

ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ ĐÀ NẴNG

AFFECT OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRM PERFORMANCE EVIDENCE FROM JOINT STOCK COMPANIES OF DA NANG CITY

Ngày nhận bài: 22/08/2020

Ngày chấp nhận đăng: 29/09/2020

Lê Nguyễn Nguyên Nguyên

TÓM TẮT

Bài viết này phân tích ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng. Nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng với mẫu gồm 150 công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng trong giai đoạn 2017-2019. Kết quả cho thấy rằng cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đại diện bởi ba chỉ tiêu: lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS). Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng quy mô của doanh nghiệp tác động thuận chiều đến ROA và EPS. Cuối cùng, cơ hội tăng trưởng và cấu trúc tài sản tác động nghịch chiều đến ROE và ROA.

Từ khóa: Cơ cấu vốn; Công ty cổ phần; Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; Mô hình hồi quy dữ liệu bảng; Thành phố Đà Nẵng.

ABSTRACT

This post investigates the affect of capital structure on firm performance evidence from joint stock companies of Da nang city. The study regression model using a panel data sample of 150 joint stock companies of Da nang city during the period 2017-2019. The results show that firm capital structure has a significantly negative effect on firm's performance represented by Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA) and Earning per Share (EPS). Besides, it is pointed out that firm size affects positively on ROA and EPS. Finally, grow opportunities and asset structrure are found to be negatively related to ROE and ROA.

Keywords: Capital structure; Joint stock company; Firm performance; Panel data regression models; Da Nang city.

1. Giới thiệu

Rajan và Zingales (1995) cho rằng định nghĩa về cấu trúc vốn tùy thuộc vào mục tiêu phân tích. Nếu xác định giá trị tài sản, nợ phải trả theo giá trị sổ sách, thì chi phí cơ bản của các khoản vay là chi phí kỳ vọng của sự kiệt quệ về tài chính trong trường hợp phá sản. Sự kiệt quệ tài chính ảnh hưởng đến chi phí vốn trung bình, tác động kéo theo đến một cấu trúc vốn tối ưu. Trong trường hợp đó, giá trị của một doanh nghiệp bị kiệt quệ sẽ gần với giá trị sổ sách. Nếu việc phá sản xảy ra, việc đo lường trách nhiệm với chủ nợ theo giá trị sổ sách kế toán là chính xác nhất. Kiểu đo lường này được sử dụng trong nhiều

nghiên cứu của Graham (2000), Hesmatti (2001), Michaelas (1999), Mira (2001).

Trong trường hợp xác định giá trị tài sản, nợ phải trả theo giá trị thị trường, thì nếu một doanh nghiệp có giá trị vốn chủ sở hữu âm trên sổ kế toán nhưng lại có giá trị thị trường dương phản ánh các dòng tiền kỳ vọng trong tương lai của doanh nghiệp đó. Vì lẽ đó, có nhiều nghiên cứu sử dụng cả giá thị trường và giá sổ sách để đo lường cấu trúc vốn, chẳng hạn như Titman Wessel (1998), Pandely (2001), Huang, Song (2001).

Lê Nguyễn Nguyên Nguyên, Trường Đại học Tài chính Kế toán.

Mối quan hệ giữa lý thuyết cơ cấu vốn với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một trong những đề tài thu hút sự quan tâm, nghiên cứu của các học giả trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp trong nhiều thập kỷ qua. Cơ cấu vốn của một doanh nghiệp phản ánh mức độ sử dụng nợ và vốn cổ phần để tài trợ cho tài sản của nó. Việc sử dụng nợ nhiều hay ít sẽ tác động đến hành vi của nhà quản lý cũng như các quyết định tài chính của họ, và do đó, tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Harris & Raviv (1991); Graham & Harvey (2000)). Vì vậy, xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả doanh nghiệp rất quan trọng bởi việc thiết lập và duy trì một cơ cấu vốn phù hợp sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động, tối đa hóa tài sản cổ đông và đây luôn là mục tiêu chính của các nhà quản trị doanh nghiệp.

