

TÁC ĐỘNG CỦA QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH TỚI RỦI RO VỐN CỔ PHẦN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Vũ Khuyên

Viện Kinh tế và Quản lý, Đại học Bách Khoa Hà Nội

Email: khuyen.nguyenthivu@hust.edu.vn

Nguyễn Văn Nam

Đại học Kinh tế Quốc dân Hà Nội

Email: nvnam2012@gmail.com

Ngày nhận: 08/01/2019

Ngày nhận bản sửa: 29/01/2019

Ngày duyệt đăng: 15/03/2019

Tóm tắt:

Bài báo đánh giá tác động tổng hợp và riêng lẻ các quyết định tài chính doanh nghiệp tới rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp. Kết quả từ phân tích mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) trên 420 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên 2 sàn HOSE và HNX (2010-2017) cho thấy tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu, tỷ suất sinh lời của vốn đầu tư, tỷ lệ lợi tức cổ tức có tác động mạnh mẽ tới rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp. Nghiên cứu đã phát hiện thêm được mối quan hệ tương quan chặt chẽ giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ vay với rủi ro vốn cổ phần. Nhưng rất thú vị là khi các doanh nghiệp Việt Nam giảm nợ ngắn hạn đồng thời với tăng hiệu quả sử dụng vốn dài hạn và tăng tỷ lệ lợi tức cổ tức lại làm rủi ro vốn cổ phần tăng lên. Cuối cùng, một kết quả hiếm thấy trong tổng quan nghiên cứu là chỉ tiêu Sức sinh lợi cơ sở (BEP) lên sẽ làm rủi ro vốn cổ phần tăng.

Từ khóa: Quyết định đầu tư, quyết định nguồn vốn, quyết định phân phối thu nhập, rủi ro vốn cổ phần.

Mã JEL: G32

The impact of financial decisions on equity risk of listed firms on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

The paper evaluates the aggregate and individual impact of corporate financial decisions on equity risk of enterprises. Results from fixed effects model analysis (FEM) on 420 non-financial enterprises listed on HOSE and HNX from 2010 to 2017 show ratio of liabilities to equity, ROCE, dividend yield have strong impacts on the equity risk of the enterprise. The study has found a close correlation between short-term debt ratio and loan ratio with equity risk. But it is interesting that when Vietnamese firms reduce short-term debt while increasing the efficiency of long-term capital use and increasing the dividend yield rate, the risk of equity capital increases. Finally, a rare result in the literature is an increase in the basic earning power (BEP) that will increase the equity risk.

Keywords: Investing decision, financing decision, earning distributing decision, equity risk.

JEL code: G32

1. Giới thiệu

Mối tương quan giữa lợi nhuận và rủi ro đã trở thành lý thuyết kinh điển trong quản trị doanh nghiệp nói chung và quản trị tài chính nói riêng. Để xây dựng được mô hình lợi nhuận rủi ro phù hợp với doanh nghiệp nói chung và đáp ứng được những thay đổi không ngừng của nền kinh tế và các yếu tố khác, ta không thể không đo lường rủi ro và hiểu được những quy luật gắn với rủi ro. Rủi ro của doanh nghiệp đã được nghiên cứu từ rất lâu và có nhiều trường phái. Áp dụng lý thuyết và cách tiếp cận rủi ro tài chính của doanh nghiệp dưới con mắt của các nhà đầu tư của Damodaran (2014), rủi ro tài chính gồm có rủi ro cổ phiếu (equity risk) và rủi ro tín dụng (default risk) đến từ quan điểm của 2 nhà đầu tư vốn vào doanh nghiệp là cổ đông và chủ nợ.

Quản trị doanh nghiệp nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, trong đó quản trị tài chính giữ vai trò thiết yếu. Tuy nhiên đôi khi đề tối đa hóa giá trị sở hữu của cổ đông, các nhà quản trị quan tâm không đúng mức tối thiểu rủi ro mà các cổ đông của doanh nghiệp có thể gặp phải. Vậy các quyết định thuộc về quản trị tài chính sẽ có tác động như thế nào tới mức độ rủi ro của cổ đông tại các doanh nghiệp Việt Nam? Những tác động này có những điểm tương đồng hay khác biệt gì so với những nghiên cứu tương tự ở các nước phát triển cũng như các nước thuộc nền kinh tế mới nổi? Đây cũng chính là các câu hỏi nghiên cứu đặt ra của bài báo.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Rủi ro vốn cổ phần

Rủi ro vốn cổ phần xảy ra mức lợi nhuận thực tế từ cổ phiếu doanh nghiệp cao hơn hay thấp hơn mức lợi nhuận kỳ vọng (Damodaran, 2014). Rủi ro vốn cổ phần được đo lường một cách kỳ vọng. Và việc tính toán độ biến thiên này cũng có nhiều trường phái và còn tranh cãi.

Mô hình CAPM (Fama & French, 1992) khẳng định mức độ rủi ro thị trường được đo lường bởi chỉ số beta thị trường – ước lượng một đầu tư riêng lẻ sẽ đóng góp bao nhiêu rủi ro vào một danh mục đầu tư mà bao gồm tất cả tài sản được mua bán. Chỉ số beta của một cổ phiếu đo lường lợi nhuận kỳ vọng của 1 cổ đông trong mối quan hệ với toàn thị trường. Và lý do duy nhất mà hai khoản đầu tư có lợi nhuận kỳ vọng khác nhau là bởi vì chúng có beta khác nhau.

Chỉ số beta càng cao thì lợi nhuận kỳ vọng của 1 cổ phiếu riêng lẻ càng cao hơn so với các loại cổ phiếu khác.

