thấp, dao động từ mức 4% đến 22%. Số liệu này cho thấy khả năng tự tài trợ của các công ty niêm yết không cao, doanh nghiệp vẫn chủ yếu dựa vào nguồn vốn từ bên ngoài là vay nợ và phát hành cổ phiếu.

Nhằm đánh giá một cách cụ thể quyết định về cơ cấu vốn của các công ty cổ phần trên TTCK Việt Nam, tác giả đã gửi phiếu khảo sát đến các công ty cổ phần, các đơn vị quản lý Nhà nước và đến các chuyên gia tư vấn doanh nghiệp. Kết quả thu hồi được 48 phiếu trả lời của 31 cán bộ quản lý trong doanh nghiệp và 17 cán bộ lãnh đạo trong các đơn vị quản lý Nhà nước và chuyên gia tư vấn doanh nghiệp. Song song với việc sử dụng các số liệu trên báo cáo tài chính để phân tích quyết định về cơ

cầu vốn, Phiếu khảo sát sẽ là cơ sở để tác giả đưa ra một số nhận định và đánh giá về quyết định cơ cấu vốn trong doanh nghiệp hiện nay.

Theo kết quả khảo sát, mức độ ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp được thể hiện trong bảng 3.2 sau:

**Bảng 3.2: Mức độ ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp**

(Thang điểm từ 1 đến 5: 1- Rất không ưu tiên, 5- Rất ưu tiên)

STT	Các nguồn tài trợ	Mức độ ưu tiên
1	Lợi nhuận giữ lại	3,93
2	Vốn vay ngắn hạn	3,47
3	Nợ phải trả trong thanh toán	3,13
4	Vốn vay dài hạn	2,63
5	Vốn vay từ các nguồn phi chính thức	2,54
6	Phát hành cổ phiếu	2,18
7	Phát hành trái phiếu	1,92
8	Phát hành trái phiếu chuyển đổi	1,83
9	Thuê tài chính	1,49

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả khảo sát*

Kết quả khảo sát cho thấy lợi nhuận giữ lại là nguồn tài trợ quan trọng được các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nhất. Nguồn tài trợ được các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng tiếp theo là nguồn vốn vay ngắn và nợ phải trả trong thanh toán. Do các doanh nghiệp niêm yết thường có báo cáo tài chính minh bạch và mối quan hệ tốt với các ngân hàng thương mại nên khả năng tiếp cận nguồn vốn vay khá dễ dàng. Một số nguồn tài trợ khác đứng cuối trong thứ tự ưu tiên của các doanh nghiệp là phát hành trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi và thuê tài chính. Khi được hỏi về lý do không ưu tiên lựa chọn phát hành trái phiếu, kết quả khảo sát cho thấy phần lớn các nhà quản trị chưa quan tâm, chưa có nhiều hiểu biết về quy trình phát hành trái phiếu, các loại trái phiếu được phép phát hành hoặc chưa đánh giá được những rủi ro có thể gặp phải khi phát hành trái phiếu nên có tâm lý e dè, chưa sẵn sàng coi đây là một kênh huy động vốn lớn. Hơn nữa, để có thể phát hành trái phiếu thành công, doanh nghiệp phát

hành phải chứng minh được năng lực tài chính vững mạnh và dòng tiền trả nợ, thủ tục phức tạp hơn so với vay vốn từ ngân hàng do vậy các doanh nghiệp phát hành trái phiếu tại Việt Nam hiện nay không nhiều. Kết quả này phù hợp với thực tế tại Việt Nam khi khối lượng trái phiếu doanh nghiệp mới chỉ chiếm 5,27% GDP năm 2016, 6,19% GDP năm 2017 và tăng lên 7,86% GDP năm 2018. Số dư trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2018 đạt 436.773 tỷ đồng, tiếp tục cho thấy mức độ mở rộng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Mặc dù vậy, quy mô này vẫn là nhỏ và chưa có đột biến đáng kể so với các thị trường trong khu vực. (Phòng nghiên cứu và phân tích VCBS, 2018)

Nguồn tài trợ từ hình thức đi thuê tài chính đứng cuối trong thứ tự ưu tiên sử dụng do các doanh nghiệp chưa có nhiều hiểu biết về những lợi ích của hình thức cho thuê tài chính. Quá trình khảo sát cho thấy một số doanh nghiệp không hiểu biết về dịch vụ thuê tài chính, thậm chí có doanh nghiệp còn hiểu thuê tài chính như hoạt động mua tài sản trả góp, do đó chưa thấy được hiệu quả và lợi ích mà hoạt động này mang lại. Các công ty cho thuê tài chính tại Việt Nam chưa nhiều và cũng chưa thực sự năng động trong việc tiếp cận và tư vấn cho doanh nghiệp sử dụng dịch vụ.

Với câu hỏi về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trong doanh nghiệp, kết quả khảo sát cho thấy quy mô doanh nghiệp, quan điểm của lãnh đạo doanh nghiệp và tỷ lệ chi trả cổ tức là những nhân tố bên trong doanh nghiệp có ảnh hưởng lớn nhất (Bảng 3.3). Các doanh nghiệp có quy mô nhỏ thường tập trung sản xuất kinh doanh những hàng hóa, dịch vụ truyền thống, đơn giản nên nhu cầu vốn của họ cũng có thể nhỏ hơn các doanh nghiệp lớn. Bên cạnh đó, thông qua phỏng vấn trực tiếp nhà quản trị tại các doanh nghiệp lớn cũng cho thấy, các doanh nghiệp này có mối quan hệ tốt với các ngân hàng thương mại nên khả năng tiếp cận vốn vay cũng dễ dàng hơn.

**Bảng 3.3: Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn**

(1- Rất ít quan trọng, 5- Rất quan trọng)

STT	Các nhân tố ảnh hưởng	Tầm quan trọng
	<b>Các nhân tố bên trong doanh nghiệp</b>	
1	Quy mô doanh nghiệp	3,89
2	Quan điểm của lãnh đạo doanh nghiệp	3,56
3	Tỷ lệ chi trả cổ tức	3,45
4	Đặc điểm ngành kinh doanh	3,21
5	Khả năng thanh toán	2,89
6	Tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp	2,62
	<b>Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp</b>	
7	Lãi suất cho vay	4,08
8	Sự phát triển của thị trường vốn	3,76
9	Chính sách kinh tế của Nhà nước	2,45

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả khảo sát*

Khi xem xét các nhân tố bên ngoài ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trong doanh nghiệp, kết quả khảo sát cho thấy lãi suất cho vay và sự phát triển của thị trường vốn là những nhân tố quan trọng và có mức điểm cao nhất. Lãi suất cho vay ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vốn vay và là một trong những cơ sở để nhà đầu tư ra quyết định lựa chọn các hình thức đầu tư khác nhau. Trong giai đoạn năm 2011 - 2012, lãi suất cho vay duy trì ở mức khá cao, dao động ở mức 17% – 20% đối với lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường. Mức lãi suất này giảm dần và duy trì ổn định trong những năm tiếp theo. Năm 2016 – 2017, mặt bằng lãi suất cho vay đạt mức 7-9%/năm đối với vay ngắn hạn và 9-11%/năm đối với vay trung và dài hạn trong nhóm các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh thông thường. Một số nhà quản trị chia sẻ thêm rằng mặc dù mức lãi suất cao gây khó khăn đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhưng nếu đảm bảo khả năng sinh lời doanh nghiệp vẫn chắc chắn đi vay.

## **Kết luận**

Trên cơ sở phân tích thực trạng nguồn tài trợ của các công ty cổ phần niêm yết và kết quả khảo sát về quan điểm của nhà quản trị trong việc sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp, tác giả đưa ra một số kết luận sau:

- Các CTCP niêm yết tại Việt Nam duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản quanh mức 50%.

- Trong cơ cấu nợ phải trả, các doanh nghiệp có xu hướng tăng cường sử dụng nợ ngắn hạn và nợ không tính lãi nhiều hơn. Khi cần huy động vốn dài hạn thì các doanh nghiệp ưa thích sử dụng vốn vay dài hạn hơn so với các hình thức khác như phát hành trái phiếu và thuê tài chính.

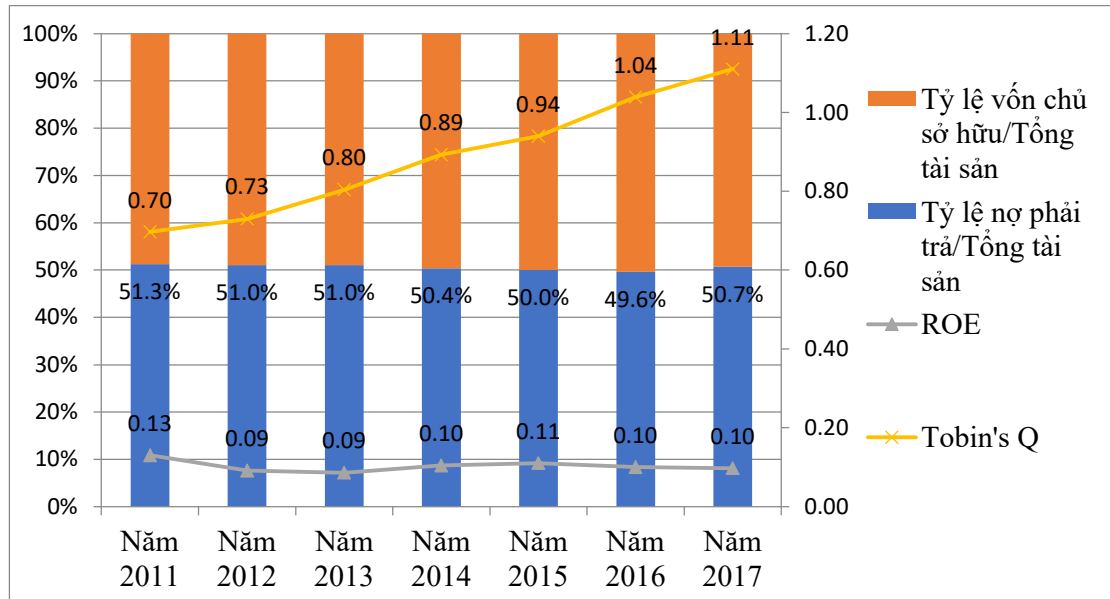
- Doanh nghiệp mong muốn ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho hoạt động kinh doanh nhưng khả năng tự tài trợ của các doanh nghiệp chưa cao nên vẫn cần dựa vào các nguồn vốn bên ngoài, trong đó doanh nghiệp quan tâm sử dụng hình thức vay vốn trước rồi mới đến hình thức phát hành cổ phiếu, trái phiếu ra bên ngoài. Kết quả này cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam quản trị vốn phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

### ***3.2.2. Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết***

#### ***3.2.2.1. Khái quát cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các công ty cổ phần niêm yết***

Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn năm 2011 – 2017 được thể hiện trong bảng 3.4 sau:

**Biểu 3.4: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam**



*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

Trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ nợ trong tổng nguồn tài trợ của các doanh nghiệp niêm yết có xu hướng giảm nhẹ từ mức 51,3% năm 2011 xuống quanh mức 50% vào các năm từ 2015-2017. Trong khi đó, chỉ tiêu về giá trị thị trường Tobin's Q có xu hướng tăng nhanh, đạt 1,11 trong năm 2017, tăng trên 50% so với năm 2011. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời của các doanh nghiệp sau biến động năm 2011- 2012 do dư chấn khủng hoảng tài chính thế giới đã có những tín hiệu tăng trưởng tích cực từ mức 9% trong năm 2012 lên mức 10%-11% trong những năm gần đây.

Xét trong bối cảnh nền kinh tế trong giai đoạn năm 2002 – 2007, Việt Nam luôn duy trì được tốc độ tăng trưởng GDP bình quân ở mức 7,8%. Năm 2007, sau sự kiện Việt Nam gia nhập tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), tốc độ tăng trưởng GDP lên tới gần 8,5%. Cũng trong năm 2007, kinh tế thế giới có dấu hiệu suy giảm nhưng tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn ở mức cao. Năm 2008, cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu diễn ra và đã ảnh hưởng không nhỏ đến các thị trường xuất khẩu lớn, sức mua trong nước giảm, tăng trưởng GDP của Việt Nam luôn thấp hơn 7% và ngày càng đi xuống. Sang năm 2012, tăng trưởng GDP chỉ đạt mức 5,03%, thấp hơn hai



phần ba so với mức tăng trưởng đạt được trước khủng hoảng. Bên cạnh đó, sau thời gian quá ưu tiên cho tăng trưởng và tình trạng thâm hụt cán cân thương mại kéo dài, lạm phát năm 2008 đã lên tới gần 20% và duy trì cao trong các năm 2010, 2011. Từ năm 2012, Chính phủ triển khai đồng bộ các giải pháp mạnh mẽ ổn định kinh tế vĩ mô và tái cơ cấu nền kinh tế, ưu tiên thắt chặt chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát. Do vậy, kể từ năm 2012 trở đi, chỉ số giá tiêu dùng đã suy giảm đáng kể, song kèm với đó là tăng trưởng tín dụng thấp, vốn đầu tư toàn xã hội suy giảm. Đây cũng là một trong các nguyên nhân khách quan dẫn đến tỷ lệ tài trợ từ vay nợ có xu hướng giảm trong các năm từ 2012 tới nay.

Tóm lại, mặc dù hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan khác nhau nhưng khái quát qua số liệu các năm cho thấy, ngoại trừ những biến động lớn từ nền kinh tế vĩ mô thì các chỉ tiêu về khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu và giá trị thị trường của các công ty cổ phần có xu hướng tăng, trong khi tỷ trọng nguồn tài trợ từ nợ phải trả giảm dần.

#### *3.2.2.2. Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các công ty cổ phần niêm yết theo ngành*

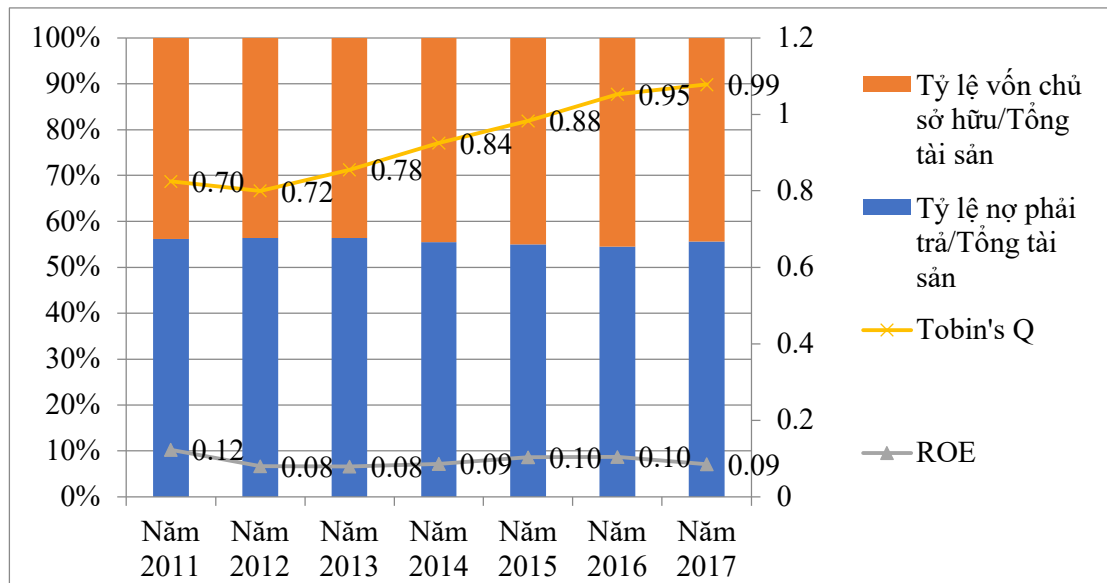
Chính sách về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp có thể khác nhau phụ thuộc và đặc thù trong hoạt động kinh doanh của mỗi doanh nghiệp. Vì vậy, để tìm hiểu rõ hơn về mối quan hệ này, luận án tiếp tục phân tích cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh cho một số ngành nghề phổ biến trên TTCK Việt Nam.

##### *Thứ nhất, ngành công nghiệp*

Số lượng các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam chiếm tỷ trọng cao nhất, với 279 doanh nghiệp trong năm 2017. Do một số doanh nghiệp không có đủ thời gian niêm yết liên tục từ năm 2011 đến 2017, không có đầy đủ số liệu hoặc hoạt động kinh doanh không ổn định đã được loại bỏ, nên mẫu nghiên cứu cuối cùng của nhóm ngành công nghiệp đạt được là 203 doanh nghiệp. Các lĩnh vực trong nhóm ngành công nghiệp khá đa dạng như vật liệu xây dựng, cung cấp thiết bị, vận tải, kho bãi, hàng điện, điện tử, công nghiệp phức hợp... Biểu 3.5 mô tả cơ

cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các doanh nghiệp niêm yết ngành công nghiệp.

**Biểu 3.5: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành công nghiệp**



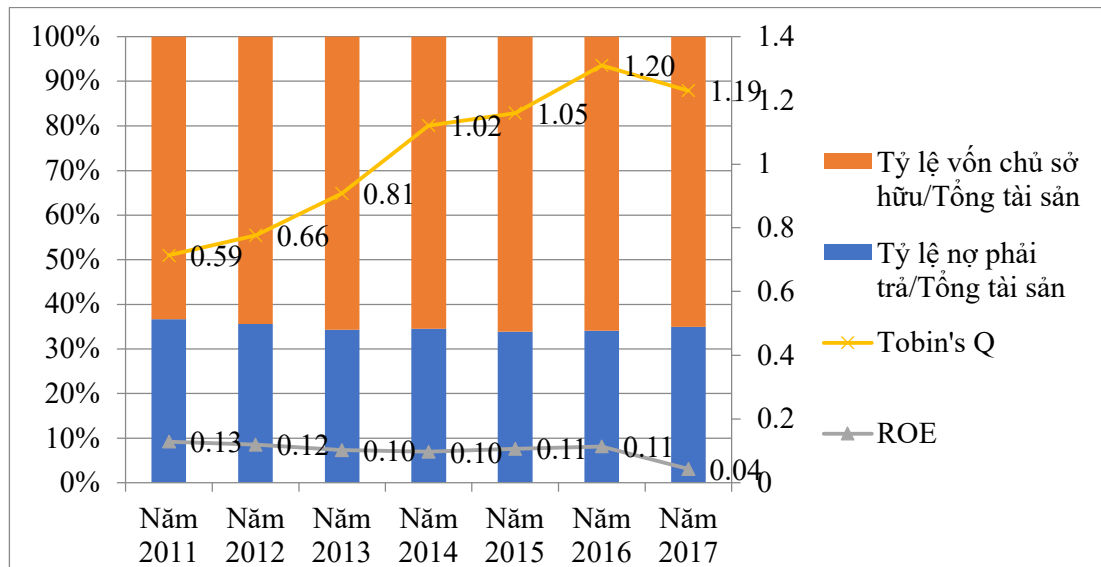
*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

Tỷ lệ nợ trung bình ngành dao động quanh mức 55% tổng giá trị tài sản. Nhìn chung các doanh nghiệp ngành công nghiệp duy trì cơ cấu nguồn tài trợ ổn định qua các năm. Hiệu quả kinh doanh của nhóm ngành công nghiệp khá ổn định và có xu hướng tăng trong giai đoạn nghiên cứu khi chỉ tiêu ROE đạt mức 8-12%. Cùng với mức tăng chung của toàn thị trường, chỉ tiêu Tobin's Q có những bước tăng đáng kể từ mức 0,7 năm 2012 lên mức 0,99 năm 2017. Một số doanh nghiệp tiêu biểu có vốn đầu tư Nhà nước đều duy trì tỷ nợ cao như Tổng công ty cổ phần xây lắp dầu khí Việt Nam PVX có tỷ lệ nợ trong ngưỡng 67%-82%, Tổng công ty Becamex TDC có tỷ lệ nợ trong ngưỡng 71%-83%, Tổng công ty Vinaconex với tỷ lệ trong ngưỡng 67%-81% hay Tổng công ty cổ phần Vận tải dầu khí PVT với tỷ lệ 52%-62%. Một số doanh nghiệp lớn ngoài quốc doanh khác duy trì tỷ lệ nợ thấp hơn như Cơ điện lạnh REE (25%-35%), Gemadept (32%-42%).

*Thứ hai, ngành dịch vụ tiêu dùng*

Mẫu nghiên cứu có 41 doanh nghiệp niêm yết ngành dịch vụ tiêu dùng, trên tổng số 61 doanh nghiệp niêm yết trong ngành năm 2017. Các doanh nghiệp kinh doanh trong các lĩnh vực bán lẻ, dịch vụ giải trí, khách sạn phân phối hàng chuyên dụng... Biểu 3.6 mô tả thực trạng cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ngành dịch vụ tiêu dùng.

**Biểu 3.6: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành dịch vụ tiêu dùng**



*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

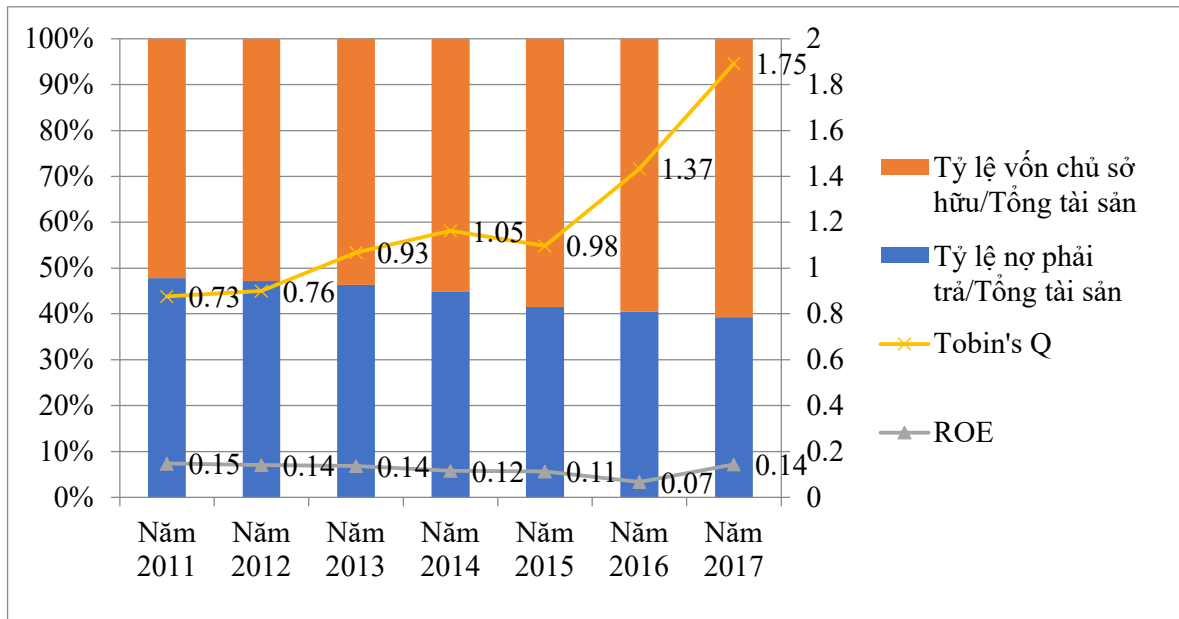
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản trung bình của các doanh nghiệp trong ngành chỉ ở mức 35%, thấp nhất so với các doanh nghiệp trong lĩnh vực ngành nghề khác. Hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngành dịch vụ tiêu dùng duy trì mức khá ổn định trong giai đoạn năm 2011-2016. Năm 2017, một số doanh nghiệp xảy ra nhiều biến động trong quản trị điều hành doanh nghiệp hoặc giá bán xuất khẩu sụt giảm đã kéo theo chỉ tiêu ROE và Tobin's Q giảm mạnh như CTCP Văn hóa Phương Nam, CTCP Xuất nhập khẩu Petrolimex. Một số công ty tiêu biểu như CTCP Quốc tế Hoàng gia, CTCP du lịch dịch vụ Hội An duy trì tỷ lệ nợ khá thấp chỉ dao động quanh mức 19-28%. Ngược lại một số doanh nghiệp lớn như CTCP dịch vụ tổng hợp dầu khí có tỷ lệ nợ khá cao ở mức 68%-78%, hay CTCP khách sạn Đại Dương với tỷ lệ nợ từ 40%-67%. Nguyên nhân được cho là một số ngành nghề kinh doanh như khách sạn hay

phân phối hàng chuyên dụng có quy mô vốn lớn nên doanh nghiệp cần huy động vốn từ vay nợ nhiều hơn. Các ngành như sách, bán lẻ, dịch vụ giải trí có quy mô nhỏ hơn nên tỷ lệ nợ vay cũng thấp hơn.

### *Thứ ba, ngành dược phẩm và y tế*

Có quy mô tương đương với nhóm ngành công nghệ thông tin, ngành dược phẩm và y tế có 18 doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu, trên tổng số 23 doanh nghiệp niêm yết năm 2017. Các doanh nghiệp kinh doanh trong các lĩnh vực dược phẩm, công nghệ sinh học, dụng cụ, thiết bị y tế. Quy mô tài sản lớn nhất thuộc về CTCP Y Dược phẩm Vimedimex, với tổng tài sản gần 9.500 tỷ đồng, tỷ lệ đòn bẩy tài chính khá rủi ro, đạt trên 95%. Các doanh nghiệp khác duy trì tỷ lệ nợ vay thấp hơn nhiều như CTCP Traphaco với tỷ lệ nợ vay từ 23% đến 48%, CTCP Dược Hậu Giang với tỷ lệ từ 25% đến 35%. Tỷ lệ nợ trung bình toàn ngành là 45%, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn. Trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ nguồn tài trợ từ nợ phải trả trong tổng nguồn vốn của các doanh nghiệp dược phẩm và y tế có xu hướng giảm đáng kể từ xấp xỉ 48% trong năm 2011 xuống dưới mức 40% trong năm 2017 (Biểu 3.7).

**Biểu 3.7: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành dược phẩm và y tế**



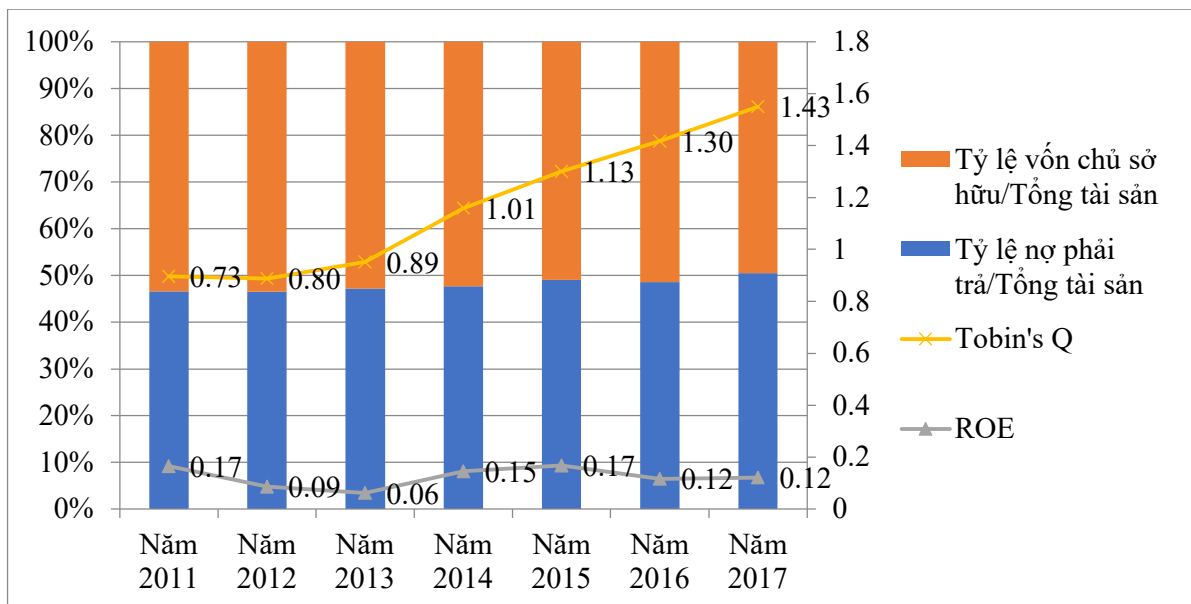
*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

Ngành dược phẩm và y tế thể hiện khả năng tăng trưởng mạnh mẽ và ổn định nhất so với các ngành nghề khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011- 2017. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu đều duy trì ở mức cao, chủ yếu trên 10%. Chỉ tiêu về giá trị thị trường Tobin's Q tăng nhanh từ 0,73 năm 2011 lên tới mức cao nhất là 1,75 trong năm 2017.

#### *Thứ tư, ngành hàng tiêu dùng*

Mẫu nghiên cứu thu thập kết quả từ 70 doanh nghiệp niêm yết điển hình trong ngành hàng tiêu dùng. Các lĩnh vực kinh doanh khá đa dạng, chủ yếu là thiết bị gia dụng, thực phẩm, hàng may mặc, hàng cá nhân, đồ uống, nuôi trồng nông hải sản... Tỷ lệ nợ trung bình của các doanh nghiệp trong ngành là 48%, trong đó nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ lệ khá cao, đạt 42% và nợ trong thanh toán chiếm 47% tổng giá trị nợ phải trả (Biểu 3.8).

**Biểu 3.8: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành hàng tiêu dùng**



*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

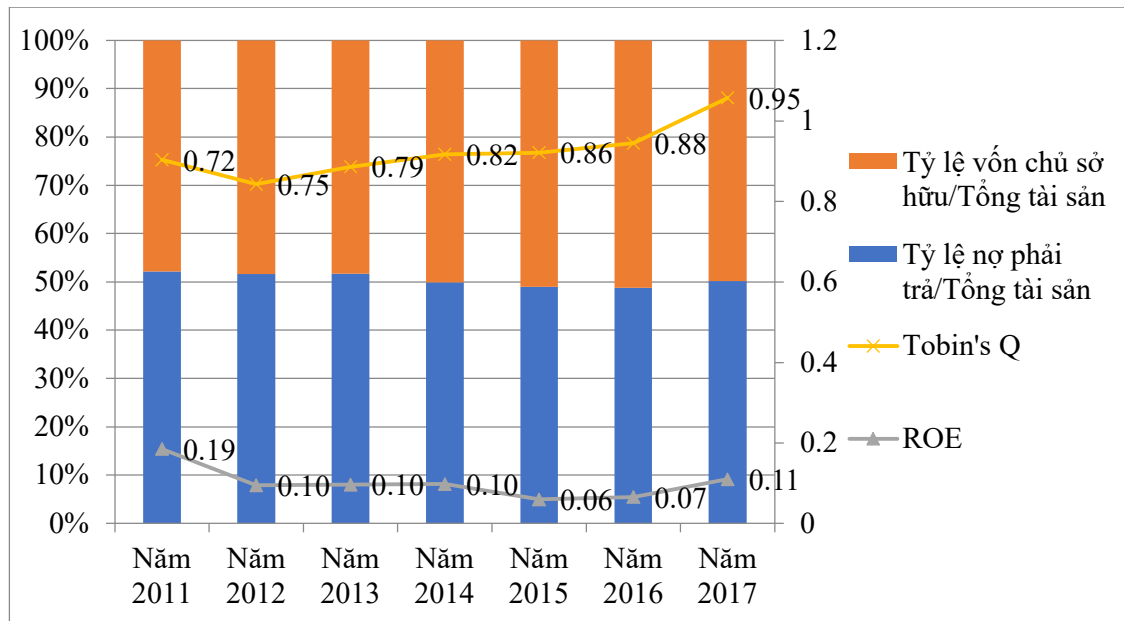
Nhóm ngành hàng tiêu dùng có đặc điểm tương đồng với ngành dịch vụ tiêu dùng khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản chênh lệch khá lớn giữa các doanh nghiệp niêm

yết. Phần nhiều các doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ cao như CTCP CTCP Nông sản Dabaco có tỷ lệ ở mức 57%-61% CTCP Dầu Tường An có tỷ lệ ở mức 59%-65%. Một số doanh nghiệp lớn nhưng duy trì tỷ lệ nợ khá thấp như Tập đoàn Kido với tỷ lệ nợ chỉ từ 20% đến 33%, CTCP Mía đường Lam Sơn với tỷ lệ nợ 34-52%, CTCP Sữa Việt Nam với tỷ lệ từ 19-23%. Nhìn chung, chỉ tiêu về giá thị trường của các doanh nghiệp này duy trì đà tăng trưởng tốt trong giai đoạn nghiên cứu, trong khi đó chỉ tiêu về khả năng sinh lời không ổn định qua các năm. Do sự không tương đồng trong chính sách về cơ cấu vốn nên khó có thể phân tích mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh thông qua giá trị trung bình của các chỉ tiêu này.

*Thứ năm, ngành nguyên vật liệu*

Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành nguyên vật liệu được thể hiện trong Biểu 3.9 sau:

**Biểu 3.9: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành nguyên vật liệu**



*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

Ngành nguyên vật liệu có 62 doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. trên tổng số gần 100 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK năm 2017. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh gồm khai khoáng, nhựa, cao su, lâm sản, sản xuất giấy, thép... Một số doanh

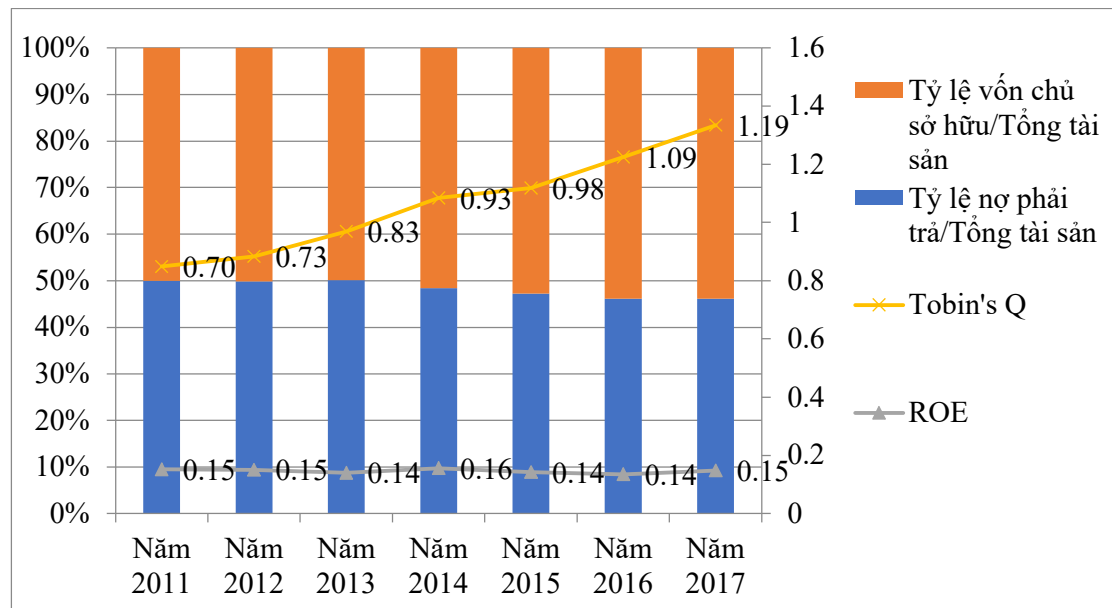
nghiệp sản xuất than có chính sách tài trợ khá rủi ro như CTCP Than Hà Lâm với tỷ lệ nợ từ 88% đến 92%, CTCP Than Mông Dương với tỷ lệ nợ từ 73%-81%, CTCP Than Núi Béo có tỷ lệ nợ từ 67% đến 77%. Đây đều là những Doanh nghiệp Nhà nước, cùng kinh doanh trong lĩnh vực khai thác than, khoáng sản. Phần lớn các doanh nghiệp còn lại có tỷ lệ nợ thấp hơn và thường không ổn định qua các năm.

Qua biểu đồ 3.9 có thể thấy, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình của các doanh nghiệp trong ngành có xu hướng giảm qua các năm. Năm 2011, tỷ lệ nợ trung bình ở mức 52% tổng tài sản đã giảm xuống quanh mức 49%-50% trong những năm gần đây. Chỉ tiêu về giá thị trường Tobin's Q có xu hướng tăng nhưng vẫn còn thấp nếu so sánh với một số ngành như hàng tiêu dùng, dược phẩm và y tế hay tiện ích cộng đồng. Trong khi đó chỉ tiêu về khả năng sinh lời ROE thiếu tính ổn định qua các năm.

*Thứ sáu, ngành tiện ích cộng đồng*

Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành tiện ích cộng đồng được thể hiện trong Biểu 3.10 sau:

**Biểu 3.10: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của doanh nghiệp niêm yết ngành hàng tiện ích cộng đồng**



*Nguồn: Tổng hợp trên cơ sở dữ liệu từ Stoxplus*

Mẫu nghiên cứu thu thập được số liệu của 28 doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực tiện ích cộng đồng. Năm 2017, toàn bộ thị trường có 37 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX, kinh doanh trong các lĩnh vực như sản xuất điện, nước, phân phối xăng dầu. Tỷ lệ nợ trung bình của các doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 2011-2017 đạt 48%. CTCP Dầu khí An Pha và CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2 có tỷ lệ nợ cao nhất, dao động quanh mức 60% đến 80%.

