

CẤU TRÚC NGUỒN VỐN VÀ KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Doãn Thùy Dương*, Đinh Thế Hùng**

Ngày nhận: 28/10/2014

Ngày nhận bản sửa: 15/11/2014

Ngày duyệt đăng: 8/12/2014

Tóm tắt:

Nghiên cứu này xác định mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp kiểm soát, ảnh hưởng của các yếu tố cơ hội tăng trưởng, quy mô công ty, thuế và cơ cấu sở hữu. Mẫu nghiên cứu bao gồm 235 công ty đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2011 – 2013, thực hiện bằng mô hình hồi quy bảng (POOL) và ảnh hưởng cố định (FEM). Tiếp đó, nghiên cứu sử dụng ước lượng GMM để khắc phục vấn đề nội sinh và quan hệ xác định đồng thời trong mô hình. Kết quả cho thấy, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu và hệ số nợ dài hạn trên tổng nguồn có tác động tiêu cực tới cả hai biến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ (ROE) và lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS).

Từ khóa: Cấu trúc nguồn vốn, khả năng sinh lời, doanh nghiệp niêm yết, Việt Nam.

The effects of capital structure on profitability among listed firms on Ho Chi Minh City Stock Exchange

Abstract:

This study is conducted to investigate the relationship between capital structure and firm performance, controlling the impact of several other factors including growth opportunities, firm size, non-debt tax shield and ownership structure. The sample includes 235 listed companies on Ho Chi Minh City Stock Exchange for the period from 2011 to 2013, using the pool data model (POOL) and fixed effect model (FEM), then using difference panel GMM estimator to deal with endogeneity and simultaneity. The findings from this study indicate that debt to equity ratio and long term debt to equity ratio are negatively related to return on equity (ROE) and earning per share ratios (EPS).

Keywords: capital structure, profitability, listed companies, Vietnam

1. Giới thiệu

Trong bất kỳ doanh nghiệp nào, tài sản cũng được hình thành từ hai nguồn là nguồn vốn chủ sở hữu và công nợ phải trả. Cơ cấu giữa hai nguồn hình thành tài sản này có ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nói chung và khả năng sinh lời của doanh nghiệp nói riêng là một đề tài đã được nghiên cứu một cách sâu, rộng ở các nước phát triển. Một số học giả, ví dụ Modigliani và Miller (1963), Baker (1973) và Taub (1975) cho rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có mối quan hệ thuận chiều với khả năng sinh lời của công ty. Một số khác, ví dụ Rayan (2008), với kết quả nghiên cứu thực nghiệm lại cho kết quả ngược lại. Tại Việt Nam, cho đến nay đề tài này chưa được nhiều học giả nghiên cứu, hoặc có

nghiên cứu nhưng còn nhiều hạn chế về phương pháp nghiên cứu khoa học, ví dụ chọn mẫu với quy mô chưa đủ lớn, các biến nghiên cứu chưa đầy đủ, các nhận định hoặc kết luận đưa ra mang tính chủ quan,...

Nghiên cứu này đánh giá ảnh hưởng của mối quan hệ giữa cấu trúc nguồn vốn lên khả năng sinh lời của gần 300 doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 3 năm, từ 2011 đến 2013. Kết quả nghiên cứu trước hết hỗ trợ các doanh nghiệp lựa chọn cơ cấu nguồn vốn cho mình phù hợp nhằm tối đa hóa khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng hỗ trợ những người sử dụng thông tin kế toán khác trong việc đánh giá khả năng sinh lời, khả năng

thanh toán, tình hình tài chính,... của công ty để có thể có những quyết định kinh doanh phù hợp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Lý thuyết cơ cấu vốn lần đầu tiên xuất hiện trong nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958 và 1963). Quan điểm Modigliani và Miller (1958) cho rằng trong điều kiện không có thuế, hiệu quả kinh doanh khi có vay nợ và không vay nợ là như nhau, do đó, công ty không thể tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn. Theo nghiên cứu Modigliani và Miller (1963), khi công ty gia tăng tỷ số nợ, khả năng sinh lời tăng lên và chi phí sử dụng vốn trung bình giảm xuống. Nói cách khác, công ty nên sử dụng càng nhiều nợ càng tốt.

