

Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM

ThS. TRẦN HÙNG SƠN & TS. TRẦN VIỆT HOÀNG

1. Đặt vấn đề

Chủ đề về cơ cấu vốn tối ưu là đề tài của nhiều nghiên cứu. Các nghiên cứu cho rằng, các doanh nghiệp hoạt động có lãi thường sử dụng ít nợ vay hơn các doanh nghiệp có lãi ít hơn. Các nghiên cứu cũng cho thấy các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao cũng có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cao. Chi phí phá sản (đại diện bởi quy mô của doanh nghiệp) cũng tác động đến cơ cấu vốn (Krause và Litzenberger, 1973; Harris và Raviv, 1991). Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó giá trị công ty là lớn nhất, hay nói cách khác là chi phí tài chính là nhỏ nhất và do vậy cũng làm tối đa hóa doanh thu của doanh nghiệp. Nếu cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, thì cơ cấu vốn cũng sẽ tác động đến sức khỏe tài chính cũng như khả năng phá sản của doanh nghiệp. Từ góc độ của chủ nợ thì tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giúp ích cho việc hiểu được chiến lược quản lý rủi ro của ngân hàng và bằng cách nào ngân hàng xác định được khả năng phá sản liên quan đến các doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính. Tóm lại, chủ đề về cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp rất quan trọng đối với các nhà nghiên cứu cũng như những người làm thực tế.

Khái niệm về hiệu quả hoạt động là một chủ đề gây tranh cãi trong tài chính bởi do ý nghĩa rộng lớn của nó. Nghiên cứu về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp xuất phát từ lý thuyết tổ chức và quản trị chiến lược (Murphy, 1996). Hiệu quả hoạt động đo lường trên cả phương diện tài chính và tổ chức. Hiệu quả hoạt động tài chính như tối đa hóa lợi nhuận, tối đa hóa lợi nhuận trên tài sản, và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu và thị phần, cho một định nghĩa rộng hơn về hiệu quả hoạt động.

Việc đo lường hiệu quả hoạt động có thể bị tác

động bởi mục tiêu của công ty mà mục tiêu này có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động của công ty và sự phát triển của thị trường chứng khoán và thị trường vốn. Ví dụ, nếu thị trường chứng khoán không phát triển cao thì đo lường hiệu quả hoạt động theo thị trường sẽ không cho kết quả tốt. Các biến đại diện cho hiệu quả hoạt động phổ biến là ROA và ROE hay lợi nhuận trên đầu tư ROI. Những đo lường hiệu quả hoạt động theo kế toán này đại diện cho các chỉ số tài chính thu được từ bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập đã được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng (Demsetz và Lahn, 1985; Gorton và Rosen, 1995; Mehran, 1995; Ang, Cole và Line, 2000).

Ngoài ra, còn có các đo lường hiệu quả hoạt động khác được gọi là đo lường hiệu quả hoạt động thị trường, như là giá mỗi cổ phần trên thu nhập mỗi cổ phần (P/E), tỷ số giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVR), và chỉ số Tobin's Q. Hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA và ROE thường được sử dụng nhiều nhất.

Nghiên cứu của Maslis (1983) cho thấy giá của cổ phiếu có tương quan thuận (dương) với mức độ tài trợ, cung như là mối liên hệ giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với cơ cấu vốn. Trong khoảng từ 0,23 đến 0,45 là tỷ lệ nợ hiệu quả tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tối ưu hóa được tỷ lệ này sẽ có lợi cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Wei Xu (2005) cho thấy có mối liên hệ vững chắc về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (đo lường bằng ROE) với cơ cấu tài chính: (1) hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có mối liên hệ cùng chiều (dương) với tỷ lệ nợ; (2) khi tỷ lệ nợ nằm trong khoảng 24,52% và 51,13%, thì hiệu quả hoạt động có mối quan hệ theo phương trình bậc hai và bậc ba với tỷ lệ nợ.

Nghiên cứu của Rami Zeitun (2007) cho thấy cơ cấu vốn có tác động hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi đo lường theo kế toán và theo chỉ số thị trường. Tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động dương đến hiệu quả theo thị trường của doanh nghiệp (đo lường

bằng chỉ số Tobin's Q).