Cùng với xu hướng phát triển của thị trường chứng khoán, chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q của nhóm ngành tiện ích cộng đồng tăng nhanh từ 0,7 năm 2011 đến 1,19 năm 2017. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời cũng đạt mức ổn định và cao nhất so với các nhóm ngành khác trên TTCK Việt Nam, luôn đạt mức 14% đến 15% qua các năm. Trong khi đó cơ cấu vốn của các doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ lệ nợ phải trả và tăng dần tỷ lệ vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản năm 2011 ở mức 50% đã giảm xuống 46% trong năm 2017.

#### **Kết luận:**

Trên cơ sở phân tích thực trạng cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết dựa trên chỉ tiêu Tobin's Q và ROE trung bình theo ngành, tác giả đưa ra một số kết luận sau:

- Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của phần lớn các doanh nghiệp có xu hướng giảm trong giai đoạn năm 2011- 2017, điển hình như các doanh nghiệp niêm yết ngành dịch vụ tiêu dùng, dược phẩm và y tế, nguyên vật liệu và tiện ích cộng đồng.

- Chỉ tiêu về giá trị thị trường Tobin's Q có duy trì xu hướng tăng nhanh qua các năm, điển hình như các doanh nghiệp ngành dược phẩm và y tế, nguyên vật liệu, tiện ích cộng đồng.

- Chỉ tiêu về khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu sau biến động do ảnh hưởng của chính sách kinh tế vĩ mô trong năm 2011- 2012 đã ổn định hơn và có xu hướng tăng trong những năm còn lại.

Mặc dù phân tích thông qua các số liệu trung bình có thể thấy được xu hướng chung và mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, do chính sách cơ cấu vốn và



kết quả kinh doanh giữa các doanh nghiệp thường khác biệt, chịu ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố khác nhau như quy mô doanh nghiệp, đặc thù kinh doanh, lĩnh vực kinh doanh... nên quá trình nghiên cứu cần xây dựng thêm những phương pháp, mô hình nghiên cứu mới để kiểm chứng mối quan hệ này.

### **3.3. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn tại một số doanh nghiệp điển hình**

Nhằm hiểu rõ hơn về cơ cấu vốn và mức chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp cũng như kiểm chứng lại chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp trong điều kiện thay đổi cơ cấu vốn, luận án tiến hành phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn tại một số doanh nghiệp điển hình.

Tiêu chí lựa chọn doanh nghiệp điển hình là doanh nghiệp có chính sách cơ cấu vốn ổn định, doanh nghiệp nằm trong nhóm ngành phổ biến trên TTCK Việt Nam. Thông qua quá trình tham khảo ý kiến của các chuyên gia và các nhà quản lý trong doanh nghiệp, luận án chọn được hai doanh nghiệp sau:

- Công ty cổ phần VICEM bao bì Hải Phòng (BXH): Tổng tài sản đạt 120 tỷ đồng vào cuối năm 2017, là doanh nghiệp có quy mô vốn ở mức trung bình trên TTCK Việt Nam. Doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Công nghiệp, là nhóm ngành có số lượng doanh nghiệp niêm yết lớn nhất hiện nay. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản duy trì mức 50-60%, cũng là cơ cấu vốn phổ biến của các doanh nghiệp ngành công nghiệp và nhiều nhóm ngành khác trên TTCK Việt Nam.

- Công ty cổ phần Tập đoàn Kido (KDC): Tổng tài sản đạt 11.300 tỷ đồng vào cuối năm 2017, là doanh nghiệp có quy mô vốn lớn trên mức trung bình so với các doanh nghiệp niêm yết. Doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Hàng tiêu dùng, chỉ đứng sau nhóm ngành công nghiệp về số lượng doanh nghiệp niêm yết. Doanh nghiệp có thương hiệu lớn, uy tín lâu năm trên TTCK và không ngừng mở rộng quy mô, năng lực cạnh tranh nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp qua các năm khá ổn định, duy trì quanh mức 23-33%, thấp hơn so với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình của các doanh nghiệp niêm yết khác.

Khi xác định chi phí vốn bình quân tại doanh nghiệp, luận án không xem xét chi phí vốn từ nợ vay không phát sinh lãi, gồm các khoản phải trả người bán, thuế và

các khoản phải nộp Nhà nước, phải trả phải nộp khác... do không có cơ sở để xác định chi phí đối với những khoản này. Luận án sử dụng dữ liệu về rủi ro quốc gia của Damodaran được cập nhật vào tháng 1 năm 2018, như trong bảng 3.4:

**Bảng 3.4: Số liệu của Việt Nam để xác định chi phí vốn bình quân**  
(cập nhật Tháng 1/2018)

TT	Chỉ số	Giá trị	Nguồn
1	<i>Xác định chi phí nợ vay</i>		
	Mức lợi tức phi rủi ro của Việt Nam ( $R_f$ )	4,87%	Damodaran A. (2018) <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3217944">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3217944</a>
	Chênh lệch rủi ro doanh nghiệp (Bảng quy đổi từ chỉ tiêu Khả năng thanh toán lãi vay)	Bảng 2.1	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>
	Chênh lệch rủi ro quốc gia - Việt Nam (dựa trên lợi suất trái phiếu quốc tế)	1,52%	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>
2	<i>Xác định chi phí vốn chủ sở hữu</i>		
	Hệ số beta trung bình ngành cho doanh nghiệp không có vay nợ ( $\beta_u$ - unlevered beta), hoạt động trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ	Phụ lục 5	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html</a>
	Phần bù rủi ro hiện tại cho thị trường phát triển (mature market premium)	5,08%	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>
	Tỷ lệ biến động của vốn chủ sở hữu và trái phiếu (Chỉ tiêu S&P Emerging BMI/ chỉ tiêu BAML Public Sector US Emerging Markets Corporate Plus Index Yield trong 5 năm từ 2012 đến 2017 = 13,31%/11,84%)	1,12	S&P <a href="http://us.spindices.com/indices/equity/sp-emerging-bmi-us-dollar">http://us.spindices.com/indices/equity/sp-emerging-bmi-us-dollar</a> FRED <a href="https://research.stlouisfed.org/fred2/series/BAMLEMPBPUBSICRPIEY/downloaddata">https://research.stlouisfed.org/fred2/series/BAMLEMPBPUBSICRPIEY/downloaddata</a>
	Phần bù rủi ro quốc gia (Chênh lệch rủi ro quốc gia * Tỷ lệ biến động của vốn chủ sở hữu và trái phiếu)	1,52% * 1,12 = 1,71%	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

### 3.3.1. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn bình quân cho CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng

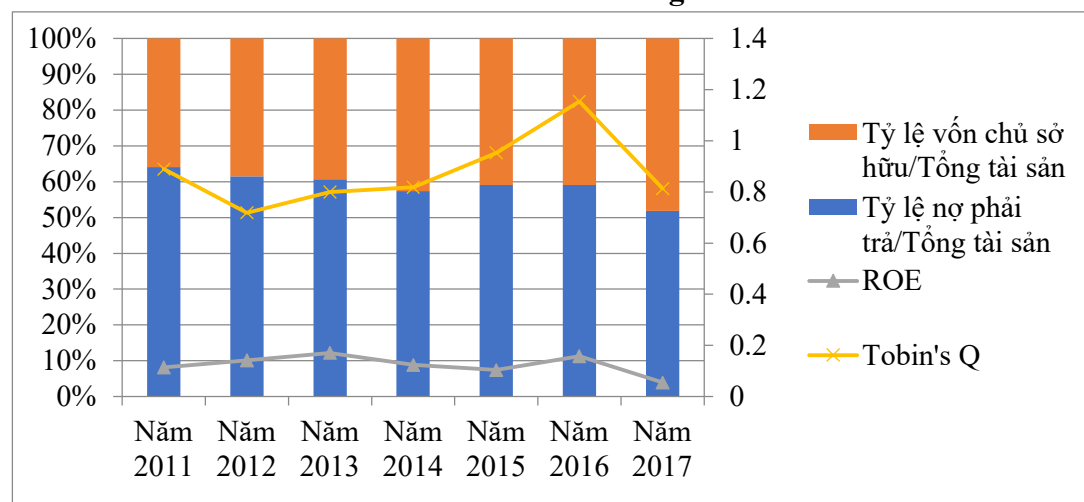
#### ❖ Giới thiệu về CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng

Công ty cổ phần VICEM Bao bì Hải Phòng (BXH) tiền thân là Xí nghiệp Bao bì Xi măng Hải Phòng (thuộc Công ty Xi măng Hải Phòng). Công ty là đơn vị đi đầu trong chương trình chuyển đổi sản xuất của Công ty Xi măng Hải Phòng theo chủ trương công nghiệp hóa – hiện đại hóa. Năm 2009, Công ty tiến hành đăng ký niêm yết và đến ngày 25/11/2009 cổ phiếu của Công ty chính thức giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Ngành nghề kinh doanh chính của doanh nghiệp là sản xuất và kinh doanh vỏ bao bì xi măng và các loại vỏ bao bì khác, sản xuất nguyên vật liệu cho ngành sản xuất bao bì... Các khách hàng chính của công ty gồm: Công ty TNHH MTV xi măng VICEM Hải Phòng, Công ty TNHH MTV xi măng VICEM Hoàng Thạch, CTCP xi măng Bút Sơn, CTCP xi măng Điện Biên, CTCP xi măng Hạ Long...

#### ❖ Phân tích cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh

Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng được thể hiện qua biểu đồ 3.11 sau:

**Biểu 3.11: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

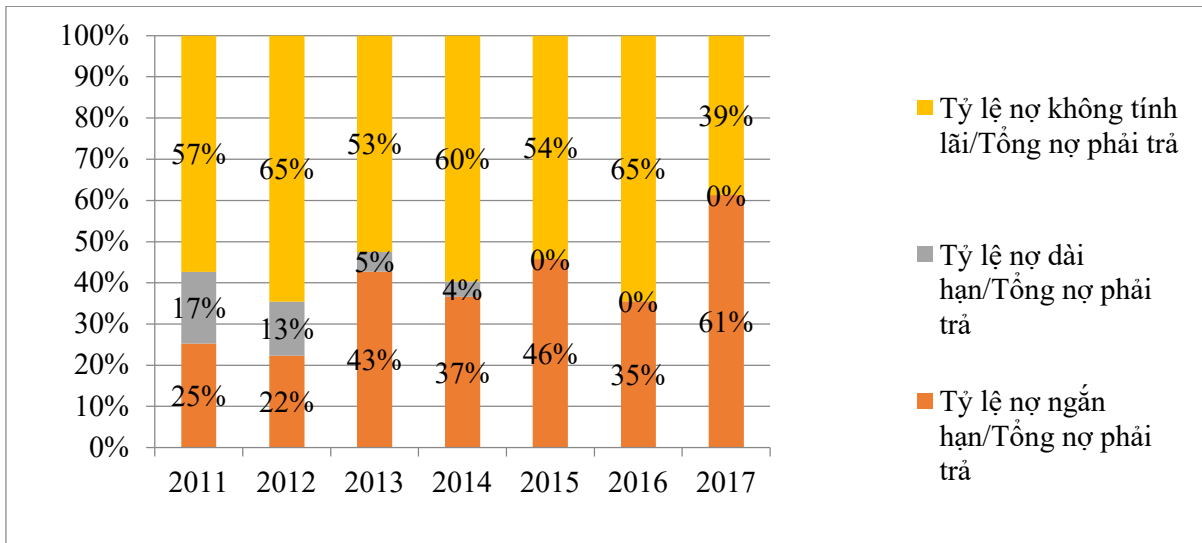


Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Stoxplus

Công ty cổ phần VICEM Bao bì Hải Phòng duy trì cơ cấu vốn không có nhiều biến động qua các năm với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản luôn đạt mức 50-60% các năm từ 2011 đến 2017. Đây cũng là tỷ lệ nợ khá phổ biến của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK. Nhìn chung, trong giai đoạn nghiên cứu tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản của doanh nghiệp có xu hướng giảm từ 64% trong năm 2011 xuống 52% trong năm 2017. Hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thông qua hai chỉ tiêu ROE và Tobin's Q có xu hướng tăng nhẹ, mặc dù không ổn định trong giai đoạn từ năm 2011 đến 2016. Sang năm 2017, kết quả kinh doanh của công ty có xu hướng sụt giảm khi tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu chỉ đạt mức 5,5%. Theo báo cáo giải trình của doanh nghiệp, nguyên nhân khiến tỷ suất lợi nhuận năm 2017 giảm so với năm 2016 là do sự phân hóa và cạnh tranh của thị trường vỏ bao, khiến cho giá bán vỏ bao giảm 114 đồng (tương đương 2,14%), bên cạnh đó giá nguyên vật liệu chính tăng (giá nhựa tăng 7% đến 9%, giấy tăng 3% so với năm 2016). Đây cũng là khó khăn chung của một số doanh nghiệp cùng ngành trong như CTCP Bao bì xi măng Bút Sơn, CTCP Bao bì Biên Hòa, khi chỉ tiêu ROE sụt giảm đáng kể trong năm 2017.

Khi phân tích tính cân đối tài chính thể hiện qua chỉ tiêu Vốn lưu động ròng (NWC), kết quả cho thấy doanh nghiệp luôn duy trì được trạng thái cân bằng tài chính tốt. Vốn lưu động ròng trong giai đoạn năm 2011 – 2017 luôn nằm trong khoảng từ 33 tỷ đồng đến 44 tỷ đồng. Chỉ tiêu về khả năng thanh toán dao động quanh mức 1,5 lần qua những năm gần đây, tương đối tốt so với một số doanh nghiệp cùng ngành bao bì như CTCP Bao bì Bim Sơn, CTCP Bao bì dầu thực vật.

Chi tiết cơ cấu nợ phải trả của công ty được thể hiện trong Biểu 3.12:

**Biểu 3.12: Cơ cấu nợ phải trả của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

*Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Stoxplus*

Qua biểu 3.12 về cơ cấu nợ có thể thấy doanh nghiệp chủ yếu dựa vào nguồn nợ vay ngắn hạn và nợ trong thanh toán không tính lãi. Các khoản vay ngắn hạn của doanh nghiệp chủ yếu bổ sung cho vốn lưu động và phục vụ sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả của doanh nghiệp không ổn định và có xu hướng tăng trong những năm gần đây. Năm 2017, tỷ lệ nợ ngắn hạn đạt giá trị cao nhất khi chiếm 61% tổng nợ phải trả. Như vậy, bên cạnh một số nguyên nhân khách quan về thị trường, giá nguyên vật liệu đầu vào thì việc gia tăng các khoản nợ phát sinh chi phí (nợ vay ngắn hạn) trong năm 2017 có thể là một nguyên nhân khiến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sụt giảm.

Về nợ vay dài hạn, doanh nghiệp bắt đầu huy động khoản vay 10 tỷ đồng từ năm 2010, thời hạn vay 5 năm với mục đích đầu tư cho dự án “Đầu tư xây dựng công trình, dây chuyền mở rộng nhà máy sản xuất bao bì xi măng Hải Phòng công suất 25 triệu vỏ bao/năm”. Doanh nghiệp trả dần nợ gốc và lãi trong các năm tiếp theo nên trên biểu đồ có thể thấy tỷ lệ nợ dài hạn giảm dần từ mức 17% tổng nợ phải trả trong năm 2011, xuống 4% vào năm 2014 và không còn sử dụng nợ vay dài hạn trong các năm tiếp theo.

Về nguồn vốn chủ sở hữu, Công ty không có nhiều thay đổi trong quá trình hoạt động kinh doanh. Trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2011- 2017, BXH chỉ có một lần tăng vốn từ chào bán cổ phiếu ra ngoài thị trường vào năm 2011. Công ty đã phát hành thành công 12.040 cổ phiếu với tổng số tiền thu được là 180.600.000 đồng. Sau đợt phát hành cổ phiếu này, số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của công ty được giữ ổn định đến thời điểm hiện tại là 3.012.040 cổ phiếu. Tỷ lệ chi trả cổ tức trên thu nhập trên mỗi cổ phần của công ty hàng năm dao động quanh mức 35%-65%. Công ty không phát hành cổ phiếu ưu đãi và mua lại cổ phiếu quỹ.

❖ **Xác định chi phí nợ vay**

Dựa vào công thức tính chi phí nợ vay và chi phí vốn chủ sở hữu đã được đề cập trong chương 2, luận án tiến hành áp dụng để tính chi phí nợ vay và vốn chủ sở hữu của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng cho năm 2017 như sau:

**Bảng 3.5: Chi phí nợ vay năm 2017 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

TT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay		6.367	Triệu đồng
2	Chi phí lãi vay		2.328	Triệu đồng
3	Khả năng thanh toán lãi vay	(1)/(2)	2,735	Lần
4	Xếp hạng	Quy đổi từ (3)	B1/B+	
5	Chênh lệch rủi ro doanh nghiệp	Quy đổi từ (4)	2,98%	%/năm
6	Chênh lệch rủi ro quốc gia		1,52%	%/năm
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Thuế suất thuế TNDN		20,00%	%/năm
9	<b>Chi phí nợ vay trước thuế</b>	(5)+(6)+(7)	<b>9,37%</b>	<b>%/năm</b>
10	<b>Chi phí nợ vay sau thuế</b>	(9)*(1-(8))	<b>7,50%</b>	<b>%/năm</b>

**Bảng 3.6: Bảng tính Chi phí vốn chủ sở hữu năm 2017 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

STT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Unleverd beta	Hệ số beta trung bình ngành cho doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng không có vay nợ	0,95	Lần
2	Giá trị nợ vay		37.921	Triệu đồng
3	Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu		34.939	Triệu đồng
4	Thuế suất thuế TNDN		20	%/năm
5	Tỷ lệ nợ trên Vốn chủ sở hữu (D/E)	(2)/(3)	1,0853	Lần
6	Beta	(1)*(1+(1-(4))* (5))	1,775	Lần
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Phần bù rủi ro hiện tại cho thị trường phát triển		5,08%	%/năm
9	Phần bù rủi ro quốc gia		1,71%	%/năm
10	<b>Chi phí vốn chủ sở hữu</b>	<b>(7)+(6)*((8)+(9))</b>	<b>16,92%</b>	<b>%/năm</b>

Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp năm 2017:

$$WACC = R_E (E/(D+E)) + R_D (D/(D+E))$$

$$= 16,92\% * 34.939/72.860 + 7,5\% * 37.921/72.860 = 12,02\%/năm$$

Nhằm đánh giá quyết định về cơ cấu vốn của CTCP Vicem Bao bì Hải Phòng, Luận án tiến hành xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp khi tỷ lệ nợ vay thay đổi. Để xác định được chi phí vốn bình quân trong các trường hợp thay đổi tỷ lệ nợ vay, Luận án đưa ra một số giả định sau:

- Nhu cầu về vốn của doanh nghiệp không đổi hay tổng nợ vay và vốn chủ sở hữu không đổi:  $D+E = 37.921 + 34.939 = 72.860$  triệu đồng.

- Khi doanh nghiệp thay đổi tỷ lệ nợ, tỷ suất lãi vay không đổi và bằng mức hiện tại là: Chi phí lãi vay hiện tại/ Giá trị nợ vay hiện tại =  $2.328/37.921 = 6,14\%/năm$ .

- Khi doanh nghiệp thay đổi tỷ lệ nợ, lợi nhuận trước lãi vay và thuế không đổi và bằng mức hiện tại là: 6.367 triệu đồng.

Trên cơ sở đó, Luận án xây dựng các trường hợp điều chỉnh tỷ lệ nợ vay sau:

	Hiện tại (D/E=1,09)	Giả định A (D/E=0,25)	Giả định B (D/E=1,5)
Nợ vay	37.921 triệu đồng	14.572 triệu đồng	43.716 triệu đồng
Giá trị thị trường Vốn chủ sở hữu	34.939 triệu đồng	58.288 triệu đồng	29.144 triệu đồng
Tổng	72.860 triệu đồng	72.860 triệu đồng	72.860 triệu đồng

Chi phí nợ vay và vốn chủ sở hữu trong trường hợp giả định A, khi điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ được xác định như sau:

**Bảng 3.7: Chi phí nợ vay giả định A của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

TT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (Giả sử không đổi)		6.367	Triệu đồng
	Tỷ suất lãi vay (giả sử không đổi)	2.328/37.921	6,14%	%/năm
2	Chi phí lãi vay	6,14%*14.572	894,72	Triệu đồng
3	Khả năng thanh toán lãi vay	(1)/(2)	7,12	Lần
4	Xếp hạng	Quy đổi từ (3)	A2/A	
5	Chênh lệch rủi ro doanh nghiệp	Quy đổi từ (4)	0,99%	%/năm
6	Chênh lệch rủi ro quốc gia		1,52%	%/năm
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Thuế suất thuế TNDN		20,00%	%/năm
9	Chi phí nợ vay trước thuế	(5)+(6)+(7)	7,38%	%/năm
10	Chi phí nợ vay sau thuế	(9)*(1-(8))	5,90%	%/năm



**Bảng 3.8: Chi phí vốn chủ sở hữu giả định A của CTCP VICEM  
Bao bì Hải Phòng**

STT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Unleverd beta	Hệ số beta trung bình ngành cho doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng không có vay nợ	0,95	Lần
2	Giá trị nợ vay		14.572	Triệu đồng
3	Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu		58.288	Triệu đồng
4	Thuế suất thuế TNDN		20%	%/năm
5	Tỷ lệ nợ trên Vốn chủ sở hữu (D/E)	(2)/(3)	0,25	Lần
6	Beta	(1)*(1+(1-(4))*(5))	1,14	Lần
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Phần bù rủi ro hiện tại cho thị trường phát triển		5,08%	%/năm
9	Phần bù rủi ro quốc gia		1,71%	%/năm
10	Chi phí vốn chủ sở hữu	(7)+(6)*((8)+(9))	12,61%	%/năm

Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp trong trường hợp điều chỉnh cơ cấu vốn:  $WACC' = R_E (E/(D+E)) + R_D (D/(D+E))$

$$= 12,61\% * 58.288/72.860 + 5,90\% * 14.572/72.860 = 11,27\%/năm$$

Luận án áp dụng tương tự trong trường hợp tăng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản theo giả định B. So sánh tương quan giữa tỷ lệ nợ vay và chi phí vốn bình quân như trong bảng 3.9 sau:

**Bảng 3.9: So sánh chi phí vốn bình quân của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

	Hiện tại	Giả định A	Giả định B
Tỷ lệ nợ vay/ giá trị thị trường vốn chủ sở hữu	1,09	0,25	1,5
Nợ vay	37.921 triệu đồng	14.572 triệu đồng	43.716 triệu đồng
Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu	34.939 triệu đồng	58.288 triệu đồng	29.144 triệu đồng
Chi phí nợ vay trước thuế	9,37%	7,38%	9,96%
Chi phí nợ vay sau thuế	7,50%	5,90%	7,97%
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,92%	12,61%	19,06%
Chi phí vốn bình quân	12,02%	11,27%	12,41%

Như vậy, chi phí vốn bình quân trong trường hợp điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ cho thấy giá trị nhỏ hơn chi phí vốn bình quân hiện tại của doanh nghiệp. Ngược lại, khi tăng tỷ lệ nợ cao hơn, chi phí vốn bình quân cao hơn chi phí vốn bình quân hiện tại. Kết quả này cho thấy đối với doanh nghiệp đang duy trì tỷ lệ nợ cao như CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng thì việc điều chỉnh cơ cấu vốn theo hướng giảm tỷ lệ nợ vay sẽ góp phần giảm chi phí vốn và qua đó nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

### **3.3.2. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn bình quân cho CTCP Tập đoàn Kido**

#### **❖ Giới thiệu về công ty cổ phần Tập đoàn Kido**

Công ty cổ phần Tập đoàn Kido tiền thân là Công ty TNHH xây dựng và chế biến thực phẩm Kinh Đô được thành lập năm 1993. Ngày 01/10/2002, Công ty cổ phần hóa và đổi tên thành Công ty cổ phần Kinh Đô. Cổ phiếu của Công ty được niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh vào năm 2005. Năm 2010, công ty thực hiện chiến lược phát triển nhanh chóng thông qua hoạt động mua bán sáp nhập. Năm 2013, công ty bắt đầu thực hiện chiến lược thâm nhập ngành hàng “Thực phẩm và gia vị” (Food&Flavor), tập trung vào các sản phẩm thiết yếu nhằm biến thương hiệu Kido trở thành thương hiệu hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất ngành

hàng thiết yếu. Năm 2015, Đại hội đồng cổ đông thường niên đã thông qua việc đổi tên Công ty từ Công ty cổ phần Kinh Đô thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Kido nhằm mục đích đạt được kết quả nổi bật từ định hướng chiến lược kinh doanh mới của Công ty.

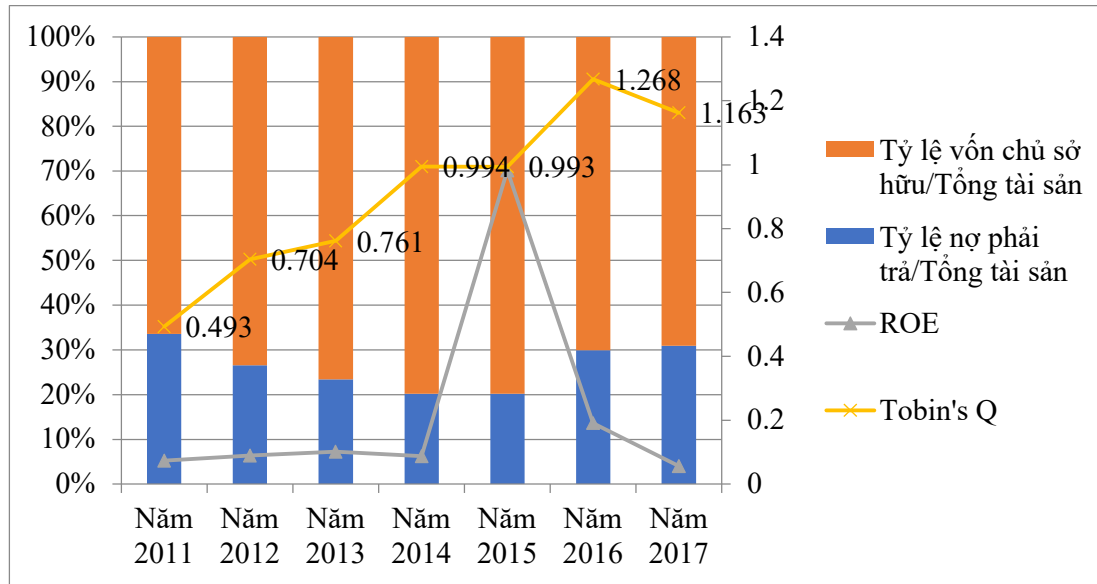
Sản phẩm của Kinh đô được tiêu thụ thông qua hệ thống nhà phân phối và bán lẻ rộng khắp cả nước. Công ty có các công ty con như: CTCP Thực phẩm Đông lạnh Kido, Công ty Thương mại và hợp tác quốc tế Hà Nội, Công ty TNHH Thương mại và Dịch vụ Kido, Công ty TNHH MTV Thực phẩm Kido, CTCP Dầu thực vật Tường An, Tổng công ty công nghiệp dầu thực vật Việt Nam, CTCP Bao bì dầu thực vật, Công ty TNHH MTV Quốc tế Nhất Hào và nhiều công ty liên kết, liên doanh đồng kiểm soát khác.

Là một doanh nghiệp có thương hiệu và uy tín lớn trên TTCK Việt Nam, Công ty luôn đạt được kết quả từ hoạt động kinh doanh ổn định qua các năm. Năm 2015, Công ty có những thay đổi quan trọng trong chiến lược hoạt động khi thực hiện thoái vốn khỏi ngành bánh kẹo và phát triển sang ngành hàng mới (mì gói, dầu ăn...). Hoạt động kinh doanh dầu ăn cho khách hàng tiêu dùng được thực hiện bởi Công ty cổ phần Dầu thực vật Tường An (TAC). Sau khi trở thành thành viên của KDC, TAC đã có những bước chuyển mình mạnh mẽ khi doanh thu thuần tăng trưởng 9% từ 3.978 tỷ đồng năm 2016 lên 4.338 tỷ đồng năm 2017. Mảng thực phẩm đông lạnh được đảm nhiệm bởi Công ty Cổ phần Thực phẩm Đông lạnh Kido (KDF). Hiện KDF là đơn vị đang chiếm thị phần lớn nhất ở ngành kem khi tăng từ 38,1% năm 2016 lên 40,2% trong năm 2017. Đối với mảng thực phẩm đông lạnh, công ty bắt nguồn từ sản phẩm bánh bao và tiếp tục thâm nhập thị trường với nhiều loại sản phẩm khác nhau như khoai tây chiên đông lạnh, thực phẩm sơ chế, xúc xích và cá viên chiên. Về mảng sữa chua, doanh thu thuần có sự sụt giảm 22,9% so với năm 2016. Nguyên nhân là do sự cạnh tranh khốc liệt của sản phẩm này trên thị trường.

#### ❖ Phân tích cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của CTCP Tập đoàn Kido được thể hiện qua biểu đồ 3.13 sau:

**Biểu 3.13: Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của CTCP Tập đoàn Kido**



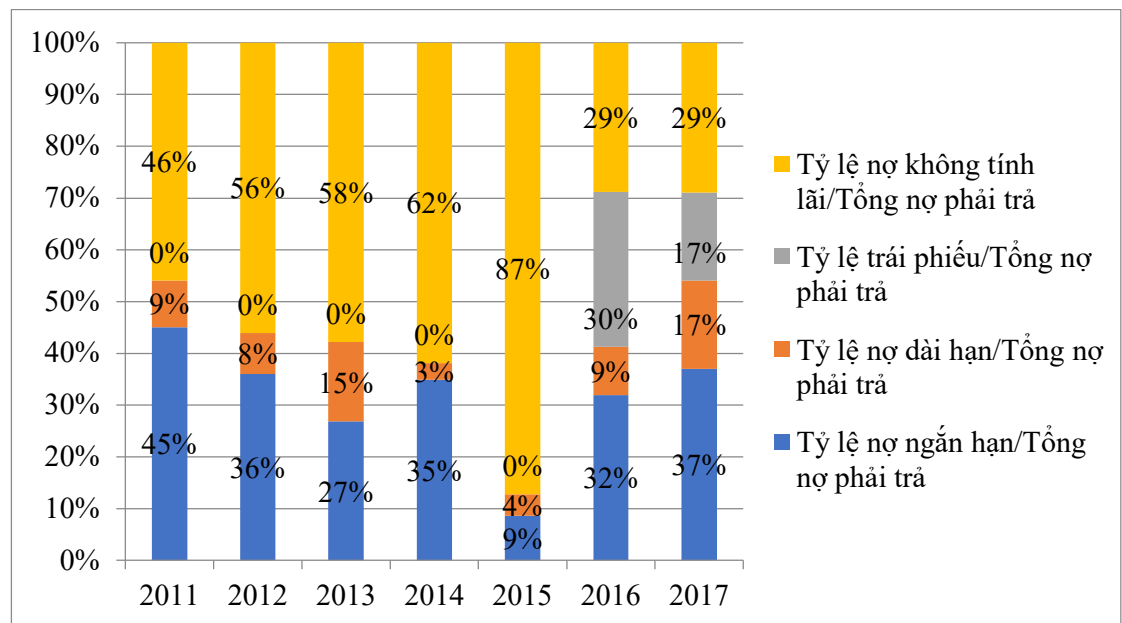
*Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Stoxplus*

Công ty duy trì cơ cấu vốn ổn định trong giai đoạn nghiên cứu với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản ở mức 20%-30%. So với phần đông các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của CTCP Tập đoàn Kido ở mức thấp hơn mức trung bình. Về cơ bản, hiệu quả kinh doanh được đánh giá qua hai chỉ tiêu ROE và Tobin's Q có xu hướng tăng trong giai đoạn nghiên cứu. Chỉ tiêu giá trị thị trường của doanh nghiệp Tobin's Q tăng nhanh từ mức 0,5 trong năm 2011 đã tăng lên mức 1,1 đến 1,2 trong hai năm 2016, 2017. Trong khi đó, khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu có mức tăng đột biến trong năm 2015 lên tới 98,2%. Nguyên nhân được cho là doanh nghiệp đã ghi nhận khoản doanh thu tài chính lên tới 6.500 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng 80% vốn cổ phần tại CTCP Kinh Đô Bình Dương cho Công ty đa quốc gia Mondelez International vào tháng 6 năm 2015. Năm 2016, công ty tiến hành chuyển nhượng nốt 20% vốn cổ phần còn lại tại CTCP Kinh Đô Bình Dương. Tóm lại, sau quá trình chuyển đổi chiến lược kinh doanh, doanh thu từ bán hàng và cung cấp dịch vụ có sự sụt giảm nhưng lợi nhuận từ hoạt động chuyển nhượng (doanh thu hoạt động tài chính) lại giúp cho lợi nhuận của công ty tăng đột biến so với những

năm trước. Như vậy, nếu điều chỉnh các khoản lợi nhuận từ hoạt động chuyển nhượng này thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu các năm từ 2015 đến 2017 của công ty chỉ đạt được ở mức 2% đến 5%. Mặc dù tỷ suất sinh lời sau điều chỉnh trong giai đoạn này thấp hơn giai đoạn năm 2012-2014, nhưng xét trong bối cảnh công ty đang trong quá trình triển khai ngành hàng mới thì việc cần thời gian để quay lại mức lợi nhuận như trước là điều tất yếu. CTCP Tập đoàn Kinh đô có trạng thái cân bằng tài chính tốt với giá trị vốn lưu động ròng lớn, dao động quanh mức 1000 đến 3000 tỷ đồng trong giai đoạn năm 2011 – 2017, chỉ tiêu khả năng thanh toán khá cao từ 1,5 đến 3 lần qua các năm.

Cơ cấu nợ phải trả của công ty được thể hiện trong biểu đồ 3.14 dưới đây:

**Biểu 3.14: Cơ cấu nợ phải trả của CTCP Tập đoàn Kido**



*Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Stoxplus*

Công ty sử dụng khá linh hoạt các nguồn vốn từ nợ trong thanh toán không tính lãi, nợ vay ngắn hạn, nợ vay dài hạn và trái phiếu phát hành. Năm 2015, tỷ lệ nợ trong thanh toán không tính lãi tăng cao lên mức 87% là do doanh nghiệp có được khoản lợi nhuận cao từ chuyển nhượng cổ phần nên nghĩa vụ thuế thu nhập doanh nghiệp cũng tăng lên theo tỷ lệ tương ứng. Cũng từ sau khi chuyển đổi mô hình kinh doanh, công ty có xu hướng sử dụng nhiều hơn các nguồn vốn vay dài hạn. Năm

2016, công ty đã phát hành trái phiếu với tổng giá trị là 1.000 tỷ đồng, với mệnh giá mỗi trái phiếu là 1 tỷ đồng trong thời hạn 5 năm do Ngân hàng VIB đặt mua. Số tiền thu được từ đợt phát hành trái phiếu và vay dài hạn được dùng chủ yếu để xây dựng nhà máy tại Bắc Ninh của KDF. Nguồn vốn ngắn hạn còn lại phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động của từng công ty thành viên.