Rất nhiều nghiên cứu sau này cũng có những nhận định tương tự với lý thuyết Modigliani và Miller. Choudhury (1993) thực hiện mô hình hồi quy trên thị trường chứng khoán Bangladesh, đưa ra kết luận rằng khi tỷ lệ nợ giảm, công ty sẽ thiếu hụt nguồn cung tài chính, dẫn tới bỏ lỡ những cơ hội đầu tư mang lại lợi nhuận cho công ty. Đồng quan điểm này là nghiên cứu của Um (2001) với bộ số liệu của thị trường chứng khoán Hàn Quốc. Theo Um (2001), khi gia tăng lượng nợ sử dụng, công ty thu được lợi ích bằng hiện giá của “lá chắn thuế”. Nói cách khác, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính có quan hệ cùng chiều với tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần (ROE).

Tuy nhiên, cũng có nhiều nghiên cứu thực nghiệm phản ánh quan điểm trái chiều với những kết quả nêu trên. Mesquita và Lara (2003) trong nghiên cứu về mối quan hệ của cơ cấu vốn với khả năng sinh lời của công ty dưới sự tác động của thuế, quy mô vốn và lãi suất thị trường đã chỉ ra rằng tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu càng lớn sẽ khiến cho khả năng sinh lời càng giảm. Quan điểm này cũng được khẳng định với bộ số liệu trên sàn giao dịch Johannesburg tại Nam Phi của Rayan (2008). Kết luận của Rayan (2008) cho rằng tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) tương quan âm với đòn bẩy tài chính trên hầu hết các ngành nghề của thị trường, trừ ngành y tế cộng đồng và bưu chính viễn thông.

Đặc biệt, theo nghiên cứu của Strebulaev (2003) về cơ cấu vốn của các nước đang phát triển, tỷ lệ nợ cao có ảnh hưởng tích cực lên ROE do việc sử dụng vốn vay tạo lá chắn thuế tạo hiệu quả kinh doanh cao hơn so với sử dụng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, cùng với sự gia tăng của khoản nợ, chi phí “khốn khó” tài chính cũng tăng lên, khiến cho lợi ích của lá chắn thuế giảm đi. Khi nợ tăng lên đến một mức độ nhất định, chi phí “khốn khó” tài chính sẽ bằng đúng hiện giá của lá chắn thuế. Nếu tiếp tục sử dụng

nợ vượt mức này, lợi ích của lá chắn thuế không đủ bù đắp cho chi phí khốn khó, giá trị công ty sẽ bắt đầu giảm. Vậy với nghiên cứu này, mối tương quan giữa cơ cấu vốn và khả năng sinh lời thuận chiều hay nghịch chiều còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố và lý do khác nhau.

Tại Việt Nam, cho tới nay chưa có một nghiên cứu cụ thể nào liên quan đến đánh giá cấu trúc tài chính lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Những thực tế nêu trên là nhân tố thúc đẩy tác giả khóa lập khoảng trống nghiên cứu đó là ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

3. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu nêu trên, tác giả đặt ra các giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết 1: Có mối quan hệ tỷ nghịch giữa tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu và khả năng sinh lời của công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là một trong những chỉ tiêu đại diện cho cơ cấu vốn của công ty. Tỷ lệ này cao cho thấy công ty đang sử dụng chủ yếu từ nguồn vốn vay nợ. Việc sử dụng nhiều nợ có thể gây tâm lý lo lắng và bất an cho các nhà đầu tư do rủi ro từ việc thanh toán nợ lớn. Điều này khiến cho giá trị cổ phiếu của các công ty này có khả năng sụt giảm do không còn hấp dẫn nữa. Theo Hobarth (2006), công ty ít vay nợ thì khả năng sinh lời sẽ cao hơn.

Giả thuyết 2: Có mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa hệ số nợ dài hạn (nợ dài hạn/tổng nguồn) và khả năng sinh lời của công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Chỉ tiêu nợ dài hạn/tổng nguồn vốn cho ta biết được mức độ sử dụng nguồn vốn dài hạn và ngắn hạn của doanh nghiệp để đầu tư sản xuất kinh doanh. Về mặt lý thuyết, khi sử dụng nợ dài hạn thì công ty sẽ trả lãi cố định trong suốt thời kỳ hợp đồng dài hạn; trong khi sử dụng nợ ngắn hạn phải thường xuyên trả nợ cũ, vay nợ mới. Mỗi lần vay mới, lãi suất sẽ khác nhau, tùy vào biến đổi của thị trường, đôi khi lãi suất có thể tăng cao trong những trường hợp khẩn cấp cần huy động vốn, gây ra tâm lý không yên tâm cho kinh doanh. Tuy nhiên, khi xử lý số liệu thực tế trên sàn chứng khoán của Ghana trong giai đoạn 1998 đến 2003, Joshua (2005) đã tìm ra rằng hệ số nợ ngắn hạn tỷ lệ thuận với hiệu quả kinh doanh, trong khi tỷ lệ nợ dài hạn tỷ lệ nghịch với chỉ tiêu này. Giải thích cho kết luận này, Joshua (2005) cho rằng đối với nợ ngắn hạn, tuy rủi ro lớn nhưng chi phí vay nợ tương đối thấp hơn vì