Với các kết quả không đồng nhất giữa các quốc gia về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần, nghiên cứu này là một sự bổ sung thực nghiệm về mối quan hệ này trong phạm vi một Thành phố. Kết quả thực nghiệm đồng nhất với các nghiên cứu trước đây trên các mẫu nghiên cứu khác nhau trong bối cảnh, thời gian, địa điểm khác nhau tại Việt Nam. Mức độ sử dụng nợ (đo lường bằng tổng nợ/tổng tài sản) càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng lớn. Quy mô của doanh nghiệp càng lớn thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng cao. Cơ hội tăng trưởng và Cấu trúc tài sản tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Roden & Lewellen (1995) xem xét cơ cấu vốn của 48 doanh nghiệp ở Mỹ trong giai đoạn 1981-1990 và chỉ ra mối quan hệ dương giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hadlock & James (2002) cho rằng doanh nghiệp có lợi nhuận cao sẽ sử dụng nhiều nợ hơn. Trong những năm gần

đây, mối quan hệ này cũng đã được khám phá ở các nước đang phát triển. Majumdar & Chhibber (1999) xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Ấn Độ đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa mức độ sử dụng nợ và lợi nhuận của doanh nghiệp. Salim (2012) cũng tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa mức độ sử dụng nợ và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán của Malaysia.

Ở Việt Nam, mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động cũng đã được thực hiện bởi một số nhà nghiên cứu. Nguyễn Thị Minh Huệ, Đặng Tùng Lâm (2017) nghiên cứu về Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và tìm ra mối quan hệ. Le & Phung (2013) sử dụng số liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2011 để nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và chỉ ra rằng việc sử dụng nợ có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, theo hiểu biết của tác giả, cho đến nay chưa có nghiên cứu nào về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng được thực hiện. Các công ty này đa số có quy mô vốn vừa phải (tổng nguồn vốn trung bình khoảng 75 tỷ), kênh huy động vốn chủ yếu là nguồn vốn vay từ ngân hàng. Bên cạnh đó, thị trường tài chính Việt Nam nói chung và Thành phố Đà Nẵng nói riêng chưa phát triển, việc huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam tương đối khó khăn. Với những đặc trưng đó, việc nghiên cứu nhằm tìm ra một cơ cấu vốn hợp lý để nâng cao hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố

Đà Nẵng có ý nghĩa tích cực đến sự phát triển của các công ty này nói riêng và Thành phố Đà Nẵng nói chung.

Phần tiếp theo của bài báo được thiết kế như sau. Phần 2 tóm tắt cơ sở lý thuyết về cơ cấu vốn và tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phần 3 giới thiệu phương pháp nghiên cứu. Phần 4 đưa ra tóm tắt kết quả nghiên cứu. Phần 5 trình bày kết luận và đưa ra một số kiến nghị.

2. Cơ sở lý thuyết

Cơ cấu vốn là một chủ đề rất được quan tâm bởi các nhà nghiên cứu. Mở đầu cho lý thuyết về cơ cấu vốn là định đề Modigliani và Miller do hai tác giả này công bố vào năm 1958. Sau đó, lý thuyết về cơ cấu vốn được các nhà nghiên cứu tiếp tục nghiên cứu phát triển. Trong lịch sử nghiên cứu về cơ cấu vốn, các lý thuyết về cơ cấu vốn có thể kể đến gồm: lý thuyết cân đối, lý thuyết thông tin bất đối xứng, lý thuyết chi phí đại diện.

2.1. Lý thuyết và cấu trúc vốn theo quan điểm của Miller và Modigliani

Miller và Modigliani (1958) xây dựng mô hình nhằm phân tích tác động của thuế và chi phí sử dụng vốn lên sự thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Với hai trường hợp:

Trường hợp 1: không có thuế, với các giả định: không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân, không có chi phí giao dịch, không có chi phí phá sản và chi phí khốn khó tài chính, lãi suất tiền vay của doanh nghiệp và cá nhân là như nhau, thị trường vốn là thị trường hoàn hảo. Lúc này Miller và Modigliani đưa ra hai mệnh đề:

Mệnh đề 1: giá trị công ty có vay nợ (V_L) bằng giá trị của công ty không vay nợ (V_U).