❖ **Xác định chi nợ vay**

Luận án xác định tính chi phí nợ vay và sử dụng vốn chủ sở hữu của CTCP Tập đoàn Kido cho năm 2017 như sau:

**Bảng 3.10: Chi phí nợ vay năm 2017 của CTCP Tập đoàn Kido**

TT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay		717.916	Triệu đồng
2	Chi phí lãi vay		157.277	Triệu đồng
3	Khả năng thanh toán lãi vay	(1)/(2)	4,56	Lần
4	Xếp hạng	Quy đổi từ (3)	A3/A-	
5	Chênh lệch rủi ro doanh nghiệp	Quy đổi từ (4)	1,13%	%/năm
6	Chênh lệch rủi ro quốc gia		1,52%	%/năm
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Thuế suất thuế TNDN		20,00%	%/năm
9	<b>Chi phí nợ vay trước thuế</b>	(5)+(6)+(7)	<b>7,52%</b>	%/năm
10	<b>Chi phí nợ vay sau thuế</b>	(9)*(1-(8))	<b>6,02%</b>	%/năm

**Bảng 3.11: Chi phí vốn chủ sở hữu năm 2017 của CTCP Tập đoàn Kido**

TT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Unleverd beta	Hệ số beta trung bình ngành cho doanh nghiệp ngành thực phẩm không có vay nợ	0,54	Lần
2	Giá trị nợ vay	Vay ngắn hạn, dài hạn, trái phiếu	2.156.002	Triệu đồng
3	Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu	256.653.397 cổ phiếu * 37.640 đồng/cổ phiếu	9.660.434	Triệu đồng
4	Thuế suất thuế TNDN		20%	%
5	Tỷ lệ nợ trên Vốn chủ sở hữu (D/E)	(2)/(3)	0,223	Lần
6	Beta	(1)*(1+(1-(4))*(5))	0,636	Lần
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Phần bù rủi ro hiện tại cho thị trường phát triển		5,08%	%/năm
9	Phần bù rủi ro quốc gia		1,71%	%/năm
10	<b>Chi phí vốn chủ sở hữu</b>	(7)+(6)*((8)+(9))	<b>9,19%</b>	<b>%/năm</b>

Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp năm 2017:

$$\begin{aligned}
 WACC &= R_E (E/(D+E)) + R_D (D/(D+E)) \\
 &= 9,19\% * 9.660.434/11.816.436 + 6,02\% * 2.156.002/11.816.436 \\
 &= 8,61\%/năm
 \end{aligned}$$

Do KDC duy trì cơ cấu vốn ổn định với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản thấp so với số liệu trung bình của các doanh nghiệp niêm yết khác trên TTCK Việt Nam, Luận án tiếp tục xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp với giả định tỷ lệ nợ vay gia tăng. Áp dụng phương pháp tương tự, Luận án xác định được chi phí vốn bình quân trong các trường hợp như sau:

**Bảng 3.12: So sánh chi phí vốn bình quân của CTCP Tập đoàn Kido**

	Hiện tại	Giả định A	Giả định B	Giả định C
Tỷ lệ nợ vay/ giá trị thị trường vốn chủ sở hữu	0,223	0,5	1,0	0,15
Nợ vay	2.156.002 triệu đồng	3.938.812 triệu đồng	5.908.218 triệu đồng	1.772.465 triệu đồng
Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu	9.660.434 triệu đồng	7.877.624 triệu đồng	5.908.218 triệu đồng	10.043.971 triệu đồng
Chi phí nợ vay trước thuế	7,52%	8,37%	10,76%	7,29%
Chi phí nợ vay sau thuế	6,02%	6,70%	8,61%	5,83%
Chi phí vốn chủ sở hữu	9,19%	10,00%	11,47%	9,05%
Chi phí vốn bình quân	8,61%	8,90%	10,04%	8,57%

Như vậy, trong trường hợp giả định khi tăng tỷ lệ nợ vay của Công ty cổ phần Tập đoàn Kido lên mức 50% và 100% vốn chủ sở hữu cho thấy chi phí vốn bình quân tăng lên tương ứng từ 8,68%/năm lên 8,90%/năm và 10,04%/năm. Khi tỷ lệ nợ vay điều chỉnh giảm thì chi phí vốn bình quân có giảm nhưng không đáng kể (từ 8,61%/năm xuống 8,57%/năm). Qua đó có thể thấy quyết định về cơ cấu vốn của doanh nghiệp hiện nay là khá hợp lý.



**CHƯƠNG 4: MÔ HÌNH VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA  
CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ  
PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**4.1. Xây dựng mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu**

**4.1.1. Mô hình nghiên cứu**

Sau khi khảo sát cơ sở lý thuyết và những nghiên cứu thực nghiệm có liên quan (Abor, 2005; Singh và Faircloth, 2005; Jiraporn và Liu, 2008, Chowdhury và cộng sự, 2010; Dawar, 2014; Seetanah và cộng sự, 2014; Zeitun và cộng sự, 2015), tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu và đo lường các biến liên quan như sau:

Mô hình hồi quy (1) kiểm định mối quan hệ tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh:

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình hồi quy (2) kiểm định mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh:

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LEV_{it}^2 + \beta_3 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

$PER_{it}$  là biến phụ thuộc được đo lường theo hai thước đo là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE và Tobin's Q.

$LEV_{it}$  là biến giải thích về cơ cấu vốn của doanh nghiệp, được xác định bằng tỷ lệ tổng nợ phải trả trên tổng tài sản.

$X_{it}$  là các biến kiểm soát

$it$  = Biến quan sát của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$

$i = 1, 2, 3, 4 \dots 446$  và  $t = 1, 2, 3 \dots 7$  (Năm 2011 đến năm 2017)

Khái niệm và cách đo lường các biến được trình bày trong Bảng 4.1 sau:

**Bảng 4.1: Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu**

Ký hiệu	Tên biến	Phương pháp đo lường	Tác giả
<b>Biến phụ thuộc (PER)</b>			
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu bình quân của công ty.	Dawar (2014), Margaritis và Psillaki (2010), Seetanah và cộng sự

			(2014), Phillips và Sipahioglu (2004)
Q	Tobin's Q - Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách	(Giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường + Giá trị sổ sách của nợ phải trả)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản	Tobin và Brainard (1968), Jiraporn và Liu Y(2008), Zeitun và Haq (2015)
<b>Biến giải thích (LEV)</b>			
LEV	Tỷ lệ nợ	Tổng nợ phải trả chia tổng tài sản	Abor (2005); Jiraporn và Liu (2008), Le Thi Phuong Vy (2015)
LEV2	Tỷ lệ nợ bình phương	Lev*Lev	Margaritis và Psillaki (2010)
<b>Biến kiểm soát</b>			
SIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	Abor (2005); Dawar (2014); Margaritis và Psillaki (2010); Seetanah và cộng sự (2014); Ebaid (2009)
TANG	Tỷ trọng tổng tài sản cố định	Giá trị còn lại của tổng TSCĐ chia tổng tài sản	Dawar (2014); Margaritis và Psillaki (2010); Weill (2008)
GROW	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (DT)	$\frac{DT_n - DT_{n-1}}{DT_{n-1}} \times 100\%$	Dawar (2014); Jonchi Shyu (2012); Zeitun và Haq (2015)
DIV	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Tỷ lệ giá trị cổ tức chi trả bằng tiền chia Lợi nhuận sau thuế	Shyu (2012)
LIQ	Khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn chia nợ ngắn hạn	Dawar (2014); Singh và Schimigall (2002)
GOV	Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước	Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong tổng vốn đầu tư của doanh nghiệp	Võ Xuân Vinh (2014), Nguyễn Xuân Thắng và cộng sự (2017)
SECTOR	Biến giả ngành	Biến giả ngành theo phân loại cấp 1 của tiêu chuẩn phân ngành ICB	

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Dựa vào các mô hình nghiên cứu, tác giả sử dụng phần mềm Stata để chạy các mô hình hồi quy theo các phương pháp khác nhau gồm:

- Lựa chọn mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng. Ba phương pháp thường được các nghiên cứu lựa chọn cho mô hình dữ liệu bảng gồm: Phương pháp bình phương nhỏ nhất Pooled OLS, phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM- Fixed Effect Model), phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM- Random Effect Model). Để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp, tác giả tiến hành thực hiện các kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier và kiểm định Hausman. Đây là phương pháp hồi quy được sử dụng khá phổ biến trong nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp như trong nghiên cứu của Dawar (2014); Le Thi Phuong Vy (2015); Võ Minh Long (2017); Lê Hoàng Vinh (2014).

- Áp dụng mô hình hồi quy hai giai đoạn. Trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh cơ cấu vốn bị phụ thuộc bởi nhiều yếu tố khác (Titman và Wessels, 1988; Booth và cộng sự, 2001; Hafez, 2017; Dương Thị Hồng Vân, 2014). Do vậy, nghiên cứu tiếp tục tiến hành kiểm định hiện tượng nội sinh với kỳ vọng tỷ lệ cơ cấu vốn chính là biến nội sinh trong mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

- Áp dụng mô hình hồi quy phân vị. Mô hình hồi quy phân vị được sử dụng để tìm hiểu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo từng phân vị khác nhau của biến phụ thuộc hiệu quả kinh doanh (ROE và Tobin's Q).

#### ***4.1.2. Giả thuyết nghiên cứu***

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh đến nay vẫn còn cho thấy nhiều kết quả trái chiều. Cụ thể, một số nghiên cứu thực nghiệm về cơ cấu vốn cho thấy doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao thường có kết quả kinh doanh tốt hơn như nghiên cứu của Berger và Bonaccorsi (2006), Weill (2008), Chowdhury và cộng sự (2010). Kết quả này phù hợp với lý thuyết của Modigliani và Miller (1963) trong trường hợp có thuế khi cho rằng vay nợ tạo ra lá chắn thuế giúp tối đa hóa hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu khác, đặc biệt tại các nước đang phát triển như Jordan, Ghana, Nam Phi, Ấn Độ... của các tác giả Zeitun và cộng sự (2015), Seetanah và cộng sự (2014) hay Dawar (2014) cho thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu

này cho rằng vay nợ làm tăng rủi ro phá sản và do vậy tỷ lệ nợ cao sẽ làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tại các nền kinh tế mới nổi. Tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Le Thi Phuong Vy (2015) đưa ra bằng chứng về tác động ngược chiều của tỷ lệ nợ đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tóm lại, xét trong bối cảnh nền kinh tế và thông qua phân tích thực trạng dựa trên các số liệu trung bình của doanh nghiệp niêm yết, tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu thứ nhất như sau:

H1: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn năm 2011- 2017.

Bên cạnh các nghiên cứu về mối quan hệ tuyến tính, một số nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cụ thể, ở mức nợ vay thấp, doanh nghiệp có thể tận dụng được lợi ích từ lá chắn thuế mà vay nợ mang lại, giảm thiểu được chi phí đại diện và do vậy có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả kinh doanh. Ngược lại, trong trường hợp doanh nghiệp sử dụng quá nhiều nợ vay sẽ gây ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả này được tìm thấy trong các nghiên cứu của Margaritis và Psillaki (2010), Cheng và cộng sự (2010), Feng-Li và cộng sự (2011) và Skopljal và cộng sự (2012). Vì vậy, giả thuyết H2 được đề xuất như sau:

H2: Cơ cấu vốn có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn năm 2011-2017.

Mặc khác, do kết luận về ảnh hưởng tuyến tính của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong các nghiên cứu là không đồng nhất. Mối quan hệ này có thể phụ thuộc vào bối cảnh kinh tế hoặc khả năng tài chính hiện tại của doanh nghiệp. Cụ thể, các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt hơn thì khả năng huy động vốn từ phát hành cổ phiếu sẽ thuận lợi hơn các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh kém. Ngược lại, các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh và uy tín thấp hơn thì việc huy động vốn từ vay nợ được coi là phương án an toàn và phù hợp hơn. Trên cơ sở đó, bằng việc phân tích hiệu quả kinh doanh theo các phân vị khác nhau, luận án đưa ra giả thuyết nghiên cứu thứ ba như sau:

H3: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả kinh doanh tại các phân vị thấp hơn của hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh tại các phân vị cao hơn của hiệu quả kinh doanh.

Trong vài thập niên trở lại đây, các cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính diễn ra với cường độ mạnh, phức tạp và gây ra nhiều hậu quả nặng nề với nhiều quốc gia. Theo tác giả Davis và Stone (2004), khủng hoảng kinh tế tài chính có tác động đến tình hình tài chính của doanh nghiệp thể hiện qua mức suy giảm của đầu tư tư nhân, hàng tồn kho, giá cổ phiếu, trái phiếu, tín dụng thương mại, tín dụng ngân hàng và nợ nước ngoài. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy chịu ảnh hưởng mạnh nhất là các nước thị trường mới nổi trong khối OECD. Tại Việt Nam, một số công trình nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa việc lựa chọn cơ cấu vốn và khủng hoảng kinh tế như nghiên cứu của Truong Hong Trinh và Nguyen Phuong Thao (2015). Tuy nhiên, tại Việt Nam, không có nhiều nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng khác biệt của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian khủng hoảng kinh tế tài chính và trong thời gian phục hồi sau khủng hoảng kinh tế tài chính. Nền kinh tế thế giới bắt đầu có dấu hiệu suy giảm do khủng hoảng kinh tế tài chính từ năm 2007 nhưng mức độ tăng trưởng kinh tế và giá trị vốn hóa của TTCK Việt Nam trong năm 2007 vẫn đạt mức cao. Điều này được lý giải do nền kinh tế Việt Nam còn nhỏ, mức độ hội nhập chưa sâu rộng nên tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế là chậm hơn so với một số nước khác. Trên cơ sở phân tích biến động của TTCK Việt Nam, luận án xác định giai đoạn khủng hoảng kinh tế kéo dài từ năm 2008 đến 2010 và giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế từ năm 2011 đến thời điểm hiện tại theo phạm vi nghiên cứu là năm 2017. Do vậy, luận án đưa ra giả thuyết nghiên cứu thứ tư như sau:

H4: Có sự khác biệt về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian khủng hoảng kinh tế tài chính và trong thời gian phục hồi sau khủng hoảng kinh tế tài chính.

## 4.2. Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

### 4.2.1. Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Trên cơ sở dữ liệu thứ cấp của các CTCP niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội thu thập được từ Công ty cổ phần StoxPlus, tác giả tiến hành loại bỏ các CTCP thuộc lĩnh vực tài chính như các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán và các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính khác. Tiếp đến, các doanh nghiệp không niêm yết liên tục trong giai đoạn năm 2011 đến 2017, các doanh nghiệp bị hủy niêm yết và các doanh nghiệp không có đầy đủ số liệu cũng được loại bỏ khỏi bộ dữ liệu. Nghiên cứu thực nghiệm thu được dữ liệu bảng cân bằng gồm 3122 quan sát của 446 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn năm 2011 – 2017 để làm mẫu nghiên cứu. Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình được thể hiện trong bảng 4.2:

**Bảng 4.2: Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình**

Biến	Số quan sát	Trung vị	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Số bé nhất	Số lớn nhất
ROE	3122	0,108	0,106	0,198	-3,674	0,982
Q	3122	0,830	0,888	0,411	0,195	8,970
LEV	3122	0,536	0,507	0,221	0,006	0,971
SIZE	3122	26,909	26,982	1,474	23,330	31,922
TANG	3122	0,206	0,262	0,213	0,000	0,970
GROW	3122	0,079	0,270	5,037	-0,990	244,456
DIV	3122	0,468	0,478	0,521	0,000	10,484
LIQ	3122	1,394	2,071	2,257	0,143	35,332
GOV	3122	0,086	0,207	0,235	0,000	0,844

*Nguồn: Tổng hợp dữ liệu của Stoxplus*

Kết quả thống kê mô tả cho thấy các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn năm 2011 đến 2017 duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tương đối cao, thể hiện qua giá trị trung bình và giá trị trung vị của biến LEV tương ứng là 0,507 và 0,536. Tuy nhiên, chính sách về cơ cấu vốn là khá khác biệt trong các CTCP

niêm yết, thông qua chỉ tiêu phản ánh cơ cấu vốn biến động từ 0,006 đến 0,971. Giá trị trung bình và giá trị trung vị của tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE lần lượt là 10,6% và 10,8%, của chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q là 0,830 và 0,888. Bảng 4.3 mô tả hệ số tương quan giữa các biến được sử dụng trong mô hình thực nghiệm.

**Bảng 4.3: Hệ số tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình**

	ROE	Q	LEV	SIZE	TANG	GROW	DIV	LIQ	GOV
ROE	1,00								
Q	0,15 (0,00)	1,00							
LEV	-0,15 (0,00)	-0,01 (0,09)	1,00						
SIZE	0,04 (0,04)	0,16 (0,00)	0,35 (0,00)	1,00					
TANG	-0,01 (0,12)	-0,01 (0,19)	-0,06 (0,20)	0,10 (0,00)	1,00				
GROW	0,03 (0,15)	0,00 (0,43)	0,00 (0,62)	-0,02 (0,24)	-0,02 (0,19)	1,00			
DIV	-0,06 (0,00)	0,03 (0,15)	0,03 (0,13)	-0,01 (0,76)	-0,01 (0,50)	0,00 (0,81)	1,00		
LIQ	0,01 (0,21)	0,01 (0,33)	-0,32 (0,00)	-0,11 (0,08)	-0,10 (0,20)	0,00 (0,84)	-0,01 (0,63)	1,00	
GOV	0,06 (0,00)	0,06 (0,00)	0,08 (0,00)	-0,01 (0,63)	0,08 (0,00)	-0,02 (0,30)	0,01 (0,67)	-0,05 (0,00)	1,00

(Số trong ngoặc đơn thể hiện mức ý nghĩa tương quan - sig)

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata

Hệ số tương quan cho biết mức độ tương quan giữa các biến với nhau trong mô hình. Hệ số tương quan càng lớn cho biết mức độ tương quan càng cao. Hệ số tương quan nhỏ hơn 0 chứng tỏ các biến có mối tương quan ngược chiều, ngược lại, hệ số tương quan lớn hơn 0 chứng tỏ các biến có mối tương quan thuận chiều. Kết quả phân tích tương quan cho thấy biến LEV đại diện cho cơ cấu vốn có mối tương quan tương quan khá chặt chẽ với các biến ROE, Tobin's Q, SIZE, LIQ và GOV. Ngoài ra, các biến kiểm soát trong mô hình cũng thể hiện mối tương quan với biến phụ thuộc ROE và Tobin's Q như biến SIZE, DIV và GOV.

#### 4.2.2. Mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng

Phương pháp đầu tiên được lựa chọn trong phân tích định lượng là sử dụng các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng gồm phương pháp bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS), phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM). Sau khi thực hiện hồi quy theo ba phương pháp này, luận án sử dụng kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier (LM test) để lựa chọn phương pháp hồi quy REM/FEM và phương pháp OLS. Kết quả thống kê của kiểm định đối với hai mô hình nghiên cứu được tóm tắt ở bảng 4.4:

**Bảng 4.4: Kết quả kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian lựa chọn giữa mô hình hồi quy REM/FEM và OLS**

Mô hình	Thống kê Chi <sup>2</sup>	Pro > Chi <sup>2</sup>	Phương pháp ước lượng lựa chọn
Mô hình hồi quy (1)			
Biến phụ thuộc ROE	457,96	0,0000	REM/FEM
Biến phụ thuộc Q	920,96	0,0000	REM/FEM
Mô hình hồi quy (2)			
Biến phụ thuộc ROE	479,64	0,0000	REM/FEM
Biến phụ thuộc Q	912,25	0,0000	REM/FEM

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Với giả thuyết Ho cho rằng các phương sai giữa các thực thể bằng 0, kết quả kiểm định đều bác bỏ giả thuyết Ho với p-value < 0,01, hàm ý ước lượng OLS không tốt bằng ước lượng REM/FEM. Nguyên nhân là do phương pháp hồi quy ước lượng bình phương nhỏ nhất đã bỏ qua ảnh hưởng của yếu tố thời gian và sự khác biệt giữa các đơn vị chéo nên không phù hợp trong phân tích dữ liệu bảng. Do vậy, nghiên cứu tiến hành phân tích theo hai mô hình cho dữ liệu bảng là phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM). Mô hình REM phát triển lên từ mô hình OLS khi có đưa thêm sự khác nhau giữa các công ty nhưng giả định rằng không có mối quan hệ nào giữa phần dư và các biến độc lập của mô hình. Mô hình FEM cũng giống như mô hình REM về sự khác nhau giữa các công ty nhưng cho rằng có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và các biến độc lập.



Để lựa chọn giữa mô hình REM và FEM, tác giả sử dụng kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định Hausman được thể hiện trong bảng 4.5:

**Bảng 4.5: Kết quả kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình REM và FEM**

Mô hình	Thống kê Chi <sup>2</sup>	Pro > Chi <sup>2</sup>	Phương pháp ước lượng lựa chọn
Mô hình hồi quy (1)			
Biến phụ thuộc ROE	76,29	0,0000	FEM
Biến phụ thuộc Tobin's Q	200,54	0,0000	FEM
Mô hình hồi quy (2)			
Biến phụ thuộc ROE	117,12	0,0000	FEM
Biến phụ thuộc Tobin's Q	208,95	0,0000	FEM

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Kiểm định Hausman với giả thuyết Ho cho rằng hệ số ước lượng bởi mô hình tác động ngẫu nhiên REM giống với các hệ số ước lượng bởi mô hình tác động cố định FEM. Kết quả kiểm định xác nhận bác bỏ giả thuyết Ho, chứng tỏ mô hình tác động cố định sẽ phù hợp hơn. Theo đó, các hệ số theo mô hình tác động cố định FEM của các mô hình sẽ được sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh (bảng 4.6). Tuy nhiên, do mô hình tác động cố định FEM giả định mỗi doanh nghiệp đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến các biến giải thích nên mô hình FEM đã kiểm soát từng đặc điểm khác nhau của mỗi doanh nghiệp. Do vậy, biến kiểm soát ngành SECTOR bị loại khỏi mô hình do phát sinh hiện tượng đa cộng tuyến.

**Bảng 4.6: Kết quả ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo mô hình hồi quy tác động cố định (FEM)**

	Biến phụ thuộc ROE		Biến phụ thuộc Tobin's Q	
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 1	Mô hình 2
LEV	-0,376*** (-9,40)	0,822*** (6,99)	-0,168** (-2,27)	-0,034 (-0,15)
LEV2		-1,275*** (-10,82)		-0,143 (-0,64)
SIZE	0,063*** (6,07)	0,080*** (7,83)	0,316*** (16,50)	0,318*** (16,39)
TANG	-0,121*** (-3,25)	-0,128** (-3,50)	-0,205*** (-2,96)	-0,205*** (-2,97)
GROW	0,002*** (2,96)	0,002*** (3,54)	-0,001 (-0,51)	-0,001 (-0,47)
DIV	-0,004*** (-3,99)	-0,003*** (-3,70)	0,001 (0,69)	0,001 (0,71)
LIQ	-0,001 (-1,10)	0,001 (0,86)	0,001 (0,43)	0,001 (-0,53)
GOV	-0,070** (-2,43)	-0,060** (-2,14)	0,245*** (4,59)	0,246*** (4,61)
Hệ số chặn	-1,347*** (-4,91)	-2,039*** (-7,39)	-7,561*** (-14,86)	-7,639*** (-14,60)
R <sup>2</sup>	0,3802	0,4061	0,5011	0,5012

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Kết quả hồi quy theo mô hình 1 cho thấy:

- Hệ số hồi quy của biến LEV trong mô hình biến phụ thuộc ROE là -0,376 và mô hình biến phụ thuộc là Tobin's Q là -0,168 với độ tin cậy lần lượt là 99% và 95%. Điều này có nghĩa nếu các yếu tố khác không đổi thì khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp sẽ giảm 0,376% và chỉ tiêu Tobin's Q giảm 0,168%. Hệ số tương quan của biến LEV trong mô hình với biến phụ thuộc ROE cũng thể hiện giá trị lớn nhất so với các biến còn lại trong mô hình (1). Điều

này chứng tỏ cơ cấu vốn là một trong những nhân tố quan trọng nhất có tác động đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

- Hệ số hồi quy của biến SIZE trong mô hình biến phụ thuộc ROE là 0,063 và trong mô hình biến phụ thuộc Tobin's Q là 0,316 chứng tỏ quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu với độ tin cậy 99%. Điều này có nghĩa là nếu các yếu tố khác không đổi thì khi quy mô doanh nghiệp tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời sẽ tăng 0,063% và chỉ tiêu giá thị trường Tobin's Q tăng 0,316%.

- Hệ số hồi quy của biến TANG trong mô hình biến phụ thuộc ROE là -0,121 và trong mô hình biến phụ thuộc Tobin's Q là -0,205, chứng tỏ tỷ trọng tài sản cố định có tác động ngược chiều với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu với độ tin cậy 99%. Điều này có nghĩa nếu các yếu tố khác không đổi thì khi tỷ trọng tài sản cố định tăng thêm 1% thì tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp sẽ giảm 0,121% và chỉ tiêu giá thị trường Tobin's Q giảm 0,205%.

- Hệ số hồi quy biến GROW trong mô hình biến phụ thuộc ROE là 0,002 cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu với mức ý nghĩa 99%. Điều này có nghĩa nếu các yếu tố khác không đổi và tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp tăng 1% thì tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp sẽ tăng 0,002% và ngược lại. Trong mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là Tobin's Q không cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa hai chỉ tiêu này.

- Hệ số hồi quy của biến DIV trong mô hình biến phụ thuộc ROE là -0,004 cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu với mức ý nghĩa 99%. Điều này có nghĩa nếu các yếu tố khác không đổi và tỷ lệ chi trả cổ tức của doanh nghiệp tăng 1% thì tỷ suất sinh lời sẽ giảm 0,004% và ngược lại. Mô hình hồi quy với biến phụ thuộc Tobin's Q không chứng minh được mối quan hệ này.

- Hệ số hồi quy của biến LIQ trong mô hình biến phụ thuộc ROE và mô hình hồi quy với biến phụ thuộc Tobin's Q đều không cho thấy ý nghĩa thống kê, chứng

tổ tính thanh khoản của doanh nghiệp chưa được chứng minh là có ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh.

- Hệ số hồi quy của biến GOV trong mô hình biến phụ thuộc ROE là -0,070 cho thấy tỷ lệ sở hữu của Nhà nước có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu với mức ý nghĩa 95%. Điều này có nghĩa nếu các yếu tố khác không đổi và tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong doanh nghiệp tăng 1% thì tỷ suất sinh lời sẽ giảm 0,070% và ngược lại. Tuy nhiên, trong mô hình biến phụ thuộc Tobin's Q, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong doanh nghiệp được chứng minh là có ảnh hưởng tích cực đến chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường Tobin's Q. Điều này có nghĩa nếu các yếu tố khác không đổi và tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong doanh nghiệp tăng 1% thì giá trị Tobin's sẽ tăng 0,004% và ngược lại. Qua đó có thể thấy sự xuất hiện của phần vốn Nhà nước trong các công ty niêm yết vẫn tạo được sức ảnh hưởng đến kỳ vọng của nhà đầu tư.

Kết quả hồi quy mô hình 2 kiểm định cho mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cho thấy:

- Hệ số hồi quy của biến LEV và LEV2 trong mô hình biến phụ thuộc ROE lần lượt là 0,822 và -1,275 cho thấy tỷ lệ nợ có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời theo mối quan hệ hình chữ U ngược. Cụ thể, tỷ lệ nợ có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời trong ngưỡng tỷ lệ nợ dưới mức tối ưu và có tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lời nếu tỷ lệ nợ trên mức tối ưu. Mức tối ưu của tỷ lệ nợ được xác định bằng theo công thức  $-b/2a = -0,822/(-1,275*2) = 0,322$ . Đối với mô hình biến phụ thuộc là Tobin's Q không đưa ra được kết luận có ý nghĩa thống kê về mối quan hệ phi tuyến tính này.

- Hệ số hồi quy của các biến khác trong mô hình 2 như quy mô doanh nghiệp, tỷ trọng tài sản cố định, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ lệ sở hữu của Nhà nước đều cho kết quả đồng thuận với kết quả của mô hình 1.

#### **4.2.3. Mô hình hồi quy hai giai đoạn**

Trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây về cơ cấu vốn, tỷ lệ này đã được chứng minh là phụ thuộc bởi nhiều yếu tố khác (Titman và Wessels, 1988; Antoniou và cộng sự, 2008; Booth và cộng sự, 2001; Deesomsak và cộng sự, 2004; Friend và

Lang, 1988; Jong và cộng sự, 2008; Dương Thị Hồng Vân, 2014). Kết quả thống kê hệ số tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình (bảng 4.3) cũng cho thấy biến LEV có mối tương quan với nhiều biến độc lập còn lại trong mô hình. Do vậy, nghiên cứu tiến hành kiểm định hiện tượng nội sinh với kỳ vọng tỷ lệ cơ cấu vốn chính là biến nội sinh trong mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Hiện tượng biến nội sinh là một hiện tượng tương đối khó khăn để kiểm định bởi lẽ hiện nay vẫn chưa có một phương pháp cụ thể để phát hiện ra biến quan sát nào trong mô hình là biến nội sinh. Việc phát hiện biến nội sinh chủ yếu dựa vào phân tích chủ quan và kế thừa kinh nghiệm từ những nghiên cứu đi trước. Bên cạnh đó, do kết quả mô hình hồi quy theo dữ liệu bảng không cho kết quả có ý nghĩa thống kê về mối quan hệ giữa khả năng thanh khoản (biến LIQ) nên luận án tiến hành loại bỏ biến này ra khỏi mô hình hồi quy chính (mô hình 1,2). Kết quả thu được từ phương pháp hồi quy hai giai đoạn sẽ kiểm chứng các kết quả nghiên cứu trước đây và đồng thời tìm hiểu ảnh hưởng gián tiếp của các nhân tố đến cơ cấu vốn và qua đó tác động đến hiệu quả kinh doanh. Các bước tiến hành kiểm định được trình bày như sau:

Bước 1: Dựa vào những nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của Titman và Wessels (1988), Antoniou và cộng sự (2008), Jong và cộng sự (2008), Deesomsak và cộng sự (2004), Dương Thị Hồng Vân (2014), tác giả tiến hành hồi quy mô hình phụ sau để xác định được phần dư của mô hình:

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE + \alpha_2 LIQ_{it} + \alpha_4 DIV_{it} + \alpha_5 GOV_{it} + \alpha_6 RISK_{it} + \alpha_7 SECTOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (0)$$

Trong đó:

$it$  = Biến quan sát của công ty  $i$  tại thời điểm  $t$

$i = 1, 2, 3, 4 \dots 446$  và  $t = 1, 2, 3 \dots 7$  (Năm 2011 đến năm 2017)

Khái niệm và cách đo lường các biến được trình bày trong Bảng 4.7:

**Bảng 4.7: Mô tả các biến được sử dụng trong mô hình hồi quy phụ (0)**

Tên biến	Định nghĩa	Cách đo lường
Biên phụ thuộc (LEV)		
LEV	Tỷ lệ nợ vay	Tổng nợ phải trả chia tổng tài sản
Biến giải thích		
SIZE	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
LIQ	Khả năng thanh toán ngắn hạn	Tài sản ngắn hạn chia nợ ngắn hạn
DIV	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Giá trị cổ tức chi trả bằng tiền chia cho Lợi nhuận sau thuế
GOV	Sở hữu của Nhà nước	Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước
RISK	Rủi ro hoạt động	Độ lệch chuẩn của Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản trong ba năm
SECTOR	Biến giả ngành	Biến giả ngành theo phân loại cấp 1 của tiêu chuẩn phân ngành ICB

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

Kết quả ước lượng hồi quy như sau:

**Bảng 4.8: Kết quả hồi quy mô hình phụ theo biến LEV**

Biến	Hệ số	Thống kê t	P-value
SIZE	0,048	17,27	0,000
LIQ	-0,010	-2,22	0,026
DIV	0,002	3,54	0,000
GOV	0,041	0,015	0,006
RISK	-0,763	-6,01	0,000
Hệ số chặn	-0,748	-9,39	0,000
Ngành Công nghiệp	0,039	2,37	0,018
Ngành Dịch vụ tiêu dùng	-0,091	-4,44	0,000
Ngành Dầu khí	-0,076	-2,03	0,043
Ngành Dược phẩm và y tế	-0,063	-2,56	0,010
Ngành Hàng tiêu dùng	-0,055	-3,12	0,002
Ngành Nguyên vật liệu	-0,018	-0,97	0,332
Ngành Tiện ích cộng đồng	-0,070	-3,62	0,000
R-squared	0,2817		
Số quan sát	3122		

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Kết quả từ mô hình hồi quy phụ (mô hình 0) cho thấy các nhân tố gồm quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước có ảnh hưởng thuận chiều đến tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Ngược lại, các nhân tố gồm khả năng thanh toán ngắn hạn, rủi ro hoạt động cho thấy ảnh hưởng ngược chiều. Mô hình nghiên cứu sử dụng biến giả ngành để xem xét ảnh hưởng của các ngành nghề đến chỉ tiêu về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp. Theo đó, mô hình nghiên cứu lựa chọn ngành công nghệ thông tin làm ngành cơ sở để so sánh. Kết quả cho thấy, so với ngành công nghệ thông tin thì ngành công nghiệp có xu hướng sử dụng nợ vay cao hơn. Ngược lại, ngành dịch vụ tiêu dùng, ngành dược phẩm và y tế, ngành hàng tiêu dùng và ngành tiện ích cộng đồng có xu hướng sử dụng nợ vay ít hơn. Bên cạnh đó, không tìm thấy sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa ngành công nghệ thông tin và ngành nguyên vật liệu trong quyết định về cơ cấu vốn. Điều này được lý giải một phần do nhu cầu về vốn lớn hơn của các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp. Kết quả này cũng tương đồng với kết quả thống kê mô tả về tỷ lệ nợ trên tổng tài sản các doanh nghiệp ngành công nghiệp cao hơn các doanh nghiệp trong những ngành nghề khác.

Bước 2: Tiến hành hồi quy mô hình chính trong đó bổ sung thêm phần dư ( $r_{it}$ ) của mô hình hồi quy phụ (0) vào trong các biến độc lập.

Mô hình hồi quy (1) có bổ sung thêm phần dư

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 r_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1')$$

Mô hình hồi quy (2) có bổ sung thêm phần dư

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LEV2_{it} + \beta_3 X_{it} + \beta_4 r_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2')$$

Bước 3: Tiến hành kiểm định Durbin-Wu-Hausman với cặp giả thiết của kiểm định:

$H_0$ : LEV không phải là biến nội sinh (exogenous)

$H_1$ : LEV là biến nội sinh (endogenous)

Kết quả kiểm định Durbin-Wu-Hausman được trình bày trong bảng 4.9:

**Bảng 4.9: Kết quả kiểm định Durbin-Wu-Hausman**

Mô hình	Thống kê F	Pro > Chi <sup>2</sup>	Kết luận
Mô hình hồi quy (1')			
Biến phụ thuộc ROE	39,78	0,0000	LEV là biến nội sinh
Biến phụ thuộc Tobin's Q	35,10	0,0000	LEV là biến nội sinh
Mô hình hồi quy (2')			
Biến phụ thuộc ROE	22,94	0,0000	LEV là biến nội sinh
Biến phụ thuộc Tobin's Q	31,61	0,0000	LEV là biến nội sinh

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Như vậy, các mô hình hồi quy (1') và mô hình hồi quy (2') trong trường hợp biến phụ thuộc là ROE và Tobin's Q đều cho kết quả khẳng định biến LEV là biến nội sinh trong mô hình. Do vậy, để khắc phục hiện tượng nội sinh của biến tỷ lệ đòn bẩy tài chính LEV, nghiên cứu áp dụng mô hình hồi quy 2 giai đoạn 2SLS (2 stage least squares) theo trình tự như sau:

- Thay các hệ số hồi quy thu được từ mô hình hồi quy phụ (Bảng 4.8) nhằm thu được bộ giá trị dữ liệu ước lượng của biến nội sinh LEV.
- Sử dụng bộ dữ liệu mới để ước lượng mô hình hồi quy chính. Kết quả thu được của mô hình 2 giai đoạn được trình bày ở bảng 4.10 như sau:

**Bảng 4.10: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo mô hình hồi quy 2 bước 2SLS**

	Biến phụ thuộc ROE		Biến phụ thuộc Tobin's Q	
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 1	Mô hình 2
LEV	0,079 (0,95)	0,543*** (4,47)	-0,612*** (-5,04)	-0,541 (-1,20)
LEV2		-0,737*** (-5,47)		0,402 (0,91)
SIZE	0,001 (0,921)	0,015*** (5,51)	0,079*** (7,24)	0,052*** (5,61)
TANG	0,010 (0,55)	-0,031** (-2,29)	-0,115*** (-3,45)	-0,056* (-1,86)
GROW	0,001 (1,59)	0,001 (1,62)	0,001 (1,11)	0,000 (1,19)
DIV	-0,003* (-1,83)	-0,003* (-1,83)	0,004* (1,94)	0,003* (1,69)



GOV	0,042*** (2,81)	0,068*** (4,83)	0,158*** (4,93)	0,115*** (3,85)
Hệ số chặn	0,041 (0,40)	-0,344*** (-4,91)	-0,927*** (-3,74)	-0,405 (-1,61)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.

*Nguồn: Kết quả tính toán từ phần mềm Stata*

*Kết quả hồi quy theo mô hình 1:*

Kết quả nghiên cứu theo mô hình hồi quy hai bước 2SLS không cho thấy mối quan hệ tuyến tính có ý nghĩa thống kê giữa cơ cấu vốn và tỷ suất sinh lời ROE. Tuy nhiên, kết quả lại ủng hộ ảnh hưởng ngược chiều của tỷ lệ nợ với chỉ tiêu về giá thị trường Tobin's Q. Như vậy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi thì khi tỷ lệ nợ tăng thêm 1% thì chỉ tiêu giá thị trường Tobin's Q sẽ giảm 0,612%. Kết luận này ủng hộ bằng chứng tìm được trong mô hình hồi quy tác động cố định.

*Kết quả hồi quy theo mô hình 2:*

Ủng hộ kết quả nghiên cứu từ mô hình hồi quy tác động cố định với biến phụ thuộc ROE, kết quả nghiên cứu cho mô hình hồi quy hai bước chứng minh ảnh hưởng phi tuyến tính giữa tỷ lệ nợ và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Hệ số hồi quy của biến LEV và LEV2 trong mô hình biến phụ thuộc ROE lần lượt là 0,543 và -0,737 cho thấy vay nợ có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời ROE khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản dưới mức tối ưu là 37% (theo công thức  $-b/2a = -0,543/(-0,737*2) = 0,370$ ). Ngược lại, vay nợ sẽ có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp khi tỷ lệ nợ trên mức tối ưu.

Trong trường hợp biến phụ thuộc là Tobin's Q, cũng tương tự như mô hình hồi quy hiệu ứng tác động cố định, tác giả không tìm thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của cơ cấu vốn đến Tobin's Q. Như vậy, hai mô hình nghiên cứu khác nhau là hồi quy hiệu ứng tác động cố định và hồi quy hai bước đều có chung quan điểm về mối quan hệ phi tuyến tính này.