lãi suất của tín dụng ngắn hạn được huy động khi thực sự có nhu cầu. Ngược lại, nợ dài hạn có rủi ro ít hơn do lãi suất ổn định hơn nhưng kể cả khi công ty không có nhu cầu vốn vẫn phải trả lãi định kỳ gây ảnh hưởng tới lợi nhuận.

Giả thuyết 3: Có mối quan hệ trái chiều giữa quy mô công ty và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Theo Amato và Wilder (1985), quy mô của công ty có mối quan hệ với tỷ lệ thuận với khả năng sinh lời bởi các công ty lớn có xu hướng cung cấp được nhiều thông tin cho các nhà đầu tư, cũng như đa dạng hóa và có các dòng tiền mặt ổn định hơn, khiến tâm lý của nhà đầu tư ổn định, tin tưởng vào sự phát triển trong tương lai của công ty. Tuy nhiên, khi quy mô của công ty phát triển tới một ngưỡng nhất định thì mối quan hệ này có xu hướng đổi chiều. Theo Cui và Wu (2007), thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Trung Quốc và các nước đang phát triển, quy mô càng nhỏ thì rủi ro càng cao; vì vậy nhà đầu tư sẽ kỳ vọng lợi nhuận mang lại cao hơn, điều này khiến khả năng sinh lời của công ty cũng tăng lên.

Giả thuyết 4: Có mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa giá trị khấu hao chia cho tổng tài sản và khả năng sinh lời của công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Thuế được đánh giá là một trong những yếu tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của công ty. Theo lý thuyết Modigliani và Miller (1963) việc sử dụng nợ sẽ giảm lượng thuế thu nhập mà công ty phải nộp cho Nhà nước. Bên cạnh đó giá trị khấu hao cũng tạo nên khoản tiết kiệm thuế cho công ty. Nghiên cứu của Huang và Song (2002), Titman và Wessels (1988) về đòn bẩy tài chính, hiệu quả kinh doanh và các yếu tố ngoại sinh khác đã sử dụng giá trị khấu hao chia cho tổng tài sản để tính khoản tiết kiệm thuế này. Kết quả cho thấy khoản tiết kiệm thuế không phải là nợ có quan hệ tỷ lệ nghịch với khả năng sinh lời của công ty. Ngược lại, Brealey và các cộng sự (1984) lại có khẳng định rằng mối quan hệ này là tỷ lệ thuận.

Giả thuyết 5: Có mối quan hệ cùng chiều giữa cơ hội tăng trưởng và khả năng sinh lời niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Các nghiên cứu lý thuyết thường cho rằng cơ hội tăng trưởng tỷ lệ thuận với khả năng sinh lời. Khi một công ty với cơ hội tăng trưởng cao, các nhà đầu tư sẽ nhìn thấy một kỳ vọng tích cực ở hiệu quả kinh doanh của công ty này. Điều này cũng khiến các cổ đông dễ dàng tài trợ vốn cho công ty, khả năng huy động vốn chủ sở hữu tăng cao (Jung, Kim và Stulz).

Còn đối với các công ty ít cơ hội đầu tư, việc vay nợ có thể giúp giảm chi phí đại lý; lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) của công ty cũng có xu hướng giảm do kỳ vọng của thị trường đối với giá cổ phiếu của các công ty này giảm. Hơn nữa việc vay nợ lớn cũng gây ra nhiều ngại cho nhà đầu tư.

Giả thuyết 6: có mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa cơ cấu sở hữu và khả năng sinh lời công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

Các nghiên cứu lý thuyết cho rằng có một mối tương quan giữa cơ cấu quyền sở hữu và cơ cấu nguồn vốn cũng như khả năng sinh lời công ty. Trong các nghiên cứu thực nghiệm, cơ cấu sở hữu được tính bằng tỷ lệ vốn chủ sở hữu Nhà nước chia cho tổng vốn. Theo Lemmon và Zender (2002), những công ty có tỷ lệ nắm giữ cổ phần phân tán sẽ có giá trị cổ phiếu trên thị trường cao hơn. Ngược lại, Sheleifer và Vishny (2002) đã sử dụng bộ dữ liệu của 24 nước đang phát triển và đưa ra kết luận tỷ lệ nắm giữ cổ phần tập trung càng cao thì lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu của công ty càng lớn. Tuy nhiên, Aburime (2008) đã nghiên cứu mối tương tác giữa cơ cấu sở hữu và giá trị của các ngân hàng tại Nigeria trong giai đoạn 1989 đến 2004. Kết luận đưa ra rằng không có mối quan hệ nào giữa hai biến này.