Tuy nhiên, cũng có nhiều nghiên cứu đưa ra những đại diện khác cho rủi ro vốn cổ phần của cổ phiếu. Các nhà nghiên cứu đi phê phán mô hình CAPM cho rằng CAPM đã không giải thích được nhiều sự thay đổi trong lợi nhuận của đầu tư. Họ đã tìm đi theo một phương pháp khác và tìm kiếm các biến cụ thể của công ty mà giải thích tốt hơn sự chênh lệch trong lợi nhuận, và chỉ ra được đó là hai biến - giá trị vốn hóa thị trường của một doanh nghiệp (Banz, 1981), và tỷ lệ giá sổ sách và giá thị trường (B/M) (Stattman, 1980; Rosenberg & cộng sự, 1985).

Fairchild (2002), Damodaran (2014), Crowther & Seifi (2010) ủng hộ trường phái sử dụng beta vì cho rằng rủi ro vốn cổ phần bao gồm 2 thành phần: rủi ro đặc thù của doanh nghiệp (hoặc rủi ro phi hệ thống) và rủi ro thị trường (hoặc rủi ro hệ thống). Rủi ro đặc thù đo lường sự biến động giá cổ phiếu xảy ra do những nguyên nhân đặc thù của doanh nghiệp và độc lập với biến động của thị trường. Trong khi đó rủi ro thị trường đo lường sự nhạy cảm của giá cổ phiếu của doanh nghiệp với những biến động của toàn thị trường. Những nhà đầu tư nắm giữ những danh mục chứng khoán đa dạng có thể loại bỏ được hoàn toàn rủi ro đặc thù của doanh nghiệp, nhưng đối với rủi ro thị trường thì không thể. Rủi ro tác động đến hầu hết tài sản trên thị trường sẽ vẫn tiếp tục tồn tại ngay cả khi một công ty có danh mục kinh doanh đa dạng (Fairchild, 2002). Khi rủi ro phi hệ thống được loại trừ, rủi ro của 1 cổ phiếu riêng lẻ được đo lường không phải bằng độ lệch chuẩn của cổ phiếu đó mà bằng độ biến thiên của cổ phiếu đó tương ứng với toàn thị trường (Crowther & Seifi, 2010). Vì vậy giả định nhà đầu tư đa dạng hóa tốt, có thể nói rằng rủi ro vốn cổ phần chính là rủi ro thị trường. Doanh nghiệp nào có cổ phiếu biến động nhiều hơn so với thị trường có xu hướng rủi ro hơn so với doanh nghiệp có cổ phiếu biến động ít hơn.

Cuối cùng, theo Damodaran (2014) chỉ số beta có thể làm tốt được việc đo lường mức độ rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp vì chỉ số beta cao hơn chứng tỏ chi phí vốn cổ phần của 1 công ty càng cao. Doanh nghiệp đối mặt với rủi ro vốn cổ phần khi nó có thể phải trả chi phí vốn cổ phần cao hơn dự tính hoặc khi lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư

sự giảm ảnh hưởng đến sức hấp dẫn của cổ phiếu trên thị trường.

2.2. Quyết định tài chính

Quản trị tài chính doanh nghiệp nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị sở hữu của cổ đông và xoay quanh 3 quyết định chính: quyết định đầu tư, quyết định huy động vốn và quyết định phân chia thu nhập. Mỗi quyết định được đưa ra dù là đầu tư, huy động hay phân chia thu nhập mà có khả năng làm tăng giá trị doanh nghiệp thì đều được đánh giá là quyết định tốt (Damodaran, 2014).

2.3. Quyết định đầu tư

Khi đối diện với một dự án hay một cơ hội đầu tư, doanh nghiệp phải quyết định có nên đầu tư vào chúng hay không. Quyết định đầu tư của doanh nghiệp là một trong những quyết định nền tảng được đưa ra bởi mỗi doanh nghiệp để rủi ro hóa các quỹ của doanh nghiệp với hy vọng sẽ tạo ra những dòng lợi nhuận trong tương lai (Meng, 2013).

Quyết định này liên quan tới việc doanh nghiệp sẽ đầu tư nguồn lực hữu hạn của mình vào đâu? Và những yếu tố nào tạo nên một khoản đầu tư hiệu quả?

2.4. Quyết định huy động vốn

Khi ra quyết định về huy động vốn, các nhà quản lý tài chính phải quyết định việc doanh nghiệp có thể huy động quỹ cho hoạt động đầu tư từ nguồn nào? Có thể kết hợp các nguồn như thế nào?

Kết quả của hoạt động huy động vốn được đo lường bằng chỉ tiêu cơ cấu nguồn vốn huy động như tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn, tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu,... và chỉ tiêu đánh giá hiệu quả của việc sử dụng vốn phổ biến nhất là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

2.5. Quyết định phân chia thu nhập

2.5.1. Chính sách cổ tức

Nói đến quyết định phân chia thu nhập trong quản trị tài chính doanh nghiệp, ta nghĩ ngay đến chính sách cổ tức. Vào cuối mỗi năm, mỗi công ty cổ phần đại chúng phải quyết định liệu sẽ hoàn trả tiền cho các cổ đông – trả cổ tức hay không, hay sẽ giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư.

Các chỉ tiêu dùng để đo lường cổ tức được chi trả gồm có Lợi tức cổ tức (dividend yield) và Tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend pay out) (Damodaran, 2014).