Nghiên cứu của Margaritis (2007) về mối quan hệ nhân quả giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ngược lại cơ cấu vốn cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Dilip Ratha (2003) cho thấy đòn bẩy tài chính tác động âm đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở các doanh nghiệp của các nước đang phát triển.

Nghiên cứu của Berger (2006) về cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thông qua việc kiểm định lý thuyết chi phí người chủ và người đại diện cho thấy: cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động các ngân hàng và ngược lại hiệu quả hoạt động cũng tác động đến cơ cấu vốn.

Tóm lại, hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi cơ cấu vốn và bởi cấu trúc thời gian đáo hạn của nợ. Thời gian đáo hạn của nợ tác động đến lựa chọn đầu tư của doanh nghiệp. Thuế suất cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy xem xét tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ cho chúng ta chứng cứ rõ ràng nhất về hiệu ứng của cơ cấu vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và đây cũng chính là mục tiêu của bài viết này.

2. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

2.1. Giả thuyết

Nếu cơ cấu vốn có tác động đến hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp thì sẽ tồn tại mối tương quan chặt chẽ giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và cơ cấu vốn. Do vậy, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ vay của doanh nghiệp tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, theo các nghiên cứu trước (đã trình bày ở trên) các biến như: cơ hội tăng trưởng; quy mô của doanh nghiệp; tỷ lệ tài sản cố định trong tổng tài sản của doanh nghiệp cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong bài viết này, bốn giả thuyết được nêu ra như sau:

Giả thuyết 1: Khi tỷ lệ nợ vay thấp, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tương quan thuận (+) với tỷ lệ nợ vay. Khi mức nợ vay quá cao, hiệu quả hoạt động sẽ có tương quan âm (-) với tỷ lệ nợ vay.

Theo lý thuyết MM và lý thuyết chi phí vấn đề người đại diện (Agency costs theory).v.v., tại một mức nợ vay được xác định trước của doanh nghiệp,

hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan thuận với tỷ lệ nợ vay và làm giảm chi phí vấn đề người đại diện. Khi tỷ lệ nợ vay vượt quá một mức nào đó, hiệu quả hoạt động có tương quan âm với tỷ lệ nợ vì lợi ích thu được từ mức vay nợ tăng thêm nhỏ hơn mức gia tăng của chi phí vấn đề người đại diện.

Giả thuyết 2: Cơ hội tăng trưởng làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Cơ hội tăng trưởng được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của tài sản. Các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thì hiệu quả hoạt động cũng sẽ cao, vì các công ty tăng trưởng có thể tạo ra lợi nhuận từ các khoản đầu tư của mình. Do vậy, cơ hội tăng trưởng dự tính sẽ tác động dương (+) đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Giả thuyết 3: Quy mô công ty tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Quy mô của công ty được đo lường bằng giá trị logarithm của tổng tài sản. Quy mô công ty được giả định là tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp do chi phí phá sản giảm cùng với quy mô của công ty. Do vậy, quy mô của doanh nghiệp dự tính sẽ tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Cuối cùng, một biến khác có thể tác động đến cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của công ty là cấu trúc của tài sản và được đo lường bằng giá trị tài sản cố định trên tổng tài sản của công ty. Do vậy, giả thuyết bốn như sau:

Giả thuyết 4: Tài sản cố định của công ty dự tính có tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

2.2. Mô hình nghiên cứu

Trong bài viết này, chúng tôi sử dụng biến Lợi nhuận là giá trị trung bình của ROA và ROE để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính được đo lường bằng giá trị sổ sách của tổng nợ/tổng vốn chủ sở hữu (D/E); nợ dài hạn/tổng tài sản (LTD); nợ ngắn hạn/tổng tài sản (STD).