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1. Cơ sở dữ liệu

Tác giả sử dụng phương pháp định lượng để nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của công ty; dưới sự liên kết chặt chẽ của các yếu tố quy mô công ty, khoản tiết kiệm thuế không phải là nợ, cơ hội tăng trưởng, cơ cấu sở hữu. Nghiên cứu tiến hành trên bộ dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh¹ giai đoạn 2009–2013.

Mẫu nghiên cứu được hình thành từ việc thu thập dữ liệu của 322 công ty đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn từ năm 2011 đến 2013. Trong đó, các công ty có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu lớn hơn 10 được coi như số liệu bất thường, nó quá lớn so với giá trị trung bình của nghiệm thức, sẽ được loại bỏ ra khỏi bộ số liệu. Tương tự, các công ty có hệ số nợ nhỏ hơn 0 cũng bị loại khỏi bộ số liệu. Bên cạnh đó, do một số quan sát bị thiếu hay không có giá trị, gây ảnh hưởng tới các biến nghiên cứu chính, các công ty không có đủ dữ liệu sẽ bị loại ra. Chính vì vậy, mẫu nghiên cứu sau cùng bao gồm 235 công ty niêm yết và tổng cộng có 705 quan sát trong giai đoạn 2011 đến 2013.

4.2. Phân tích hồi quy

Dựa vào các giải thuyết trình bày ở trên, nhằm xác định mối quan hệ của các biến đối với khả năng sinh lời, phương trình nghiên cứu được xây dựng như sau

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LD/E_{it} + \beta_2 D/E_{it} + \beta_3 Dep/A_{it} + \beta_4 SV/BV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Own_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

i là nhóm ngành hoạt động, t là thời gian

Biến phụ thuộc: Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) đo lường khả năng sinh lời của công ty

Biến độc lập:

LD/E: hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu

D/E: hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

Biến kiểm soát: ngoài các biến độc lập giải thích trên, các biến kiểm soát sau cũng có tác động tới khả năng sinh lời của công ty;

Dep/A: giá trị khấu hao trên tổng tài sản, đo lường giá trị của khoản tiết kiệm thuế không phải là nợ;

SV/BV: giá trị thị trường của cổ phiếu trên giá trị sổ sách của cổ phiếu, đo lường cơ hội tăng trưởng của công ty;

SIZE: giá trị Logarit cơ số tự nhiên của tổng tài sản theo từng năm, đo lường quy mô của công ty;

Own: tỷ lệ vốn chủ sở hữu Nhà nước trên tổng vốn, đo lường cơ cấu sở hữu của công ty;

u_{it} : sai số.

Như đã đề cập ở trên, nhằm xác định mối tương quan giữa các biến độc lập và các biến phụ thuộc chúng tôi xây dựng hàm hồi quy với 6 biến độc lập và hai biến phụ thuộc là ROE và EPS. Từ phương trình (1) tiến hành ước lượng lần lượt theo mô hình dữ liệu bảng (panel data), mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effect – FE). Mục đích của các ước lượng này là để kiểm tra độ nhạy và sự thay đổi của cấu trúc biến trong mô hình, qua đó khám phá sơ bộ

mức độ tác động của các biến trong mô hình. Tuy nhiên vấn đề đáng quan tâm khi ước lượng phương trình (1) đó là: các biến cơ cấu nguồn vốn có thể là biến nội sinh, tức là có sự tương quan với phần dư. Nói cách khác, quan hệ nguyên nhân kết quả có thể xảy ra theo hai chiều hướng: cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng tới khả năng sinh lời và ngược lại. Như vậy hồi quy các biến số này có thể bị tương quan với sai số. Vì vậy, nghiên cứu sử dụng ước lượng GMM (Generalized method of moment) được đề xuất bởi Holtz-Eakin và cộng sự (1988). Theo Holtz-Eakin và cộng sự, ngay cả trong điều kiện giả thiết nội sinh bị vi phạm, phương pháp GMM cho ra các hệ số ước lượng vững, không chệch, phân phối chuẩn và hiệu quả. Phương trình được chuyển đổi sai phân bậc nhất, điều này kiểm soát tính không đồng nhất và ngăn ngừa vấn đề nội sinh tiềm tàng. Các biến công cụ được sử dụng là các biến độc lập có tính đến độ trễ. Phương trình chuyển hóa sai phân bậc nhất thành như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LD/E_{it} + \beta_2 D/E_{it} + \beta_3 Dep/A_{it} + \beta_4 SV/BV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Own_{it} + \beta_7 Y_{i,t-1} + u_{it} \quad (2)$$