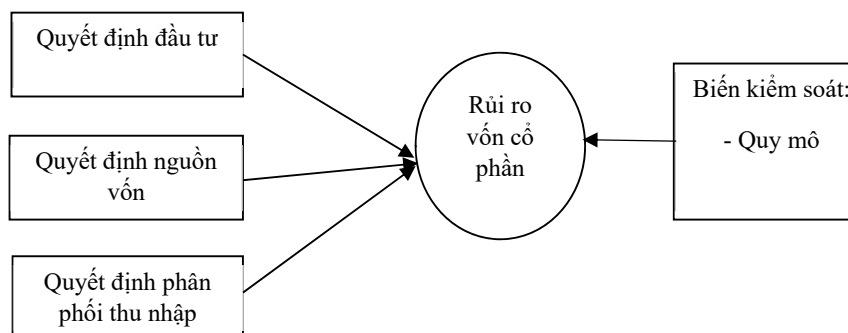
2.5.2. Phân chia thu nhập trong quá trình sản xuất kinh doanh

Quản trị công ty hiện đại hướng đến lợi ích của các bên liên quan đến doanh nghiệp nhằm giúp doanh nghiệp phát triển bền vững và có thể tăng thêm giá trị sở hữu cho cổ đông lâu dài. Vì vậy bên cạnh chính sách cổ tức, các nhà quản trị tài chính còn cần quan tâm đến việc quyết định tỷ trọng và giá trị phân bổ tổng thu nhập của công ty tới các đối tác tham gia trong quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp như: các nhà cung cấp của doanh nghiệp, nhà cung ứng tín dụng, nhà nước... Việc phân chia này được thực hiện dựa trên việc chi trả các chi phí phát sinh trong quan hệ kinh doanh với các đối tác tham gia quá trình sản xuất kinh doanh và phân chia cổ tức đối với chủ sở hữu doanh nghiệp (Ngô Thu Giang, 2015).

2.6. Tác động của quyết định tài chính tới rủi ro vốn cổ phần

Có rất nhiều các nghiên cứu đã được thực hiện về những tác động của từng quyết định riêng lẻ đến rủi ro biến động giá cổ phiếu. Những nghiên cứu này bao gồm cả các nghiên cứu định tính và nghiên

Hình 1: Mô hình nghiên cứu



Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình

I. Biến phụ thuộc	Khái niệm	Cách đo lường
Beta	Rủi ro vốn cổ phần	Beta của cp $i =$ (Hiệp phương sai của cổ phiếu i với danh mục thị trường)/(Phương sai của danh mục thị trường) (Damodaran, 2014)
II. Biến độc lập		
1. FD_i	Quyết định huy động vốn thứ i	Các chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn
4. ID_j	Quyết định đầu tư thứ j	Các chỉ tiêu đo lường kết cấu tài sản và hiệu quả của hoạt động đầu tư
7. PD_k	Quyết định phân phối thu nhập thứ k	Các chỉ tiêu đo lường mức độ phân chia thu nhập của doanh nghiệp cho các bên liên quan
III. Biến kiểm soát		
1. SIZE	Quy mô công ty	Logarith tự nhiên của giá trị sổ sách tổng tài sản (Vo & Phan, 2013)

Nguồn: Nhóm tác giả lập.

cứ định lượng (nghiên cứu thực chứng); và đã được thực hiện ở nhiều thị trường chứng khoán trên thế giới.

2.6.1. Tác động của quyết định nguồn vốn, quyết định đầu tư tới rủi ro vốn cổ phần

Ở thị trường Mỹ, Hamada (1971), Ben-Zion & Shalit (1975) đã khẳng định quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy là những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến rủi ro cổ phiếu. Báo cáo cổ tức cũng có mối tương quan có ý nghĩa thống kê thời rủi ro này. Tương tự Mensah (1983) bằng việc sử dụng mô hình phân tích chéo trên 265 doanh nghiệp phi tài chính trong 10 năm nghiên cứu (1967-1977) và 237 doanh nghiệp phi tài chính trong 19 năm nghiên cứu (1967-1986) đã kết luận rằng rủi ro nội tại doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính và đòn bẩy hoạt động thực sự là những tác nhân quyết định hệ số beta thị trường và được chứng minh bởi mối tương quan có nghĩa. Các đo lường về mặt kế toán về đòn bẩy tài chính, đòn bẩy hoạt động, vòng quay của lợi nhuận và dòng tiền, và những thay đổi trong năng suất của doanh nghiệp tác động đến những quan niệm kinh tế cơ bản, từ đó ảnh

hưởng đến rủi ro thị trường. Nghiên cứu này cũng tìm được vài bằng chứng cho thấy tình chu kỳ của dòng tiền và lợi nhuận kế toán liên quan tới những doanh nghiệp khác trong nền kinh tế chung có thể có ảnh hưởng lên rủi ro thị trường sâu sắc hơn cả đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính.

Nghiên cứu ở những thị trường mới nổi khác cũng cho thấy những kết quả tương tự. Iqbal & Shah (2012) đã kiểm định mô hình hồi quy trên mẫu gồm 93 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi của Pakistan trong giai đoạn từ 2005 đến 2009. Nghiên cứu cho thấy tính thanh khoản, đòn bẩy, hiệu quả hoạt động, tỷ lệ chi trả cổ tức và giá trị thị trường của cổ phiếu có mối quan hệ ngược chiều, trong khi khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng thì có quan hệ cùng chiều với rủi ro hệ thống – hệ số beta.

Bàn về tác động của đòn bẩy tài chính lên rủi ro thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Tehran, Alaghi (2011) cũng khẳng định đòn bẩy tài chính thực sự tác động đến hệ số beta.

Bảng 2: Bảng mô tả các biến quyết định huy động vốn

Biến	Nội dung	Công thức	Viết tắt
FD1	Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn	Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	NPT/TNV
FD2	Tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	NPT/VCSH
FD3	Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên nợ phải trả	Nợ ngắn hạn/Nợ phải trả	NNH/NPT
FD4	Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn	Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	NNH/TNV
FD5	Tỷ lệ nợ vay trên tổng nguồn vốn	Nợ vay/Tổng nguồn vốn	NV/TNV
FD6	Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu	Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	NV/VCSH

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ Hamada (1971), Ben-Zion & Shalit (1975), Damodaran (2014), và Ngô Thu Giang (2015).