Kết quả thu được mô hình hồi quy hai bước cũng cho thấy, quy mô công ty, khả năng thanh toán ngắn hạn, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước hay rủi

ro hoạt động của doanh nghiệp có thể tác động đến cơ cấu vốn. Nhà quản trị không thể tự xây dựng chính sách cơ cấu vốn theo ý muốn chủ quan của mình. Do vậy, trong trường hợp doanh nghiệp muốn nâng cao hiệu quả kinh doanh thông qua điều chỉnh cơ cấu vốn, doanh nghiệp cần xem xét đồng bộ các chỉ tiêu về quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước và rủi ro hoạt động của doanh nghiệp.

#### **4.2.4. Mô hình hồi quy phân vị**

Kết quả kiểm định Breush- Pagan (bảng 4.4) cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do đó, việc sử dụng mô hình hồi quy phân vị trên các phân vị khác nhau là phù hợp (Koenker và Bassett, 1978). Ưu điểm vượt trội của phương pháp này so với các phương pháp khác là giúp nhà nghiên cứu xem xét toàn bộ ảnh hưởng của các yếu tố đến từng phân vị của biến phụ thuộc để có những giải pháp phù hợp. Nói cách khác, phương pháp hồi quy phân vị cho phép xem xét sự khác biệt trong chiều hướng tác động tỷ lệ nợ lên từng phân vị của kết quả kinh doanh.

Số phân vị thứ P là một giá trị mà tại đó có nhiều nhất P% số quan sát trong tập dữ liệu có giá trị thấp hơn giá trị này và nhiều nhất là (100-P)% số quan sát có giá trị lớn hơn giá trị này. Như vậy, phân vị thứ 10 (q10) là giá trị mà tại đó có nhiều nhất là 10% số quan sát thấp hơn giá trị này. Theo phương pháp hồi quy phân vị, nghiên cứu sẽ tìm hiểu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo các phân vị thứ 10 (q10) đến phân vị thứ 90 (q90) của biến phụ thuộc ROE và Tobin's Q. Kết quả hồi quy ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trên các phân vị được thể hiện qua bảng 4.11:

**Bảng 4.11: Kết quả hệ số hồi quy của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trên các phân vị**

Phân vị	Biến	Biến phụ thuộc ROE	Biến phụ thuộc Tobin's Q
q10	Lev	-0,094*** (-5,28)	0,709*** (41,30)
q20	Lev	-0,059*** (-5,07)	0,591*** (31,04)
q30	Lev	-0,061*** (-5,63)	0,496*** (31,69)
q40	Lev	-0,076*** (-7,24)	0,423*** (21,30)
q50	Lev	-0,085*** (-7,02)	0,298*** (14,21)
q60	Lev	-0,089*** (-7,60)	0,148*** (6,26)
q70	Lev	-0,093*** (-7,80)	-0,007 (-0,30)
q80	Lev	-0,118*** (-7,74)	-0,163*** (-3,23)
q90	Lev	-0,137*** (-6,04)	-0,549*** (-5,68)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Hệ số hồi quy của biến LEV đến ROE và Tobin's Q trên bảng 4.11 cho thấy mức độ tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh là khác nhau trên các phân vị. Ở phân vị càng cao, tác động ngược chiều của biến LEV đến chỉ tiêu ROE càng mạnh. Trong mô hình với biến phụ thuộc ROE, hệ số hồi quy thay đổi từ -0,059 đến -0,137 cho các phân vị từ q10 đến q90. Điều này hàm ý, tại các phân vị cao, doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt hơn thì việc vay nợ cho thấy ảnh hưởng ngược chiều lớn hơn và có ý nghĩa thống kê rõ ràng hơn đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

Mô hình hồi quy ảnh hưởng của LEV đến Tobin's Q lại cho thấy vay nợ có tác động tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp tại những phân vị thấp từ q10 đến q60 và chỉ thể hiện tác động ngược lại tại những phân vị cao từ q80 đến q90.

Như vậy, đối với những doanh nghiệp có giá trị thị trường thấp thì quyết định sử dụng nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh sẽ tạo ra tín hiệu tốt đến thị trường. Ngược lại, những doanh nghiệp có giá trị thị trường cao hơn thì vay nợ có xu hướng tác động không tốt đến giá trị thị trường của doanh nghiệp.

#### ***4.2.5. So sánh kết quả nghiên cứu trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế***

Nhằm tìm hiểu ảnh hưởng của bối cảnh kinh tế đến mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, nghiên cứu tiếp tục thu thập dữ liệu từ các công ty niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn Việt Nam chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu. Trên cơ sở dữ liệu thu thập được Công ty cổ phần Stoxplus, luận án tiến hành các bước lọc dữ liệu được áp dụng tương tự như đối với bộ dữ liệu chính. Kết quả thu được bộ dữ liệu gồm 600 quan sát từ 200 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết liên tục trong giai đoạn từ năm 2008 đến 2010.

Do phương pháp hồi quy hai bước được thực hiện nhằm kiểm định hiện tượng nội sinh và củng cố hơn kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh nên trong phần này, luận án chỉ sử dụng phương pháp hồi quy theo dữ liệu bảng và phương pháp hồi quy phân vị để nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế. Kết quả thống kê mô tả, hệ số tương quan giữa các biến và kết quả mô hình hồi quy được trình bày chi tiết trong phụ lục 1. Điểm khác biệt trong mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh giữa hai giai đoạn khủng hoảng kinh tế (năm 2008- 2010) và giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế (năm 2011- 2017) được thể hiện trong bảng 4.12 sau:

**Bảng 4.12: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế**

	Ảnh hưởng	Giai đoạn khủng hoảng kinh tế	Giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế
Biến phụ thuộc ROE	Ảnh hưởng tuyến tính	Kết quả không có ý nghĩa thống kê	Ảnh hưởng ngược chiều
	Ảnh hưởng phi tuyến tính	Kết quả không có ý nghĩa thống kê	Ảnh hưởng phi tuyến tính hình chữ U ngược. Cơ cấu vốn tối ưu dao động quanh mức 32% - 37%
	Ảnh hưởng theo từng phân vị của biến phụ thuộc	Kết quả không có ý nghĩa thống kê	Ảnh hưởng ngược chiều tại tất cả các phân vị với hệ số hồi quy thay đổi từ -0,072 đến -0,159
Biến phụ thuộc Tobin's Q	Ảnh hưởng tuyến tính	Ảnh hưởng thuận chiều. Hệ số hồi quy 0,257 với độ tin cậy 95%.	Ảnh hưởng ngược chiều. Hệ số hồi quy -0,612 với độ tin cậy 99%.
	Ảnh hưởng phi tuyến tính	Kết quả không có ý nghĩa thống kê	Kết quả không có ý nghĩa thống kê
	Ảnh hưởng theo từng phân vị của biến phụ thuộc	Ảnh hưởng thuận chiều: phân vị q10 đến q80 Ảnh hưởng ngược chiều: phân vị q90	Ảnh hưởng thuận chiều: phân vị q10 đến q60 Ảnh hưởng ngược chiều: phân vị q80 đến q90

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả nghiên cứu*

Kết quả trên cho thấy trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, vay nợ thể hiện tác động tích cực hơn đối với chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q, cũng như không cho thấy ảnh hưởng ngược chiều đối với khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE như trong giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế. Cụ thể, hệ số hồi quy của biến

LEV trong mô hình nghiên cứu ảnh hưởng tuyến tính của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu Tobin's Q là 0,257 với độ tin cậy 95%, chứng tỏ trong điều kiện các yếu tố khác không đổi và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng 1% thì chỉ tiêu Tobin's Q sẽ tăng 0,257%. Kết luận này trái ngược với kết quả tìm được về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu Tobin's Q trong giai đoạn nền kinh tế phục hồi và phát triển năm 2011-2017. Trong mô hình hồi quy với biến phụ thuộc ROE, cơ cấu vốn không cho thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến chỉ tiêu ROE trong giai đoạn năm 2008 – 2010. Kết quả này cũng khác biệt với kết quả được tìm thấy trong giai đoạn năm 2011- 2017. Tóm lại, các kết quả trên cho thấy, trong bối cảnh tình hình vĩ mô bất ổn, thị trường cổ phiếu bị giảm sút nghiêm trọng thì việc sử dụng nợ vay được xem là kênh huy động vốn có nhiều ưu điểm hơn đối với doanh nghiệp.

#### ***4.2.6. Tổng hợp kết quả nghiên cứu***

Qua phân tích thực nghiệm bằng các phương pháp hồi quy khác nhau đối với các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam đã cho thấy cơ cấu vốn là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến khả năng sinh lời dành cho vốn chủ sở hữu và giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tổng hợp kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh được thể hiện trong bảng 4.13 sau:

**Bảng 4.13: Tổng hợp kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam**

Giả thuyết	Mô hình	Biến phụ thuộc	Kết quả
H1: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam.	Mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng	ROE	Ủng hộ
		Tobin's Q	Ủng hộ
	Mô hình hồi quy hai bước 2SLS	ROE	Không có kết luận
		Tobin's Q	Không có kết luận
H2: Cơ cấu vốn có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam.	Mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng	ROE	Ủng hộ
		Tobin's Q	Không có kết luận
	Mô hình hồi quy hai bước 2SLS	ROE	Ủng hộ
		Tobin's Q	Không có kết luận
H3: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả kinh doanh tại các phân vị thấp hơn của hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh tại các phân vị cao hơn của hiệu quả kinh doanh.	Mô hình hồi quy phân vị	ROE	Ủng hộ một phần
		Tobin's Q	Ủng hộ
H4: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian khủng hoảng kinh tế tài chính và trong thời gian phục hồi sau khủng hoảng kinh tế tài chính là khác nhau.	Mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng	ROE	Ủng hộ
		Tobin's Q	Ủng hộ
	Mô hình hồi quy phân vị	ROE	Ủng hộ
		Tobin's Q	Ủng hộ

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ kết quả nghiên cứu*

*Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu*

Khi nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính, kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định và mô hình hồi quy phân vị đều cho thấy mối quan hệ ngược chiều (mức ý nghĩa thống kê 1%) giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Đặc biệt, mô hình hồi quy phân vị cho thấy tác động ngược chiều của nợ vay đến hiệu quả kinh doanh có xu hướng tăng dần từ phân vị 0,1 đến 0,9 thể hiện qua hệ số hồi quy giảm dần từ -0,072 đến -0,159. Kết quả này cho thấy những doanh nghiệp có khả năng sinh lời tốt hơn thì quyết định tài trợ bằng nợ vay sẽ mang đến những ảnh hưởng tiêu cực lớn hơn so với các doanh nghiệp còn lại. Điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ công ty, ủng hộ kết quả các nghiên cứu của Abor (2005), Seetanah và cộng sự (2014), Le Thi Phuong Vy (2015), nghĩa là các công ty hoạt động có lợi nhuận nhiều sẽ có nhiều lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các hoạt động của mình và sẽ ít sử dụng nợ vay hơn. Tuy nhiên, mô hình hồi quy hai bước 2SLS chưa đưa ra được bằng chứng chứng minh mối quan hệ này.

Trong các mô hình nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu đều cho thấy kết quả ủng hộ mối quan hệ này. Cụ thể, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ được cải thiện khi doanh nghiệp sử dụng nợ dưới mức tối ưu, tuy nhiên nếu tỷ lệ nợ trên tổng tài sản vượt ngưỡng tối ưu thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hệ số này. Điểm tối ưu của cơ cấu vốn trong trường hợp này có thể được xác định bằng công thức  $-b/2a = -0,822/(-1,275*2) = 0,322$  (theo mô hình hồi quy tác động cố định) và bằng  $-b/2a = -0,543/(-0,737*2) = 0,370$  (theo mô hình hồi quy hai bước). Kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn (trade-off theory) khi cho rằng doanh nghiệp có thể vay nợ cho đến khi lợi ích về thuế từ đi vay tương đương với chi phí giá tăng từ những khó khăn tài chính của công ty. Các nghiên cứu của Berger và Udell (2006), Margaritis và Psillaki (2007), Cheng và cộng sự (2010) hay nghiên cứu tại Việt Nam của Nguyễn Thành Cường (2015) cũng ủng hộ quan điểm trên. Cần lưu ý rằng, mức tỷ lệ nợ từ 32-37% là mức gợi ý chung cho toàn bộ các CTCP niêm yết, không xem xét đến đặc thù riêng biệt về ngành nghề hay



quan điểm của nhà quản trị. Các doanh nghiệp cần căn cứ vào tổng hòa các đặc điểm riêng doanh nghiệp để có thể xây dựng mức cơ cấu vốn phù hợp.

Xét trong bối cảnh các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính trong giai đoạn 2008 – 2010, nghiên cứu không tìm thấy được bằng chứng chứng minh ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Điều này hàm ý, trong bối cảnh nền kinh tế có nhiều bất ổn, thị trường chứng khoán suy giảm thì doanh nghiệp có thể xem xét sử dụng nhiều nợ vay hơn so với giai đoạn nền kinh tế trong giai đoạn phục hồi và phát triển.

*Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q của doanh nghiệp*

Mô hình hồi quy tác động cố định và mô hình hồi quy hai bước đều đưa ra kết luận có ý nghĩa thống kê về ảnh hưởng ngược chiều của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu Tobin's Q đại diện cho giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi xem xét mô hình hồi quy phân vị, kết quả cho thấy ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q là khác nhau giữa các phân vị.

Khi chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q của doanh nghiệp ở mức thấp (các phân vị từ q10 đến q60), cơ cấu vốn thể hiện tác động tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp thông qua hệ số hồi quy biến LEV biến động từ 0,709 đến 0,148. Như vậy, đối với các doanh nghiệp có tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách thấp hơn các doanh nghiệp khác thì việc sử dụng nợ vay mang đến một tín hiệu tích cực đến các nhà đầu tư. Kết quả tại bảng 4.11 cho thấy, đối với nhóm doanh nghiệp có giá trị thị trường trên giá trị sổ sách thấp nhất (phân vị q10), thì việc tăng 1% tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản sẽ góp phần tăng 0,709% giá trị Tobin's Q. Hệ số tương quan này giảm dần từ phân vị thấp đến phân vị cao hơn của giá trị Tobin's Q. Kết quả về mối quan hệ tích cực này phù hợp với một số nghiên cứu của các tác giả như Jonchi (2012), Lê Hoàng Vinh (2014) hay Võ Minh Long (2017). Ngược lại, khi chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q cao (các phân vị từ q80 đến q90), hệ số hồi quy biến LEV thay đổi từ -0,163 đến -0,549 cho thấy việc sử dụng nợ vay nợ lại có xu hướng làm giảm giá trị thị trường của các doanh nghiệp này. Khi tìm hiểu về mối quan hệ phi

tuyến tính giữa cơ cấu vốn và Tobin's Q, luận án không chứng minh được mối quan hệ này bằng cả hai phương pháp hồi quy là hồi quy tác động cố định và hồi quy hai bước 2SLS.

Trái ngược với kết quả ảnh hưởng ngược chiều của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu Tobin's Q trong giai đoạn năm 2011-2017, kết quả nghiên cứu cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến chỉ tiêu Tobin's Q trong giai đoạn nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính. Trong mô hình hồi quy phân vị, cơ cấu vốn cũng thể hiện tác động tích cực đến chỉ tiêu Tobin's Q ở nhiều phân vị hơn so với giai đoạn năm 2011- 2017.

#### *Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn*

Ngoài ra, khi thực hiện mô hình hồi quy hai bước, kết quả nghiên cứu đã cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trong doanh nghiệp gồm: quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước, khả năng thanh toán ngắn hạn, rủi ro hoạt động.

Quy mô doanh nghiệp có quan hệ thuận chiều với cơ cấu vốn, chứng tỏ các doanh nghiệp có quy mô lớn thường có xu hướng sử dụng nợ vay nhiều hơn. Điều này được giải thích do các doanh nghiệp lớn thường có uy tín tốt hơn, cung cấp thông tin minh bạch hơn nên có khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay với lãi suất thấp hơn. Kết quả này ủng hộ kết quả thu được từ nghiên cứu định tính về ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến cơ cấu vốn. Các nghiên cứu của Titman và Wessels (1988), Antoniou và cộng sự (2008) hay Dương Thị Hồng Vân (2014) cũng đưa ra bằng chứng ủng hộ mối quan hệ trên.

Tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ thuận chiều với cơ cấu vốn, chứng tỏ các doanh nghiệp theo đuổi chính sách chi trả cổ tức cao để làm hài lòng các cổ đông hiện hữu thì phần vốn giữ lại cho tái sản xuất ít đi và nhu cầu vay vốn từ bên ngoài sẽ tăng lên. Kết luận tương tự được tìm thấy trong nghiên cứu của Antoniou và cộng sự (2008).

Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước có quan hệ thuận chiều với cơ cấu vốn. Các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước cao thường có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp khác trong việc tiếp cận vốn vay từ các tổ chức tín dụng. Hơn nữa, việc Nhà

nước vẫn còn nắm cổ phần chi phối trong nhiều doanh nghiệp cũng tác động đáng kể đến quyết định của Hội đồng quản trị và Ban giám đốc về cơ cấu vốn.

Khả năng thanh toán ngắn hạn thể hiện mối quan hệ ngược chiều với cơ cấu vốn. Những doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt hơn thường có nguồn tài trợ nội bộ dồi dào, nên nhu cầu vay nợ từ bên ngoài không quá lớn như các doanh nghiệp khác. Kết luận này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Deesomsak và cộng sự (2004).

Rủi ro hoạt động thể hiện ảnh hưởng ngược chiều đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp có mức rủi ro hoạt động cao sẽ làm tăng chi phí lãi vay, các vấn đề về chi phí đại diện phát sinh nhiều hơn, do vậy doanh nghiệp sẽ phải giảm việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Nghiên cứu của Booth và cộng sự (2001), Jong và cộng sự (2008), Antoniou và cộng sự (2008) đã đưa ra kết luận ủng hộ quan điểm trên.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu còn cho thấy quyết định về cơ cấu vốn là khác biệt giữa các ngành nghề. Trong khi ngành công nghiệp có xu hướng sử dụng nợ vay nhiều hơn, thì một số ngành như dịch vụ tiêu dùng, hàng tiêu dùng, dược phẩm và y tế, tiện ích cộng đồng có xu hướng sử dụng nợ vay ít hơn.

## **CHƯƠNG 5: MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ ĐIỀU CHỈNH CƠ CẤU VỐN NHẪM NÂNG CAO HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **5.1. Cơ sở đề xuất các khuyến nghị**

#### **5.1.1. Các kết luận rút ra qua nghiên cứu**

##### *5.1.1.1. Kết luận về thực trạng cơ cấu vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam*

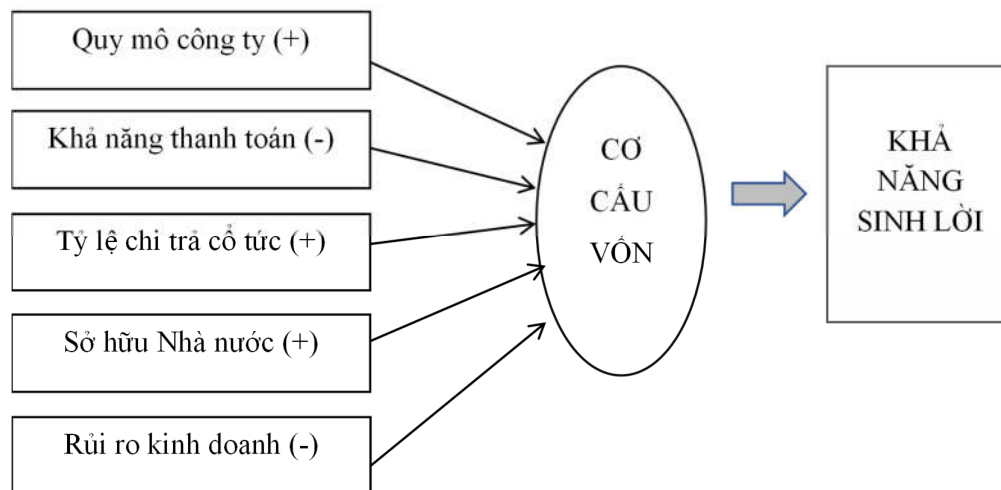
Phần lớn các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản khá cao, dao động quanh mức tỷ lệ 50%. Chính sách về cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết có xu hướng giảm nhẹ trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2011 đến 2017. Trong cơ cấu nguồn vốn từ nợ phải trả, tỷ lệ nợ vay ngắn hạn và nợ trong thanh toán không phát sinh lãi chiếm tỷ lệ cao nhất, tiếp đến là nợ vay dài hạn và phát hành trái phiếu.

Các doanh nghiệp mới chỉ sử dụng các nguồn tài trợ phổ biến như vay nợ ngân hàng và phát hành cổ phiếu. Các công cụ huy động vốn khác như thuê tài chính, phát hành cổ phiếu ưu đãi, phát hành trái phiếu hay phát hành trái phiếu chuyển đổi chưa được chú trọng nghiên cứu và áp dụng. Bên cạnh đó, không nhiều doanh nghiệp Việt Nam có đủ năng lực kinh doanh và minh bạch thông tin để tiếp cận nguồn vốn huy động trên thị trường quốc tế.

Nghiên cứu thực nghiệm cũng cho thấy các nhân tố ảnh hưởng cùng chiều đến cơ cấu vốn trong doanh nghiệp gồm: quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước; trong khi các nhân tố gồm khả năng thanh toán ngắn hạn, rủi ro hoạt động có ảnh hưởng ngược chiều. Đặc điểm ngành nghề cũng cho thấy mối quan hệ với quyết định về cơ cấu vốn. Cụ thể, ngành công nghiệp có xu hướng sử dụng nợ vay cao hơn các ngành khác như ngành dịch vụ tiêu dùng, hàng tiêu dùng, dược phẩm và y tế hay tiện ích cộng đồng.

##### *5.1.1.2. Kết luận về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam*

Các mô hình nghiên cứu thực nghiệm cho thấy cơ cấu vốn là một trong những nhân tố có ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Theo đó, tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết có thể được tối đa hóa khi doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản dao động quanh mức tối ưu là 32%-37%. So sánh với tỷ lệ nợ trung bình của toàn thị trường là 50,7%, tỷ lệ nợ theo số trung vị là 53,6% và tỷ lệ nợ phổ biến nhất là 59,1% cho thấy phần lớn các doanh nghiệp đang duy trì tỷ lệ nợ vượt ngưỡng tối ưu. Xét tỷ lệ nợ trong năm 2017 của các CTCP niêm yết, số doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ dưới mức 32% là 105 doanh nghiệp trên tổng số 446 doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, chiếm 23,5%. Điều này phần nào lý giải kết quả ngược chiều có ý nghĩa thống kê cao trong mô hình hồi quy tuyến tính giữa cơ cấu vốn và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE. Kết quả nghiên cứu từ phương pháp hồi quy hai bước cũng cho thấy mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh, cũng như mối quan hệ giữa các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn (Sơ đồ 5.1).



**Sơ đồ 5.1: Sơ đồ phân tích ảnh hưởng của các nhân tố đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp**

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp dựa trên kết quả nghiên cứu*

Kết quả nghiên cứu này là cơ sở để các công ty cổ phần tự đánh giá chính sách hoạch định cơ cấu vốn và có các biện pháp thực hiện nhằm điều chỉnh cơ cấu vốn của

doanh nghiệp về mức tối ưu. Do đa số các doanh nghiệp đang có tỷ lệ nợ trên mức tối ưu nên nghiên cứu sẽ tập trung vào các giải pháp hỗ trợ nhằm điều chỉnh giảm cơ cấu vốn. Một số đề xuất được đưa ra dựa vào kết quả nghiên cứu gồm: Tập trung lĩnh vực hoạt động kinh doanh, tăng cường khả năng thanh toán, giảm tỷ lệ chi trả cổ tức và giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước. Các đề xuất này sẽ được phân tích cụ thể trong mục 5.2.1 của Luận án. Bên cạnh đó, nghiên cứu không chứng minh được ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế.

#### *5.1.1.3. Kết luận về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị thị trường của các công ty cổ phần niêm yết*

Các doanh nghiệp có hệ số giá thị trường Tobin's Q càng cao thì lợi ích từ việc huy động nợ vay càng giảm. Việc gia tăng các khoản nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh chỉ có tác dụng tích cực đến giá thị trường của doanh nghiệp khi tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách ở mức thấp. Như vậy, đối với các doanh nghiệp có giá trị thị trường cao thì doanh nghiệp nên ưu tiên việc huy động vốn từ phát hành cổ phiếu do lợi thế từ giá cổ phiếu cao có thể huy động được lượng vốn lớn với chi phí huy động thấp hơn. Trong giai đoạn khủng hoảng của nền kinh tế, cơ cấu vốn cho thấy tác động tích cực đến chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q tại nhiều phân vị hơn so với giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế.

### ***5.1.2. Bối cảnh thị trường tài chính tại Việt Nam và định hướng phát triển trong những năm tới***

#### *5.1.2.1. Bối cảnh thị trường tài chính tại Việt Nam*

Trong bối cảnh kinh tế và thị trường tài chính thế giới có nhiều biến động, kinh tế Việt Nam trong thời gian qua đã đạt được một số thành quả đáng ghi nhận như ổn định kinh tế vĩ mô, lạm phát được kiểm soát, tỷ giá hối đoái ổn định, dự trữ ngoại hối tăng cao. Trong đó, thị trường tài chính Việt Nam được đánh giá phát triển khá lành mạnh và an toàn, đảm bảo tốt chức năng cung ứng vốn cho nền kinh tế, hỗ trợ tăng trưởng và phục vụ hiệu quả tái cấu trúc nền kinh tế.

Thị trường tiền tệ tại Việt Nam ngày càng phát triển và đi vào ổn định, vốn cung ứng từ các tổ chức tín dụng đã lan tỏa tới các thành phần kinh tế, hỗ trợ hiệu quả cho tăng trưởng kinh tế. Vấn đề nợ xấu đã cơ bản được giải quyết, tổng tín dụng tăng bình quân 17%/năm trong giai đoạn 2013-2018.

Thị trường vốn thể hiện sự tăng trưởng vượt bậc về quy mô. Tính đến cuối năm 2018, quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt hơn 3,9 triệu tỷ đồng, tăng 12,7% so với năm 2017, tương đương 71,6% GDP năm 2018, vượt chỉ tiêu 70% GDP đề ra tại Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011- 2020. Trên thị trường trái phiếu, giá trị niêm yết đạt 1.122 tỷ đồng, tăng 10,5% so với năm 2017, tương đương 20,3% GDP năm 2018. Thị trường chứng khoán phái sinh mặc dù mới ra đời nhưng thanh khoản thị trường năm 2018 tăng gần 7 lần so với năm 2017 và đạt gần 21.653 hợp đồng. Vốn đầu tư gián tiếp của nước ngoài vẫn vào ròng, đạt 2,8 tỷ đô la Mỹ trong năm 2018, trong khi nhiều nước Đông Nam Á đã có biểu hiện rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài. Giá trị danh mục của nhà đầu tư nước ngoài ước đạt trên 32,8 tỷ đô la Mỹ.

Các cơ quan Nhà nước cũng không ngừng hoàn thiện các giải pháp nhằm phát triển thị trường tài chính như đẩy mạnh sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài, ban hành các quy định pháp lý điều chỉnh hoạt động của chứng khoán phái sinh. Mặc dù còn gặp nhiều khó khăn nhưng TTCK Việt Nam đã cho thấy tốc độ tăng trưởng đáng ghi nhận, tạo thêm một kênh huy động vốn trung và dài hạn cho các doanh nghiệp bên cạnh các hình thức truyền thống trước đây.

Tuy nhiên, cấu trúc tài chính hiện nay được xem là vẫn chủ yếu dựa vào hệ thống ngân hàng. Tổng tài sản của các tổ chức tín dụng chiếm 96% tổng tài sản toàn hệ thống tài chính. Thị trường vốn tại Việt Nam còn nhỏ, chậm phát triển với quy mô vốn hóa toàn thị trường chứng khoán thấp hơn so với hầu hết các nước trong khu vực. Tổng tài sản hệ thống tài chính Việt Nam mới đạt khoảng 203% GDP, thấp hơn so với các quốc gia hàng đầu ASEAN (trên 300% GDP). Thị trường trái phiếu Việt Nam đã có những bước phát triển nhanh so với các nước châu Á, nhưng trái phiếu chính phủ vẫn chiếm chi phối thị trường. Trong bối cảnh nợ công và hiệu quả đầu tư công

đang là vấn đề lớn cần giải quyết, thì trái phiếu chính phủ không phải là kênh huy động vốn đáng khuyến khích. Nguyên nhân chủ yếu là do trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường chưa nhiều, phần lớn được phát hành bởi các doanh nghiệp Nhà nước hay tổ chức tín dụng, tập trung vào 2 loại hình chính là trái phiếu truyền thống và trái phiếu chuyển đổi (với công ty cổ phần). Nhiều doanh nghiệp chưa đáp ứng được yêu cầu phát hành, khi trình độ quản trị, mức độ công bố thông tin còn yếu kém nên khó có được niềm tin của nhà đầu tư, hay chưa đáp ứng được điều kiện 5 năm liền có lãi theo Nghị định 90/2011/NĐ-CP. Các đợt phát hành trái phiếu cũng thường là phát hành riêng lẻ cho một số nhà đầu tư tổ chức, các nhà đầu tư cá nhân ít có khả năng tiếp cận. Về phía trung gian tài chính, Nghị định về việc thành lập và hoạt động của công ty định mức tín nhiệm đang trong quá trình lấy ý kiến, vì vậy Việt Nam vẫn chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp nhằm tạo niềm tin cho nhà đầu tư khi đánh giá về doanh nghiệp phát hành.

Theo báo cáo “Triển vọng kinh tế toàn cầu” (Global Economic Prospects) của Ngân hàng thế giới, nền kinh tế thế giới trong những năm tới được dự báo giảm tốc hoặc chỉ duy trì được mức tăng trưởng hiện nay. Những rủi ro chủ yếu đối với kinh tế toàn cầu là cạnh tranh chiến lược giữa Mỹ - Trung Quốc, rủi ro rút vốn và khủng hoảng cơ chế tỷ giá hối đoái tại các nước mới nổi. Bên cạnh những rủi ro, kinh tế Việt Nam có thể hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sản xuất do tác động của chiến tranh thương mại và triển vọng từ các hiệp định mới như Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và các Hiệp định thương mại tự do khác.

#### *5.1.2.2. Định hướng phát triển thị trường tài chính trong thời gian tới*

Theo Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế xã hội Quốc gia, nền kinh tế Việt Nam trong những năm tới sẽ được tiếp đà tăng trưởng khả quan từ những năm trước, triển vọng tăng trưởng khả quan của kinh tế thế giới và tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế đang được đẩy nhanh. Trên cơ sở đó, các định hướng cơ bản để phát triển thị trường tài chính hiện đại, hài hòa, góp phần thúc đẩy tăng trưởng và ổn định kinh



tế vĩ mô cho tới năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030 như sau (Trương Văn Phước, 2018):

Một là, phát triển thị trường tiền tệ hiện đại, nâng cao năng lực tài chính của các ngân hàng thương mại. Theo đó, cần đa dạng hóa các công cụ và phương thức giao dịch trên thị trường tiền tệ, nhất là các công cụ phái sinh trên thị trường tiền tệ về tỷ giá và lãi suất; đa dạng hóa các thành viên tham gia thị trường tiền tệ, nâng cao chất lượng cơ sở hạ tầng về thông tin và thanh toán của hệ thống ngân hàng thông qua áp dụng công nghệ số, công nghệ tài chính (Fintech)...

Hai là, phát triển thị trường vốn trở thành kênh cung ứng vốn trung và dài hạn hiệu quả. Để khắc phục sự mất cân đối trong cơ cấu cung ứng vốn và phát triển thị trường vốn bền vững, cần tập trung phát triển, nâng cao tính minh bạch, thanh khoản của thị trường trái phiếu doanh nghiệp thông qua thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm đủ năng lực, trung tâm thông tin trái phiếu doanh nghiệp tập trung, yêu cầu trái phiếu doanh nghiệp phát hành ra công chúng phải được xếp hạng tín nhiệm. Cố gắng phấn đấu tới năm 2020, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp tương đương khoảng 9% GDP và tới năm 2030 đạt khoảng 20% GDP (tương đương mức bình quân của các thị trường trong khu vực châu Á). Ngoài ra, tiếp tục đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước, giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước để nâng cao tính thanh khoản và quy mô thị trường cổ phiếu, quản trị của doanh nghiệp Nhà nước. Bên cạnh đó, cần phát triển các công cụ phái sinh để phòng ngừa và phân tán các rủi ro phù hợp với thông lệ quốc tế, chứng khoán hóa các khoản cho vay có thể chấp bất động sản để hỗ trợ xử lý nợ xấu của hệ thống tổ chức tín dụng.

### ***5.1.3. Bối cảnh hoạt động kinh doanh thương mại tại Việt Nam những năm tới***

Kể từ khi bắt đầu công cuộc cải cách với tên gọi “Đổi mới” vào năm 1986, Việt Nam đã liên tục phá bỏ những rào cản đối với hoạt động thương mại. Sự di chuyển của các dòng vốn mới đã mở rộng cánh cửa và tạo ra sự bình đẳng cho khu vực kinh tế tư nhân tham gia vào hoạt động kinh tế. Kinh tế Việt Nam liên tục đạt được tốc độ tăng trưởng cao và nhanh so với nhiều nền kinh tế Châu Á khác. Xuất phát từ một nước đói nghèo, Việt Nam hiện nay đã trở thành nước có thu nhập trung

bình thấp của thế giới và kỳ vọng trở thành quốc gia có thu nhập trung bình cao vào năm 2035. Sự thay đổi ấn tượng của Việt Nam trong những năm qua là nhờ những chính sách đổi mới, mở cửa, hội nhập và chuyển dịch dần cơ cấu kinh tế theo hướng tích cực từ nông nghiệp sang các ngành công nghiệp, thương mại và dịch vụ.

Hoạt động hội nhập kinh tế quốc tế đã chuyển sang giai đoạn triển khai sâu rộng và toàn diện. Việc tham gia các hiệp định thương mại tự do (FTA) thế hệ mới, nhất là Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương toàn diện và tiên bộ (CPTPP), Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP), Hiệp định FTA với EU... là những đột phá quan trọng trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế. Với việc triển khai và hoàn tất 16 Hiệp định FTA đã thực thi, đang đàm phán và chuẩn bị phê chuẩn, Việt Nam hứa hẹn sẽ trở thành tâm điểm của mạng lưới khu vực thương mại tự do rộng lớn chiếm 59% dân số thế giới, 61% GDP và 68% thương mại toàn cầu, góp phần gia tăng đan xen lợi ích của nước ta với hầu hết các đối tác hàng đầu khu vực và thế giới. Trong giai đoạn từ nay đến năm 2030, nhiều trọng tâm đối ngoại đa phương cần được thúc đẩy như xây dựng Cộng đồng kinh tế ASEAN, thực hiện đầy đủ các cam kết trong Chương trình nghị sự 2030 vì sự phát triển bền vững, Thỏa thuận Paris về biến đổi khí hậu, các Mục tiêu Bogor 2020, tham gia xây dựng, định hình các liên kết khu vực châu Á – Thái Bình Dương, thực thi và tăng cường liên kết trong CPTPP và RCEP, hướng tới hình thành khu vực mậu dịch tự do châu Á – Thái Bình Dương (FTAAP)...

Trong một số năm trở lại đây, kinh tế toàn cầu có một số dấu hiệu thay đổi theo hướng phức tạp và khó dự đoán hơn. Diễn biến tình hình kinh tế thế giới cho thấy chủ nghĩa bảo hộ thương mại đang ngày càng có chiều hướng gia tăng, đe dọa nghiêm trọng tới tiến trình tự do hóa thương mại và hội nhập kinh tế toàn cầu. Bên cạnh đó, xung đột thương mại giữa Hoa Kỳ với một số đối tác, đặc biệt là Trung Quốc gây ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động thương mại.

Trước bối cảnh đó, hoạt động của ngành thương mại sẽ phải đối mặt với sức ép cạnh tranh gay gắt hơn, nhiều đối thủ hơn, trên bình diện sâu và rộng hơn. Thị trường nước ngoài mở rộng nhưng cơ cấu thị trường trong nước vẫn còn nhiều bất

cập, khả năng chủ động nắm bắt những cơ hội thuận lợi và tận dụng triệt để những lợi thế từ các hiệp định thương mại song phương, đa phương để thâm nhập và khai thác các thị trường xuất khẩu còn nhiều hạn chế. Cả xuất khẩu và nhập khẩu đều phụ thuộc vào một số thị trường và do đó dễ chịu tác động mạnh từ những biến động của thị trường này. Do vậy, để khắc phục những khó khăn, tận dụng những cơ hội mà hội nhập quốc tế đem lại, các doanh nghiệp Việt Nam cần không ngừng cải thiện hoạt động sản xuất kinh doanh, ổn định nguồn vốn để làm tiền đề thực hiện các chiến lược kinh doanh của mình.