Mệnh đề 2: lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ.

Khi một doanh nghiệp tăng sử dụng nợ trong cơ cấu vốn thì rủi ro mất khả năng

thanh toán mà doanh nghiệp gặp phải cũng gia tăng. Do đó lợi nhuận trên vốn cổ phần cũng tăng lên. Như vậy trong trường hợp không có thuế thì cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Trường hợp 2: Có thuế thu nhập công ty.

Mệnh đề 1: giá trị công ty có vay nợ (V_L) bằng giá trị của công ty không vay nợ (V_U) cộng với hiện giá của lá chắn thuế (T.D).

Khi công ty vay nợ thì tiết kiệm được thuế do lợi ích tấm chắn thuế từ lãi vay. Như vậy việc sử dụng nợ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Sử dụng nợ càng nhiều thì giá trị doanh nghiệp càng tăng và gia tăng đến tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ 100% nợ.

Mệnh đề 2: Trong trường hợp có thuế, lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ.

2.2. Lý thuyết cân đối

Khi tỷ số nợ gia tăng làm phát sinh một loạt chi phí, gọi là chi phí khốn khó tài chính, làm giảm đi sự gia tăng giá trị công ty có vay nợ. Đến một điểm nào đó của tỷ số nợ, chi phí khốn khó tài chính sẽ vượt qua lợi ích của lá chắn thuế, khi ấy giá trị công ty có vay nợ bắt đầu giảm dần. Lý luận tương tự chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty bắt đầu tăng dần. Theo Jensen và Meckling (1976), cấu trúc vốn tối ưu được xác định tại điểm mà khoản lợi ích từ thuế có được do tài trợ nợ cân bằng với chi phí do tài trợ nợ. Giá trị doanh nghiệp lúc này là: $V_L = V_U + T.D - \text{Chi phí khốn khó tài chính}$

Cấu trúc vốn tối ưu trong trường hợp này là cấu trúc vốn gồm một phần nợ và một phần cấu trúc chủ sở hữu, khi lợi ích từ một đồng nợ tăng thêm vừa đủ để bù trừ sự gia tăng của chi phí khốn khó tài chính dự tính.

2.3. Lý thuyết thông tin bất đối xứng

So với các nhà đầu tư bên ngoài các nhà quản trị thường có thông tin đầy đủ hơn về

triển vọng tương lai. Hiện tượng này gọi là sự bất cân xứng về thông tin. Được chi tiết qua lý thuyết tín hiệu và lý thuyết trật tự phân hạng.

2.3.1. Lý thuyết tín hiệu

Theo lý thuyết tín hiệu việc lựa chọn cơ cấu vốn của một doanh nghiệp có thể truyền những dấu hiệu cho người đầu tư bên ngoài về thông tin của người bên trong ở doanh nghiệp.

2.3.2. Lý thuyết trật tự phân hạng

Miller & Modigliani (1963) giả định rằng nhà đầu tư có thông tin cân xứng trong một thị trường hoàn hảo. Tuy nhiên, giả định này không phù hợp với môi trường hoạt động của doanh nghiệp vì nhà quản lý thông thường sẽ có nhiều thông tin về doanh nghiệp hơn nhà đầu tư. Nói cách khác, thông tin bất cân xứng đóng một vai trò quan trọng trong môi trường hoạt động hiện nay.