Bảng 3: Bảng mô tả biến Quyết định đầu tư

Biến	Nội dung	Công thức	Viết tắt
ID1	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản	Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	TSNH/TTS
ID2	Tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền	Tiền/Tài sản ngắn hạn	TM/TSNH
ID3	Tỷ lệ hàng tồn kho	Hàng tồn kho/ Tài sản ngắn hạn	HTK/TSNH
ID4	Tỷ lệ phải thu ngắn hạn	Phải thu ngắn hạn/Tài sản ngắn hạn	KPT/TSNH
ID5	Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản	Tài sản cố định/Tổng tài sản	TSCĐ/TTS
ID6	Tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản	Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	TSDH/TTS
ID7	Vòng quay hàng tồn kho	Doanh thu thuần/Hàng tồn kho bình quân	VQHTK
ID8	Vòng quay khoản phải trả	Doanh thu thuần/ Khoản phải trả ngắn hạn bình quân	VQKPT
ID9	Sức sản xuất tổng tài sản	Doanh thu thuần/Tổng tài sản bình quân	SSXTTS
ID10	Sức sản xuất tài sản cố định	Doanh thu thuần/Tài sản cố định bình quân	SSXTSCĐ
ID11	Tỷ lệ sinh lời của tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản bình quân	ROA
ID12	Tỷ lệ sinh lời của vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân	ROE
ID13	Tỷ lệ sinh lời của vốn dài hạn	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/(Tổng nguồn vốn bình quân – Nợ ngắn hạn bình quân)	ROCE

Nguồn: Nhóm tác tổng hợp từ Damodaran (2014) và Ngô Thu Giang (2015).

2.6.2. Tác động của quyết định phân chia thu nhập tới rủi ro vốn cổ phần

Nghiên cứu được thực hiện ở những thị trường phát triển và thị trường mới nổi cho thấy mối quan hệ giữa chính sách cổ tức tới rủi ro vốn cổ phần có xu hướng trái chiều nhau.

Nazir & cộng sự (2012) đã nhấn mạnh chính sách cổ tức là một vấn đề quan trọng đối với cả nhà đầu tư lẫn nhà quản trị doanh nghiệp vì sự thay đổi đột ngột trong giá cổ phiếu ám chỉ mức độ rủi ro của nó. Bằng việc kiểm định mô hình hồi quy trên các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi, các nhà nghiên cứu đã chỉ ra rằng có mối tương quan có nghĩa nghịch đảo giữa tỷ suất cổ tức với sự biến động về giá cổ phiếu. Và kết quả cũng tương tự đối với mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức với sự biến động về giá cổ phiếu.

Cũng nghiên cứu về mối tương quan giữa chính sách cổ tức và sự biến động về giá, nhưng đối với các loại hình doanh nghiệp chứ không chỉ riêng các doanh nghiệp tài chính tại Kenya năm 2013, các tác giả cũng có kết luận tương tự như nghiên cứu trên, đó là có mối quan hệ nghịch đảo giữa tỷ suất cổ tức, tỷ lệ chi trả cổ tức với sự biến động về giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, nghiên cứu tương tự trên mẫu nghiên cứu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Luân Đôn lại có kết luận Tỷ suất cổ tức và biến động về giá cổ phiếu có mối quan hệ thuận chiều, còn tỷ lệ chi trả cổ tức và biến động giá cổ phiếu có mối quan hệ nghịch đảo.

Qua quá trình tổng quan, có thể thấy các nghiên cứu chủ yếu xoay quanh chính sách cổ tức còn quyết định phân chia thu nhập trong quá trình sản xuất kinh doanh tới beta hầu như không có. Thêm vào

Bảng 4: Bảng mô tả các biến quyết định phân phối thu nhập

Biến	Nội dung	Công thức	Viết tắt
PD1	Lợi nhuận biên	Lợi nhuận sau thuế *100/Doanh thu thuần	ROS
PD2	Tỷ lệ lãi EBIT	EBIT*100/Doanh thu thuần	%EBIT
PD3	Sức sinh lời cơ sở	EBIT*100/Tổng tài sản bình quân	BEP
PD4	Tỷ lệ % trả cổ tức bằng tiền	Cổ tức trả bằng tiền đã được chi trả trong năm*100/mệnh giá cổ phiếu	%D
PD5	Dividend yield	Cổ tức tiền mặt được chi trả trong năm trên 1 cổ phiếu *100/Giá cổ phiếu tại ngày giao dịch cuối cùng của kỳ dữ liệu	DY

Nguồn: Nhóm tác tổng hợp từ Nazir & cộng sự (2012), Damodaran (2014) và Ngô Thu Giang (2015).

Bảng 5: Kết quả lựa chọn biến phù hợp ở bước 1

	(81)	(105)	(107)	(149)	(155)	(233)	(461)	(467)
Biến	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta
FD2	0,031***	0,029***	0,025***	0,035***	0,030***			
FD3						-0,182**		
FD6							0,042***	0,036***
ID1	-0,234**							
ID5		0,648***	0,600***					
ID12				0,002***			0,002***	
ID13					0,003***	0,002***		0,002***
PD3	0,716***	0,727***						
PD5			0,006***	0,006***	0,006***	0,006***	0,006***	0,006***
SIZE	-0,234***	-0,208***	-0,220***	-0,234***	-0,231***	-0,223***	-0,228***	-0,225***
R ²	0,031	0,042	0,041	0,034	0,034	0,031	0,031	0,032
Số DN	420	420	420	420	420	420	420	420

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

đó, rất ít tác giả phân tích một cách tổng hợp cả 3 quyết định tài chính tới rủi ro vốn cổ phần - hệ số beta của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu có thể được minh họa bằng tại Hình 1.

3.1.1. Các biến trong mô hình

Các biến trong mô hình được thể hiện tại Bảng 1.