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

5.1. Kết quả cơ bản

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến trong mô hình, có thể thấy giá trị thấp nhất của ROE và EPS mang giá trị âm, nghĩa là có những công ty làm ăn thua lỗ trong mô hình.

Bảng 2 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến giải thích, kèm theo chỉ số phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor), là chỉ số quan trọng để nhận biết khả năng đa cộng tuyến của mô hình. Nếu chỉ số VIF lớn hơn 5, mô hình xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến cao (Field, 2009). Bảng 2 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến không cao. Đồng thời, chỉ số VIF của các biến nhỏ hơn 5, nghĩa là mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 3 là kết quả của kiểm định White và kiểm định Breusch – Godfrey cho hiện tượng phương sai

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Mean	Median	Maximum	Minimum	Standard Deviation
ROE	0.339040	0.241822	1.305245	-0.0254	0.255750
EPS	0.110002	0.070600	0.454893	-0.0097	0.122456
LD/E	0.135122	0.09940	0.577919	0.000000	0.168611
D/E	2.836517	1.085495	6.300210	0.294652	1.834754
Dep/TA	0.014698	0.008723	0.055074	0.000000	0.015758
SV/BV	3.729571	2.673752	24.34532	0.002330	4.591670
Firm size	6.933008	6.783975	9.162438	5.231528	0.902626
Own	0.181903	0.139200	0.785258	0.515414	0.235517

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Bảng 2: Bảng kiểm định ma trận tương quan giữa các biến giải thích

Biến quan sát	LD/E	D/E	Dep/TA	SV/BV	SIZE	OWN	VIF
LD/E	1						1.0076
D/E	-0.6422	1					1.7402
Dep/TA	0.2593	-0.0100	1				1.0073
SV/BV	-0.0774	0.7838	0.0600	1			1.7797
SIZE	-0.0842	0.0689	-0.1009	-0.1441	1		1.0143
OWN	0.0368	0.0755	0.0861	-0.0880	-0.2076	1	1.2348

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Bảng 3: Bảng kiểm định phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số

	White		Breusch - Godfrey	
	Prob(F-statistic)	Kết quả	Prob(F-statistic)	Kết quả
Mô hình ROE	0.6575	Không bị phương sai sai số thay đổi	0.1509	Không có tự tương quan của sai số
Mô hình EPS	0.8270	Không bị phương sai sai số thay đổi	0.2816	Không có tự tương quan của sai số

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

sai số không đổi và tự tương quan của sai số. Vì chỉ số Prob (F-statistic) đều lớn hơn 5% có nghĩa là mô hình không bị hiện tượng phương sai của sai số không đổi và tự tương quan của sai số.

5.2. Kết quả ước lượng chi tiết

5.2.1. Kết quả ước lượng mô hình dữ liệu bảng và nhân tố cố định

Từ những kết luận trên, mô hình hồi quy được thực hiện với phương trình (1). Bảng 4 và 5 trình bày kết quả hồi quy bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) theo mô hình POOL và FEM để so sánh kết quả. Để lựa chọn mô hình phù hợp, nghiên cứu thực hiện kiểm định F-Limer để kiểm tra tính đồng nhất của bộ dữ liệu hỗ trợ cho việc lựa chọn

mô hình phù hợp. Kết quả kiểm định F-Limer (0.0005; $p < 1\%$) cho thấy mô hình FEM là mô hình phù hợp được sử dụng để phân tích các kết quả nghiên cứu.