Quá trình hội nhập quốc tế cũng thúc đẩy quy mô thị trường dịch vụ tài chính ngày càng mở rộng. Do nguồn vốn trong nước còn hạn chế, thì việc huy động vốn từ nước ngoài sẽ giúp doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn phong phú với chi phí rẻ hơn. Các doanh nghiệp Việt Nam không chỉ tăng cường hoạt động mua bán với các đối tác nước ngoài mà còn cần tìm hiểu các cơ hội đầu tư, huy động vốn tại các thị trường này.

## **5.2. Khuyến nghị đối với công ty cổ phần niêm yết**

### ***5.2.1. Khuyến nghị chung đối với các công ty cổ phần niêm yết***

Quyết định về cơ cấu vốn liên quan đến việc doanh nghiệp xem xét nên lựa chọn nguồn vốn nào cung cấp cho việc mua sắm tài sản, sử dụng vốn chủ sở hữu hay vốn vay, hay sử dụng cả hai để huy động vốn. Quyết định về cơ cấu vốn cũng tạo ra một thông điệp cho các nhà đầu tư đánh giá về kết quả kinh doanh, về tiềm năng phát triển của công ty. Việc hoạch định cơ cấu vốn đã được chứng minh là có ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Do vậy, để xây dựng được chính sách về cơ cấu vốn hiệu quả, luận án đưa ra một số khuyến nghị chung sau:

*Thứ nhất, việc hoạch định cơ cấu vốn phải dựa trên những phân tích đầy đủ về các nhân tố ảnh hưởng bên trong và bên ngoài doanh nghiệp.*

Trong điều kiện kinh doanh cụ thể, mỗi doanh nghiệp đều có những chiến lược và lợi thế kinh doanh khác nhau. Do vậy, nhà quản trị cần hoạch định cơ cấu vốn phù hợp với đặc điểm riêng của từng công ty và phù hợp với từng giai đoạn phát triển của công ty. Các nhân tố bên trong ảnh hưởng cần xem xét khi hoạch định cơ cấu vốn

như: kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp và nhu cầu tài trợ cho kế hoạch này, khả năng thanh toán của công ty tại thời điểm hiện tại, chi phí lãi vay cần chi trả, khả năng sinh lời của doanh nghiệp hay mức cổ tức kỳ vọng của cổ đông... Các nhân tố bên ngoài cần nghiên cứu như các quy định pháp lý, các điều kiện và thủ tục phát hành cổ phiếu, trái phiếu mới, chi phí phát hành... Doanh nghiệp cũng cần quan tâm đến khả năng bị thôn tính, mất quyền kiểm soát doanh nghiệp bởi các đối thủ cạnh tranh.

*Thứ hai, hoạch định cơ cấu vốn cần cân đối lợi ích giữa các cổ đông và ban điều hành và chủ nợ.*

Theo lý thuyết chi phí đại diện, vay nợ giống như một cơ chế để giám sát và khuyến khích hoạt động của Ban giám đốc do mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ vay và những khó khăn tài chính của công ty. Nhưng xét trong mối quan hệ xung đột giữa cổ đông và chủ nợ thì nợ vay lại có tác dụng gia tăng chi phí đại diện. Khi mức vay nợ tăng cao, chủ nợ có xu hướng đòi hỏi một tỷ lệ lãi suất cho vay cao hơn để bù đắp cho những rủi ro mà họ có thể gặp phải. Mỗi công cụ huy động vốn được phát hành, doanh nghiệp đều phải bỏ ra những chi phí nhất định. Đối với công cụ nợ, doanh nghiệp cần chi trả lãi vay, đối với công cụ vốn, doanh nghiệp cần đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư thông qua mức cổ tức được chi trả hoặc sự lớn mạnh hơn của doanh nghiệp trong tương lai. Do vậy, chính sách về cơ cấu vốn cần dung hòa lợi ích giữa các cổ đông, Hội đồng quản trị, ban điều hành và các chủ nợ.

*Thứ ba, hoạch định cơ cấu vốn cần cân đối giữa lợi nhuận và rủi ro.*

Một doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ vay cao thì rủi ro trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp cũng cao. Doanh nghiệp có thể phải đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính khi không đủ khả năng để thanh toán các khoản nợ hoặc có thể thực hiện nhưng rất khó khăn. Tình trạng này có thể gây ra một số rắc rối cho hoạt động kinh doanh nhưng cũng có thể dẫn đến khả năng doanh nghiệp bị phá sản. Ngược lại, việc phát hành cổ phiếu có thể giúp các công ty đại chúng thu hút được một lượng vốn để mở rộng phạm vi hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, chi phí để phát hành cổ phiếu thường lớn và áp lực duy trì tốc độ tăng trưởng gia tăng đối với doanh nghiệp. Doanh

nghiệp cũng phải đối mặt với các rủi ro khác như bị mất quyền kiểm soát, giá trị công ty suy giảm nếu không đáp ứng được kỳ vọng của các nhà đầu tư.

*Cuối cùng, hoạch định cơ cấu vốn cần dựa trên cơ sở phân tích số liệu.*

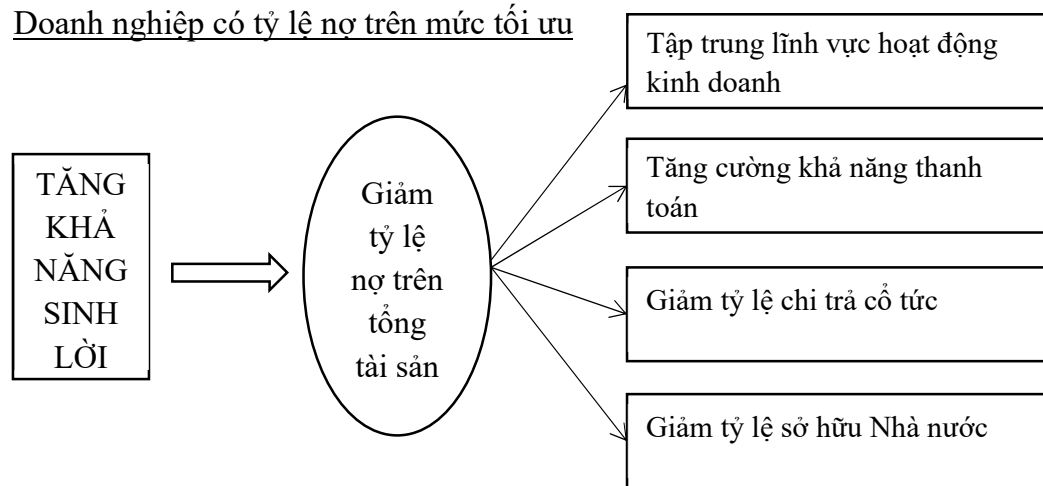
Dựa trên kết quả nghiên cứu định lượng, luận án đề xuất doanh nghiệp có thể tự xây dựng mô hình hồi quy nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có thể áp dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng hoặc mô hình hồi quy hai bước theo các bước đã được chứng minh trong luận án. Do doanh nghiệp không thể hoàn toàn tự quyết định được cơ cấu vốn của mình bởi cơ cấu vốn còn chịu ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố khách quan và chủ quan khác. Vì vậy, việc lồng ghép mô hình hồi quy phụ nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trước như trong mô hình hồi quy hai bước là hợp lý. Mẫu nghiên cứu trong mô hình hồi quy tại doanh nghiệp có thể mở rộng ra theo từng quý thay vì từng năm. Bên cạnh đó, doanh nghiệp có thể so sánh với cơ cấu vốn tối ưu của ngành để tìm hiểu nguyên nhân khác biệt. Kết quả từ mô hình hồi quy sẽ là cơ sở để doanh nghiệp đánh giá và điều chỉnh chính sách quản trị tài chính theo hướng cơ cấu vốn tối ưu.

Song song với việc xây dựng mô hình nghiên cứu thực nghiệm, doanh nghiệp có thể xác định chi phí vốn bình quân hiện tại và chi phí vốn bình quân giả định cho các cơ cấu vốn khác nhau nhằm lựa chọn phương án phù hợp hơn. Khuyến nghị này sẽ được trình bày chi tiết trong mục 5.2.4.

### ***5.2.2. Khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng sinh lời của các công ty cổ phần niêm yết***

Việc đảm bảo nguồn vốn thường xuyên để hoạt động và phát triển là một trong những vấn đề cốt lõi của doanh nghiệp. Thực tế cho thấy phần lớn các doanh nghiệp niêm yết hiện nay đang lệ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn từ nợ phải trả (tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản của các CTCP phi tài chính theo số trung bình là 50,7%, số trung vị là 53,6%). Như vậy, đa số các doanh nghiệp đang có tỷ lệ nợ trên mức tối ưu (dao động quanh mức 32%-37%) nên nghiên cứu sẽ tập trung vào các giải pháp hỗ trợ

nhằm điều chỉnh giám cơ cấu vốn. Các khuyến nghị tiếp theo được xây dựng dựa trên kết quả từ mô hình hồi quy hai bước 2SLS như sơ đồ 5.2 sau:



**Sơ đồ 5.2: Một số khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng sinh lời cho các doanh nghiệp niêm yết có tỷ lệ nợ trên mức tối ưu**

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp dựa trên kết quả nghiên cứu*

Dựa trên kết quả mô hình hồi quy hai bước 2SLS về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, các đề xuất được đưa ra gồm: Đề xuất về chiến lược đầu tư của doanh nghiệp, đề xuất về khả năng thanh toán, đề xuất về chính sách cổ tức, đề xuất về tái cấu trúc doanh nghiệp Nhà nước và đề xuất đa dạng hóa hình thức huy động vốn.

#### 5.2.2.1. Đề xuất về tập trung lĩnh vực hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn khi quy mô công ty gia tăng. Do vậy, trong trường hợp cần giảm bớt tỷ lệ vay nợ thì doanh nghiệp cần thiết phải xem xét lại quy mô hoạt động của mình.

Hiện nay hoạt động của các doanh nghiệp thường rất đa dạng, gồm đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính và đầu tư trái ngành. Nếu hoạt động đầu tư vào ngành nghề sản xuất kinh doanh chính đóng vai trò chủ chốt, có ý nghĩa đến sự thành công hay thất bại của doanh nghiệp thì hoạt động đầu tư trái ngành là hoạt động đầu tư vốn ra ngoài doanh nghiệp, này sinh do tình trạng dư thừa vốn từ hoạt động chính. Hoạt động đầu tư trái ngành thường chứa đựng rủi ro cao, khó kiểm soát hơn so với đầu tư và ngành nghề sản xuất kinh doanh chính. Do đó, nhà quản trị cần thường

xuyên tiến hành phân tích cơ cấu tài sản nhằm đảm bảo mức độ đầu tư hợp lý cho các loại tài sản khác nhau. Về thứ tự ưu tiên, doanh nghiệp cần ưu tiên nguồn vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh chính, sau đó mới chuyển sang hoạt động đầu tư khác. Đối với hoạt động đầu tư ngoài hoạt động sản xuất kinh doanh chính doanh nghiệp cần tăng cường các biện pháp kiểm soát nhằm giảm thiểu rủi ro và tối đa hóa lợi ích gia tăng. Doanh nghiệp cần xác định rõ tính chất của khoản vốn được thực hiện đầu tư trái ngành, phải là phần vốn dư thừa từ hoạt động sản xuất kinh doanh và tình trạng dư thừa phải được xác định đúng về thời hạn là tạm thời hay lâu dài.

Đối với những khoản đầu tư ngoài hoạt động sản xuất kinh doanh chính không hiệu quả, doanh nghiệp cần có những biện pháp thoái vốn kịp thời. Nhà quản trị cần thường xuyên rà soát, đánh giá các khoản đầu tư hiện tại của doanh nghiệp. Để quyết định đầu tư của doanh nghiệp hợp lý và đạt hiệu quả cao, nhà quản trị cần xây dựng các tiêu chuẩn định lượng cụ thể cho từng quyết định đầu tư trên cơ sở phân tích mối quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro. Đối với danh mục đầu tư dài hạn, doanh nghiệp cần xây dựng chương trình phân tích, đánh giá theo định kỳ để có những phản ứng kịp thời với những biến động của thị trường.

#### *5.2.2.2. Đề xuất về tăng cường khả năng thanh toán của doanh nghiệp*

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy khả năng thanh toán của doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến tỷ lệ vay nợ của doanh nghiệp. Trong điều kiện doanh nghiệp muốn giảm tỷ lệ vay nợ, doanh nghiệp có thể tác động thông qua các biện pháp gia tăng khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, phân tích thực trạng cho thấy các CTCP chủ yếu dựa vào nguồn nợ vay ngắn hạn và nợ trong thanh toán không tính lãi, chiếm khoảng từ 44% đến 65% tổng nợ phải trả. Do vậy, để đạt được mục tiêu tăng khả năng thanh toán, doanh nghiệp cần giảm tỷ lệ nợ vay ngắn hạn và nợ trong thanh toán, cần rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng thông qua các chính sách rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng hay rút ngắn thời gian luân chuyển hàng tồn kho.

Doanh nghiệp có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng bằng cách nâng cao chất lượng sản phẩm, phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng. Bên cạnh đó, doanh

ngành cần xây dựng chính sách chiết khấu thanh toán, chiết khấu thương mại phù hợp với từng đối tượng khách hàng, trong từng giai đoạn cụ thể. Thực hiện quản trị các khoản phải thu một cách chặt chẽ, kết hợp với công tác nhắc nhở khách hàng để đảm bảo thu hồi nợ đúng hạn. Doanh nghiệp khuyến khích thực hiện các biện pháp để đánh giá xếp hạng tín dụng đối với khách hàng và đề ra hạn mức tín dụng (bao gồm thời gian cho mua chịu, doanh số mua chịu) cho khách hàng. Một số biện pháp thu hồi nợ chuyên nghiệp có thể sử dụng như nghiệp vụ bao thanh toán (factoring), bảo hiểm tín dụng thương mại (credit insurance) hay sử dụng bên thứ ba thu hồi nợ chuyên nghiệp...

Doanh nghiệp có thể rút ngắn thời gian luân chuyển hàng tồn kho bằng cách đổi mới công nghệ, rút ngắn thời gian sản xuất sản phẩm, đẩy nhanh quá trình tiêu thụ sản phẩm sau khi hoàn tất. Doanh nghiệp cần thực hiện đảm bảo chất lượng nguyên vật liệu, hàng hóa, giảm tối thiểu số lượng hàng hóa bị hỏng hóc, trả lại từ phía khách hàng. Việc này có thể được thực hiện bằng cách yêu cầu nhà cung cấp và tự thân doanh nghiệp phải đáp ứng được các chứng chỉ về chất lượng. Doanh nghiệp được khuyến khích sử dụng các phương pháp quản trị hàng tồn kho hiện đại như sử dụng mô hình Just-in-time (JIT), mô hình 5S... Mô hình JIT được hiểu là đúng sản phẩm với đúng số lượng tại đúng nơi vào đúng thời điểm. Mô hình này còn được biết đến như phương pháp sản xuất không có hàng tồn kho khi số lượng nguyên vật liệu được tính toán vừa đủ cho kế hoạch sản xuất kinh doanh. Mô hình 5S, viết tắt của Sàng lọc, Sắp xếp, Sạch sẽ, Sẵn sàng và Sẵn sàng được đề xuất thực hiện nhằm cắt giảm các loại lãng phí trong doanh nghiệp và khuyến khích sự sáng tạo, phát triển nhưng vẫn kỷ luật và mang nét văn hóa đặc trưng của doanh nghiệp.

Để nâng cao khả năng thanh toán, doanh nghiệp không nên kéo dài thời gian trả tiền mua hàng. Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp đều cố gắng gia tăng cơ hội mua chịu hàng hóa, tuy nhiên theo tác giả việc kéo dài thời gian thanh toán không làm tăng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp mà ngược lại có thể làm ảnh hưởng đến uy tín của doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp nên thanh toán các khoản nợ phải trả cho người bán càng sớm càng tốt.



Doanh nghiệp có thể sử dụng các công cụ phái sinh tài chính. Đối với các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK, việc thực hiện phòng ngừa các rủi ro về tỷ giá hối đoái là cần thiết. Do vậy, để nâng cao khả năng thanh toán của doanh nghiệp, nhà quản trị cần nghiên cứu, tìm hiểu và sử dụng các loại hợp đồng phái sinh như giao dịch kỳ hạn (Forward), giao dịch quyền chọn (Option) hay hợp đồng tương lai (Future)...

#### 5.2.2.3. Đề xuất về xây dựng chính sách cổ tức

Kết quả nghiên cứu trong mô hình hồi quy hai bước 2SLS cho thấy chính sách cổ tức là một trong các nhân tố tác động có ý nghĩa thống kê cao đến cơ cấu vốn, và cơ cấu vốn sau đó mới tác động đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp. Hệ số dương trong mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của tỷ lệ trả cổ tức cho thấy doanh nghiệp càng chi trả cổ tức cao thì càng có xu hướng vay nợ nhiều. Do vậy doanh nghiệp có thể điều chỉnh chính sách về cơ cấu vốn thông qua điều chỉnh chính sách cổ tức.

Cổ tức là khoản lợi nhuận ròng được trả cho mỗi cổ phần từ nguồn lợi nhuận còn lại của công ty cổ phần sau khi đã thực hiện các nghĩa vụ về tài chính. Nếu công ty thực hiện chi trả cổ tức cao nhằm đáp ứng mức kỳ vọng của các cổ đông hiện tại và tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu thì giá cổ phiếu và giá trị của công ty trong ngắn hạn sẽ tăng. Nhưng nếu công ty không chứng minh được năng lực hoạt động kinh doanh và duy trì được mức cổ tức cao trong dài hạn thì giá trị của công ty sẽ giảm xuống. Ngược lại, nếu công ty giảm mức cổ tức hiện tại để tái đầu tư vào hoạt động kinh doanh và kết quả quá trình tái đầu tư mang lại lợi ích trong tương lai thì sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu và giá trị của công ty.

Các công ty niêm yết trên TTCK đều có những đặc điểm riêng biệt về lĩnh vực hoạt động kinh doanh, điều kiện kinh doanh cụ thể do vậy không thể có một chính sách cổ tức chung cho các công ty trong mọi thời điểm. Số liệu về chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết hiện nay cho thấy đa số các công ty đều duy trì mức chi trả cổ tức khá cao và được chi trả chủ yếu bằng tiền. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng thì việc chi trả cổ tức cao có thể

làm giảm cơ hội đầu tư vào những dự án hiệu quả, làm giảm khả năng phát triển của công ty trong tương lai. Do vậy, việc hoạch định cơ cấu vốn của các công ty cổ phần niêm yết cần xem xét trong mối quan hệ với chính sách chi trả cổ tức của công ty. Vì phần lớn các doanh nghiệp cần đang duy trì tỷ lệ vay nợ cao hơn ngưỡng tối ưu nên doanh nghiệp có thể điều chỉnh giảm tỷ lệ vay nợ thông qua giảm tỷ lệ chi trả cổ tức. Ngoài hình thức chi trả cổ tức truyền thống là bằng tiền, doanh nghiệp có thể chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc cổ tức bằng tài sản. Tuy nhiên, những thay đổi lớn trong chính sách cổ tức cần phải được cân nhắc kỹ vì sự thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức có thể khiến các cổ đông cho rằng hoạt động kinh doanh của công ty không hiệu quả và quyết định đầu tư của họ không mang lại lợi ích như mong muốn.

#### *5.2.2.4. Đề xuất về tái cấu trúc doanh nghiệp Nhà nước*

Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trên 50% có xu hướng sử dụng nợ vay nhiều hơn. Vì vậy, với các doanh nghiệp Nhà nước hiện đang duy trì tỷ lệ nợ trên mức tối ưu cần đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa. Kết luận này cũng hoàn toàn phù hợp với quan điểm của Chính phủ về việc đẩy mạnh công cuộc đổi mới hoạt động của các doanh nghiệp Nhà nước. Khi Nhà nước không còn nắm giữ cổ phần chi phối thì doanh nghiệp sẽ có đầy đủ quyền năng hơn đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Việc thực hiện thoái vốn Nhà nước đối với các doanh nghiệp cần được thực hiện theo một lộ trình, được tiến hành từng bước để tránh gây ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp. Nhà nước hiện vẫn còn nắm tỷ lệ sở hữu chi phối tại nhiều doanh nghiệp Nhà nước không thuộc các ngành nhạy cảm như hàng tiêu dùng, công nghiệp... Do vậy, có thể giảm bớt sở hữu Nhà nước xuống dưới 50%, sau đó giảm tiếp và tiến tới rút hẳn khỏi những ngành này.

Bên cạnh đó, nhiều công ty sau khi cổ phần hóa vẫn duy trì bộ máy quản lý cũ nên phương thức hoạt động không có nhiều sự khác biệt so với khi là doanh nghiệp Nhà nước. Do vậy, xét trong dài hạn, doanh nghiệp cần đào tạo đội ngũ lãnh đạo kế cận có trình độ và chuyên môn để có thể thay thế đội ngũ lãnh đạo trước, sẵn sàng thích ứng với môi trường hoạt động kinh doanh mới. Doanh nghiệp cần tách biệt giữa

chức năng sở hữu và chức năng quản lý thông qua việc không kiêm nhiệm giữa vai trò của chủ tịch HĐQT và giám đốc điều hành.

### 5.2.3. Khuyến nghị nhằm nâng cao giá trị thị trường của các công ty cổ phần niêm yết

Kết quả từ mô hình hồi quy phân vị (bảng 4.11) cho thấy hệ số hồi quy giảm dần từ 0,709 đến -0,549 khi các phân vị thay đổi từ 0,1 đến 0,9. Như vậy, các doanh nghiệp có hệ số Tobin's càng cao thì lợi ích từ việc huy động nợ vay càng giảm. Kết quả nghiên cứu này cùng với kết quả về ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu là cơ sở để tác giả đề xuất một số khuyến nghị cho các doanh nghiệp niêm yết như bảng 5.1 sau:

**Bảng 5.1: Tóm tắt các khuyến nghị dành cho các công ty niêm yết**

TT	Chỉ tiêu	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản thấp dưới ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao hơn ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu
1	Giá trị thị trường (Tobin's Q) cao	- Sử dụng nợ vay để tài trợ cho vốn lưu động và các khoản đầu tư quy mô nhỏ. - Phát hành cổ phiếu tài trợ cho các khoản đầu tư lớn. Có thể sử dụng cổ phiếu ưu đãi.	- Thực hiện các biện pháp giảm nợ. - Ưu tiên phát hành cổ phiếu.
2	Giá trị thị trường (Tobin's Q) thấp	- Ưu tiên phát hành nợ vay	- Thực hiện các biện pháp giảm nợ. - Có thể phát hành trái phiếu chuyển đổi

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

#### *Thứ nhất, đối với các doanh nghiệp có giá trị thị trường cao*

Khi doanh nghiệp có giá trị thị trường cao (hệ số Tobin's Q cao), công ty có thể gia tăng vốn bằng cách phát hành cổ phiếu do thị giá của công ty khá cao so với chi phí huy động thêm vốn. Tại Việt Nam, các công ty cổ phần có thể phát hành cổ phiếu thường hoặc cổ phiếu ưu đãi ra công chúng.

Việc chào bán cổ phiếu thường ra công chúng giúp công ty tăng vốn nhanh và công ty có thể sử dụng nguồn vốn này để đầu tư vào các dự án kinh doanh. Công ty không có nghĩa vụ phải hoàn trả vốn thu được từ phát hành cổ phiếu và không có

nghĩa vụ chi trả cổ tức. Tuy nhiên, khi phát hành cổ phiếu bổ sung thì quyền sở hữu của các cổ đông hiện hữu sẽ bị chia nhỏ. Bên cạnh đó, chi phí cho chương trình phát hành cổ phiếu thường rất tốn kém, đòi hỏi nhà quản trị phải phân tích, lựa chọn thời điểm phát hành phù hợp. Quá trình phát triển của TTCK cũng cho thấy nhiều doanh nghiệp tăng vốn cổ phần liên tục trong khi chưa thực sự có dự án đầu tư khả thi. Việc tăng vốn lên nhiều lần trong thời gian ngắn dẫn đến tốc độ pha loãng giá cổ phiếu lớn, nhưng lợi nhuận không tăng trưởng kịp sẽ dẫn đến tỷ suất sinh lời ngày càng giảm.

Trường hợp doanh nghiệp có giá trị thị trường cao và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản thấp dưới ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu có thể linh hoạt lựa chọn gia tăng nguồn vốn từ vay nợ và phát hành cổ phiếu. Theo tác giả, doanh nghiệp nên sử dụng nợ vay để tài trợ cho vốn lưu động và các khoản đầu tư quy mô nhỏ và phát hành cổ phiếu để tài trợ cho các khoản đầu tư chiến lược có giá trị lớn. Ngoài cổ phiếu thường, doanh nghiệp có thể lựa chọn hình thức phát hành cổ phiếu ưu đãi. Cổ phiếu ưu đãi mang đặc điểm của cả công cụ vốn và công cụ nợ như tỷ lệ cổ tức ổn định, quyền của cổ đông ưu đãi được xếp trước cổ đông phổ thông và thường không có quyền biểu quyết. Chế độ kế toán doanh nghiệp tại Việt Nam quy định: Cổ phiếu ưu đãi được phân loại là vốn chủ sở hữu nếu người phát hành không có nghĩa vụ phải mua lại cổ phiếu ưu đãi đó; Ngược lại, cổ phiếu ưu đãi được phân loại là nợ phải trả nếu bắt buộc người phát hành phải mua lại cổ phiếu ưu đãi đó tại một thời điểm đã được xác định trong tương lai và nghĩa vụ mua lại cổ phiếu phải được ghi rõ ngay trong hồ sơ phát hành tại thời điểm phát hành cổ phiếu. Như vậy, bằng cách sử dụng cổ phiếu ưu đãi, doanh nghiệp có thể linh hoạt điều chỉnh cơ cấu vốn cho mục đích quản trị doanh nghiệp. Khuyến nghị này phù hợp với một số doanh nghiệp có giá trị thị trường cao và tỷ lệ nợ thấp như CTCP Chiếu xạ An Phú (mã chứng khoán APC), CTCP Cáp treo Tây Ninh (TCT), CTCP Vinacafe Biên Hòa (VCF), CTCP Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ (DVP)...

Trường hợp doanh nghiệp có giá trị thị trường cao và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao hơn ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu nên thực hiện các biện pháp giảm nợ và ưu tiên

phát hành cổ phiếu để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Tùy vào đặc điểm và loại hình hoạt động của mình, doanh nghiệp có thể thực hiện các biện pháp giảm tỷ lệ nợ như đã được trình bày trong các mục về đề xuất chiến lược đầu tư, về khả năng thanh toán, chính sách chi trả cổ tức hay tái cấu trúc doanh nghiệp Nhà nước. Do giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp đang được đánh giá cao nên doanh nghiệp cần ưu tiên phát hành cổ phiếu để tận dụng được nguồn vốn có chi phí thấp. Khuyến nghị này phù hợp với một số doanh nghiệp có giá trị thị trường cao và tỷ lệ nợ cao như CTCP TM Bia Hà Nội (HAT), CTCP Pin Ấc quy Miền Nam (PAC), CTCP Fiditour (FDT), CTCP Dầu Tường An (TAC).

*Thứ hai, đối với các doanh nghiệp có giá trị thị trường thấp*

Khi doanh nghiệp có giá trị thị trường thấp (hệ số Tobin's Q thấp), doanh nghiệp không nên thực hiện kế hoạch phát hành cổ phiếu ra công chúng vì lượng vốn huy động được sẽ không cao và chi phí phát hành lớn. Nghiên cứu định lượng cho thấy việc sử dụng nợ vay trong trường hợp này mang đến một tín hiệu tích cực đến các nhà đầu tư về khả năng tài chính của doanh nghiệp.

Để tăng khả năng tiếp cận với nguồn vốn vay nợ, doanh nghiệp cần chứng minh được năng lực tài chính mạnh với mức độ xếp hạng tín dụng cao. Ngoài ra, mức độ minh bạch thông tin, quy mô tài sản lớn, tiềm năng tăng trưởng hay mối quan hệ tốt cũng là những nhân tố giúp doanh nghiệp có thể vay vốn dễ dàng hơn. Bên cạnh hình thức vay ngân hàng truyền thống, doanh nghiệp nên đa dạng hóa nguồn vốn huy động dưới các hình thức khác như thuê tài chính, phát hành trái phiếu thông thường hay trái phiếu chuyển đổi.

Trường hợp doanh nghiệp có giá trị thị trường thấp và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản thấp hơn ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu nên ưu tiên phát hành nợ vay. Do mức vay nợ của doanh nghiệp còn thấp, khả năng thanh toán lãi vay tốt hơn nên doanh nghiệp sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng và trái phiếu phát hành. Mặt khác, trong trường hợp giá cổ phiếu bị pha loãng thì doanh nghiệp nên cân nhắc việc mua lại cổ phiếu quỹ nhằm đảm bảo lợi ích lâu dài cho nhà đầu tư và cho doanh nghiệp. Khuyến nghị này phù hợp với một số doanh nghiệp có giá trị

thị trường thấp và tỷ lệ nợ thấp như CTCP Khoáng sản Lào Cai (LCM), CTCP Kỹ thuật NN Cần Thơ (TSC), CTCP Văn hóa Tân Bình (ALT), CTCP Tập đoàn Hapaco (HAP), PGT Holdings (PGT)...

Trường hợp doanh nghiệp có giá trị thị trường thấp và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao hơn ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu nên thực hiện các biện pháp giảm nợ, xem xét lại quy mô hoạt động của doanh nghiệp. Đây cũng là nhóm doanh nghiệp tiềm ẩn nhiều rủi ro nhất trên TTCK bởi khả năng chi trả lãi vay thấp nên sẽ gặp khó khăn khi tiếp tục sử dụng nguồn vốn vay ngân hàng. Bên cạnh đó, mức độ tín nhiệm trên thị trường đều thấp nên nếu phát hành cổ phiếu sẽ không thu hút được nhiều nhà đầu tư và có thể phải chấp nhận phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá. Để khắc phục được tình trạng trên, doanh nghiệp có thể cân nhắc việc phát hành trái phiếu chuyển đổi. Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay vẫn đang trong giai đoạn tích cực nên nếu doanh nghiệp đề xuất được mức giá chuyển đổi hấp dẫn vẫn có thể thu hút được nhiều nhà đầu tư chiến lược hay các nhà đầu tư cá nhân. Khuyến nghị này phù hợp với một số doanh nghiệp có giá trị thị trường thấp và tỷ lệ nợ cao như CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG), CTCP Đầu tư và Thương mại DIC (DIC), CTCP Licogi 16.6 (LCS), CTCP BDC Việt Nam (MCO)...

Tuy nhiên, khuyến nghị giảm nợ vay đối với nhóm doanh nghiệp có giá trị thị trường cao cũng cần được cân nhắc trong bối cảnh chung của nền kinh tế. Kết quả hồi quy cũng cho thấy, trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế tài chính thì vay nợ có ảnh hưởng thuận chiều đến chỉ tiêu Tobin's Q đối với hầu hết các doanh nghiệp, ngoại trừ nhóm 10% các doanh nghiệp có giá trị Tobin's Q cao nhất. Vì vậy, nợ vay vẫn có thể được duy trì sử dụng trong bối cảnh bất ổn của nền kinh tế.

#### ***5.2.4. Khuyến nghị xây dựng mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu thông qua xác định chi phí vốn bình quân***

Theo tác giả Durand (1952) tác động của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào sự cân bằng giữa lợi ích của việc sử dụng nợ vay và vốn chủ sở hữu. Theo tác giả, doanh nghiệp cần xây dựng cơ cấu vốn để tối thiểu chi phí vốn bình quân (WACC) và từ đó tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Chi phí vốn bình quân không

chi đơn thuần là chi phí lãi vay thực tế phát sinh hay mức cổ tức doanh nghiệp chi trả mà cần lượng hóa được các rủi ro doanh nghiệp gặp phải tại mức cơ cấu vốn đó. Vì vậy, bên cạnh việc xây dựng mô hình nghiên cứu thực nghiệm nhằm xác định cơ cấu vốn tối ưu, doanh nghiệp có thể xác định chi phí vốn bình quân hiện tại và chi phí vốn giả định cho các cơ cấu vốn khác nhau nhằm lựa chọn phương án phù hợp hơn. Luận án tiến hành nghiên cứu điển hình đối với CTCP Vicem Bao bì Hải Phòng như sau:

Theo Biên bản họp Đại hội đồng cổ đông thường niên vào ngày 28/4/2018, luận án xác định được các chỉ tiêu tài chính cơ bản:

- Tổng sản lượng sản xuất và tiêu thụ: 36 triệu vỏ bao
- Doanh thu: 189.271 triệu đồng
- Lợi nhuận trước thuế: 6.605 triệu đồng

Trong năm 2018, doanh nghiệp dự kiến hoàn thành xây dựng cơ bản, đưa vào sử dụng một nhà xưởng trị giá 475 triệu đồng. Đồng thời doanh nghiệp cũng dự định tiến hành thanh lý một số phương tiện vận tải, mua mới một phương tiện vận tải trị giá khoảng 300 triệu đồng, chi phí khấu hao ước tính trong năm 2018 giảm 50 triệu đồng còn 2.650 triệu đồng.

Doanh nghiệp hiện đang ký hợp đồng tín dụng với Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam – Chi nhánh Hồng Bàng với hạn mức tín dụng 40 tỷ đồng và dự kiến sẽ tiếp tục ký tiếp hợp đồng tín dụng với hạn mức như trên trong năm 2018 khi hợp đồng cũ hết hạn. Căn cứ vào kế hoạch đầu tư và chi tiêu trong năm tới, có thể dự tính giá trị các khoản vay không biến động nhiều, đạt mức 37.000 triệu đồng. Giả sử tỷ suất lãi vay năm 2018 không đổi, bằng tỷ suất lãi vay năm 2017 là 6,13% (=2.328 triệu đồng/37.921 triệu đồng). Do đó, chi phí lãi vay ước tính trong năm 2018 là 2.268 triệu đồng.

Do vậy, Lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao ước tính:

$$= 6.605 + 2.650 + 2.268 = 11.523 \text{ triệu đồng.}$$

Theo nhận định của ban giám đốc, do tính cạnh tranh của thị trường vỏ bao xi măng vẫn tiếp tục gia tăng, trong khi chi phí nguyên vật liệu đầu vào chính như nhựa,

giấy có những biến động khó lường nên mặc dù bối cảnh nền kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán trong thời gian tới có nhiều tín hiệu tốt thì thị giá cổ phiếu BXH không có nhiều khả năng tăng trưởng vượt bậc, chỉ dao động quanh mức 12.000 đồng/cổ phiếu. Với số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện nay, có thể xác định được giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu:

$$= 3.012.040 \text{ cổ phiếu} * 12.000 \text{ đồng/cổ phiếu} = 36.144 \text{ triệu đồng.}$$

Trên cơ sở ước tính các số liệu cơ bản, luận án áp dụng phương pháp xác định chi phí vốn bình quân của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng trong năm 2018 như sau:

**Bảng 5.2: Chi phí nợ vay năm 2018 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

TT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Lợi nhuận trước lãi vay và thuế		8.873	Triệu đồng
2	Chi phí lãi vay		2.268	Triệu đồng
3	Khả năng thanh toán lãi vay	(1)/(2)	3,912	Lần
4	Xếp hạng	Quy đổi từ (3)	Ba1/BB+	
5	Chênh lệch rủi ro doanh nghiệp	Quy đổi từ (4)	1,98%	%/năm
6	Chênh lệch rủi ro quốc gia		1,52%	%/năm
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Thuế suất thuế TNDN		20,00%	%
9	<b>Chi phí nợ vay trước thuế</b>	(5)+(6)+(7)	<b>8,37%</b>	<b>%/năm</b>
10	<b>Chi phí nợ vay sau thuế</b>	(9)*(1-(8))	<b>6,70%</b>	<b>%/năm</b>

**Bảng 5.3: Bảng tính Chi phí vốn chủ sở hữu năm 2018 của CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng**

STT	Chỉ tiêu	Diễn giải	Giá trị	Đơn vị
1	Unleverd beta	Hệ số beta trung bình ngành cho doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng không có vay nợ	0,95	Lần
2	Giá trị nợ vay	Ước tính	37.000	Triệu đồng
3	Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu	Ước tính 12.000 đồng/CP*3.012.040 CP	36.144	Triệu đồng
4	Thuế suất thuế TNDN		20	%



5	Tỷ lệ nợ trên Vốn chủ sở hữu (D/E)	(2)/(3)	1,0237	Lần
6	Beta	(1)*(1+(1-(4))*(5))	1,728	Lần
7	Lợi tức phi rủi ro		4,87%	%/năm
8	Phần bù rủi ro hiện tại cho thị trường phát triển		5,08%	%/năm
9	Phần bù rủi ro quốc gia		1,71%	%/năm
10	<b>Chi phí vốn chủ sở hữu</b>	<b>(7)+(6)*((8)+(9))</b>	<b>16,60%</b>	<b>%/năm</b>

Tổng vốn huy động chịu lãi của doanh nghiệp năm 2018 là:

$$D+E = 37.000 + 36.144 = 73.144 \text{ triệu đồng}$$

Chi phí vốn bình quân ước tính của doanh nghiệp năm 2018:

$$WACC_{2018} = R_E (E/(D+E)) + R_D (D/(D+E))$$

$$= 16,60\% * 36.144/73.144 + 6,70\% * 37.000/73.144 = 12,00\%/năm$$

Tuy nhiên, để trả lời câu hỏi chi phí vốn ước tính cho năm 2018 như vậy đã là thấp nhất hay chưa, nghiên cứu xây dựng bảng tính chi phí vốn bình quân tại các mức cơ cấu vốn khác nhau.