3.1.2. Biến độc lập Quyết định huy động vốn

3.1.3. Biến độc lập về Quyết định đầu tư

3.1.4. Biến độc lập về Quyết định phân phối thu nhập

3.2. Dữ liệu và phương pháp phân tích

Bài báo tập trung phân tích các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết liên tục từ năm 2010 đến năm 2017 trên 2 sàn chứng khoán lớn nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam là HOSE và HNX. Sau khi loại bỏ những doanh nghiệp có nhiều số bị thiếu thì

mẫu còn lại gồm có 420 doanh nghiệp, trong đó 235 doanh nghiệp trên sàn HNX, 185 doanh nghiệp trên sàn HOSE. Như vậy trong 8 năm, số quan sát được thu thập là 3360. Dữ liệu được cung cấp bởi các đơn vị cung cấp dịch vụ thông tin về chứng khoán và tài chính như vietstock.vn, cafee.vn, stoxplus.com,... và website của doanh nghiệp.

Bài báo sử dụng phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu mảng trên Stata. Các biến độc lập tương ứng với các quyết định tài chính là một bộ chỉ tiêu gồm nhiều chỉ tiêu khác nhau. Một số chỉ tiêu có thể phản ánh cùng một nội dung nhưng cách đo lường khác nhau. Chẳng hạn như chỉ tiêu về tỷ lệ nợ phải trả thì được đo lường theo 2 cách: Tỷ số nợ phải trả trên tổng nguồn vốn và Tỷ số nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu. Không thể đưa cả 2 chỉ tiêu này vào mô hình mà chỉ chọn 1. Vì vậy, cần phải lựa chọn chỉ tiêu nào có ý nghĩa để đưa vào mô hình. Việc lựa chọn sẽ được tiến hành bằng cách chạy mô hình thử với vòng lặp trên Stata. Mỗi chỉ tiêu đại diện cho các biến độc lập sẽ lần lượt được thay thế cho đến

Bảng 6: Kết quả mô hình (1)

	FEM	FEM robust
	Beta	Beta
FD2	0,0314***	0,0314**
ID1	-0,234**	-0,234*
PD3	0,716***	0,716***
CV1SIZE	-0,234***	-0,234***
cons	6,912***	6,912***
R-sq	0,031	0,031

Bảng 7: Kết quả mô hình (2)

	FEM	FEM robust
	Beta	Beta
FD2	0,0286***	0,0286**
ID5	0,648***	0,648***
PD3	0,727***	0,727***
CV1SIZE	-0,208***	-0,208***
cons	5,898***	5,898***
R-sq	0,042	0,042

Bảng 8: Kết quả mô hình (3)

	FEM	FEM robust
	Beta	Beta
FD2	0,0253***	0,0253**
ID5	0,600***	0,600***
PD5	0,00641***	0,00641***
CV1SIZE	-0,220***	-0,220***
_cons	6,253***	6,253***
R-sq	0,041	0,041

Bảng 9: Kết quả mô hình (4)

	FEM	FEM robust
	Beta	Beta
FD2	0,0347***	0,0347***
ID12	0,00244***	0,00244**
PD5	0,00626***	0,00626***
CV1SIZE	-0,234***	-0,234***
cons	6,760***	6,760***
R-sq	0,034	0,034

khi tìm được 3 chỉ tiêu đại diện cho 3 quyết định tài chính có ý nghĩa cao nhất để đưa vào mô hình.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả chạy vòng lặp để chọn biến độc lập

Mô hình chạy thử sẽ có dạng:

$$\text{Beta} = a_i \text{FD}_i + b_j \text{ID}_j + c_k \text{PD}_k + d_l \text{SIZE} + \varepsilon$$

Khi đưa vào vòng lặp, i sẽ chạy từ 1 đến 6, j chạy từ 1 đến 13 và k chạy từ 1 đến 6. Kết quả thu được có 469 kết hợp giữa 3 quyết định tài chính với rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp. Trong đó, nhóm tác giả lọc được 8 kết hợp tốt nhất với các mức ý nghĩa 5% và 10%. Bảng 5 thể hiện kết quả đã được lọc của bước 1.

4.2. Kiểm định mô hình

Mô hình các quyết định tài chính ảnh hưởng tới rủi ro vốn cổ phần, sau khi đã lựa chọn biến độc lập và đưa thêm biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp sẽ có dạng sau:

$$\text{Beta} = a_i \text{FD}_i + b_j \text{ID}_j + c_k \text{PD}_k + d_l \text{Size} + \varepsilon$$

Với 8 mô hình được lựa chọn ở mục 4.1, nhóm tác giả kiểm định hausman thì đều cho kết quả pvalue < 0,05 nên mô hình phù hợp là FEM. Khi mô hình được sử dụng là FEM thì không tính đến những yếu

tố tác động khác nhau với từng doanh nghiệp nhưng không đổi qua thời gian trên từng doanh nghiệp. Vì vậy, yếu tố ngành không thể đưa vào mô hình để xem xét ảnh hưởng tới Beta.