Myers & Majluf (1984), Myers (1984) đã đưa quan điểm sự lựa chọn đối nghịch vào lý thuyết trật tự phân hạng. Nhà quản trị biết được giá trị thực cũng như cơ hội phát triển của doanh nghiệp, trong khi nhà đầu tư chỉ có thể biết được các giá trị này thông qua dự đoán. Khi nhà quản trị tài chính quyết định tài trợ bằng nguồn vốn bên ngoài (thông qua việc phát hành cổ phiếu), các nhà đầu tư xem đây là một tín hiệu cho việc doanh nghiệp bị định giá quá cao. Do đó, nhà đầu tư có xu hướng bán cổ phiếu của họ và kết quả giá cổ phiếu sẽ giảm. Để tránh tình trạng giảm giá cổ phiếu, doanh nghiệp sẽ tài trợ cho nhu cầu đầu tư của nó theo trật tự sau: sử dụng nguồn vốn nội bộ trước như lợi nhuận giữ lại (không tồn tại thông tin bất cân xứng), sau đó đến vay nợ và cuối cùng mới phát hành cổ phiếu. Theo lý thuyết này, công ty sẽ không có cơ cấu vốn tối ưu.

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp tạo ra lợi nhuận cao có khuynh hướng

sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho nhu cầu đầu tư. Vì vậy, mối quan hệ giữa sử dụng nợ và hiệu quả hoạt động là ngược chiều. Nhiều nghiên cứu cũng đã đưa ra bằng chứng để chứng minh mối quan hệ ngược chiều này (Shyam-Sunder & Myers (1999); Simerly & Li (2000); Fama & French (2002).

2.4. Lý thuyết chi phí đại diện

Lý thuyết này cho rằng, hoạt động tài chính của doanh nghiệp liên quan đến các giới hữu quan khác nhau. Chủ yếu là cổ đông, nhà quản lý và các trung gian tài chính. Giữa họ có sự khác nhau về lợi ích và cách tiếp cận nợ. Vì thế, có thể xuất hiện các mâu thuẫn và để giải quyết các mâu thuẫn này sẽ xuất hiện chi phí đại diện.

$$V_L = V_U + T.D - \text{Chi phí phát sinh liên quan}$$

Chi phí phát sinh liên quan gồm: chi phí khôn khéo tài chính và chi phí đại diện.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng, các nhà quản trị doanh nghiệp có nhiều thông tin về hoạt động, dòng tiền tương lai, cơ hội sinh lời,... về doanh nghiệp mình đang quản lý hơn các nhà đầu tư bên ngoài hay chủ nợ. Chính vì vậy, các nhà đầu tư bên ngoài hay chủ nợ xem việc tăng hay giảm nợ (điều chỉnh cơ cấu vốn) là một tín hiệu về thông tin đang được nắm giữ bởi các nhà quản trị.

Pettit & Singer (1985) đã thảo luận về vấn đề thông tin bất cân xứng và chi phí đại diện mà nó tác động đến chi phí cũng như mức tín dụng sẵn có cho các doanh nghiệp nhỏ. Họ cho rằng các doanh nghiệp nhỏ hơn sẽ có thông tin bất cân xứng cao hơn bởi chất lượng các bảng báo cáo tài chính của họ không được đánh giá cao bằng chất lượng báo cáo tài chính của các doanh nghiệp lớn. Mặc khác, chi phí huy động vốn (đặc biệt phát hành cổ phiếu) của các doanh nghiệp nhỏ thường cao hơn so với chi phí huy động

vốn của các doanh nghiệp lớn hơn. Ngoài ra, việc phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn sẽ làm pha loãng quyền sở hữu của các cổ đông hiện tại, điều này đặc biệt nghiêm trọng đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ khi các cổ đông hiện phải đối mặt với việc mất quyền kiểm soát hoặc thậm chí bị thôn tính, sáp nhập. Chính vì vậy, các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng với đặc trưng là nguồn vốn vừa phải sẽ tránh huy động vốn từ bên ngoài, dựa chính yếu vào nguồn lợi nhuận bên trong của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, đa số các tác giả khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thường sử dụng một số biến đại diện cho đặc điểm của doanh nghiệp làm biến kiểm soát như: quy mô của các doanh nghiệp (Zeitun & Tian (2007)), cơ hội tăng trưởng (Wei Xu & cộng sự (2005)) và cấu trúc tài sản (Đoàn Ngọc Phi Anh (2010)).