Dựa vào các giả thuyết ở trên, mô hình nghiên cứu được xác định như sau:

Mô hình 1: $PROF = f(\text{Leverage; Growth; Size; Tang})$

Mô hình 2: $PROF = f(\text{Leverage; Leverage}^2; \text{Growth; Size; Tang})$

Mô hình 3: $PROF = f(\text{Leverage; Leverage}^2; \text{Leverage}^3; \text{Growth; Size; Tang})$

Trong đó: Leverage là đòn bẩy tài chính; PROF:

lợi nhuận đo lường hiệu quả hoạt động bằng giá trị trung bình của ROA và ROE; Size: quy mô công ty; Growth: cơ hội tăng trưởng; Tang: tài sản cố định trên tổng tài sản.

2.3. Nguồn số liệu

Nghiên cứu này sử dụng số liệu của 50 công ty phi tài chính đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM có giá trị thị trường lớn nhất tính đến thời điểm tháng 9 năm 2008. Tất cả số liệu tài chính của 50 công ty này được lấy từ báo cáo tài chính của các công ty này từ website của các công ty chứng khoán.

3. Mô tả thống kê các biến giải thích và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Từ Bảng 1 mô tả thống kê các biến, chúng ta có thể thấy PROF (lợi nhuận) của các công ty ở mức trung bình là 18,85%, thấp nhất là 3,55% và cao nhất là 49,66% và độ lệch chuẩn (đo lường mức biến động) của lợi nhuận là 9,37%. Nợ ngắn hạn (STD) có mức trung bình là 30,74%, mức nợ ngắn hạn cao nhất là 65,38% và thấp nhất là 3,19%, độ lệch chuẩn là 16,63%. Nợ dài hạn (LTD) có giá trị trung bình là 10,89%, mức cao nhất là 64,93%, mức thấp nhất là 0% và độ lệch chuẩn 13,8%. Tổng nợ/vốn chủ sở hữu (TD) có giá trị trung bình là 0,9286, mức cao nhất là 3,74 và thấp nhất là 0,04, độ lệch chuẩn là 0,75. Từ bảng thống kê mô tả này ta thấy một đặc thù của các công ty VN là sử dụng nợ ngắn hạn nhiều trong cơ cấu nguồn vốn của mình. (Xem Bảng 1)

4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm được trình bày ở các bảng bên dưới cho thấy mối liên hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Từ Bảng 2 cho thấy tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là tỷ lệ nợ càng cao thì càng làm tăng lợi nhuận của doanh nghiệp.

Bảng 2: Tác động của tổng nợ/vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0213	0.36999	0.057569	0.9544
D/E	0.01312	0.0031	3.9637	0.0467**
GROWTH	-0.05997	0.050296	-1.19238	0.2401
SIZE	0.006451	0.013813	0.46701	0.643
TANG	-5.71E-07	0.078728	-7.26E-06	1

Adjusted R- squared 0.077276

** Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

Bảng 3: Tác động của tổng nợ ngắn hạn/tổng tài sản đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.045295	0.372104	0.121727	0.9037
STD	0.058578	0.009269	6.29870	0.0051*
GROWTH	-0.07274	0.047259	-1.53926	0.1316
SIZE	0.005172	0.014048	0.368127	0.7147
TANG	0.006304	0.082468	0.076447	0.9394

Adjusted R- squared 0.071622

* Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%

Bảng 4: Tác động của tổng nợ dài hạn/tổng tài sản đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.222478	0.423168	0.525745	0.602
LTD	0.126275	0.134364	0.939801	0.353
GROWTH	-0.06702	0.047547	-1.40947	0.1664
SIZE	-0.00088	0.015933	-0.05546	0.956
TANG	-0.05029	0.087842	-0.57246	0.5702

Adjusted R- squared 0.08261

** Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

Bảng 3 cho thấy nợ ngắn hạn tác động dương đến lợi nhuận của doanh nghiệp, điều này ngược với các nghiên cứu trước là do nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trong tổng nợ của doanh nghiệp và nợ ngắn hạn có

Bảng 1: Mô tả thống kê các biến

	D/E	STD	LTD	GROWTH	PROF	SIZE	TANG
Mean	0.9286	0.3074	0.1089	0.2586	0.18846	26.8940	0.2042
Median	0.8024	0.2767	0.0477	0.2214	0.17000	26.9030	0.1774
Maximum	3.7375	0.6538	0.6493	0.8784	0.49666	28.9018	0.9228
Minimum	0.0415	0.0319	0.0000	-0.8472	0.03550	23.8794	0.0031
Std. Dev.	0.7541	0.1663	0.1380	0.3297	0.09375	1.0529	0.1964

tương quan cao với tổng nợ (hệ số tương quan là 0,7). Bảng 4 cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp không có mối liên hệ gì với nợ dài hạn của doanh nghiệp là do các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn nợ dài hạn.