Tỷ lệ nợ vay tính lãi trên tổng vốn huy động chịu lãi hiện nay là:

$$D/(D+E) = 37.000/(37.000+36.144) = 50,58\%$$

Hay tỷ lệ nợ vay tính lãi trên giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu:

$$D/E = 37.000/36.144 = 1,0237 \text{ (lần)}$$

Giả sử tổng vốn huy động chịu lãi của doanh nghiệp năm 2018 không đổi là 73.144 triệu đồng, nếu doanh nghiệp thay đổi tỷ lệ nợ vay  $D/(D+E)$  theo các mức tương ứng là 0%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 70% và 90% thì chi phí vốn bình quân ước tính như bảng 5.4. Bảng dự báo chi phí vốn bình quân được lập với giả định khi thay đổi tỷ lệ nợ vay  $D/(D+E)$  không làm thay đổi chi phí khấu hao của doanh nghiệp, không làm thay đổi tỷ suất chi phí lãi vay, do đó, không làm ảnh hưởng đến chỉ tiêu lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao EBITDA của doanh nghiệp.

**Bảng 5.4: Bảng dự báo chi phí vốn bình quân***Đơn vị: triệu đồng*

D/(D+E)	0%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	70%	90%
D/E	0%	11%	18%	25%	33%	43%	67%	100%	233%	900%
Giá trị nợ vay	-	7.314	10.972	14.629	18.286	21.943	29.258	36.572	51.201	65.830
Beta	0,95	1,03	1,08	1,14	1,20	1,28	1,46	1,71	2,72	7,79
Chi phí VCSH	11,32%	11,89%	12,23%	12,61%	13,04%	13,53%	14,76%	16,48%	23,36%	57,76%
% Sụt giảm EBITDA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	11.523	11.523	11.523	11.523	11.523	11.523	11.523	11.523	11.523	11.523
Chi phí khấu hao	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650	2.650
EBIT	8.873	8.873	8.873	8.873	8.873	8.873	8.873	8.873	8.873	8.873
Chi phí lãi vay	-	448	673	897	1.121	1.345	1.793	2.242	3.683	5.369
Thu nhập trước thuế	8.873	8.425	8.200	7.976	7.752	7.528	7.080	6.631	5.190	3.504
Khả năng thanh toán lãi vay	$\infty$	19,79	13,19	9,90	7,92	6,60	4,95	3,96	2,41	1,65
Xếp hạng	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aa2/AA	A1/A+	A2/A	A3/A-	Ba1/BB+	B2/B	B3/B-
Chi phí nợ vay trước thuế	6,93%	6,93%	6,93%	7,11%	7,29%	7,38%	7,52%	8,37%	9,96%	10,76%
Thuế suất	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>CHI PHÍ VỐN</b>										
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,32%	11,89%	12,23%	12,61%	13,04%	13,53%	14,76%	16,48%	23,36%	57,76%
Chi phí nợ vay	5,54%	5,54%	5,54%	5,69%	5,83%	5,90%	6,01%	6,70%	7,97%	8,60%
Chi phí vốn bình quân	11,32%	11,26%	11,23%	11,23%	11,24%	11,24%	11,26%	11,59%	12,59%	13,52%
Phương án ưu tiên	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0

D: Giá trị nợ vay, E: Giá trị vốn chủ sở hữu, EBIT: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay, EBITDA: Lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao

Kết quả từ bảng dự báo chi phí vốn bình quân cho thấy chi phí vốn thấp nhất khi giá trị nợ vay chiếm khoảng 20% tổng vốn huy động chịu lãi hay giá trị vay nợ đạt 14.629 triệu đồng và giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu là 58.515 triệu đồng. Để điều chỉnh cơ cấu vốn hiện tại của doanh nghiệp đến mức cơ cấu vốn đề xuất thì doanh nghiệp cần giảm giá trị nợ vay và tăng vốn chủ sở hữu tương ứng là:  $37.000 \text{ triệu đồng} - 14.629 \text{ triệu đồng} = 22.371 \text{ triệu đồng}$ .

### ***5.2.5. Khuyến nghị nhằm đa dạng hóa nguồn vốn huy động***

Nguồn vốn từ lợi nhuận chưa phân phối là nguồn vốn tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong điều kiện doanh nghiệp cần huy động thêm nguồn vốn bên ngoài, doanh nghiệp có thể đa dạng hóa các hình thức huy động để tăng tính hấp dẫn đối với nhà đầu tư.

Đối với nguồn vốn vay ngân hàng, các doanh nghiệp cần chứng minh được tiềm lực tài chính mạnh với mức độ xếp hạng tín dụng cao. Một số doanh nghiệp có thể dựa vào các mối quan hệ, uy tín của các thành viên trong Hội đồng quản trị hoặc đối tác để vay vốn. Do vậy, để tạo thuận lợi hơn cho việc tiếp cận nguồn vốn vay từ ngân hàng, các doanh nghiệp cần gia tăng khả năng thanh toán, xây dựng mạng lưới quan hệ tín dụng tốt, tích cực tham gia vào các hiệp hội kinh doanh, các diễn đàn, hoạt động xã hội trên tinh thần hợp tác – tương hỗ.

Với nguồn vốn tín dụng trung và dài hạn, doanh nghiệp nên áp dụng các hình thức huy động vốn khác ngoài hình thức vay ngân hàng truyền thống. Một số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, xây dựng có nhu cầu vốn lớn để đầu tư tài sản cố định có thể sử dụng hình thức đi thuê tài chính. Khi tham gia hoạt động thuê tài chính, doanh nghiệp được áp dụng công nghệ mới, đổi mới được kỹ thuật và tiếp cận được gần như 100% nguồn vốn hình thành nên tài sản từ các công ty cho thuê tài chính. Doanh nghiệp không phải tốn một lượng vốn đầu tư ban đầu lớn nhưng chi phí trả cho thuê tài sản thường cao hơn so với chi tiền mua tài sản. Thuê tài chính là một hình thức được áp dụng khá phổ biến trên thế giới. Tại Việt Nam, cho thuê tài chính và công ty cho thuê tài chính ra đời và phát triển đã khá lâu, nhưng theo dữ liệu của Ngân hàng Nhà nước, mới có 11 công ty cho thuê tài chính tính đến năm 2017.

Nguyên nhân của vấn đề trên là do các công ty cho thuê tài chính còn thiếu am hiểu về thị trường nên chưa làm tốt công tác tư vấn, thẩm định tài sản và các doanh nghiệp có nhu cầu cũng chưa hiểu rõ về loại hình tín dụng này nên ít khi cân nhắc trong các phương án kinh doanh.

Bên cạnh hình thức đi vay ngân hàng, các công ty cổ phần có thể huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu. Không giống như cổ phiếu, phát hành trái phiếu không làm pha loãng lợi ích của cổ đông, doanh nghiệp được chủ động hơn về nguồn vốn. So với hình thức vay ngân hàng, phát hành trái phiếu có ưu điểm là không cần có tài sản thế chấp, không chịu sự giám sát của ngân hàng trong sử dụng vốn. Doanh nghiệp có thể trả lãi theo kỳ hạn 6 tháng hoặc 1 năm và chỉ trả gốc vào cuối kỳ. Lãi suất trái phiếu không bị khống chế bởi trần lãi suất nên có tính hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Để có thể phát hành trái phiếu thành công, doanh nghiệp cần chứng minh năng lực tài chính của doanh nghiệp đối với nhà đầu tư.

Ngoài trái phiếu thông thường, doanh nghiệp có thể lựa chọn hình thức phát hành trái phiếu chuyển đổi, là loại trái phiếu có khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông của công ty theo một tỷ lệ công bố trước và vào một khoảng thời gian xác định trước. Tương tự như trái phiếu phổ thông, trái phiếu chuyển đổi giúp doanh nghiệp tận dụng được tầm lá chắn thuế và khuếch đại được tỷ suất sinh lời trên mỗi cổ phiếu, gia tăng lợi ích cho các cổ đông hiện hữu. Ưu điểm của trái phiếu chuyển đổi là chi phí phát hành và lãi suất phải trả thấp hơn so với phát hành trái phiếu thông thường. Doanh nghiệp cũng dễ dàng hơn trong việc huy động vốn do tính hấp dẫn của việc có thể chuyển đổi từ trái phiếu sang cổ phiếu. Tuy nhiên, khi nhà đầu tư thực hiện quyền chuyển đổi, vốn chủ sở hữu sẽ bị “pha loãng” do số lượng cổ phiếu lưu hành trên thị trường gia tăng và các cổ đông mới có thể tham gia vào việc quản lý công ty. Một số trường hợp phát hành trái phiếu chuyển đổi tại Việt Nam có thể kể đến như CTCP Hoàng Anh Gia Lai phát hành trái phiếu chuyển đổi trị giá 1.100 tỷ đồng cho Northbrooks Investment, một công ty thành viên của Tập đoàn Temasek Holdings của Singapore vào ngày 19/8/2010. Giá chuyển đổi tại thời điểm phát hành là 67.375 đồng/cổ phiếu và dự kiến được tất toán sau một năm. Tuy nhiên sau nhiều

lần gia hạn và hạ giá chuyển đổi, đến ngày 6/6/2017, công ty mới hoàn tất việc phát hành 137,5 triệu cổ phiếu với giá 8.000 đồng/cổ phiếu cho trái chủ để chuyển đổi khoản vay trái phiếu này. Tuy nhiên, trong năm 2018, công ty CTCP Nông nghiệp quốc tế Hoàng Anh Gia Lai (một công ty con của CTCP Hoàng Anh Gia Lai) lại không thành công trong việc chào bán 221.710 trái phiếu chuyển đổi cho các cổ đông hiện hữu, với giá chào bán là 10 triệu đồng/trái phiếu, giá chuyển đổi là 10.000 đồng/cổ phiếu. Kết quả chỉ có 22 trái phiếu được bán thành công, chiếm tỷ lệ chưa đến 0,01% khối lượng trái phiếu chào bán. Một trong những nguyên nhân là do thị giá cổ phiếu tại thời điểm chào bán chỉ dao động quanh mức 7.000 – 8.000 đồng/ cổ phiếu. Không lâu sau đó, 221.688 trái phiếu chuyển đổi còn lại đã được mua bởi CTCP Ô tô Trường Hải. Cũng trong năm 2018, Tập đoàn Novaland đã công bố huy động thành công 160 triệu USD từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi quốc tế và được chính thức niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Singapore. Trái phiếu chuyển đổi được phát hành bằng đồng đô la Mỹ, đáo hạn vào năm 2023, có thể chuyển đổi thành cổ phần phổ thông với giá chuyển đổi ban đầu là 74.750 đồng/cổ phần, cao hơn 15% so với giá cổ phần tham chiếu tại ngày phát hành. Trước đó, CTCP Hoàng Anh Gia Lai, Tập đoàn Vingroup cũng từng phát hành trái phiếu chuyển đổi quốc tế có kỳ hạn 5 năm. Tuy nhiên, trái phiếu chuyển đổi của Hoàng Anh Gia Lai đã hủy niêm yết chưa đầy một năm sau đó và Vingroup thì chuyển đổi trước hạn toàn bộ số trái phiếu quốc tế thành cổ phiếu trước kỳ hạn.

Tại Việt Nam hiện nay, tốc độ tăng trưởng và số tiền huy động được từ trái phiếu doanh nghiệp còn khiêm tốn. Trong thời gian tới, các doanh nghiệp có quy mô lớn, tình hình tài chính vững mạnh nên thực sự cân nhắc đến việc huy động vốn bằng phát hành trái phiếu. Việc phát hành trái phiếu cũng nên được tiến hành một cách rộng rãi công khai, thay vì chỉ giới hạn trong một số nhà đầu tư tổ chức. Hơn nữa, doanh nghiệp nên chuẩn bị cho kế hoạch phát hành trái phiếu ra thị trường nước ngoài. Việc hướng tới nguồn vốn đầu tư từ nước ngoài sẽ là sự lựa chọn thích hợp cho các doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh nguồn vốn trong nước hạn chế. Nhiều nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng ưa thích trái phiếu doanh nghiệp tại các quốc gia

đang phát triển như Việt Nam vì tiềm năng tăng trưởng cao. Đối với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn, khó có thể tiếp cận vốn từ thị trường nước ngoài hoặc phát hành trái phiếu thì có thể cân nhắc tìm đến các quỹ đầu tư vì đây là những trung gian tài chính sẵn sàng chấp nhận mạo hiểm để đầu tư vào các doanh nghiệp nhỏ nếu các dự án của doanh nghiệp đủ hấp dẫn.

Bên cạnh đa dạng hóa các hình thức huy động vốn, các doanh nghiệp cũng cần xây dựng mạng lưới quan hệ tín dụng vững chắc. Mức độ tín dụng tốt là cơ sở để doanh nghiệp không chỉ tiếp cận với các nguồn vốn vay tốt mà còn giúp doanh nghiệp thuận lợi hơn trong huy động các nguồn tài trợ khác.

### **5.3. Khuyến nghị đối với Nhà nước**

Các cơ quan Nhà nước không trực tiếp can thiệp vào quá trình điều hành sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nhưng hệ thống văn bản pháp luật, chính sách quản lý kinh tế của Nhà nước sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp phát triển. Để tiếp tục thúc đẩy sự phát triển của doanh nghiệp niềm yết nói chung và nâng cao tính hiệu quả của chính sách về cơ cấu vốn của doanh nghiệp nói riêng, luận án đưa ra một số khuyến nghị sau:

*Một là, hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường tài chính.*

Luật Chứng khoán năm 2006 và Luật chứng khoán sửa đổi, bổ sung năm 2010 ra đời trong bối cảnh thị trường chứng khoán còn sơ khai với quy mô nhỏ. Bên cạnh những thành tích trong việc tạo hành lang pháp lý giúp thị trường chứng khoán vận hành và lớn mạnh trong thời gian qua, Luật chứng khoán hiện hành cũng bộc lộ những nhược điểm khi thị trường chứng khoán đã phát triển với quy mô rộng lớn hơn. Trong quá trình xây dựng Luật Chứng khoán mới cần củng cố, đảm bảo cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có đủ thẩm quyền để kịp thời phát hiện, xử lý vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán, đảm bảo thị trường hoạt động công bằng, hiệu quả và minh bạch. Luật Chứng khoán cũng cần chuẩn hóa các điều kiện, trình tự, thủ tục phát hành/chào bán chứng khoán phù hợp với các loại chứng khoán.

Theo Luật doanh nghiệp 2014, cổ phần ưu đãi gồm các hình thức: cổ phần ưu đãi biểu quyết, cổ phần ưu đãi cổ tức, cổ phần ưu đãi hoàn lại. Mặc dù cổ phiếu ưu

đã được nêu và phân loại theo Luật Doanh nghiệp nhưng hiện hệ thống văn bản pháp luật quy định, hướng dẫn cụ thể việc phát hành và giao dịch cổ phiếu ưu đãi tại Việt Nam vẫn còn hạn chế. Do vậy, để đa dạng hóa các hình thức huy động vốn, các cơ quan hành pháp cần nghiên cứu xây dựng văn bản pháp luật quy định về các điều kiện phát hành, thủ tục phát hành và giao dịch cổ phiếu ưu đãi trong thời gian tới.

*Hai là, tiếp tục hoàn thiện và phát triển cấu trúc của thị trường chứng khoán.*

Thị trường chứng khoán được xây dựng trên nền tảng ba mảng thị trường: thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu và thị trường chứng khoán phái sinh. Hiện nay, với tổng các khoản nợ ngân hàng khoảng 4 triệu tỷ đồng, nếu chuyển đổi được một phần tư các khoản nợ trên thành trái phiếu doanh nghiệp là đã có một thị trường tái phiếu khá tiềm năng. Việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có thể huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, cơ cấu nguồn vốn, hỗ trợ doanh nghiệp xử lý nợ... với nhiều hình thức đa dạng hơn. Cụ thể, Nhà nước có thể tạo cơ chế cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu chia thành nhiều đợt phát hành, tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn phù hợp với tiến độ triển khai dự án đầu tư, rà soát lại điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp theo nguyên tắc gắn với công bố thông tin... Đối với thị trường chứng khoán phái sinh cần từng bước đưa vào các sản phẩm chứng khoán phái sinh mới từ đơn giản đến phức tạp theo lộ trình và mở rộng sự tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức.

*Ba là, tiếp tục áp dụng các thông lệ quốc tế về công bố thông tin, các chuẩn mực kế toán quốc tế về lập và trình bày báo cáo tài chính.*

Một trong những nguyên nhân khiến các doanh nghiệp Việt Nam gặp khó khăn trong việc huy động vốn trên thị trường quốc tế là do chưa đáp ứng được các yêu cầu về công bố thông tin hay trình bày báo cáo tài chính theo tiêu chuẩn quốc tế. Do vậy, bên cạnh việc đẩy nhanh quá trình sửa đổi, áp dụng Chuẩn mực kế toán quốc tế, Nhà nước nên có cơ chế khuyến khích các công ty niêm yết áp dụng thêm Chuẩn mực Báo cáo tài chính quốc tế IFRS trong công bố báo cáo tài chính. Bên cạnh đó cần hỗ trợ các doanh nghiệp xây dựng các chính sách, quy chế nội bộ về quản trị công ty, ban hành bộ quy tắc đạo đức kinh doanh...

*Bốn là, thu hút đầu tư nước ngoài trên thị trường tài chính Việt Nam.*

Sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ thu hút thêm nhiều nguồn vốn đầu tư vào doanh nghiệp và thúc đẩy sự phát triển của thị trường. Hiện nay, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng là 49% và các công ty đại chúng muốn tăng tỷ lệ này lên 100% thì phải xin ý kiến cổ đông. Dự thảo Luật Chứng khoán sửa đổi cũng đề xuất nâng mức sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng lên 100% nhằm nâng cao chất lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán.



## KẾT LUẬN

Hoạt động cạnh tranh giữa các doanh nghiệp ngày càng trở nên gay gắt cùng với những thay đổi trong môi trường kinh tế khiến cho tất cả các doanh nghiệp đều quan tâm đến hiệu quả kinh doanh của mình và muốn cải thiện các chỉ số đánh giá hiệu quả kinh doanh. Do đó, xây dựng chính sách về cơ cấu vốn hiệu quả nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là một trong những vấn đề được các nhà quản trị doanh nghiệp ưu tiên hàng đầu. Nhận thức được vấn đề đó, tác giả đã thực hiện Luận án “Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam” và đưa ra một số kết quả sau đây:

1. Làm rõ cơ sở lý luận về cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp như các khái niệm, vai trò và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh.
2. Áp dụng được mô hình xác định chi phí vốn bình quân trong doanh nghiệp để phân tích và kiểm chứng kết quả nghiên cứu của Luận án. Trên cơ sở đó, luận án đề xuất mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu cho các CTCP niêm yết.
3. Kết quả phân tích hồi quy về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 -2017 cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng phi tuyến tính hình chữ U ngược đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Khi sử dụng chỉ tiêu Tobin's Q để đại diện cho hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu giá thị trường Tobin's Q là khác nhau theo các phân vị của Tobin's Q. Luận án cũng chứng minh được ảnh hưởng khác biệt của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phục hồi phát triển sau khủng hoảng kinh tế.
4. Trên cơ sở phân tích thực trạng cơ cấu vốn tại các doanh nghiệp và kết quả phân tích hồi quy, Luận án đề xuất một số kiến nghị cụ thể đối với doanh nghiệp niêm yết và một số kiến nghị đối với Nhà nước. Đây là cơ sở để điều chỉnh cơ cấu vốn nhằm hướng tới nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Luận án vẫn còn tồn tại một số hạn chế như số lượng mẫu điều tra khảo sát đối với các nhà quản lý doanh nghiệp còn ít, chưa nghiên cứu được mô hình hồi quy theo các phân vị của biến cơ cấu vốn hay nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn cho từng ngành nghề kinh doanh khác nhau. Bên cạnh đó, do hạn chế về thông tin và số liệu nên việc đo lường hiệu quả kinh doanh mới chỉ dừng lại ở các chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và chỉ tiêu về giá trị thị trường (Tobin's Q) và việc xây dựng mô hình hồi quy mới chỉ dừng lại ở các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng, hồi quy phân vị và hồi quy hai bước với biến công cụ. Những hạn chế vừa nêu trên cũng là gợi ý cho các hướng nghiên cứu tiếp theo.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CỦA  
ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

1. Trần Thị Phương Thảo, 2019, *The impact of capital structure on firm value of Vietnamese listed companies – a quantile regression approach*, Tạp chí Journal of International Economics and Management, số 124.
2. Trần Thị Phương Thảo, 2019, *Đo lường và dự báo chi phí sử dụng vốn bình quân trong doanh nghiệp*, Tạp chí Kinh tế và dự báo, số 24/2019.
3. Nguyễn Thúy Anh, Trần Thị Phương Thảo, 2019, *The impact of capital structure on firm performance of Vietnamese non-financial listed companies basing on agency cost theory*, VNU Journal of Science: Economics and Business, số 35 (2), trang 24-33; Tham gia Hội thảo quốc tế “Vietnam International Conference in Finance (VICIF-2018)” và Hội thảo quốc tế “International Conference of the Business and Applied Sciences Academy of North America (BAASANA - 2018)”.
4. Đinh Văn Sơn, Trần Thị Phương Thảo, 2018, *Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Khoa học Thương mại số 114, trang 2-14.
5. Trần Thị Kim Anh, Trần Thị Phương Thảo, 2016, *Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trong lĩnh vực vận tải- kho bãi*, Tạp chí Kinh tế đối ngoại số 85, trang 94-103.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### I. Tài liệu Tiếng việt

1. Vũ Bằng. (2018). *Thị trường chứng khoán Việt Nam: Kênh huy động vốn để phát triển kinh tế tư nhân*. Tạp chí Nhà đầu tư.
2. Nguyễn Văn Công. (2009). *Bàn về hiệu quả kinh doanh và hệ thống chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh*. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 144, 112-116.
3. Nguyễn Thành Cường. (2015). *Tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp chế biến thủy sản Nam Trung Bộ*. TP Hồ Chí Minh: Đại học Quốc gia TP Hồ Chí Minh.
4. Phan Thanh Hiệp. (2017). *Phân tích các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp Việt Nam*. Trường Đại học Ngoại thương: Luận án tiến sĩ.
5. Hoàng Xuân Hòa, Nguyễn Quang Huy. (2018). *Phát triển thị trường vốn Việt Nam trong nền kinh tế thị trường hiện đại và hội nhập*. Tạp chí Tài chính, <http://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/phat-trien-thi-truong-von-viet-nam-trong-nen-kinh-te-thi-truong-hien-dai-va-hoi-nhap-135146.html>, truy cập ngày 3/11/2018.
6. Võ Minh Long. (2017). *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*. Tạp chí Khoa học - Đại học Mở TP. HCM, 53(2), 45-56.
7. Nguyễn Đình Luận. (2016). *Cơ cấu vốn của doanh nghiệp Việt Nam trong thời kỳ hội nhập: Nhận định và khuyến nghị*. Tạp chí Phát triển và Hội nhập, 26, 3-9.
8. Phòng nghiên cứu và phân tích VCBS. (2018). *Báo cáo trái phiếu doanh nghiệp*. Hà Nội: Công ty chứng khoán Vietcombank.
9. Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (1997). *Kinh tế học (bản dịch)*. Hà Nội: NXB Chính trị Quốc gia.
10. Trần Thị Kim Oanh. (2016). *Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị*. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 235, 6--70.

11. Trương Văn Phước. (2018). *Tái cấu trúc thị trường tài chính để phục vụ tăng trưởng kinh tế cao và bền vững*. Báo Nhân dân.
12. Nguyễn Văn Tạo. (2004). *Nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường*. Tạp chí Thương mại, số 13.
13. Nguyễn Xuân Thắng, Đàm Văn Huệ, Phạm Việt Hùng, Vũ Ngọc Tuấn. (2017). *Tác động của sở hữu nhà nước tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cổ phần có vốn nhà nước trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 243, 71-79.
14. Bùi Đan Thanh. (2016). *Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP.HCM*. Hồ Chí Minh: Đại học Ngân hàng TP Hồ Chí Minh.
15. Đoàn Vinh Thắng. (2016). *Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh: vai trò tương tác của sở hữu Nhà nước*. Tạp chí Khoa học Trường Đại học An Giang, 10, 20-31.
16. Nguyễn Thu Thủy. (2011). *Giáo trình Quản trị tài chính*. Nhà xuất bản Lao động.
17. Trương Hồng Trinh, Nguyễn Phương Thảo. (2015). *Determinants of capital structure of A-Reits and the Global Financial Crisis*. Pacific Rim Property Research Journal, 18(1), 3-19.
18. Dương Thị Hồng Vân. (2014). *Nghiên cứu về các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Luận án tiến sĩ Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
19. Bùi Văn Vân, Vũ Văn Ninh. (2013). *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*. NXB Tài Chính.
20. Lê Hoàng Vinh. (2014). *Cơ cấu vốn và rủi ro tài chính trong doanh nghiệp*. TP. Hồ Chí Minh: Luận án tiến sĩ - Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh.
21. Võ Xuân Vinh. (2014). *Cơ cấu sở hữu và hiệu quả hoạt động của công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 203(2), 19-27.

22. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. (2018). *Số liệu vốn hóa thị trường*.  
[http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu/vipages\\_vithongtinthitruong/thongkettck/quymothitruong?\\_adf.ctrl-state=ow82onvlv\\_87&\\_afLoop=49446029684466902](http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vimenu/vipages_vithongtinthitruong/thongkettck/quymothitruong?_adf.ctrl-state=ow82onvlv_87&_afLoop=49446029684466902), truy cập ngày 23/2/2019.

## II. Tài liệu Tiếng Anh

23. Abor, J. (2005). *The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*. *Journal of Risk Finance*, 6, 438–447.
24. Antoniou A., Guney Y., Paudyal K. (2008). *The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented versus Bank Oriented Institutions*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.
25. Baker, M.; Wurgler, J. (2002). *Market timing and capital structure*. *Journal of Financial*, 57(1), 1-30.
26. Berger A. N., E. Bonaccorsi di Patti. (2006). *Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*. *Journal of Banking and Finance*, 30, 1065-1102.
27. Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*, second edition. Prentice Hall.
28. Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Co.
29. Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (2001). *Capital structures in developing countries*. *The journal of finance*, 87-130.
30. Cheng, Y.; Liu, Y.; Chien, C. (2010). *Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis*. *African Journal of Business Management*, 2500-2507.
31. Chowdhury A.; Chowdhury S.P. (2010). *Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh*. *Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.

32. Damodaran A. (2014). *Applied Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons.
33. Damodaran A. (2018). *Country risk: Determinants measures and implicaitons - The 2018 Edition*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3217944> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3217944>.
34. Davis E.P., Stone M.R. (2004). *Corporate Financial Structure and Financial Stability*. *Journal of Financial Stability*, 1(1), 65-91.
35. Dawar V. (2014). *Agency theory, capital structure and firm performance: Some Indian evidence*. *Managerial Finance*, 40(12).
36. 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.
37. Durand D. (1952). *Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. Trong U.-N. Bureau, Conference on Research in Business Finance (trang 215-262). Cambridge: NBER.
38. Ebaid I.E. (2009). *The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence froem Egypt*. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487.
39. Farrell, M.J. (1957). *The measurement of productive efficiency*. *Journal of the royal statistical society*, 120, 253-290.
40. Feng-Li Lin; Tsangyao Chang. (2011). *Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis*. *Applied Journal*, 43, 117-128.
41. Friend I., Lang L.H.P. (1988). *An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure*. *Journal of finance*, 43(2), 271-281.
42. Hansen, B. E. (1999). *Threshold e!ects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference*. *Journal of Econometrics*, 93, 345-368.
43. Harris, M., & Raviv, A. (1991). *The theory of capital structure*. *The Journal of Finance*, 46, 297-355.

44. Jensen, M. and Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
45. Jiraporn P., Liu Y. (2008). *Capital structure, Staggered Boards, and firm value*. Financial analysts Journal, 64(1), 49-69.
46. John L. (1965). *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*. Review of Economics and Statistics, 47(1), 13-37.
47. Jong A.; Kabir R.; Nguyen T.T. (2008). *Capital structure around the world: The roles of firm and country-specific determinants*. Journal of Banking and Finance, 32(9), 1954-1969.
48. Khan, M.Y., Jain, P.K. (1997). *Financial management*, second edition. New Delhi: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited.
49. Koenker R., Bassett G. (1978). *Regression Quantiles*. Econometrica, 46(1), 33-50.
50. Kraus A., Litzenberger R. H. (1973). *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. Journal of Finance, 911-922.
51. Le Thi Phuong Vy. (2015). *Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms*. Sydney : University of Western Sydney.
52. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). *Capital structure and firm efficiency*. Journal of Business Finance & Accounting, 34, 1447-1469.
53. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). *Capital structure, equity ownership and firm performance*. Journal of Banking & Finance, 34, 621–632.
54. Masulis, R. (1983). *The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates*. Journal of Finance, 38(1), 107-126.
55. Modigliani, F. and Miller, M. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*. American economic Review, 433-443.



56. Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review, 48, 261-297.
57. Myers, S. C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics, 147–175.
58. Myers, S. C.; Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When firms have information that investors do not have*. Journal of financial economics, 13, 187-221.
59. Pandey I. M. (1999). *Financial management*. New Delhi: Vikas Publishing House PVT Ltd.
60. Phillips P.A., Sipahioglu M.A. (2004). *Performance implications of capital structure: Evidence from quoted UK organisations with hotel interests*. The Service Industries Journal, 24(5), 31-51.
61. Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*. Journal of finance, 50(5), 1421-1460.
62. Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J. (2013). *Corporate finance*, 10th. New York: The McGraw-Hill/Irwin.
63. Seetanah, B., Seetah, K., Appadu, K., & Padachi, K. (2014). *Capital structure and firm performance: evidence from an emerging economy*. The Business & Management Review, 4, 185-196.
64. Sharpe W.F. (1964). *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under condition of risk*. The Journal of Finance, 19(3), 425-442.
65. Shyu J. (2012). *Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation*. Managerial Finance, 39(4), 404-420.
66. Singh M., Faircloth S. (2005). *The impact of corporate debt on long term investment and firm performance*. Applied Economics, 37(8), 875-883.
67. Singh, A.J. and Schimigall, R. S. (2002). *Analysis of financial ratios commonly used by US lodging financial executives*. Journal of Leisure Property, 2, 201-213.

68. Skopljal V., Luo R. H. (2012). *Capital structure and firm performance in the financial sector: Evidence from Australia*. Asian Journal of Finance and Accounting, 4, 278-297.
69. Titman S., Wessels R. (1988). *The determinants of capital structure choice*. Journal of Finance, 43(1), 1-19.
70. Tobin J., Brainard W. (1968). *Pitfalls in financial model building*. American Economic Review, 58(2), 99-122.
71. Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). *Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches*. Academy of management review, 11(4), 801-814.
72. Wahba H. (2014). *Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt*. Journal of management and governance, 18(4), 1041-1061.
73. Watson, D., Head, A. (2007). *Corporate Finance: Principles and Practice*, fourth edition. London: Financial Times Prentice Hall.
74. Weill, L. (2008). *Leverage and Corporate Performance: Does Institutional Environment matter?* Small Business Economics, 30, 251-265.
75. Yang J., Chou S, Cheng H., Lee C. (2010). *The effects of capital structure on firm performance in the Taiwan 50 and Taiwan Mid-Cap 100*. Journal of statistics and management systems, 13(5), 1069-1078.
76. Zeitun R., Haq M. M. (2015). *Debt maturity, financial crisis and corporate performance in GCC countries: a dynamic-GMM approach*. Afro-Asian J. Finance and Accounting, 5, 231-247.

**PHỤ LỤC 1: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN  
ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM  
YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2008 – 2010**

Để tìm hiểu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trong giai đoạn khủng hoảng, Luận án sử dụng bộ dữ liệu bảng của 200 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết liên tục trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2008 – 2010. Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình được thể hiện qua bảng 1 sau:

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình**

<b>Biến</b>	<b>Số quan sát</b>	<b>Số trung vị</b>	<b>Số trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Số bé nhất</b>	<b>Số lớn nhất</b>
ROE	600	0,149	0,158	0,123	-0,622	0,704
Tobin's Q	600	0,788	0,787	0,240	0,144	2,650
LEV	600	0,540	0,509	0,212	0,031	0,924
SIZE	600	26,735	26,773	1,359	23,220	31,087
TANG	600	0,272	0,313	0,200	0,009	0,978
GROW	600	0,193	0,276	0,880	-0,949	18,879
DIV	600	0,068	0,134	0,236	0,000	2,941
LIQ	600	1,466	2,011	1,816	0,106	19,483
GOV	600	0,253	0,264	0,216	0,000	0,791

*Nguồn: Tổng hợp dữ liệu của Stoxplus*

Bảng 2 mô tả hệ số tương quan các biến được sử dụng trong mô hình:

**Bảng 2: Hệ số tương quan các biến sử dụng trong mô hình**

	ROE	Q	LEV	SIZE	TANG	GROW	DIV	LIQ	GOV
ROE	1,00								
Q	0,18 (0,00)	1,00							
LEV	0,10 (0,01)	0,34 (0,00)	1,00						
SIZE	0,03 (0,46)	0,07 (0,11)	0,18 (0,00)	1,00					
TANG	-0,08 (0,04)	0,09 (0,02)	0,01 (0,78)	0,10 (0,02)	1,00				
GROW	0,06 (0,12)	0,03 (0,53)	0,06 (0,16)	0,03 (0,47)	-0,03 (0,47)	1,00			
DIV	0,15 (0,00)	0,29 (0,00)	0,13 (0,00)	-0,05 (0,19)	-0,02 (0,68)	0,02 (0,68)	1,00		
LIQ	-0,07 (0,09)	-0,31 (0,00)	-0,62 (0,00)	-0,02 (0,70)	-0,09 (0,04)	-0,04 (0,28)	-0,07 (0,07)	1,00	
GOV	0,22 (0,00)	0,01 (0,77)	0,12 (0,00)	0,10 (0,02)	0,07 (0,07)	0,02 (0,58)	0,05 (0,21)	0,04 (0,33)	1,00

(Số trong ngoặc đơn thể hiện mức ý nghĩa tương quan - sig)

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Do phương pháp hồi quy hai bước được thực hiện nhằm kiểm định hiện tượng nội sinh và củng cố hơn kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh nên trong phần này, Luận án chỉ sử dụng phương pháp hồi quy theo dữ liệu bảng và phương pháp hồi quy phân vị.

Luận án tiến hành lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp trong các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng gồm phương pháp bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS), phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM). Sau khi thực hiện hồi quy theo ba phương pháp này, luận án sử dụng kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier (LM test) để lựa chọn phương pháp hồi quy REM/FEM và phương pháp OLS. Kết quả thống kê của kiểm định đối với hai mô hình nghiên cứu được tóm tắt ở bảng 3:

**Bảng 3: Kết quả kiểm định lựa chọn giữa mô hình hồi quy REM/FEM và OLS**

Mô hình	Thống kê Chi <sup>2</sup>	Pro > Chi <sup>2</sup>	Phương pháp ước lượng lựa chọn
Mô hình hồi quy (1)			
Biến phụ thuộc ROE	110,75	0,0000	REM/FEM
Biến phụ thuộc Q	175,02	0,0000	REM/FEM
Mô hình hồi quy (2)			
Biến phụ thuộc ROE	110,70	0,0000	REM/FEM
Biến phụ thuộc Q	174,74	0,0000	REM/FEM

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Với giả thuyết Ho cho rằng các phương sai giữa các thực thể bằng 0, kết quả kiểm định đều bác bỏ giả thuyết Ho với p-value < 0,01, hàm ý ước lượng OLS không tốt bằng ước lượng REM/FEM. Nguyên nhân là do phương pháp hồi quy ước lượng bình phương nhỏ nhất đã bỏ qua ảnh hưởng của yếu tố thời gian và sự khác biệt giữa các đơn vị chéo nên không phù hợp trong phân tích dữ liệu bảng. Do vậy, nghiên cứu tiến hành phân tích theo hai mô hình cho dữ liệu bảng là phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM). Mô hình REM phát triển lên từ mô hình OLS khi có đưa thêm sự khác nhau giữa các công ty nhưng giả định rằng không có mối quan hệ nào giữa phần dư và các biến độc lập của mô hình. Mô hình FEM cũng giống như mô hình REM về sự khác nhau giữa các công ty nhưng cho rằng có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và các biến độc lập. Để lựa chọn giữa mô hình REM và FEM, tác giả sử dụng kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định Hausman được thể hiện trong bảng 4:

**Bảng 4: Kết quả kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình  
REM và FEM**

Mô hình	Thống kê Chi <sup>2</sup>	Pro > Chi <sup>2</sup>	Phương pháp ước lượng lựa chọn
Mô hình hồi quy (1)			
Biến phụ thuộc ROE	11,47	0,1196	REM
Biến phụ thuộc Tobin's Q	63,71	0,0000	FEM
Mô hình hồi quy (2)			
Biến phụ thuộc ROE	12,86	0,1168	REM
Biến phụ thuộc Tobin's Q	64,70	0,0000	FEM

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Kiểm định Hausman với giả thuyết Ho cho rằng hệ số ước lượng bởi mô hình tác động ngẫu nhiên REM giống với các hệ số ước lượng bởi mô hình tác động cố định FEM. Kết quả kiểm định xác nhận bác bỏ giả thuyết Ho đối với mô hình biến phụ thuộc Tobin's Q, chứng tỏ mô hình tác động cố định sẽ phù hợp hơn. Ngược lại, kết quả kiểm định cho thấy không thể bác bỏ giả thuyết Ho đối với mô hình biến phụ thuộc ROE. Như vậy, các hệ số theo mô hình tác động cố định FEM sẽ được sử dụng để phân tích tác động của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q và các hệ số theo mô hình tác động ngẫu nhiên REM được sử dụng để phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp ROE.