Quy mô doanh nghiệp, tính bằng logarit của tổng tài sản, được cho có tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Lý do là vì các doanh nghiệp có quy mô lớn thường mạnh về tài chính, có uy tín, có thể khai thác lợi thế quy mô để từ đó tối thiểu chi phí và tăng lợi nhuận.

Cơ hội tăng trưởng được tính bằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu và được kỳ vọng sẽ có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bởi doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao sẽ có khả năng tạo ra lợi nhuận cao.

Cấu trúc tài sản được tính bằng Tài sản dài hạn/Tổng tài sản. Tỷ số này càng lớn chứng tỏ doanh nghiệp đầu tư nhiều vào cơ sở vật chất, trang thiết bị của doanh nghiệp và có nhiều dự án đầu tư có thể mang lại lợi nhuận cao. Vì vậy, cấu trúc tài sản được kỳ vọng sẽ tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Ngoài ra, để kiểm soát tốt các biến vĩ mô nói chung, cũng như có những phân tích chuyên sâu hơn. Tác giả đưa thêm 2 biến giả là nhóm các công ty theo ngành, tức là biến giả này sẽ có giá trị là 1 nếu công ty thuộc nhóm ngành công nghiệp xây dựng (CNXD) mà biến đó đại diện, và có giá trị 0 nếu công ty thuộc nhóm ngành nông lâm ngư nghiệp (NLNN) hoặc thương mại dịch vụ (TMDV) và năm, tương tự như biến giả ngành, biến năm cũng là biến giả, nhận giá trị 1 nếu số liệu thuộc năm mà biến đó đại diện (năm 2017) và nhận giá trị 0 nếu số liệu không thuộc năm đó.

Từ đó, dựa vào cơ sở lý thuyết đã được trình bày ở trên tác giả đưa ra giả định nghiên cứu sau:

H₁: Mức độ sử dụng nợ (đo lường bằng tổng nợ/tổng tài sản) tác động nghịch biến đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H₂: Quy mô của doanh nghiệp tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H₃: Cơ hội tăng trưởng tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H₄: Cấu trúc tài sản tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H₅: Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động công ty sẽ bị ảnh hưởng bởi yếu tố ngành.

H₆: Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động công ty sẽ bị ảnh hưởng bởi yếu tố năm.

3.2. Chọn mẫu

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm số liệu mẫu của 150 công ty cổ phần (ngành CNXD, NLNN, TMDV) đang hoạt động trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng trong giai đoạn 2017-2019, được thu thập từ Cục Thuế Thành phố Đà Nẵng, Sở Kế hoạch và Đầu tư Thành phố Đà Nẵng.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Tham khảo các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này sử dụng 3 chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp gồm: Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) đo bằng Lợi nhuận sau thuế/Tổng vốn chủ sở hữu (Zeitun & Tian (2007); Abor (2005)) và Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) đo bằng Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản (Abdel Shahid (2003)) và Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) tính bằng Lợi nhuận sau thuế/Số cổ phiếu (Hasan & cộng sự (2014)).

Biến đại diện cho cơ cấu vốn là tỷ lệ Tổng nợ/Tổng tài sản (TDTA), quy mô của các doanh nghiệp (CS), cơ hội tăng trưởng (GO), cấu trúc tài sản (AS), ngành (Ngành) và biến năm (Nam) cũng được đưa vào trong mô hình với vai trò là các biến kiểm soát.

Mô hình nghiên cứu trong bài báo này được đặt ra như sau :

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 CS_{it} + \beta_3 GO_{it} + \beta_4 AS_{it} + \beta_5 Ngành_{it} + \beta_6 Nam_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 CS_{it} + \beta_3 GO_{it} + \beta_4 AS_{it} + \beta_5 Ngành_{it} + \beta_6 Nam_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 CS_{it} + \beta_3 GO_{it} + \beta_4 AS_{it} + \beta_5 Ngành_{it} + \beta_6 Nam_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó : $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ và β_6 là các tham số ước lượng.

ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

Nghiên cứu này sử dụng ba mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng cân đối như sau: Mô hình hồi quy bình phương tối thiểu dạng gộp (Mô hình Pooled OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effect model - FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effect model - REM). Sau đó, kiểm định Hausman và kiểm định Breusch - Pagan LM được tiến hành để lựa chọn mô hình phù hợp cho ba mô hình nghiên cứu. Tiếp đến, các kiểm định đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo đối với

mô hình được lựa chọn được thực hiện để tìm ra các khuyết tật của mô hình. Cuối cùng, các khuyết tật của mô hình (nếu có) sẽ được khắc phục để đảm bảo độ tin cậy của kết quả hồi quy.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 mô tả các biến định lượng được sử dụng trong bài nghiên cứu. Giá trị trung bình của ROA của các công ty cổ phần nghiên cứu là 1,7487%, trong khi giá trị trung bình của ROE chỉ đạt -2,652%, EPS đạt khoảng 1.597 VND. Điều này chứng tỏ trong giai đoạn 2017-2019, các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng hoạt động chưa hiệu quả. Cơ cấu vốn trung bình của các công ty này là 48,8% cho thấy tỷ lệ sử dụng nợ của các công ty này khá cao, chiếm gần 50% tổng nguồn vốn.

Bảng 1. Thống kê mô tả

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
ROA	0,017	0,009	0,478	-0,431	0,069
ROE	-0,026	0,022	1,649	-30,261	1,233
EPS	1.597,432	188,519	116.702,5	-9.700,23	8.665,489
TDTA	0,488	0,514	1,168	0	0,279
CS	16,696	16,497	20,531	12,711	1,689
GO	12,797	0,075	5.000,899	-1,000	216,542
AS	0,431	0,348	5,413	-0,178	0,512

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp

Bảng 2 mô tả các biến giả được sử dụng trong bài nghiên cứu. Kết quả mô hình hồi quy cho thấy giữa các ngành với nhau, so với hiệu quả hoạt động của ngành CNXD thì nhóm ngành NLNN cao hơn 3,9% trong khi đó nhóm ngành TMDV thấp hơn 6,5%. Trong khi đó so với năm 2017 thì hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp trong năm 2018 tăng, năm 2019 lại giảm.

Bảng 2. Bảng thống kê theo ngành và theo năm

Biến	B	SE	Sig	VIF
Constant	1.312	.748	.082	
ROA	3.145	.588	.000	1.737
ROE	1.633	.314	.000	1.448
EPS	5.665,48	9.665,48	.000	12,29
NLNN	.039	.098	.289	1.130
TMDV	-.065	.081	.692	1.322
Nam18	.311	.094	.001	1.622
Nam19	-.412	-.094	.000	1.607
R				.561 ^a
R²				.314
R² điều chỉnh				.291
SE				.661
DW				1.305

Nguồn: trích xuất từ kết quả chạy mô hình hồi quy

4.2. Kết quả hồi quy

Kiểm định nghiệm đơn vị trên dữ liệu bảng được thực hiện cho tất cả các biến sử dụng trong phân tích. Kết quả của 3 kiểm định Levin, Lin & Chu; Im, Pesaran và Shin và PP-Fisher Chi-square cho thấy tất cả các biến trong ba mô hình nghiên cứu đều không có nghiệm đơn vị với mức ý nghĩa 1%.

Nghiên cứu đã thực hiện hồi quy với dữ liệu bảng cân đối theo cả ba mô hình Pooled OLS, FEM và REM cho ba mô hình (1), (2) và (3). Các kiểm định Hausman và Breusch - Pagan LM cho thấy OLS là mô hình phù hợp nhất đối với mô hình (1), FEM là mô hình phù hợp nhất đối với mô hình (2) và REM đối với mô hình (3).

Sau khi thực hiện kiểm tra các khuyết tật của mô hình và khắc phục chúng, kết quả hồi quy (Bảng 3) cho thấy hệ số của biến TDTA mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% ở mô hình (1) và 1% ở mô hình (2) và (3). Điều này chứng tỏ cơ cấu vốn đại diện

bởi tỷ lệ Tổng nợ/Tổng tài sản tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROE, ROA và EPS). Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu của (Shyam-Sunder & Myers (1999); Simerly & Li (2000); Fama & French (2002)).