Các kiểm định khuyết tật mô hình cũng được thực hiện và các mô hình có khuyết tật được khắc phục bởi phương pháp robust và cho những kết quả mô hình như sau:

$$\text{-Mô hình (1): } \text{Beta} = a_1 \text{FD}_2 + b_1 \text{ID}_1 + c_1 \text{PD}_3 + d_1 \text{Size} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{-Mô hình (2): } \text{Beta} = a_2 \text{FD}_2 + b_2 \text{ID}_5 + c_2 \text{PD}_3 + d_2 \text{Size} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{-Mô hình (3): } \text{Beta} = a_3 \text{FD}_2 + b_3 \text{ID}_5 + c_3 \text{PD}_5 + d_3 \text{SIZE} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{-Mô hình (4): } \text{Beta} = a_4 \text{FD}_2 + b_4 \text{ID}_{12} + c_4 \text{PD}_5 + d_4 \text{SIZE} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{-Mô hình (5): } \text{Beta} = a_5 \text{FD}_2 + b_5 \text{ID}_{13} + c_5 \text{PD}_5 + d_5 \text{SIZE} + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{-Mô hình (6): } \text{Beta} = a_6 \text{FD}_3 + b_6 \text{ID}_{13} + c_6 \text{PD}_5 + d_6 \text{SIZE} + \varepsilon \quad (6)$$

$$\text{-Mô hình (7): } \text{Beta} = a_7 \text{FD}_6 + b_7 \text{ID}_{12} + c_7 \text{PD}_5 + d_7 \text{SIZE} + \varepsilon \quad (7)$$

$$\text{-Mô hình (8): } \text{Beta} = a_8 \text{FD}_6 + b_8 \text{ID}_{13} + c_8 \text{PD}_5 +$$

Bảng 10: Kết quả mô hình (5)

	FEM	FEM robust
	Beta	Beta
FD2	0,0303***	0,0303**
ID13	0,00251***	0,00251*
PD5	0,00616***	0,00616***
CV1SIZE	-0,231***	-0,231***
cons	6,670***	6,670***
R-sq	0,034	0,034

Bảng 11: Kết quả mô hình (6)

	FEM	FEM robust
	Beta	Beta
FD3	-0,182**	-0,182*
ID13	0,00248***	0,00248*
PD5	0,00613***	0,00613***
CV1SIZE	-0,223***	-0,223***
cons	6,659***	6,659***
R-sq	0,034	0,034

Bảng 12: Kết quả mô hình (7)

	FEM	FEMrobust
	Beta	Beta
FD6	0,0417***	0,0417***
ID12	0,00216***	0,00216**
PD5	0,00622***	0,00622***
CV1SIZE	-0,228***	-0,228***
_cons	6,613***	6,613***
R-sq	0,031	0,031

Bảng 13: Kết quả mô hình (8)

	FEM	FEMrobust
	Beta	Beta
FD6	0,0360***	0,0360**
ID13	0,00238***	0,00238*
PD5	0,00611***	0,00611***
CV1SIZE	-0,225***	-0,225***
_cons	6,522***	6,522***
R-sq	0,032	0,032

$d_0 \text{SIZE} + \varepsilon \quad (8)$

Kết quả từ 8 mô hình FEM và robust với những kết hợp khác nhau của các quyết định tài chính tác động tới rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp như sau:

4.2.1. Quyết định nguồn vốn tác động rủi ro vốn cổ phần

Tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu (FD2) có tương quan thuận chiều với mức độ rủi ro vốn cổ phần (Beta) của doanh nghiệp với các mức ý nghĩa rất cao là 5% và 10%. Công ty càng tăng nợ thì rủi ro vốn cổ phần càng tăng lên, kết luận này khẳng định lại kết quả của các nghiên cứu trên thị trường phát triển. Và đi ngược với kết luận tại một số thị trường mới nổi như Pakistan.

Trong khi đó Tỷ lệ nợ ngắn hạn trong nợ phải trả (FD3) lại tác động ngược chiều với rủi ro với các mức ý nghĩa 1% và 5%.

Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu (FD6) cũng có tác động thuận chiều với Beta với mức ý nghĩa rất cao 5% và 10%, cho thấy doanh nghiệp vay nợ bằng các hợp đồng tín dụng tại ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu càng nhiều thì rủi ro vốn cổ phần càng cao. Kết hợp với kết luận ở trên về tỷ số nợ, và tỷ lệ nợ ngắn hạn ta thấy doanh nghiệp sử dụng nợ phải trả, vốn vay nhiều thì rủi ro tăng, tuy nhiên nếu dùng nợ ngắn hạn nhiều thì rủi ro lại có xu hướng giảm. Vậy để giảm bớt rủi ro vốn cổ phần thì các doanh nghiệp thay vì cố gắng giảm nợ thì có thể tăng trọng số nợ ngắn hạn không phải trả lãi vay trong cơ cấu nợ, chẳng hạn như tăng các khoản nợ định kỳ hoặc khoản phải trả.

4.2.2. Quyết định đầu tư tác động rủi ro vốn cổ phần

Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản (ID1)

tương quan nghịch đảo với rủi ro vốn cổ phần với mức ý nghĩa 1% và 5%. Trong khi Tỷ lệ tài sản cố định trong tổng tài sản (ID5) tương quan thuận chiều với rủi ro với mức ý nghĩa thống kê rất cao là 10%. Như vậy các doanh nghiệp với tỷ trọng tài sản ngắn hạn thấp và tài sản cố định cao thì sẽ làm tăng rủi ro vốn cổ phần. Điều này cũng hợp lý vì khi doanh nghiệp sử dụng ít tài sản ngắn hạn và nhiều tài sản cố định thì thông thường sẽ có hiệu quả tài chính cao (tiền mặt dự trữ thấp, hàng tồn kho quay vòng nhanh và khoản phải thu không bị chiếm dụng quá lâu...). Sự đánh đổi giữa hiệu quả và rủi ro được thấy rõ trong trường hợp này vì doanh nghiệp càng có hiệu quả, tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao thì rủi ro càng tăng lên. Điều này được minh chứng chắc chắn thông qua việc 2 chỉ tiêu về hiệu quả của quyết định đầu tư là ROE (ID12) và ROCE (ID13) đều cho kết quả thuận chiều với Beta với các mức ý nghĩa thống kê cơ bản. Hiệu quả đầu tư càng cao thì rủi ro đối với các cổ đông càng lớn.