**Bảng 5: Kết quả ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết giai đoạn 2008 - 2010**

	Biến phụ thuộc ROE		Biến phụ thuộc Tobin's Q	
	Mô hình 1 (REM)	Mô hình 2 (REM)	Mô hình 1 (FEM)	Mô hình 2 (FEM)
LEV	0,009 (0,24)	-0,186 (-1,21)	0,257** (2,38)	0,565 (1,59)
LEV2		0,189** (1,31)		-0,297 (-0,91)
Size	-0,000 (-0,06)	0,001 (-0,17)	0,193*** (7,14)	0,196*** (7,20)
Tang	-0,086*** (-2,65)	-0,089*** (-2,74)	-0,139 (-1,33)	-0,130 (-1,23)
Grow	0,007 (1,39)	0,007 (1,41)	-0,005 (-0,67)	-0,005 (-0,68)
Div	0,083*** (3,67)	0,082*** (3,60)	0,266*** (5,83)	0,267*** (5,85)
Liq	-0,002 (-0,47)	-0,004 (-1,06)	-0,010 (-1,46)	-0,006 (-0,81)
Gov	0,131*** (4,29)	0,128*** (4,17)	0,060 (0,54)	0,076 (0,68)
Hệ số chặn	0,113 (0,78)	0,179 (1,17)	-4,490*** (-6,25)	-4,646*** (-6,29)
Kiểm soát theo ngành	Có	Có	Có	Có
R <sup>2</sup>	0,1083	0,1098	0,8017	0,8021

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Kết quả hồi quy theo mô hình 1 cho thấy:

- Không tìm thấy mối quan hệ tuyến tính có ý nghĩa thống kê giữa cơ cấu vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số hồi quy của biến LEV trong mô hình biến phụ thuộc Tobin's Q là 0,275 với độ tin cậy là 95%. Điều này có nghĩa nếu các yếu tố khác không đổi thì khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng thêm 1% thì chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q tăng 0,275%. Kết luận này trái ngược với kết luận về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q được tìm thấy trong giai đoạn 2011- 2017.

- Biến SIZE trong mô hình biến phụ thuộc ROE không cho kết quả ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê. Ngược lại hệ số hồi quy của biến SIZE trong mô hình biến phụ thuộc Tobin's Q là 0,193 với độ tin cậy 99%. Điều này chứng tỏ nếu các yếu tố khác không đổi thì khi biến quy mô doanh nghiệp SIZE tăng 1% thì chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin's Q tăng 0,193%. Kết luận này tương đồng với kết luận về ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn năm 2011- 2017.

- Hệ số hồi quy của biến TANG trong mô hình hồi quy biến phụ thuộc ROE là -0,086 với độ tin cậy là 99%, chứng tỏ tỷ trọng tài sản cố định tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Kết luận này đồng thuận với kết luận về ảnh hưởng của tỷ trọng tài sản cố định đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn năm 2011-2017. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu không cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa tỷ trọng tài sản cố định và giá trị thị trường Tobin's Q của doanh nghiệp.

- Biến độc lập GROW phản ánh tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp và biến LIQ phản ánh khả năng thanh toán không cho kết quả ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến khả năng sinh lời và chỉ tiêu giá trị thị trường của doanh nghiệp.

- Hệ số hồi quy của biến DIV trong mô hình biến phụ thuộc ROE là 0,083 và biến phụ thuộc Tobin's Q là 0,266 với mức ý nghĩa thống kê 99%, chứng tỏ tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động tích cực đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu và chỉ tiêu giá trị thị trường của doanh nghiệp. Kết quả này trái ngược với mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và khả năng sinh lời được tìm thấy trong giai đoạn năm 2011- 2017.

Như vậy, có thể thấy trong giai đoạn khủng hoảng, chính sách chi trả cổ tức đã tạo ra được tín hiệu tốt đối với nhà đầu tư về tình hình tài chính của doanh nghiệp, góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

- Biến GOV cho thấy giá trị có ý nghĩa thống kê trong mô hình biến phụ thuộc ROE tại mức ý nghĩa thống kê 99%. Kết quả này chứng tỏ sự tham gia của Nhà nước trong giai đoạn khủng hoảng đã giữ vai trò tích cực, góp phần giúp doanh nghiệp vượt qua được các khó khăn.

Kết quả hồi quy theo mô hình 2 cho thấy không tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính có ý nghĩa thống kê giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Hệ số hồi quy của các biến khác trong mô hình 2 đều cho kết quả đồng thuận với kết quả từ mô hình hồi quy 1.

Kết quả hồi quy phân vị ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được thể hiện trong bảng 6 sau:



**Bảng 6: Kết quả hệ số hồi quy của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trên các phân vị**

Phân vị	Biến	Biến phụ thuộc ROE	Biến phụ thuộc Tobin's Q
q10	Lev	-0,000 (-0,00)	0,800*** (22,54)
q20	Lev	0,013 (0,46)	0,690*** (13,25)
q30	Lev	0,13 (0,54)	0,635*** (13,16)
q40	Lev	0,016 (0,50)	0,597*** (10,62)
q50	Lev	0,035 (0,81)	0,484*** (8,13)
q60	Lev	0,043 (0,94)	0,375*** (5,49)
q70	Lev	0,046 (1,15)	0,300** (4,28)
q80	Lev	0,040 (0,71)	0,129* (1,69)
q90	Lev	-0,035 (-0,58)	-0.180** (-2,32)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.

*Nguồn: Tổng hợp từ kết quả trên phần mềm Stata*

Tương tự như mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng, kết quả từ mô hình hồi quy phân vị không cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê của cơ cấu vốn đối với khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE trong giai đoạn khủng hoảng. Tuy nhiên, hệ số hồi quy của biến LEV Tobin's Q trên bảng 6 cho thấy mức độ tác động của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu giá thị trường Tobin's Q là khác nhau trên các phân vị. Kết quả cho thấy vay nợ có tác động tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp tại hầu hết các phân vị từ q10 đến q80 và chỉ thể hiện tác động ngược lại tại những phân vị cao nhất là q90. Như vậy, trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, đối với phần lớn các công ty cổ phần niêm yết, việc sử dụng nợ vay sẽ tạo ra tín hiệu tốt hơn đối với thị trường. Chỉ một phần nhỏ các doanh nghiệp có giá trị thị trường cao hơn thì vay nợ mới thể hiện xu hướng tác động ngược chiều.

**PHỤ LỤC 2: DANH SÁCH CÁC NHÀ QUẢN TRỊ VÀ CHUYÊN GIA TƯ  
VẤN THAM GIA KHẢO SÁT**

<b>STT</b>	<b>Tên doanh nghiệp/ tổ chức</b>	<b>Tên người trả lời</b>
1	Công ty cổ phần Thiết bị y tế Việt Nhật	Đặng Thị Hà Giang
2	Công ty cổ phần Tập đoàn Amaccao	Đỗ Thanh Bình
3	Công ty cổ phần quảng cáo và dịch vụ Mặt trời vàng	Nguyễn Thị Thanh Huyền
4	Công ty cổ phần An Sinh	Vũ Minh Đức
5	Công ty Cổ phần SX và kinh doanh quốc tế Lê Hùng	Lê Nguyên Tài
6	Công ty cổ phần Thương mại và vận tải biển Phương Đông	Trần Quang Toàn
7	Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Công nghệ Điện tử Viễn thông	Nguyễn Hoàng Minh
8	Công ty cổ phần Đào tạo trực tuyến OES	Nguyễn Đức Bình
9	Công ty cổ phần xây dựng Hải Phát	Nguyễn Minh Châu
10	Công ty cổ phần năng lượng VSK	Đỗ Hồng Liên
11	Công ty cổ phần Nhà sạch Vũng Tàu	Phạm Thị Hào
12	Công ty cổ phần Global Express Việt Nam	Chu Vân Anh
13	Công ty cổ phần Industrial group Trung Việt	Nguyễn Văn Minh
14	Công ty cổ phần Dược phẩm 2 Sơn La	Trần Thị Lan
15	Công ty cổ phần Vicem bao bì Hải Phòng	Phạm Thị Thúy
16	Công ty cổ phần Vận tải Xăng dầu VIPCO	Lê Đức Bình
17	Công ty cổ phần phát triển đầu tư xây dựng Việt Nam	Ngô Thị Phượng
18	Công ty cổ phần Amaccao – Hà Nam	Nguyễn Thị Nghĩa
19	Công ty Cổ phần tư vấn Bưu Điện	Lê Thị Lựu
20	Tổng công ty Hàng không Việt Nam	Trần Thị Bình Minh
21	Công ty cổ phần sơn Suntex Việt Nam	Nguyễn Thị Hào
22	Công ty cổ phần Moji Việt Nam	Lê Quang Huy

23	Công ty cổ phần Moji Việt Nam	Nguyễn Ngọc Huyền
24	Công ty cổ phần Moji Việt Nam	Đình Hoài Thu
25	Công ty Cổ phần Đại Trần Gia	Nguyễn Quang Thắng
26	Công ty cổ phần giao thông thông minh việt	Hoàng Đình Đại
27	Công ty cổ phần giải pháp phần mềm và giải pháp tích hợp Xtel	Nguyễn Quang Hưng
28	Công ty cổ phần đầu tư và công nghệ Tân Hoàng Minh Phát	Võ Ngọc Khánh
29	Công ty cổ phần đầu tư và công nghệ Tân Hoàng Minh Phát	Nguyễn Đức Bình
30	Công ty cổ phần đầu tư và công nghệ ICP Việt Nam	Bùi Kiên
31	Công ty cổ phần đầu tư và công nghệ ICP Việt Nam	Nguyễn Thùy Anh
32	NORRED Project funded by the World Bank	Trịnh Thị Hằng
33	Trường Đại học Thương mại	TS. Nguyễn Thị Minh Hạnh
34	Trường Đại học Thương mại	TS. Phạm Tuấn Anh
35	Trường Đại học Thương mại	TS. Nguyễn Thanh Huyền
36	Tổng cục thuế	Toàn Thị Na
37	Bộ Tài chính	Nguyễn Thị Ngọc Hà
38	Công ty TNHH AFC Thăng Long	Lê Thị Hiền
39	Trường Đại học Ngoại thương	TS. Bùi Thu Hiền
40	Trường Đại học Ngoại thương	TS. Nguyễn Thúy Anh
41	Trường Đại học Ngoại thương	PGS.TS. Trần Thị Kim Anh
42	Trường Đại học Ngoại thương	TS. Trần Tú Uyên
43	Học viện Ngân hàng	TS. Trương Thị Thùy Dương
44	Học viện Tài chính	TS. Nguyễn Thu Thủy
45	Công ty TNHH Kiểm toán An Việt	Đoàn Thu Hằng
46	Viện Kinh tế và Thương mại quốc tế	Nguyễn Thị Hoa
47	Kiểm toán Nhà nước	Nguyễn Đăng Khoa
48	Viện chiến lược và chính sách tài chính	Tô Kim Huệ



**THÔNG TIN CHUNG**

Tên đơn vị:.....

Địa chỉ:.....

Tên người trả lời Phiếu khảo sát:.....

Chức vụ hiện tại:.....

**NỘI DUNG KHẢO SÁT****Nhóm 1: Các vấn đề chung về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp**

1. Theo Ông/ Bà, bộ phận nào trong doanh nghiệp chịu trách nhiệm về quyết định cơ cấu vốn?

Hội đồng quản trị	1
Ban giám đốc	2
Giám đốc tài chính	3
Phòng kế toán	4
Bộ phận khác (nêu rõ):	5

2. Ông/Bà có được những kiến thức về cơ cấu vốn từ kênh thông tin nào sau đây? (có thể chọn nhiều phương án)

Tự nghiên cứu, tìm hiểu	1
Được học trong chương trình đào tạo đại học/ sau đại học	2
Được tham gia tập huấn, hội thảo	3
Qua các phương tiện thông tin đại chúng	4
Các kênh thông tin khác (có thể nêu rõ):	5

3. Các nhân tố nào ảnh hưởng đến quyết định cơ cấu vốn trong doanh nghiệp (có thể chọn nhiều nhân tố) và đánh giá tầm quan trọng của từng nhân tố. (1- Rất ít quan trọng, 5- Rất quan trọng)

STT	Các nhân tố ảnh hưởng	Tầm quan trọng (Mức điểm)				
		1	2	3	4	5
<b>Các nhân tố bên trong doanh nghiệp</b>						
1	Quy mô doanh nghiệp	1	2	3	4	5
2	Tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp	1	2	3	4	5
3	Khả năng thanh toán	1	2	3	4	5
4	Tỷ lệ chi trả cổ tức	1	2	3	4	5
5	Quan điểm của lãnh đạo doanh nghiệp	1	2	3	4	5
6	Đặc điểm ngành kinh doanh	1	2	3	4	5
<b>Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp</b>						
7	Chính sách kinh tế của Nhà nước	1	2	3	4	5
8	Sự phát triển của thị trường vốn	1	2	3	4	5
9	Lãi suất cho vay	1	2	3	4	5

4. Ông/Bà có đánh giá chung như thế nào về hiệu quả quyết định cơ cấu vốn trong doanh nghiệp? (1-Rất ít hiệu quả, 5- Rất hiệu quả)

Rất không hiệu quả	1
Không hiệu quả	2
Bình thường	3
Hiệu quả	4
Rất hiệu quả	5

5. Ông/Bà hãy cho biết mức độ ưu tiên trong sử dụng các nguồn vốn sau trong doanh nghiệp? (1- Rất không ưu tiên, 5- Rất ưu tiên)

STT	Các nguồn vốn	Mức độ ưu tiên (Mức điểm)				
		1	2	3	4	5
1	Lợi nhuận giữ lại	1	2	3	4	5
2	Vốn đầu tư do các cổ đông hiện tại góp thêm	1	2	3	4	5
3	Phát hành cổ phiếu cho cổ đông bên ngoài	1	2	3	4	5
4	Vốn vay dài hạn	1	2	3	4	5
5	Vốn vay ngắn hạn	1	2	3	4	5
6	Vốn vay từ các nguồn phi chính thức	1	2	3	4	5
7	Nợ phải trả trong thanh toán	1	2	3	4	5
8	Phát hành trái phiếu	1	2	3	4	5
9	Phát hành trái phiếu chuyển đổi	1	2	3	4	5
10	Thuê tài chính	1	2	3	4	5
11	Các nguồn khác (nêu rõ):	1	2	3	4	5

6. Ông/Bà hãy đánh giá những khó khăn, rủi ro có thể phát sinh trong việc huy động vốn vay từ ngân hàng của doanh nghiệp?

Khó khăn:

Rủi ro:

7. Ông/Bà hãy đánh giá những khó khăn, rủi ro có thể phát sinh trong việc phát hành trái phiếu/ trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp?

Khó khăn:

Rủi ro:

8. Ông/Bà hãy đánh giá những khó khăn, rủi ro có thể phát sinh trong việc phát hành cổ phiếu cho các cổ đông bên ngoài doanh nghiệp?

Khó khăn:

Rủi ro:

9. Ông/Bà hãy đánh giá những khó khăn, rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải khi sử dụng hình thức thuê tài chính?

Khó khăn:

Rủi ro:

10. Ông/Bà hãy đánh giá những khó khăn, rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải trong việc phát hành trái phiếu/cổ phiếu trên thị trường vốn quốc tế?

Khó khăn:

Rủi ro:

**TRÂN TRỌNG CẢM ƠN!**



**PHỤ LỤC 4: KẾT QUẢ HỒI QUY VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN  
ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM  
YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011 - 2017**

Mô hình 1: Biến phụ thuộc ROE

Phương pháp OLS

Linear regression

Number of obs = 3122  
F( 14, 3107) = 10.46  
Prob > F = 0.0000  
R-squared = 0.0451  
Root MSE = .19455

roe	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
lev	-.1764865	.0298434	-5.91	0.000	-.2350013	-.1179717
size	.0123058	.0029959	4.11	0.000	.0064316	.01818
tang	-.0299438	.0147894	-2.02	0.043	-.0589417	-.0009458
growth_dt	.0011951	.0006611	1.81	0.071	-.0001013	.0024914
div	-.0032781	.0018338	-1.79	0.074	-.0068737	.0003175
liq	-.0014626	.0005716	-2.56	0.011	-.0025833	-.0003419
gov	.0603729	.0146725	4.11	0.000	.0316042	.0891417
sector						
Công nghi?p L1	.0304847	.0121919	2.50	0.012	.0065798	.0543897
D?ch v? Tiêu..	.0243664	.0176795	1.38	0.168	-.0102984	.0590311
D?u khi L1	.0370862	.023861	1.55	0.120	-.0096987	.0838712
Du?c ph?m và..	.0481098	.0206474	2.33	0.020	.0076258	.0885937
Hàng Tiêu dù..	.0476624	.0162805	2.93	0.003	.0157408	.079584
Nguyên v?t l..	.0300341	.0151374	1.98	0.047	.0003538	.0597144
Ti?n ích C?n..	.0617819	.0138848	4.45	0.000	.0345576	.0890063
_cons	-.1721397	.0740919	-2.32	0.020	-.3174139	-.0268656

## Phương pháp REM

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =   3122
Group variable: id                       Number of groups =    446

R-sq:  within = 0.0432                   Obs per group:  min =     7
        between = 0.0576                                     avg =    7.0
        overall = 0.0410                                     max =     7

Wald chi2(14) = 125.45
corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Prob > chi2     = 0.0000

```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lev	-.2167886	.0240892	-9.00	0.000	-.2640025	-.1695746
size	.0189049	.00398	4.75	0.000	.0111043	.0267055
tang	-.0637828	.0228809	-2.79	0.005	-.1086284	-.0189371
growth_dt	.0017523	.0006463	2.71	0.007	.0004855	.0030191
div	-.0036429	.0009177	-3.97	0.000	-.0054416	-.0018442
liq	-.0009279	.0006442	-1.44	0.150	-.0021905	.0003346
gov	.023216	.019731	1.18	0.239	-.0154559	.061888
sector						
Công nghi?p L1	.0405301	.0263985	1.54	0.125	-.01121	.0922702
D?ch v? Tiêu..	.0352309	.0311711	1.13	0.258	-.0258633	.0963251
D?u khi L1	.0340357	.0714569	0.48	0.634	-.1060173	.1740887
Du?c ph?m và..	.0513312	.036797	1.39	0.163	-.0207895	.123452
Hàng Tiêu dù..	.0476614	.028717	1.66	0.097	-.0086229	.1039457
Nguyên v?t l..	.0326326	.0291868	1.12	0.264	-.0245724	.0898376
Ti?n ích C?n..	.0739642	.0339952	2.18	0.030	.0073348	.1405936
_cons	-.3212958	.1048841	-3.06	0.002	-.5268649	-.1157268

## Kiểm định Breusch và Pagan Lagrangian lựa chọn FEM/REM và OLS

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0394609	.1986477
e	.0286014	.1691195
u	.0085907	.0926862

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 457.96  
 Prob > chibar2 = 0.0000

## Phương pháp FEM

Linear regression, absorbing indicators

Number of obs = 3122  
 F( 7, 2669) = 21.88  
 Prob > F = 0.0000  
 R-squared = 0.3802  
 Adj R-squared = 0.2752  
 Root MSE = 0.1691

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.3758763	.0399816	-9.40	0.000	-.4542744	-.2974781
size	.062656	.0103296	6.07	0.000	.0424013	.0829108
tang	-.1210364	.0372801	-3.25	0.001	-.1941372	-.0479355
growth_dt	.0019562	.0006609	2.96	0.003	.0006603	.0032521
div	-.0037273	.0009331	-3.99	0.000	-.005557	-.0018976
liq	-.0007512	.0006829	-1.10	0.271	-.0020902	.0005879
gov	-.0697345	.0287083	-2.43	0.015	-.1260274	-.0134417
sector						
Công nghiệp L1	0	(omitted)				
Dịch vụ Tiêu..	0	(omitted)				
Dầu khí L1	0	(omitted)				
Du lịch và..	0	(omitted)				
Hàng Tiêu dùng..	0	(omitted)				
Nguyên vật l..	0	(omitted)				
Tiền ích C?n..	0	(omitted)				
_cons	-1.346849	.2741023	-4.91	0.000	-1.884323	-.8093743
id	F(445, 2669) =		3.278	0.000	(446 categories)	

## Kiểm định Hausman lựa chọn FEM/REM

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
lev	-.3758763	-.2167886	-.1590877	.0319099
size	.062656	.0189049	.0437512	.0095321
tang	-.1210364	-.0637828	-.0572536	.0294325
growth_dt	.0019562	.0017523	.0002039	.000138
div	-.0037273	-.0036429	-.0000844	.0001689
liq	-.0007512	-.0009279	.0001767	.0002267
gov	-.0697345	.023216	-.0929506	.0208533

b = consistent under Ho and Ha; obtained from areg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)' [(V\_b-V\_B)^(-1)] (b-B)  
 = 76.20  
 Prob>chi2 = 0.0000

## Mô hình 1: Biến phụ thuộc Tobin's Q

### Phương pháp OLS

Linear regression

Number of obs = 3122  
 F( 14, 3107) = 11.22  
 Prob > F = 0.0000  
 R-squared = 0.0800  
 Root MSE = .39511

q	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0769969	.050496	-1.52	0.127	-.1760057	.0220119
size	.0526331	.009546	5.51	0.000	.033916	.0713502
tang	-.0847711	.0282719	-3.00	0.003	-.1402046	-.0293377
growth_dt	.0009233	.000395	2.34	0.019	.0001488	.0016979
div	.0017066	.0019854	0.86	0.390	-.0021863	.0055995
liq	.0005312	.0013847	0.38	0.701	-.0021838	.0032462
gov	.1445394	.0315541	4.58	0.000	.0826703	.2064084
sector						
Công nghi?p L1	.0412997	.0213957	1.93	0.054	-.0006515	.0832509
D?ch v? Tiêu..	.1858235	.0363298	5.11	0.000	.1145907	.2570563
D?u khi L1	-.0852453	.0452819	-1.88	0.060	-.1740308	.0035403
Du?c ph?m và..	.2978635	.0542161	5.49	0.000	.1915604	.4041665
Hàng Tiêu dù..	.2230367	.0317251	7.03	0.000	.1608325	.2852409
Nguyên v?t l..	.009598	.0253868	0.38	0.705	-.0401786	.0593746
Ti?n ích C?n..	.0827963	.0311301	2.66	0.008	.0217586	.1438339
_cons	-.5918233	.23628	-2.50	0.012	-1.055104	-.1285426

### Phương pháp REM

Random-effects GLS regression  
 Group variable: id

Number of obs = 3122  
 Number of groups = 446

R-sq: within = 0.0966  
 between = 0.1061  
 overall = 0.0722

Obs per group: min = 7  
 avg = 7.0  
 max = 7

corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(14) = 209.74  
 Prob > chi2 = 0.0000

q	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0694859	.0511769	-1.36	0.175	-.1697908	.030819
size	.0959643	.0088681	10.82	0.000	.0785831	.1133455
tang	-.2002277	.0484884	-4.13	0.000	-.2952633	-.1051921
growth_dt	.00049	.0012353	0.40	0.692	-.0019311	.0029111
div	.0012088	.0017516	0.69	0.490	-.0022243	.0046419
liq	.0011498	.0012452	0.92	0.356	-.0012907	.0035904
gov	.1925776	.0411784	4.68	0.000	.1118695	.2732858
sector						
Công nghi?p L1	.0270259	.0610112	0.44	0.658	-.0925538	.1466056
D?ch v? Tiêu..	.2328197	.0719396	3.24	0.001	.0918207	.3738187
D?u khi L1	-.2172203	.1652595	-1.31	0.189	-.5411229	.1066823
Du?c ph?m và..	.2973768	.0851292	3.49	0.000	.1305267	.464227
Hàng Tiêu dù..	.1895018	.066409	2.85	0.004	.0593426	.3196611
Nguyên v?t l..	-.0189661	.0674714	-0.28	0.779	-.1512077	.1132754
Ti?n ích C?n..	.0553255	.0783741	0.71	0.480	-.0982849	.2089358
_cons	-1.731182	.234668	-7.38	0.000	-2.191123	-1.271241

## Kiểm định Breusch và Pagan Lagrangian lựa chọn FEM/REM và OLS

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$q[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
q	.1689364	.4110187
e	.098558	.3139395
u	.0513618	.2266313

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 920.96  
Prob > chibar2 = 0.0000

## Phương pháp FEM

Linear regression, absorbing indicators

Number of obs = 3122  
F( 7, 2669) = 49.51  
Prob > F = 0.0000  
R-squared = 0.5011  
Adj R-squared = 0.4166  
Root MSE = 0.3139

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lev	-.1683193	.0742186	-2.27	0.023	-.3138512 -.0227875
size	.3164128	.019175	16.50	0.000	.2788135 .3540122
tang	-.2045077	.0692038	-2.96	0.003	-.3402061 -.0688092
growth_dt	-.0006197	.0012268	-0.51	0.614	-.0030253 .001786
div	.0011887	.0017322	0.69	0.493	-.0022078 .0045853
liq	.0005391	.0012677	0.43	0.671	-.0019466 .0030248
gov	.2447293	.0532918	4.59	0.000	.1402318 .3492267
sector					
Công nghi?p L1	0	(omitted)			
D?ch v? Tiêu..	0	(omitted)			
D?u khi L1	0	(omitted)			
Du?c ph?m và..	0	(omitted)			
Hàng Tiêu dù..	0	(omitted)			
Nguyên v?t l..	0	(omitted)			
Ti?n ích C?n..	0	(omitted)			
_cons	-7.561052	.5088209	-14.86	0.000	-8.558775 -6.563329
id	F(445, 2669) =	5.601	0.000		(446 categories)

## Kiểm định Hausman lựa chọn FEM và REM

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
lev	-.1683193	-.0694859	-.0988334	.0537525
size	.3164128	.0959643	.2204486	.0170011
tang	-.2045077	-.2002277	-.0042799	.0493764
growth_dt	-.0006197	.00049	-.0011097	.
div	.0011887	.0012088	-.0000201	.
liq	.0005391	.0011498	-.0006107	.0002375
gov	.2447293	.1925776	.0521517	.0338284

b = consistent under Ho and Ha; obtained from areg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)' [(V\_b-V\_B)^(-1)] (b-B)  
 = 200.54  
 Prob>chi2 = 0.0000

## Mô hình 2: Biến phụ thuộc ROE

## Phương pháp OLS

Linear regression

Number of obs = 3122  
 F( 15, 3106) = 10.34  
 Prob > F = 0.0000  
 R-squared = 0.0650  
 Root MSE = .19255

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	.3993826	.1357869	2.94	0.003	.1331414	.6656238
lev2	-.5910816	.1623282	-3.64	0.000	-.9093631	-.2728001
size	.0139951	.0031049	4.51	0.000	.0079073	.0200828
tang	-.0362136	.0144728	-2.50	0.012	-.0645909	-.0078363
growth_dt	.0013607	.0007416	1.83	0.067	-.0000935	.0028148
div	-.0031874	.0017215	-1.85	0.064	-.0065629	.000188
liq	.0001815	.0004397	0.41	0.680	-.0006807	.0010436
gov	.0651024	.01466	4.44	0.000	.0363581	.0938467
sector						
Công nghi?p L1	.0376271	.0122165	3.08	0.002	.0136738	.0615803
D?ch v? Tiêu..	.0392028	.0166314	2.36	0.018	.0065931	.0718125
D?u khi L1	.0222395	.0250936	0.89	0.376	-.0269623	.0714412
Du?c ph?m và..	.0533213	.0207785	2.57	0.010	.0125803	.0940624
Hàng Tiêu dù..	.0480663	.0159738	3.01	0.003	.016746	.0793866
Nguyên v?t l..	.0372432	.014444	2.58	0.010	.0089225	.065564
Ti?n ích C?n..	.054545	.0140432	3.88	0.000	.0270101	.0820799
_cons	-.337074	.0893535	-3.77	0.000	-.5122719	-.1618761

## Phương pháp REM

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =   3122
Group variable: id                       Number of groups =    446

R-sq:  within = 0.0803                   Obs per group:  min =     7
        between = 0.0718                                     avg =    7.0
        overall = 0.0609                                     max =     7

Wald chi2(15) =   214.42
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =   0.0000

```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lev	.5694306	.0884868	6.44	0.000	.3959998	.7428615
lev2	-.8188339	.088544	-9.25	0.000	-.992377	-.6452908
size	.0224459	.0039863	5.63	0.000	.0146329	.0302588
tang	-.0757719	.0227729	-3.33	0.001	-.120406	-.0311378
growth_dt	.0020019	.0006374	3.14	0.002	.0007527	.0032512
div	-.0034629	.0009044	-3.83	0.000	-.0052354	-.0016903
liq	.0005156	.0006541	0.79	0.430	-.0007663	.0017976
gov	.0283539	.0196012	1.45	0.148	-.0100637	.0667716
sector						
Công nghi?p L1	.0509023	.0264236	1.93	0.054	-.000887	.1026915
D?ch v? Tiêu..	.0575006	.0312607	1.84	0.066	-.0037693	.1187705
D?u khi L1	.0108416	.0715118	0.15	0.879	-.1293189	.1510021
Du?c ph?m và..	.0581017	.0368108	1.58	0.114	-.0140461	.1302496
Hàng Tiêu dù..	.0471937	.0287214	1.64	0.100	-.0090993	.1034866
Nguyên v?t l..	.0430095	.0292118	1.47	0.141	-.0142444	.1002635
Ti?n ích C?n..	.0638139	.0340114	1.88	0.061	-.0028471	.130475
_cons	-.5735289	.1080012	-5.31	0.000	-.7852074	-.3618504

## Kiểm định Breusch và Pagan Lagrangian lựa chọn FEM/REM và OLS

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

```
roe[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0394609	.1986477
e	.0274132	.1655695
u	.0086281	.0928873

Test: Var(u) = 0