Bảng 3. Kết quả hồi quy về tác động của cơ cấu vốn đến ROE, ROA và EPS

	ROE	ROA	EPS
TDTA	-0,496* (0,302)	-0,108*** (0,041)	-3,312*** (1,165)
CS	0,0194 (0,018)	0,042*** (0,012)	1,081*** (0,259)
GO	-0,000** (0,000)	-0,000*** (0,000)	-0,000 (0,001)
AS	-0,289* (0,156)	-0,007* (0,003)	-0,058 (0,371)
CNXD	-0,0531** (0,0317)	-0,0504** (0,0152)	-6.549,14*** (1.232,24)
NLNN	-0,0434** (0,0291)	-0,0404** (0,0164)	-6.549,14*** (1.232,24)
TMDV	-0,0639** (0,0391)	-0,0395** (0,0243)	-6.549,14*** (1.232,24)
Nam17	0,274** (0,333)	0,12** (0,333)	4.243,11*** (0,333)
Nam18	0,315** (0,333)	0,11** (0,333)	3.123,11*** (0,333)
Nam19	0,412** (0,333)	0,14** (0,333)	5.163,11*** (0,333)
Const	0,0177 (0,374)	-0,644*** (0,192)	-15,000*** (20,383)

Nguồn: Tính toán của tác giả

Ghi chú: (.) : Độ lệch chuẩn ; *, **, *** : ý nghĩa ở mức 10%, 5% và 1%.

Hệ số của biến CS mang dấu dương ở cả ba mô hình (1), (2) và (3). Tuy nhiên, nó chỉ có ý nghĩa thống kê ở mô hình (2) và (3) với mức ý nghĩa 1%, cho thấy quy mô của doanh

ngành tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đại diện bởi chỉ tiêu ROA và EPS. Kết quả này phù hợp với Đoàn Ngọc Phúc (2014) và Onaolapo & Kajola (2010).

Trái với kỳ vọng, biến tốc độ tăng trưởng GO tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hệ số của biến này mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với mô hình (1), 1% đối với mô hình (2) và không có ý nghĩa ở mô hình (3). Kết quả này cho thấy cơ hội tăng trưởng cao có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty có cơ hội tăng trưởng cao thường có xu hướng sử dụng nợ nhiều và do đó, có thể gặp khó khăn tài chính dẫn đến mâu thuẫn lợi ích giữa người chủ sở hữu và chủ nợ tăng lên. Khi đó, ban quản trị công ty sẽ hành động vì lợi ích của chủ sở hữu và đầu tư ít đi và vì vậy, giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Hoang (2015)).

Đối với biến cấu trúc tài sản AS, hệ số của biến này mang dấu âm ở ba mô hình. Tuy nhiên, nó chỉ có ý nghĩa thống kê ở mức 10% trong mô hình (1) và (2). Điều này cho thấy cấu trúc tài sản tác động nghịch chiều đến ROE và ROA, chứng tỏ việc sử dụng tài sản dài hạn của công ty được nghiên cứu chưa thực sự hiệu quả.

Như vậy, kết quả thu được như sau: giả thuyết H₁, H₂, H₅, H₆ được chấp nhận; H₃ và H₄ bị bác bỏ.

5. Kết luận và kiến nghị

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng gồm 150 công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng trong giai đoạn 2017 - 2019 để phân tích ảnh hưởng của cơ cấu vốn (đại diện bởi tỷ lệ Tổng nợ/Tổng tài sản) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (đại diện bởi ba chỉ tiêu ROE, ROA và EPS). Để lựa chọn mô hình phù hợp, nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng với 3 mô hình

Pooled OLS, FEM và REM và thực hiện các kiểm định cần thiết để lựa chọn mô hình. Các kết quả từ mô hình phù hợp sau khi khắc phục các khuyết tật cho thấy rằng cơ cấu vốn là một yếu tố quan trọng, tác động nghịch chiều đến cả ba chỉ tiêu đại diện cho hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng. Bên cạnh đó, ROA và EPS bị tác động thuận chiều bởi quy mô của doanh nghiệp. Ngoài ra, ROE, ROA bị tác động nghịch chiều bởi cơ hội tăng trưởng và cấu trúc tài sản doanh nghiệp.