Dựa trên kết quả bảng 4 và 5, mối quan hệ giữa các biến được trình bày như sau:

Đối với mô hình hồi quy biến phụ thuộc ROE, hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu (LD/E) và hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) tương quan âm với ROE. Trong khi đó các biến quy mô công ty (giá trị log trên tổng tài sản) và tỷ lệ giá thị trường trên giá sổ sách của cổ phiếu không có tương quan với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) do giá trị P-value > 0.1 . Như vậy, các giả thuyết 3 và 5 về mối

Bảng 4: Bảng kết quả hồi quy cho biến phụ thuộc ROE

Biến quan sát	Biến phụ thuộc: Tỷ suất sinh lời trên vốn (ROE)			
	POOL		FEM	
	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
LD/E	-0.16111**	0.0312	-0.02191***	0.0035
D/E	-0.21809***	0.0029	-0.01189**	0.0420
Dep/A	-2.28113**	0.0419	-3.64514*	0.0721
SV/BV	-0.81604***	0.0004	0.00129	0.6102
SIZE	-4.11991***	0.0000	-2.70142	0.3319
OWN	0.57106	0.0832	0.52961	0.0211
R ²	0.42910		0.45714	
F-Limer Test			0.0005	

***p < 0.01; **p < 0.05; *p < 0.1

Nguồn: kết quả tính toán của tác giả

Bảng 5: Bảng kết quả hồi quy cho biến phụ thuộc EPS

Biến quan sát	Biến phụ thuộc: Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS)			
	POOL		FEM	
	Coefficient	P-value	Coefficient	P-value
LD/E	-0.84229**	0.0326	-1.89470*	0.0861
D/E	-0.19281**	0.0223	-0.03754**	0.0180
Dep/A	18.8679	0.8702	-5.28344	0.2791
SV/BV	0.09564	0.5059	0.05190	0.8000
SIZE	-0.78207	0.7580	-2.84429	0.2574
OWN	0.37342	0.0128	0.36721**	0.0329
R ²	0.93625		0.53872	

***p < 0.01; **p < 0.05; *p < 0.1

Nguồn: kết quả tính toán của tác giả

quan hệ của các chỉ số này với ROE đã bị bác bỏ. Chỉ tiêu Dep/A miêu tả giá trị của phần tiết kiệm thuế không phải nợ có mối quan nghịch chiều với ROE với mức ý nghĩa 10%. Chỉ tiêu cơ cấu sở hữu được tính bằng tỷ lệ vốn Nhà nước trên tổng vốn của công ty lại được chứng minh có quan hệ thuận chiều với ROE.

Bảng 5 cho thấy chỉ số nợ dài hạn trên vốn chủ và nợ trên vốn chủ có quan hệ tỷ lệ nghịch với EPS với mức ý nghĩa 10% và 5%. Chỉ số cơ cấu sở hữu cũng có tương quan dương với biến EPS với mức ý nghĩa 5%. Ngoài ra, EPS không có mối quan hệ với các chỉ tiêu cơ hội tăng trưởng (SV/BV), quy mô công ty (SIZE), giá trị phần tiết kiệm thuế không phải là nợ (Dep/A) do giá trị P-value > 0.1.

5.2.2. Kết quả ước lượng bằng phương pháp GMM với phương trình (2)

Dựa vào phương pháp GMM, nghiên cứu ước lượng sử dụng sai phân có độ trễ của các biến cơ cấu nguồn vốn (LD/E; D/E) có tính đến độ trễ, các sai phân của biến ngoại sinh (SV/BV, Dep/A, Size, Own).

Kết quả của ước lượng GMM đưa đến những sự khác biệt khá lớn so với kết quả từ ước lượng mô hình hồi quy bảng và nhân tố cố định. Ước lượng GMM cho thấy cơ cấu nguồn vốn có tương quan âm với cả chỉ tiêu ROE và EPS. Cụ thể, với mức ý nghĩa 5%, khi LD/E tăng/giảm 1 đơn vị thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu giảm/tăng 0.39 mặc dù LD/E không có tương quan với lợi nhuận trên cổ

Bảng 6: Kết quả ước lượng GMM cho mô hình

Biến quan sát	ROE	EPS
Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu	-0.39757** (P-value = 0.0421)	-0.13579 (P-value = 0.1378)
Nợ / Vốn chủ sở hữu	-0.02952** (0.0389)	-0.7806** (0.0186)
Giá trị phần tiết kiệm thuế không phải nợ	-1.89601 (0.1121)	-0.35850 (0.2571)
Giá thị trường/ giá sổ sách của cổ phiếu	0.01130 (0.1791)	0.00024* (0.0001)
Quy mô công ty	-0.05194 (0.5802)	-0.11354 (0.7264)
Cơ cấu sở hữu	0.45912** (0.0636)	0.23832*** (0.0037)
Y _i (-1)	-0.21908** (0.0175)	-0.04700 (0.3292)
Sargan p-value	0.3809	0.5647