```

          chibar2(01) =   479.64
        Prob > chibar2 =   0.0000

```

## Phương pháp FEM

Linear regression, absorbing indicators

Number of obs = 3122  
 F( 8, 2668) = 34.56  
 Prob > F = 0.0000  
 R-squared = 0.4061  
 Adj R-squared = 0.3053  
 Root MSE = 0.1656

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	.8215384	.1175596	6.99	0.000	.5910213	1.052056
lev2	-1.274917	.1180267	-10.80	0.000	-1.50635	-1.043484
size	.0801664	.0102418	7.83	0.000	.0600837	.1002492
tang	-.1277662	.0365029	-3.50	0.000	-.199343	-.0561894
growth_dt	.0022938	.0006478	3.54	0.000	.0010236	.003564
div	-.0033785	.0009141	-3.70	0.000	-.005171	-.0015861
liq	.0005815	.0006798	0.86	0.392	-.0007516	.0019146
gov	-.0603123	.0281193	-2.14	0.032	-.11545	-.0051746
sector						
Công nghi?p L1	0	(omitted)				
D?ch v? Tiêu..	0	(omitted)				
D?u khi L1	0	(omitted)				
Du?c ph?m và..	0	(omitted)				
Hàng Tiêu dù..	0	(omitted)				
Nguyên v?t l..	0	(omitted)				
Ti?n ích C?n..	0	(omitted)				
_cons	-2.039165	.2758961	-7.39	0.000	-2.580157	-1.498173

## Kiểm định Hausman lựa chọn FEM và REM

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
lev	.8215384	.5694306	.2521078	.0773974
lev2	-1.274917	-.8188339	-.4560832	.0780401
size	.0801664	.0224459	.0577206	.0094342
tang	-.1277662	-.0757719	-.0519943	.0285281
growth_dt	.0022938	.0020019	.0002918	.0001155
div	-.0033785	-.0034629	.0000843	.000133
liq	.0005815	.0005156	.0000659	.0001855
gov	-.0603123	.0283539	-.0886662	.0201615

b = consistent under Ho and Ha; obtained from areg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
 = 117.12  
 Prob>chi2 = 0.0000



## Mô hình 2: biến phụ thuộc Tobin's Q

### Phương pháp OLS

Linear regression

Number of obs = 3122  
 F( 15, 3106) = 13.62  
 Prob > F = 0.0000  
 R-squared = 0.0818  
 Root MSE = .3948

q	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.4314766	.1784149	-2.42	0.016	-.7812996	-.0816535
lev2	.3638438	.159887	2.28	0.023	.050349	.6773387
size	.0515933	.0095771	5.39	0.000	.0328152	.0703714
tang	-.0809117	.0284127	-2.85	0.004	-.1366212	-.0252022
growth_dt	.0008214	.0003721	2.21	0.027	.0000918	.001551
div	.0016507	.001993	0.83	0.408	-.0022569	.0055584
liq	-.0004808	.0011057	-0.43	0.664	-.0026488	.0016872
gov	.1416281	.0316195	4.48	0.000	.079631	.2036253
sector						
Công nghi?p L1	.0369032	.0215739	1.71	0.087	-.0053973	.0792037
D?ch v? Tiêu..	.1766909	.0358281	4.93	0.000	.1064417	.24694
D?u khi L1	-.0761063	.0452994	-1.68	0.093	-.164926	.0127135
Du?c ph?m và..	.2946554	.054283	5.43	0.000	.1882213	.4010896
Hàng Tiêu dù..	.222788	.0318889	6.99	0.000	.1602626	.2853135
Nguyên v?t l..	.0051604	.0257131	0.20	0.841	-.045256	.0555767
Ti?n ích C?n..	.087251	.0312721	2.79	0.005	.025935	.1485671
_cons	-.4902971	.2430902	-2.02	0.044	-.9669308	-.0136633

### Phương pháp REM

Random-effects GLS regression  
 Group variable: id

Number of obs = 3122  
 Number of groups = 446

R-sq: within = 0.0945  
 between = 0.1085  
 overall = 0.0736

Obs per group: min = 7  
 avg = 7.0  
 max = 7

corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(15) = 211.59  
 Prob > chi2 = 0.0000

q	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lev	-.3079019	.1828691	-1.68	0.092	-.6663188	.050515
lev2	.2486496	.1831175	1.36	0.175	-.1102541	.6075533
size	.0945841	.0088924	10.64	0.000	.0771555	.1120128
tang	-.1964804	.0484977	-4.05	0.000	-.2915341	-.1014267
growth_dt	.0004186	.0012366	0.34	0.735	-.0020052	.0028423
div	.0011502	.0017524	0.66	0.512	-.0022845	.0045849
liq	.0007613	.0012776	0.60	0.551	-.0017427	.0032654
gov	.1904737	.0411662	4.63	0.000	.1097894	.2711579
sector						
Công nghi?p L1	.024078	.0609093	0.40	0.693	-.0953021	.143458
D?ch v? Tiêu..	.2258398	.0719446	3.14	0.002	.0848308	.3668487
D?u khi L1	-.209081	.1649617	-1.27	0.205	-.5324001	.1142381
Du?c ph?m và..	.2954676	.0849409	3.48	0.001	.1289865	.4619488
Hàng Tiêu dù..	.1899863	.0662534	2.87	0.004	.0601321	.3198406
Nguyên v?t l..	-.0218473	.067351	-0.32	0.746	-.1538528	.1101582
Ti?n ích C?n..	.0588551	.078232	0.75	0.452	-.0944768	.2121869
_cons	-1.646765	.2412188	-6.83	0.000	-2.119545	-1.173985

## Kiểm định Breusch và Pagan Lagrangian lựa chọn FEM/REM và OLS

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$q[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
q	.1689364	.4110187
e	.0985799	.3139743
u	.0510317	.225902

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 912.25  
Prob > chibar2 = 0.0000

## Phương pháp FEM

Linear regression, absorbing indicators

Number of obs = 3122  
F( 8, 2668) = 43.37  
Prob > F = 0.0000  
R-squared = 0.5012  
Adj R-squared = 0.4165  
Root MSE = 0.3140

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0339168	.2229318	-0.15	0.879	-.4710534	.4032197
lev2	-.1431017	.2238176	-0.64	0.523	-.5819752	.2957719
size	.3183783	.0194219	16.39	0.000	.2802947	.3564618
tang	-.205263	.0692215	-2.97	0.003	-.3409963	-.0695298
growth_dt	-.0005818	.0012284	-0.47	0.636	-.0029905	.001827
div	.0012279	.0017334	0.71	0.479	-.0021711	.0046269
liq	.0006887	.0012892	0.53	0.593	-.0018392	.0032167
gov	.2457869	.0533234	4.61	0.000	.1412275	.3503462
sector						
Công nghi?p L1	0	(omitted)				
D?ch v? Tiêu..	0	(omitted)				
D?u khi L1	0	(omitted)				
Du?c ph?m và..	0	(omitted)				
Hàng Tiêu dù..	0	(omitted)				
Nguyên v?t l..	0	(omitted)				
Ti?n ích C?n..	0	(omitted)				
_cons	-7.63876	.5231901	-14.60	0.000	-8.664659	-6.612861

## Kiểm định Hausman lựa chọn FEM và REM

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
lev	-.0339168	-.3079019	.273985	.1275047
lev2	-.1431017	.2486496	-.3917512	.1286946
size	.3183783	.0945841	.2237941	.0172666
tang	-.205263	-.1964804	-.0087826	.0493922
growth_dt	-.0005818	.0004186	-.0010003	.
div	.0012279	.0011502	.0000777	.
liq	.0006887	.0007613	-.0000726	.0001725
gov	.2457869	.1904737	.0553132	.0338929

b = consistent under Ho and Ha; obtained from areg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
= 208.95  
Prob>chi2 = 0.0000  
(V\_b-V\_B is not positive definite)

## Hồi quy phân vị: Biến phụ thuộc ROE

Simultaneous quantile regression		Number of obs =				
bootstrap(20) SEs		.10 Pseudo R2 =		0.0241		
		.20 Pseudo R2 =		0.0322		
		.30 Pseudo R2 =		0.0385		
		.40 Pseudo R2 =		0.0385		
		.50 Pseudo R2 =		0.0350		
		.60 Pseudo R2 =		0.0322		
		.70 Pseudo R2 =		0.0336		
		.80 Pseudo R2 =		0.0414		
		.90 Pseudo R2 =		0.0452		
q10						
lev	-.0936883	.0177303	-5.28	0.000	-.1284525	-.058924
size	.0069285	.0019594	3.54	0.000	.0030866	.0107704
tang	-.0348714	.0116707	-2.99	0.003	-.0577545	-.0119883
growth_dt	.0008977	.0056451	0.16	0.874	-.0101708	.0119662
div	-.0031494	.0044477	-0.71	0.479	-.0118701	.0055714
liq	-.0022563	.0018739	-1.20	0.229	-.0059305	.0014179
gov	.0727344	.0127611	5.70	0.000	.0477133	.0977555
sector						
Công nghi?p L1	.0338066	.0303002	1.12	0.265	-.0256038	.093217
D?ch v? Tiêu..	.0284328	.0315992	0.90	0.368	-.0335246	.0903901
D?u khi L1	.0390369	.0461837	0.85	0.398	-.0515168	.1295906
Du?c ph?m và..	.0554258	.0389183	1.42	0.155	-.0208823	.1317339
Hàng Tiêu dù..	.039527	.0309859	1.28	0.202	-.0212279	.1002819
Nguyên v?t l..	.0247868	.0329714	0.75	0.452	-.0398612	.0894348
Ti?n ích C?n..	.0590715	.0301488	1.96	0.050	-.0000422	.1181851
_cons	-.1673881	.0507709	-3.30	0.001	-.266936	-.0678402
q20						
lev	-.059081	.0116508	-5.07	0.000	-.081925	-.036237
size	.0054998	.0024894	2.21	0.027	.0006188	.0103809
tang	-.0332692	.0082306	-4.04	0.000	-.0494073	-.0171312
growth_dt	.0007199	.0048428	0.15	0.882	-.0087755	.0102153
div	-.0034385	.0015647	-2.20	0.028	-.0065065	-.0003705
liq	-.0012449	.0008831	-1.41	0.159	-.0029764	.0004867
gov	.068811	.0062097	11.08	0.000	.0566355	.0809865
sector						
Công nghi?p L1	.0074647	.0066945	1.12	0.265	-.0056614	.0205908
D?ch v? Tiêu..	.0096679	.0100011	0.97	0.334	-.0099416	.0292775
D?u khi L1	.0278772	.0339644	0.82	0.412	-.0387176	.094472
Du?c ph?m và..	.0614967	.0179668	3.42	0.001	.0262686	.0967248
Hàng Tiêu dù..	.0281503	.0097392	2.89	0.004	.0090544	.0472462
Nguyên v?t l..	.0156931	.0090417	1.74	0.083	-.0020353	.0334215
Ti?n ích C?n..	.0442453	.0116209	3.81	0.000	.0214599	.0670308
_cons	-.1021595	.062009	-1.65	0.100	-.2237423	.0194233
q30						
lev	-.06102	.0108383	-5.63	0.000	-.0822709	-.0397691
size	.0065109	.0014149	4.60	0.000	.0037367	.0092852
tang	-.0335335	.0091328	-3.67	0.000	-.0514405	-.0156266
growth_dt	.0006657	.0073839	0.09	0.928	-.0138121	.0151434
div	-.0006215	.0012739	-0.49	0.626	-.0031194	.0018763
liq	-.0010207	.0011889	-0.86	0.391	-.0033518	.0013103
gov	.0655875	.0070158	9.35	0.000	.0518315	.0793435
sector						
Công nghi?p L1	.0150501	.0061983	2.43	0.015	.0028969	.0272033
D?ch v? Tiêu..	.0215367	.0102556	2.10	0.036	.0014283	.041645
D?u khi L1	.0266945	.0243465	1.10	0.273	-.0210425	.0744314
Du?c ph?m và..	.0694052	.0143635	4.83	0.000	.0412422	.0975682
Hàng Tiêu dù..	.0444518	.0089016	4.99	0.000	.0269982	.0619054
Nguyên v?t l..	.0129143	.0082818	1.56	0.119	-.003324	.0291526
Ti?n ích C?n..	.0613612	.0102375	5.99	0.000	.0412883	.0814341
_cons	-.1128981	.0402321	-2.81	0.005	-.1917823	-.0340139
q40						
lev	-.0758778	.0104794	-7.24	0.000	-.096425	-.0553306
size	.0075754	.0013488	5.62	0.000	.0049308	.01022
tang	-.0344794	.0099442	-3.47	0.001	-.0539772	-.0149816
growth_dt	.0006099	.011232	0.05	0.957	-.021413	.0226328
div	-.0009619	.0010731	-0.90	0.370	-.0030659	.0011422
liq	-.0014742	.0011594	-1.27	0.204	-.0037474	.000799
gov	.0631001	.0100179	6.30	0.000	.0434578	.0827424
sector						
Công nghi?p L1	.0267293	.0087213	3.06	0.002	.0096291	.0438294
D?ch v? Tiêu..	.0322446	.0115902	2.78	0.005	.0095194	.0549698
D?u khi L1	.0418807	.0297975	1.41	0.160	-.016544	.1003054
Du?c ph?m và..	.0764615	.0149265	5.12	0.000	.0471946	.1057283
Hàng Tiêu dù..	.0545495	.0134408	4.06	0.000	.0281958	.0809033
Nguyên v?t l..	.0232122	.0107463	2.16	0.031	.0021416	.0442828
Ti?n ích C?n..	.0695628	.0122419	5.68	0.000	.0455598	.0935657



## Hồi quy phân vị: biến phụ thuộc Tobin's Q

Simultaneous quantile regression  
bootstrap(20) SEs

Number of obs = 3122  
.10 Pseudo R2 = 0.3137  
.20 Pseudo R2 = 0.2330  
.30 Pseudo R2 = 0.1726  
.40 Pseudo R2 = 0.1209  
.50 Pseudo R2 = 0.0805  
.60 Pseudo R2 = 0.0550  
.70 Pseudo R2 = 0.0485  
.80 Pseudo R2 = 0.0689  
.90 Pseudo R2 = 0.1493

q		Coef.	Bootstrap Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
q10	lev	.7090787	.0171684	41.30	0.000	.6754161 .7427413
	size	.0088529	.0024397	3.63	0.000	.0040693 .0136366
	tang	-.0265845	.007097	-3.75	0.000	-.0404997 -.0126693
	growth_dt	.0004531	.0039799	0.11	0.909	-.0073503 .0082566
	div	-.0001025	.0017092	-0.06	0.952	-.0034539 .0032489
	liq	.001202	.0013037	0.92	0.357	-.0013542 .0037582
	gov	.0322842	.0067586	4.78	0.000	.0190323 .045536
	sector					
	Công nghi?p L1	.0249736	.0130712	1.91	0.056	-.0006555 .0506028
	D?ch v? Tiêu..	.0561109	.0194177	2.89	0.004	.018038 .0941838
	D?u khi L1	.0742834	.0319622	2.32	0.020	.0116142 .1369526
	Du?c ph?m và..	.0479453	.015189	3.16	0.002	.0181637 .0777268
	Hàng Tiêu dù..	.0462008	.0153277	3.01	0.003	.0161473 .0762543
Nguyên v?t l..	.0303118	.0129358	2.34	0.019	.0049482 .0556755	
Ti?n ích C?n..	.0619912	.0215304	2.88	0.004	.019776 .1042063	
_cons	-.009446	.0626305	-0.15	0.880	-.1322474 .1133554	
q20	lev	.5912937	.0190521	31.04	0.000	.5539377 .6286496
	size	.0143654	.0019655	7.31	0.000	.0105115 .0182192
	tang	-.0279881	.0106545	-2.63	0.009	-.0488787 -.0070975
	growth_dt	.0004813	.0018041	0.27	0.790	-.0030561 .0040186
	div	-.0003996	.0019791	-0.20	0.840	-.0042802 .0034809
	liq	.0013543	.0016614	0.82	0.415	-.0019033 .0046119
	gov	.0406214	.0091266	4.45	0.000	.0227266 .0585162
	sector					
	Công nghi?p L1	.0094342	.0130033	0.73	0.468	-.0160618 .0349301
	D?ch v? Tiêu..	.0587429	.0215712	2.72	0.007	.0164477 .1010381
	D?u khi L1	.0543499	.0337146	1.61	0.107	-.0117551 .120455
	Du?c ph?m và..	.0476711	.0171146	2.79	0.005	.0141139 .0812282
	Hàng Tiêu dù..	.0400503	.0178358	2.25	0.025	.0050791 .0750215
Nguyên v?t l..	.0122414	.0123336	0.99	0.321	-.0119414 .0364243	
Ti?n ích C?n..	.0550495	.0201393	2.73	0.006	.0155619 .0945371	
_cons	-.0479496	.053645	-0.89	0.371	-.1531328 .0572336	
q30	lev	.4959634	.0156528	31.69	0.000	.4652724 .5266543
	size	.0162992	.0016922	9.63	0.000	.0129813 .0196172
	tang	-.0319612	.0105663	-3.02	0.003	-.0526788 -.0112436
	growth_dt	.0009544	.002752	0.35	0.729	-.0044415 .0063503
	div	.0009673	.0028364	0.34	0.733	-.0045941 .0065286
	liq	.0010216	.0012046	0.85	0.396	-.0013402 .0033835
	gov	.0531836	.0111774	4.76	0.000	.0312677 .0750995
	sector					
	Công nghi?p L1	-.0006031	.0183293	-0.03	0.974	-.0365419 .0353358
	D?ch v? Tiêu..	.0582049	.0282567	2.06	0.039	.0028011 .1136087
	D?u khi L1	.0246677	.0267197	0.92	0.356	-.0277224 .0770578
	Du?c ph?m và..	.0556507	.035583	1.56	0.118	-.0141178 .1254193
	Hàng Tiêu dù..	.0529714	.022461	2.36	0.018	.0089314 .0970113
Nguyên v?t l..	.0000673	.0187913	0.00	0.997	-.0367774 .0369119	
Ti?n ích C?n..	.0553715	.0213254	2.60	0.009	.0135583 .0971848	
_cons	-.0090858	.0551483	-0.16	0.869	-.1172166 .099045	
q40	lev	.4229702	.0198598	21.30	0.000	.3840306 .4619098
	size	.0184574	.0024272	7.60	0.000	.0136983 .0232165
	tang	-.036727	.012369	-2.97	0.003	-.0609793 -.0124747
	growth_dt	.0007691	.003555	0.22	0.829	-.0062012 .0077395
	div	.0005902	.0025817	0.23	0.819	-.0044718 .0056521
	liq	.000684	.0016046	0.43	0.670	-.0024622 .0038302
	gov	.0426239	.0147153	2.90	0.004	.0137713 .0714766
	sector					
	Công nghi?p L1	-.0014196	.0132409	-0.11	0.915	-.0273813 .0245421
	D?ch v? Tiêu..	.0738606	.0256151	2.88	0.004	.0236363 .1240849
	D?u khi L1	.0093106	.0224231	0.42	0.678	-.034655 .0532763
	Du?c ph?m và..	.117647	.0396519	2.97	0.003	.0399004 .1953937
	Hàng Tiêu dù..	.0710471	.0190671	3.73	0.000	.0336616 .1084326
Nguyên v?t l..	.0059362	.0139683	0.42	0.671	-.0214518 .0333242	
Ti?n ích C?n..	.0621754	.0242951	2.56	0.011	.0145393 .1098115	
_cons	.0065918	.0723366	0.09	0.927	-.1352405 .1484241	

q50						
lev	.298044	.0209728	14.21	0.000	.256922	.339166
size	.0238635	.0033681	7.09	0.000	.0172595	.0304676
tang	-.0464704	-.016939	-2.74	0.006	-.0796832	-.0132576
growth_dt	.0005343	.0050431	0.11	0.916	-.0093537	.0104224
div	.0044402	.0023114	1.92	0.055	-.0000918	.0089721
liq	.0002847	.0019789	0.14	0.886	-.0035955	.0041648
gov	.0567152	.0140359	4.04	0.000	.0291947	.0842358
sector						
Công nghi?p L1	-.0080106	.0245314	-0.33	0.744	-.0561101	.0400889
D?ch v? Tiêu..	.0758546	.0326746	2.32	0.020	.0117885	.1399207
D?u khi L1	-.0235625	.036388	-0.65	0.517	-.0949095	.0477845
Du?c ph?m và..	.164429	.0441381	3.73	0.000	.0778863	.2509717
Hàng Tiêu dù..	.09495	.0319428	2.97	0.003	.0323188	.1575812
Nguyên v?t l..	-.0087985	.0280965	-0.31	0.754	-.0638882	.0462912
Ti?n ích C?n..	.0645257	.0320148	2.02	0.044	.0017534	.1272981
_cons	-.0275719	.091297	-0.30	0.763	-.2065805	.1514367
q60						
lev	.1483859	.0237199	6.26	0.000	.1018776	.1948941
size	.031413	.0039071	8.04	0.000	.0237523	.0390737
tang	-.0618415	.0134983	-4.58	0.000	-.0883079	-.035375
growth_dt	.0003714	.0068996	0.05	0.957	-.0131568	.0138996
div	.003302	.0020167	1.64	0.102	-.0006522	.0072562
liq	-.0002513	.0027194	-0.09	0.926	-.0055834	.0050807
gov	.0596652	.017385	3.43	0.001	.0255779	.0937524
sector						
Công nghi?p L1	-.0265688	.026097	-1.02	0.309	-.0777379	.0246003
D?ch v? Tiêu..	.0733417	.0341306	2.15	0.032	.0064208	.1402626
D?u khi L1	-.0598313	.0363672	-1.65	0.100	-.1311376	.0114749
Du?c ph?m và..	.1627173	.0356193	4.57	0.000	.0928775	.2325571
Hàng Tiêu dù..	.094045	.0313932	3.00	0.003	.0324915	.1555985
Nguyên v?t l..	-.0309131	.0264751	-1.17	0.243	-.0828235	.0209974
Ti?n ích C?n..	.0518551	.0342427	1.51	0.130	-.0152854	.1189957
_cons	-.0783709	.1030246	-0.76	0.447	-.2803742	.1236324
q70						
lev	-.0070679	.023933	-0.30	0.768	-.053994	.0398583
size	.0370154	.0043679	8.47	0.000	.0284511	.0455796
tang	-.0621208	.0210347	-2.95	0.003	-.103364	-.0208775
growth_dt	.0003488	.0085136	0.04	0.967	-.016344	.0170417
div	.0044451	.0014517	3.06	0.002	.0015987	.0072915
liq	-.0008233	.0091439	-0.09	0.928	-.0187521	.0171054
gov	.0506663	.0197315	2.57	0.010	.0119749	.089351
sector						
Công nghi?p L1	-.0071161	.0178164	-0.40	0.690	-.0420492	.0278171
D?ch v? Tiêu..	.1004823	.0299559	3.35	0.001	.041747	.1592177
D?u khi L1	-.0896775	.0234416	-3.83	0.000	-.1356401	-.0437149
Du?c ph?m và..	.2119631	.0724157	2.93	0.003	.0699756	.3539506
Hàng Tiêu dù..	.1181614	.0334953	3.53	0.000	.0524862	.1838366
Nguyên v?t l..	-.0189274	.0189749	-1.00	0.319	-.056132	.0182771
Ti?n ích C?n..	.080192	.0456451	1.76	0.079	-.0093057	.1696896
_cons	-.1060475	.1336594	-0.79	0.428	-.3681171	.1560222
q80						
lev	-.1625674	.0503133	-3.23	0.001	-.2612182	-.0639167
size	.0413406	.0048481	8.53	0.000	.0318347	.0508464
tang	-.0466036	.0297707	-1.57	0.118	-.1049759	.0117687
growth_dt	.0002827	.0076664	0.04	0.971	-.0147489	.0153144
div	.0040523	.002711	1.49	0.135	-.0012633	.0093678
liq	.0246652	.0171875	1.44	0.151	-.0090349	.0583653
gov	.0476767	.0263881	1.81	0.071	-.0040632	.0994167
sector						
Công nghi?p L1	.0267294	.0211202	1.27	0.206	-.0146815	.0681403
D?ch v? Tiêu..	.1495531	.0409222	3.65	0.000	.0693159	.2297903
D?u khi L1	-.0938111	.035455	-2.65	0.008	-.1633288	-.0242935
Du?c ph?m và..	.3702923	.1250859	2.96	0.003	.1250329	.6155517
Hàng Tiêu dù..	.2377594	.0544694	4.37	0.000	.1309597	.3445591
Nguyên v?t l..	.0013047	.0239949	0.05	0.957	-.0457427	.0483521
Ti?n ích C?n..	.1225584	.0404347	3.03	0.002	.043277	.2018398
_cons	-.1336269	.1406521	-0.95	0.342	-.4094074	.1421536
q90						
lev	-.5490006	.0966038	-5.68	0.000	-.7384143	-.3595868
size	.044661	.0081405	5.49	0.000	.0286997	.0606223
tang	-.0442481	.0337643	-1.31	0.190	-.1104507	.0219545
growth_dt	.0002667	.0191823	0.01	0.989	-.0373445	.0378779
div	.0020841	.0047958	0.43	0.664	-.0073191	.0114873
liq	.0386735	.0181876	2.13	0.034	.0030125	.0743344
gov	.078945	.0350172	2.25	0.024	.0102857	.1476042
sector						
Công nghi?p L1	.0349219	.0384596	0.91	0.364	-.0404868	.1103306
D?ch v? Tiêu..	.3276805	.1020757	3.21	0.001	.127538	.5278231
D?u khi L1	-.1219587	.0553306	-2.20	0.028	-.2304469	-.0134706
Du?c ph?m và..	.4283748	.1082715	3.96	0.000	.2160838	.6406658
Hàng Tiêu dù..	.416926	.1037502	4.02	0.000	.2135001	.620352
Nguyên v?t l..	.0123794	.0399846	0.31	0.757	-.0660195	.0907782
Ti?n ích C?n..	.0494754	.0570789	0.87	0.386	-.0624408	.1613916
_cons	.1069213	.2694961	0.40	0.692	-.4214871	.6353298

## Hồi quy hai bước 2SLS

### Kết quả mô hình hồi quy phụ

Linear regression

Number of obs = 3122  
 F( 12, 3109) = 81.95  
 Prob > F = 0.0000  
 R-squared = 0.2718  
 Root MSE = .19021

lev	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0479325	.0027752	17.27	0.000	.0424911	.0533739
liq	-.0098678	.0044444	-2.22	0.026	-.0185821	-.0011536
div	.0024201	.0006836	3.54	0.000	.0010797	.0037605
gov	.0411529	.0149707	2.75	0.006	.0117995	.0705064
risk	-.7631015	.1269859	-6.01	0.000	-1.012086	-.5141169
sector						
Công nghi?p L1	.0386898	.0163431	2.37	0.018	.0066454	.0707342
D?ch v? Tiêu..	-.0907675	.0204436	-4.44	0.000	-.1308518	-.0506832
D?u khi L1	-.0763182	.0376773	-2.03	0.043	-.1501931	-.0024433
Du?c ph?m và..	-.0630203	.0245835	-2.56	0.010	-.1112218	-.0148187
Hàng Tiêu dù..	-.0554345	.0177746	-3.12	0.002	-.0902856	-.0205834
Nguyên v?t l..	-.0176446	.018169	-0.97	0.332	-.0532691	.0179799
Ti?n ích C?n..	-.06986	.0192945	-3.62	0.000	-.1076913	-.0320288
_cons	-.748145	.0796704	-9.39	0.000	-.9043569	-.5919332

### Kiểm định hiện tượng nội sinh: mô hình 1, biến phụ thuộc ROE

Source	SS	df	MS	Number of obs =
Model	6.38970518	7	.912815026	3122
Residual	116.767846	3114	.037497702	F( 7, 3114) = 24.34
Total	123.157551	3121	.039460926	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.0519
				Adj R-squared = 0.0498
				Root MSE = .19364

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	.0714565	.0417169	1.71	0.087	-.0103389	.1532518
size	.0013136	.0032595	0.40	0.687	-.0050775	.0077047
tang	-.0177444	.0165906	-1.07	0.285	-.0502741	.0147853
growth_dt	.0011493	.0006886	1.67	0.095	-.0002009	.0024995
div	-.0035873	.0009862	-3.64	0.000	-.0055209	-.0016537
gov	.0447346	.0152373	2.94	0.003	.0148584	.0746108
lev_res1	-.2869561	.0454954	-6.31	0.000	-.3761602	-.1977521
_cons	.029707	.0752463	0.39	0.693	-.1178304	.1772445

```
. test lev_res1
```

```
( 1) lev_res1 = 0
```

```
F( 1, 3114) = 39.78
Prob > F = 0.0000
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression          Number of obs =   3122
                                                Wald chi2(6) =   19.94
                                                Prob > chi2 = 0.0028
                                                R-squared = .
                                                Root MSE = .20123
```

roe	Robust				
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lev	.0789577	.0827679	0.95	0.340	-.0832644 .2411799
size	.0005176	.0052177	0.10	0.921	-.0097089 .0107441
tang	.0097136	.0177945	0.55	0.585	-.0251631 .0445902
growth_dt	.0010457	.0006578	1.59	0.112	-.0002436 .0023351
div	-.0035814	.0019605	-1.83	0.068	-.0074239 .0002611
gov	.0419685	.0149135	2.81	0.005	.0127385 .0711985
_cons	.0408072	.1023109	0.40	0.690	-.1597184 .2413328

```
Instrumented: lev
Instruments: size tang growth_dt div gov liq risk 2.sector 3.sector
              4.sector 5.sector 6.sector 7.sector 8.sector
```

## Kiểm định hiện tượng nội sinh: mô hình 2, biến phụ thuộc ROE

Source	SS	df	MS	Number of obs =	3122
Model	8.51474565	8	1.06434321	F( 8, 3113) =	28.90
Residual	114.642805	3113	.036827114	Prob > F =	0.0000
Total	123.157551	3121	.039460926	R-squared =	0.0691
				Adj R-squared =	0.0667
				Root MSE =	.1919

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lev	.5164102	.0716955	7.20	0.000	.3758349 .6569855
lev2	-.5260419	.0692501	-7.60	0.000	-.6618224 -.3902613
size	.0049883	.0032663	1.53	0.127	-.001416 .0113926
tang	-.0281253	.0164983	-1.70	0.088	-.060474 .0042234
growth_dt	.0012545	.0006826	1.84	0.066	-.0000838 .0025929
div	-.0034174	.0009776	-3.50	0.000	-.0053341 -.0015007
gov	.0527607	.0151374	3.49	0.000	.0230804 .0824409
lev_res1	-.220014	.0459399	-4.79	0.000	-.3100897 -.1299384
_cons	-.1329481	.0775838	-1.71	0.087	-.2850687 .0191726

```
.
. test lev_res1

( 1) lev_res1 = 0

F( 1, 3113) = 22.94
Prob > F = 0.0000
```



```
Instrumental variables (2SLS) regression          Number of obs =   3122
                                                Wald chi2(7)   =    75.41
                                                Prob > chi2    =   0.0000
                                                R-squared     =   0.0608
                                                Root MSE     =   .19249
```

roe	Robust		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
lev	.5427226	.1214457	4.47	0.000	.3046934	.7807519
lev2	-.7376137	.1348183	-5.47	0.000	-1.001853	-.4733747
size	.0146042	.0026502	5.51	0.000	.0094099	.0197984
tang	-.0314254	.0137247	-2.29	0.022	-.0583254	-.0045254
growth_dt	.0012639	.0007812	1.62	0.106	-.0002672	.0027949
div	-.0030759	.001685	-1.83	0.068	-.0063785	.0002268
gov	.0681294	.0141187	4.83	0.000	.0404572	.0958016
_cons	-.3435845	.0700028	-4.91	0.000	-.4807874	-.2063816

```
Instrumented: lev
Instruments: lev2 size tang growth_dt div gov liq risk 2.sector 3.sector
              4.sector 5.sector 6.sector 7.sector 8.sector
```

### Kiểm định hiện tượng nội sinh: mô hình 1, biến phụ thuộc Tobin's Q

Source	SS	df	MS	Number of obs =	3122
Model	24.2307602	7	3.46153717	F( 7, 3114) =	21.43
Residual	503.019632	3114	.161534885	Prob > F =	0.0000
Total	527.250393	3121	.168936364	R-squared =	0.0460
				Adj R-squared =	0.0438
				Root MSE =	.40191

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.6218633	.086585	-7.18	0.000	-.7916328	-.4520939
size	.0783551	.0067653	11.58	0.000	.0650901	.09162
tang	-.0639142	.0344345	-1.86	0.064	-.1314308	.0036025
growth_dt	.0003951	.0014293	0.28	0.782	-.0024073	.0031976
div	.0040954	.0020468	2.00	0.045	.0000821	.0081086
gov	.1548347	.0316256	4.90	0.000	.0928255	.216844
lev_res1	.5594599	.0944275	5.92	0.000	.3743134	.7446064
_cons	-.9289503	.1561767	-5.95	0.000	-1.23517	-.6227307

```
.
. test lev_res1

( 1) lev_res1 = 0

      F( 1, 3114) =   35.10
      Prob > F =   0.0000
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression          Number of obs =   3122
                                                Wald chi2(6)   =   59.54
                                                Prob > chi2    =   0.0000
                                                R-squared     =   .
                                                Root MSE     =   .41458
```

q	Robust		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
lev	-.6117154	.121362	-5.04	0.000	-.8495805	-.3738503
size	.0785444	.0108445	7.24	0.000	.0572896	.0997992
tang	-.1146822	.0332646	-3.45	0.001	-.1798796	-.0494848
growth_dt	.0005913	.0005316	1.11	0.266	-.0004507	.0016333
div	.0040415	.0020868	1.94	0.053	-.0000485	.0081315
gov	.158028	.0320676	4.93	0.000	.0951766	.2208794
_cons	-.9266055	.2476904	-3.74	0.000	-1.41207	-.4411412

```
Instrumented: lev
Instruments: size tang growth_dt div gov liq risk 2.sector 3.sector
              4.sector 5.sector 6.sector 7.sector 8.sector
```

## Kiểm định hiện tượng nội sinh: mô hình 2, biến phụ thuộc Tobin's Q

Source	SS	df	MS	Number of obs =	3122
Model	24.3933622	8	3.04917028	F( 8, 3113) =	18.88
Residual	502.85703	3113	.161534542	Prob > F =	0.0000
Total	527.250393	3121	.168936364	R-squared =	0.0463
				Adj R-squared =	0.0438
				Root MSE =	.40191

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.7449453	.1501554	-4.96	0.000	-1.039359	-.4505316
lev2	.1455123	.1450339	1.00	0.316	-.1388594	.429884
size	.0773386	.0068408	11.31	0.000	.0639257	.0907514
tang	-.0610426	.0345532	-1.77	0.077	-.1287921	.0067068
growth_dt	.000366	.0014296	0.26	0.798	-.002437	.003169
div	.0040484	.0020473	1.98	0.048	.0000341	.0080627
gov	.1526146	.0317029	4.81	0.000	.0904538	.2147754
lev_res1	.5409426	.0962142	5.62	0.000	.3522928	.7295923
_cons	-.8839571	.1624875	-5.44	0.000	-1.202551	-.5653635

```
.
. test lev_res1

( 1) lev_res1 = 0

      F( 1, 3113) =   31.61
      Prob > F =   0.0000
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Number of obs = 3122  
 Wald chi2(7) = 51.73  
 Prob > chi2 = 0.0000  
 R-squared = 0.0364  
 Root MSE = .4034

q	Robust		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
lev	-.5414616	.4517036	-1.20	0.231	-1.426784	.3438613
lev2	.4017063	.439857	0.91	0.361	-.4603975	1.26381
size	.0531168	.0094623	5.61	0.000	.0345711	.0716626
tang	-.0562457	.0302061	-1.86	0.063	-.1154485	.0029571
growth_dt	.0003974	.0003349	1.19	0.235	-.0002591	.0010539
div	.0032152	.001897	1.69	0.090	-.0005029	.0069332
gov	.1151166	.0298724	3.85	0.000	.0565677	.1736655
_cons	-.4046941	.2521415	-1.61	0.108	-.8988823	.0894941

Instrumented: lev

Instruments: lev2 size tang growth\_dt div gov liq risk 2.sector 3.sector  
 4.sector 5.sector 6.sector 7.sector 8.sector

## PHỤ LỤC 5: HỆ SỐ BETA THEO NGÀNH

Date updated: 5-Jan-18  
 Created by: [Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu](mailto:Aswath.Damodaran@stern.nyu.edu)  
 Home Page: <http://www.damodaran.com>  
 Data website: [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)  
 Companies in each industry: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls>  
 Variable definitions: [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/variable.htm](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm)

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Beta</i>	<i>D/E Ratio</i>	<i>Effective Tax rate</i>	<i>Unlevered beta</i>
Advertising	40	1,15	73,87%	6,38%	0,68
Aerospace/Defense	87	1,08	18,46%	11,59%	0,93
Air Transport	17	1,01	71,00%	24,57%	0,66
Apparel	51	1,02	34,18%	10,35%	0,78
Auto & Truck	18	1,20	148,09%	8,15%	0,51
Auto Parts	62	1,04	28,30%	7,71%	0,82
Bank (Money Center)	11	0,64	157,26%	27,31%	0,30
Banks (Regional)	612	0,50	58,68%	25,57%	0,35
Beverage (Alcoholic)	28	1,33	26,14%	10,12%	1,07
Beverage (Soft)	35	0,70	23,06%	6,41%	0,58
Broadcasting	27	1,12	112,17%	17,18%	0,58
Brokerage & Investment Banking	42	1,24	219,92%	14,56%	0,43
Building Materials	39	1,11	21,46%	23,34%	0,95
Business & Consumer Services	169	1,17	27,44%	11,09%	0,94
Cable TV	14	0,92	53,05%	22,23%	0,65
Chemical (Basic)	38	1,20	41,28%	9,76%	0,87
Chemical (Diversified)	7	2,03	27,19%	11,66%	1,64
Chemical (Specialty)	99	1,11	29,00%	9,64%	0,88
Coal & Related Energy	30	1,25	45,41%	4,94%	0,87
Computer Services	111	1,10	30,83%	9,40%	0,86
Computers/Peripherals	58	1,01	18,17%	5,03%	0,86
Diversified	24	1,19	32,49%	12,09%	0,93
Drugs (Biotechnology)	459	1,44	15,83%	1,36%	1,25
Drugs (Pharmaceutical)	185	1,21	14,63%	2,11%	1,06
Education	34	1,15	38,83%	8,24%	0,85
Electrical Equipment	118	1,08	15,85%	5,06%	0,94
Electronics (Consumer & Office)	24	1,09	6,94%	5,98%	1,03
Electronics (General)	167	0,94	14,97%	8,34%	0,82
Engineering/Construction	49	1,27	29,72%	13,37%	1,01

Entertainment	90	1,15	33,74%	5,45%	0,87
Environmental & Waste Services	87	0,88	34,87%	4,45%	0,66
Farming/Agriculture	34	0,74	55,54%	7,69%	0,49
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	264	0,61	1032,19%	19,89%	0,07
Food Processing	87	0,68	30,82%	15,13%	0,54
Food Wholesalers	15	1,79	37,46%	11,91%	1,34
Furn/Home Furnishings	31	0,79	27,86%	12,56%	0,64
Green & Renewable Energy	22	1,20	98,23%	2,41%	0,61
Healthcare Products	251	0,94	17,08%	4,79%	0,81
Healthcare Support Services	115	0,90	24,83%	13,69%	0,74
Healthcare Information and Technology	112	0,98	19,30%	5,96%	0,83
Homebuilding	32	1,11	39,65%	23,86%	0,85
Hospitals/Healthcare Facilities	35	1,18	176,51%	10,57%	0,46
Hotel/Gaming	70	0,94	39,91%	14,01%	0,70
Household Products	131	1,00	21,03%	7,35%	0,83
Information Services	61	0,88	15,71%	15,90%	0,78
Insurance (General)	21	0,78	38,50%	14,71%	0,59
Insurance (Life)	25	1,01	57,06%	15,32%	0,68
Insurance (Prop/Cas.)	50	0,84	26,43%	18,50%	0,69
Investments & Asset Management	165	0,99	42,08%	8,30%	0,71
Machinery	126	1,15	19,75%	14,05%	0,98
Metals & Mining	102	1,10	30,54%	1,66%	0,85
Office Equipment & Services	24	1,37	51,65%	18,37%	0,97
Oil/Gas (Integrated)	5	1,37	15,29%	10,96%	1,21
Oil/Gas (Production and Exploration)	311	1,26	41,91%	2,18%	0,89
Oil/Gas Distribution	16	1,21	93,43%	4,84%	0,64
Oilfield Svcs/Equip.	130	1,23	30,98%	5,27%	0,95
Packaging & Container	25	0,74	50,22%	22,37%	0,53
Paper/Forest Products	21	1,20	40,01%	14,18%	0,89
Power	61	0,50	76,36%	20,31%	0,31
Precious Metals	111	0,96	17,85%	2,16%	0,82
Publishing & Newspapers	41	1,02	44,49%	11,92%	0,73
R.E.I.T.	244	0,66	78,50%	1,96%	0,37
Real Estate (Development)	20	0,75	45,30%	5,80%	0,53

Real Estate (General/Diversified)	10	0,75	23,60%	12,77%	0,62
Real Estate (Operations & Services)	60	1,02	46,71%	8,82%	0,72
Recreation	70	0,85	29,59%	10,16%	0,67
Reinsurance	3	0,52	27,73%	10,92%	0,42
Restaurant/Dining	81	0,85	32,21%	14,99%	0,67
Retail (Automotive)	25	1,01	75,96%	19,04%	0,63
Retail (Building Supply)	8	0,86	17,86%	15,36%	0,74
Retail (Distributors)	92	1,15	45,58%	14,20%	0,83
Retail (General)	18	1,05	31,15%	22,96%	0,85
Retail (Grocery and Food)	14	0,71	83,68%	21,04%	0,43
Retail (Online)	61	1,18	11,41%	7,57%	1,07
Retail (Special Lines)	106	1,11	53,00%	22,01%	0,79
Rubber& Tires	4	0,95	77,99%	7,91%	0,55
Semiconductor	72	1,17	13,10%	8,04%	1,05
Semiconductor Equip	45	0,98	11,53%	8,51%	0,89
Shipbuilding & Marine	9	1,34	46,95%	8,31%	0,94
Shoe	11	0,88	9,65%	16,75%	0,82
Software (Entertainment)	13	0,89	6,45%	2,21%	0,84
Software (Internet)	305	1,20	3,32%	2,50%	1,17
Software (System & Application)	255	1,09	14,14%	3,98%	0,96
Steel	37	1,82	36,23%	7,05%	1,36
Telecom (Wireless)	18	1,30	119,97%	7,95%	0,62
Telecom. Equipment	104	1,03	20,73%	8,12%	0,87
Telecom. Services	66	1,08	79,53%	8,05%	0,63
Tobacco	24	1,26	17,14%	5,25%	1,09
Transportation	18	0,95	30,02%	21,92%	0,77
Transportation (Railroads)	8	1,01	22,66%	23,82%	0,86
Trucking	30	1,20	69,80%	20,56%	0,77
Utility (General)	18	0,29	67,24%	30,89%	0,20
Utility (Water)	23	0,34	38,14%	15,09%	0,26
<b>Total Market</b>	<b>7247</b>	<b>1,00</b>	<b>59,01%</b>	<b>10,04%</b>	<b>0,65</b>
<b>Total Market (without financials)</b>	<b>6057</b>	<b>1,07</b>	<b>30,74%</b>	<b>7,92%</b>	<b>0,83</b>