Kết quả tìm thấy ở trên chỉ ra rằng các nhà quản trị các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng cần nhận thức rõ ràng về vai trò của cơ cấu vốn đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hiện tại, nguồn vốn nợ của các công ty này chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng nguồn vốn (gần 50%) và kết quả nghiên cứu cho thấy, mức độ sử dụng nợ tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, các nhà quản trị nên xem xét giảm bớt tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn của công ty. Hơn nữa, để nâng cao hiệu quả hoạt động các công ty cổ phần trên địa bàn Thành phố Đà Nẵng cần tăng vốn chủ sở hữu, giảm các khoản nợ phải trả, đổi mới mô hình quản trị công ty, nâng cao chất lượng nguồn nhân lực.

Ngoài ra, các công ty này cũng cần tận dụng tốt hơn nữa lợi thế theo quy mô của doanh nghiệp để nâng cao hiệu quả hoạt động bởi quy mô doanh nghiệp tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đối với những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, các nhà quản trị cần chú ý cân bằng giữa lợi ích của chủ sở hữu và chủ nợ khi đưa ra quyết định đầu tư nhằm tránh làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Cuối cùng, ban quản trị công ty phải cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản dài hạn nhằm nâng cao lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu và từ đó làm tăng giá trị cổ phiếu của công ty.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abor, J. (2005). The Effect of Capital Structure on Profitability: Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), Emerald Group Publishing Limited, 2, 438-447.
- Abdel Shahid, S. (2003). Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from The Egyptian Stock Market. Working Paper, retrieved on November 11th 2015, from the SSRN eLibrary.
- Bùi Văn Vân, Vũ Văn Ninh (2016). *Giáo trình Tài chính DN*, NXB Tài chính.
- Đoàn Ngọc Phi Anh (2010). Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*, Đại học Đà Nẵng, 5 (40), 14-22.
- Đoàn Ngọc Phúc (2014). Nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa ở Việt nam. Luận án tiến sĩ kinh tế.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2000). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Hadlock, C. & James, C. (2002). Do banks provide financial slack?. *The Journal of Finance*, 57, 1383-420.
- Harris, M. and Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, Số 1, Tập 46, tr. 297-355.
- Huang, G & Song, FM (2001). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, vol. 17.
- Hasan, Md. Bokhtiar, et. al. (2014). Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence From Bangladesh. *International Journal Business and Management*, 9 (5), 184-194.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, Số 3, Tập 4, tr. 305-360.
- Le & Phung (2013). Le, T.P.V. & Phung, D.N (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12 (2), 40-58.
- Michaelas, Nicos, Chittenden, Francis, Poutziouris, Panikkos (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, pp. 113-130.
- Modigliani, F. & Miller, M.H (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48 (3), 261-297.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, Số 39, tập 3, tr. 575-592.
- 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(2), 187-221.

- Nguyễn Thị Minh Huệ, Đặng Tùng Lâm (2017). Chuyên san Kinh tế và Kinh doanh. Tập 33, Số 1, 2017, tr.23-33.
- Onaolapo, A.A., & Kajola, S.O. (2010). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25, 70-82.
- Pettit, R.R. & Singer, R.F. (1985). Small business finance: a research agenda. 14 (3), 47-60.
- Roden, D.M. & Lewellen, W.G. (1995). Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts. *Financial Management*, 24 (2), 76-87.
- Salim (2012). Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- Shyam-Sunder & Myers, S.C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Simerly, R.L. & Li, M. (2000). Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test. *Strategic Management Journal*, 21 (1), 31-49.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Wei Xu, Xiangzhen Xu, Shoufeng Zhang (2005). An Empirical Study on Relationship between Corporation Performance and Capital Structure. *China-USA Business Review*, 4 (4), 49-53.
- Zeitun & Tian (2007). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1 (4), 40-61.