***p < 0.01; **p < 0.05; *p < 0.1

Nguồn: kết quả tính toán của tác giả

phiếu. Tương tự, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) tỷ lệ nghịch với ROE và EPS với hệ số tương quan 0.02 và 0.78. Khi công ty sử dụng nhiều nợ, đặc biệt là nợ dài hạn thì theo tâm lý của nhà đầu tư có nghĩa là công ty đang đối mặt với những rủi ro tài chính, gây những lo ngại nhất định trong những quyết định của nhà đầu tư. Điều này sẽ khiến cho lợi nhuận kỳ vọng của công ty giảm xuống. Như vậy kết quả của mô hình 2 trên bộ số liệu của sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh đã ủng hộ cho lý thuyết phân hạng của Myers và Majluf (1984) với đề xuất về thứ tự ưu tiên nguồn vốn huy động của các công ty. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng đưa ra những bằng chứng thực nghiệm, khẳng định lại kết luận của Rayan (2008), cho rằng ROE tương quan âm với đòn bẩy tài chính.

Bảng 6 cũng đưa ra các chỉ số cho thấy chỉ tiêu giá trị phần tiết kiệm thuế không phải nợ (Dep/A) không có mối quan hệ với cả ROE và EPS. Kết quả này cho thấy sự khác biệt trong kết quả nghiên cứu với các quan điểm của Huang và Song (2002), cũng như Titman và Wessels (1988) về tương quan âm giữa giá trị khấu hao trên tổng tài sản với khả năng sinh lời của công ty.

Chỉ tiêu cơ cấu sở hữu được tính bằng tỷ lệ vốn nhà nước trên tổng vốn của công ty được chứng minh có quan hệ thuận chiều với cả ROE và EPS. Kết quả này bác bỏ giả thuyết mà nghiên cứu đã đưa ra về tương quan âm giữa hai biến này, và ủng hộ cho quan điểm của Sheleifer và Vishny (2002) về việc nắm giữ cổ phần tập trung càng cao thì giá trị công ty càng lớn mạnh.

Nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ giữa chỉ tiêu quy mô công ty (Size) và khả năng sinh lời của công ty, cho thấy sự khác nhau so với kết quả hồi quy trên thị trường chứng khoán Trung quốc của Cui và Wu (2007) về mối tương quan âm giữa hai chỉ tiêu này. Chỉ tiêu SV/BV cũng không có tương quan với ROE nhưng lại có mối tương quan dương với EPS.

Ghi chú: Tác giả chỉ lấy số liệu doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam để đảm bảo tính đồng nhất về quy mô doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

- Aburime, U.T. (2008). 'Impact of Ownership Structure on Bank Profitability in Nigeria,' *Journal of Global Economy*, số 4, tập 3, trang 170-183.
- Amato, L. và Wilder, R.P. (1985), 'The Effect of Firm Size on Profit Rate in U.S. Manufacturing', *Southern Economics Journal*, số 55, trang 181-190.
- Baker, S.H. (1973), 'Risk, leverage and profitability: An industry analysis', *Review of Economics and Statistics*, số 55, trang 503-507.
- Brealey, R.A. và Myers, S.C. (2003), *Principle of Corporate Finance, international ed.*, McGraw-Hill, Boston,

Để kiểm định tính phù hợp của phương pháp GMM trong hồi quy, nghiên cứu áp dụng kiểm định Sargan – xác định sự phù hợp của biến công cụ với H_0 : biến công cụ là ngoại sinh, nghĩa là không tương quan với sai số của mô hình. Giá trị p của thống kê Sargan càng lớn càng tốt. Bảng 6 cho thấy kết quả kiểm định Sargan p-value > 5%. Như vậy nhóm các biến công cụ là ngoại sinh.

Tóm lại, qua lần lượt ước lượng các mô hình bằng nhiều phương pháp khác nhau, đặc biệt là phương pháp GMM, có thể khẳng định giả thuyết tương quan âm giữa cơ cấu nguồn vốn và khả năng sinh lời trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

6. Kết luận

Như vậy giả thuyết 1 và 2 về mối quan hệ của hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu và hệ số nợ trên vốn chủ tương quan âm với khả năng sinh lời (ROE, EPS) đã được chứng minh thực nghiệm thông qua bộ số liệu của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Cơ cấu sở hữu có tương quan dương với khả năng sinh lời cũng được thể hiện qua kết quả ước lượng. Phần giá trị tiết kiệm thuế không phải nợ và quy mô công ty không có mối quan hệ với cả ROE và EPS. Kết quả hồi quy cũng cho thấy cơ hội tăng trưởng không có ảnh hưởng lớn tới khả năng sinh lời. Nghiên cứu này cũng nhất quán với kết quả của các nghiên cứu trước đây, như Hobarth (2006), Joshua (2005) và các nhà nghiên cứu khác về tương quan ngược chiều giữa cơ cấu nguồn vốn và khả năng sinh lời của công ty.