4.2.3. Quyết định phân phối thu nhập tác động rủi ro vốn cổ phần

Sức sinh lợi cơ sở BEP (PD3) có tác động thuận chiều tới rủi ro vốn cổ phần với mức ý nghĩa 10%. Doanh nghiệp càng có nhiều đóng góp cho xã hội thì càng có mức rủi ro vốn cổ phần cao. Ngoài lợi nhuận cho các cổ đông mà còn phân phối cho các chủ nợ, nộp thuế cho Nhà nước tăng lên thì rủi ro vốn cổ phần cũng cao hơn. Các doanh nghiệp đóng góp lợi ích cho xã hội cũng là để cân bằng mối quan hệ kinh tế với các bên liên quan, từ đó giúp doanh nghiệp phát triển bền vững. Con mắt của các nhà đầu tư, nhà làm chính sách cũng ưu ái hơn với những doanh nghiệp có tỷ lệ BEP cao.

Tỷ lệ lợi tức cổ tức – Dividend yield (PD5) cũng có mối quan hệ thuận chiều với rủi ro vốn cổ phần

với mức ý nghĩa cao 10%. Các doanh nghiệp Việt Nam càng chi trả nhiều cổ tức thì càng có mức độ rủi ro vốn cổ phần cao. Kết quả này phù hợp với nhận định của Damodaran (2014) rằng tỷ lệ lợi tức cổ phiếu là chỉ tiêu quan trọng vì nó là thành tố để tính thu nhập kỳ vọng của cổ phiếu. Một số nhà đầu tư cũng sử dụng chỉ tiêu này để đo lường rủi ro và như một yếu tố quyết định đầu tư – họ đầu tư vào cổ phiếu có lợi tức cổ tức cao.

Quy mô hay tiềm lực tài chính của doanh nghiệp tỷ lệ nghịch với rủi ro vốn cổ phần. Các doanh nghiệp lớn thường mở rộng đầu tư, sẵn sàng vay nợ nhiều và quan tâm đến những dự án có độ rủi ro cao như phát triển sản phẩm mới, chiếm lĩnh thị trường mới, tăng chi phí phục vụ trách nhiệm xã hội... khiến cho rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp tăng lên.

4.2.4. Kết quả tác động tổng hợp của 3 quyết định tài chính tới rủi ro vốn cổ phần

$$(1) \text{Beta} = 0,0314\text{FD}_2 - 0,234\text{ID}_1 + 0,716\text{PD}_3 - 0,234\text{Size} + \varepsilon$$

Khi doanh nghiệp đồng thời tăng tỷ lệ nợ phải trả, giảm tỷ trọng tài sản ngắn hạn và có mức đóng góp thu nhập cho xã hội cao thì rủi ro vốn cổ phần sẽ tăng lên.

$$(2) \text{Beta} = 0,0286\text{FD}_2 + 0,648\text{ID}_5 + 0,727\text{PD}_3 - 0,208\text{Size} + \varepsilon$$

Giống với mô hình (1), nhưng thay vì giảm tỷ trọng tài sản ngắn hạn thì việc tăng tỷ trọng tài sản cố định cũng sẽ làm rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp tăng lên.

$$(3) \text{Beta} = 0,0253\text{FD}_2 + 0,6\text{ID}_5 + 0,00641\text{PD}_5 - 0,22\text{Size} + \varepsilon$$

Doanh nghiệp cũng có thể giảm rủi ro vốn cổ phần bằng cách giảm tỷ lệ nợ, giảm tỷ trọng tài sản cố định và giảm tỷ lệ lợi tức cổ tức đi. Tuy nhiên giảm rủi ro vốn cổ phần quá nhiều lại làm cổ phiếu giảm lợi tức kỳ vọng, giảm đi sức hấp dẫn của cổ phiếu doanh nghiệp trong con mắt của nhà đầu tư.

$$(4) \text{Beta} = 0,0347\text{FD}_2 + 0,00244\text{ID}_{12} + 0,00626\text{PD}_5 - 0,234\text{Size} + \varepsilon$$

$$(5) \text{Beta} = 0,0303\text{FD}_2 + 0,00251\text{ID}_{13} + 0,00616\text{PD}_5 - 0,231\text{Size} + \varepsilon$$

Cũng cùng với cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ cao và chia nhiều cổ tức cho cổ đông, đồng thời đẩy mạnh hiệu quả của hoạt động đầu tư với ROE và ROCE cao thì

rủi ro vốn cổ phần sẽ tăng lên, làm tăng lợi tức kỳ vọng của cổ phiếu doanh nghiệp, thu hút đầu tư của các nhà đầu tư ưa thích rủi ro.

$$(6) \text{Beta} = -0,182\text{FD}_3 + 0,00248\text{ID}_{13} + 0,00613\text{PD}_5 - 0,223\text{Size} + \varepsilon$$

Với việc giảm tỷ lệ nợ ngắn hạn, tăng hiệu quả đầu tư vốn dài hạn và tăng tỷ lệ lợi tức cổ tức sẽ làm tăng rủi ro vốn cổ phần. Khi doanh nghiệp hạn chế vay ngắn hạn thì giảm đc rủi ro thanh khoản, việc này tương đương với việc doanh nghiệp sẽ ưu tiên dùng nguồn vốn dài hạn. Nếu khả năng sinh lời của vốn dài hạn cao, vượt quá chi phí vốn vay dài hạn, đồng thời đền bù xứng đáng cho cổ đông với tỷ lệ lợi tức cổ tức cao thì lợi suất kỳ vọng vẫn cao, và bù lại là rủi ro vốn cổ phần tăng lên.

$$(7) \text{Beta} = 0,0417\text{FD}_6 + 0,00216\text{ID}_{12} + 0,00622\text{PD}_5 - 0,228\text{Size} + \varepsilon$$

$$(8) \text{Beta} = 0,036\text{FD}_6 + 0,0023\text{ID}_{13} + 0,00611\text{PD}_5 - 0,225\text{Size} + \varepsilon$$