Dựa vào những kết luận này nghiên cứu góp phần giúp các nhà quản trị công ty hiểu được tầm quan trọng và ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên khả năng sinh lời của công ty, cũng như có thêm một cách thức để dự đoán được lợi nhuận trên cổ phiếu mang lại trong tương lai. □

- Massachusetts.
- Choudhury, J.A. (1993), 'Evaluation of Capital Structure of Three companies Listed with Dhaka Stock exchange'. *Journal of Global Management*, số 21, trang 154-158.
- Cui, R. và Wu, Y. (2007), *Disentangling Liquidity and Size Effects in Stock Return: Evidence from China*, University of Vienna, Vienna.
- Field, A.F., (2009), *Discovering Statistics Using SPSS*, xuất bản lần thứ 3, Sage publications, Sussex.
- Hobarth, L.L. (2006). 'Modeling the relationship between financial indicators and company performance: An empirical study for us listed companies in France', luận án tiến sĩ, University of Economics And Business Administration, Vienna.
- Holtz-Eakin D., Newey, W. và Rosen, H. (1988), 'Estimating Vector Autoregressions With Panel Data,' *Journal of Econometrica*, số 56, tập 6, tr 7-13
- Jung, Yong, Kim, Cheal và Stulz, Rene M. (1996), 'Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision', *Journal of Financial Economics*, số 42, trang 159-185.
- Huang, G. và Song, F.M. (2006), 'The Determinants of Capital Structure: Evidence from China', *China Economic Review*, số 17, tập 1, trang 14-36.
- Joshua, A. (2005), 'The Effect on Capital Structure and Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana', *The Journal of Risk Finance Incorporating Balance Sheet*, số 6, tập 5, trang 438-448.
- Lemmon, M.L. và J. Zender, (2002). 'Debt capacity and test of capital structure theories', tham luận trình bày tại hội thảo Cấu trúc nguồn vốn tại doanh nghiệp nhỏ và vừa, tháng 7 năm 2002, Đại học Colorado và Đại học Utah
- Mesquita, J.M.C. và Lara, J.E. (2003), 'Capital structure and profitability: the Brazilian case', tham luận trình bày tại hội thảo khoa học Những vấn đề học thuật về Kinh tế và Quản lý, ngày 3-7 tháng 7 năm 2003, Vancouver.
- Modigliani, F. và Miller, M. (1958), 'The cost of capital, corporate finance and the theory of investment', *American Economic Review*, số 48, trang 261-97.
- Modigliani, F. và Miller, M. (1963), 'Corporate income taxes and the cost of capital: a correction', *American Economic Review*, số. 53, trang 443-53.
- Myers, S.C. và N.S. Majluf, (1984). 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, số 13, trang 187-221
- Rayan, K. (2008), "Financial leverage and firm value", luận án tiến sĩ, Gordon Institute of Business Science, Đại học Pretoria.
- Sheleifer, A. và Vishny, R.W. (1997), 'A survey of corporate governance', *Journal of Finance*, số 52, tập 2, trang 737-783.
- Strebulaev, I.A. (2003), 'Capital Structure in Developing Countries', *Journal of Finance* số 56, tập 1, trang 87-130.
- Taub, A.J. (1975), 'Determinants of the firm's capital structure', *Review of Economics and Statistics*, số.57, trang 410-16.
- Titman, S. và Wessels, R. (1988), 'The Determinants of Capital Structure Choice', *Journal of Finance*, số 43, tập 1, trang 1-19.
- Um, T. (2001), 'Determinants of Capital Structure and Prediction of Bankruptcy in Korea', luận án tiến sĩ, Đại học Cornell, Ithaca.

Thông tin tác giả:

***Doãn Thùy Dương, Thạc sĩ**

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Kế toán - Kiểm toán, Đại học Kinh tế Quốc dân

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: duongdt36@gmail.com.

**** Đinh Thế Hùng, Tiến sĩ**

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu: Kiểm toán tài chính, kiểm toán quyết toán công trình xây dựng cơ bản, kiểm toán nội bộ, kiểm toán hoạt động, kiểm toán xác định giá trị doanh nghiệp;

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả từng đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Kế toán, Tạp chí Nghiên cứu Khoa học Kiểm toán, Tạp chí Kinh tế và Phát triển.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: hungdtneu@gmail.com