Từ mô hình (7) và (8) ta thấy doanh nghiệp với tỷ lệ vốn vay cao, tỷ lệ hiệu quả đầu tư vốn ROE hoặc ROCE cao cùng với tỷ lệ lợi tức cổ tức cao sẽ có rủi ro vốn cổ phần cao.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu, tỷ suất sinh lời của vốn đầu tư, tỷ lệ lợi tức cổ tức có tác động mạnh mẽ tới rủi ro vốn cổ phần của doanh nghiệp. Ngoài ra tác giả đã phát hiện thêm được mối quan hệ tương quan chặt chẽ giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ vay với rủi ro vốn cổ phần. Khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ ngắn hạn trong nợ phải trả cao thì rủi ro vốn cổ phần giảm. Sử dụng nợ ngắn hạn nhiều thông thường sẽ làm giảm khả năng thanh toán, từ đó làm tăng rủi ro cho doanh nghiệp. Nhưng rất thú vị là với thực tế các doanh nghiệp Việt Nam là giảm nợ ngắn hạn đồng thời với tăng hiệu quả sử dụng vốn dài hạn (ROCE) và tăng tỷ lệ lợi tức cổ tức thì lại làm rủi ro vốn cổ phần tăng lên. Điều này có thể được lý giải như sau: doanh nghiệp hạn chế vay ngắn hạn thì giảm đc rủi ro thanh khoản, nhưng khi sử dụng vốn dài hạn nhiều mà khả năng sinh lời của vốn dài hạn cao, vượt quá chi phí vốn dài hạn, đồng thời đền bù xứng đáng cho cổ đông với tỷ lệ lợi tức cổ tức cao thì lợi suất kỳ vọng vẫn cao, và bù lại là rủi ro vốn cổ phần tăng lên.

Một kết quả nữa được tìm thấy, dù không gây

ngạc nhiên, đó là tỷ lệ nợ vay trong cơ cấu vốn cao cũng là nguyên nhân dẫn đến rủi ro vốn cổ phần cao, đặc biệt khi kết hợp với hiệu quả sử dụng vốn đầu tư cao và việc doanh nghiệp trả cổ tức hậu hỹ. Doanh nghiệp dùng nợ vay nhiều thì áp lực trả lãi và gốc sẽ cao, dẫn đến rủi ro tăng lên.

Cuối cùng, một kết quả hiếm thấy trong tổng quan nghiên cứu là chỉ tiêu Sức sinh lợi cơ sở, thể hiện phân phối thu nhập của doanh nghiệp cho xã hội (cổ đông, chủ nợ, ngân sách nhà nước) tăng lên sẽ làm

rủi ro vốn cổ phần tăng.

Những kết quả rút ra được của bài báo sẽ gợi mở cho doanh nghiệp những hướng để điều chỉnh rủi ro vốn cổ phần của mình cho phù hợp dựa vào việc tác động lên một hoặc phối hợp một bộ các quyết định tài chính. Doanh nghiệp đang có rủi ro vốn cổ phần thấp có thể điều chỉnh tăng để tạo sức hấp dẫn với các nhà đầu tư. Còn doanh nghiệp có rủi ro quá cao so với mặt bằng chung thị trường thì cần giảm rủi ro một cách hiệu quả.

Tài liệu tham khảo:

- Alaghi, K. (2011), 'Financial leverage and systematic risk', *African Journal of Business management*, 5(15), 6648-6650.
- Banz, W.R. (1981), 'The relationship between return and market value of common stocks', *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
- Ben-Zion, U. & Shalit, S.S. (1975), 'Size, leverage, and dividend record as determinants of equity risk', *Center for Economic Research*, Department of Economics, University of Minnesota.
- Crowther, D. & Seifi, S. (2010), *Corporate governance and risk management*, 1st edition, Bookboon.
- Damodaran, A. (2014), *Applied Corporate Finance: Fourth edition*, Wiley, USA.
- Fama, E.F & French, K.R. (1992), 'The cross-section of expected stock returns', *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fairchild, R. (2002), 'Financial risk management: is it a value-adding activity?', *Balance Sheet*, 10(4), 22-25, DOI: 10.1108/09657960210450754.
- Hamada, S.R. (1971), 'The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks', *The Journal of Finance*, 27(2), 435-452.
- Iqbal, M.J. & Shah, S.Z.A. (2012), 'Determinants of systematic risk', *The Journal of Commerce*, 4(1), 47-56.
- Meng, Q. (2013), 'Corporate investment, financing and payout decisions: evidence from uk listed companies', doctoral dissertation, University of Birmingham, United Kingdom.
- Mensah, Y.M. (1983), 'The differential bankruptcy predictive ability of specific price level adjustments: some empirical evidence', *Accounting Review*, 58(2), 228-246.
- Nazir, S.M., Abdullah & Nawaz, M.M. (2012), 'How dividend policy affects volatility of stock prices of financial sector firms of Pakistan', *American Journal of Scientific Research*, 61(2012), 132-139
- Ngô Thu Giang (2015), 'Mô hình đánh giá tác động của tài chính doanh nghiệp tới giá trị thị trường của công ty niêm yết trong ngành thực phẩm và đồ uống', Đề tài nghiên cứu cấp cơ sở, Đại học Bách Khoa Hà Nội.
- Rosenberg, B., Reid, K. & Lanstein, R. (1985), 'Persuasive evidence of market inefficiency', *Journal of Portfolio Management*, 11, 9-17.
- Stattman, D. (1980), 'Book values and stock returns', *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4, 25-45.
- Vo, D. & Phan, T. (2013), 'Corporate governance and firm performance: empirical evidence from Vietnam', *Journal of Economic Development*, 78, 210-226.