Mô hình 2 và 3 cho thấy hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có mối liên hệ bậc hai và bậc ba chặt chẽ với cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Ở đây chúng tôi sử dụng phương trình bậc 2 và 3 để mô tả mối liên hệ giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với cơ cấu vốn nhằm loại trừ trường hợp rất hiếm gặp đó là tỷ lệ nợ của doanh nghiệp là 100% và điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu.

Kết quả nghiên cứu ở Bảng 5 và 6 cho thấy hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tương quan cao với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp dưới 100%. Để hiểu rõ hơn, chúng tôi sẽ xác định cực trị của hàm bậc 2 và bậc 3, cực trị của hàm bậc 2 là 1,812 và cực trị của hàm bậc 3 là 0,9755 và 2,799. Từ hàm bậc 2 cho thấy, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan âm với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu lớn hơn 1,812. Khi tỷ lệ này dưới 1,812 thì kết quả ngược lại. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp niêm yết tại TP.HCM là 0,9286, thấp hơn so với mức 1,812, nên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tương quan thuận với cơ cấu vốn. Từ hàm bậc 3 cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan dương với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu nằm trong khoảng 0,9755 và 2,799. Khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thấp hơn 0,9755 hay cao hơn 2,799, thì kết quả ngược lại. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Maslis tại Mỹ; nghiên cứu của Wei Xu tại Trung Quốc và cho thấy lý thuyết về cơ cấu vốn có thể vận dụng tại VN.

Tốc độ tăng trưởng, quy mô của doanh nghiệp và tài sản cố định không có ý nghĩa về mặt thống kê trong cả ba mô hình nghiên cứu.

Bảng 5: Tác động của tổng nợ/vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.13975	1.953642	-1.09526	0.2801
D/E	-0.33528	0.05924	-5.65968	0.02631**
D/E ²	0.092562	0.018929	4.88995	0.03063**
GROWTH	-0.40742	0.271101	-1.50282	0.1409
SIZE	0.022914	0.072556	0.315805	0.7538
TANG	0.007182	0.40891	0.017563	0.9861

Adjusted R- squared 0.142285

** Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

Bảng 6: Tác động của tổng nợ/vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.01438	0.361545	-0.03978	0.9685
D/E	-0.30277	0.128952	-2.34792	0.0242**
D/E ²	0.209253	0.091237	2.293515	0.0274**
D/E ³	-0.03695	0.016975	-2.17671	0.0358**
GROWTH	-0.0378	0.050712	-0.74537	0.4606
SIZE	0.010924	0.013544	0.806497	0.425
TANG	0.047869	0.07929	0.603721	0.5496

Adjusted R- squared 0.181417

** Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

5. Kết luận

Bài viết này phân tích mối liên hệ giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với cơ cấu vốn. Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bị tác động bởi cơ cấu vốn. (1) Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan dương với cơ cấu vốn. (2) Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có mối liên hệ bậc hai và bậc ba chặt chẽ với cơ cấu vốn của doanh nghiệp khi tỷ lệ nợ dưới 100%. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan âm với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu lớn hơn 1,812, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan dương với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu nằm trong khoảng 0,9755 và 2,799. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Maslis và Wei Xu ■

Tài liệu tham khảo

1. R. Zeitun, G.G Tian, Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan, Australasian Accounting Business and Finance Journal, Vol 1, Issue 4-2007.
2. A. Berger, E. B Patty, Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry, Journal of Banking and Finance 30 (2006).
3. Wei Xu, Xiangzhen Xu, Shoufeng Zhang, An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure, China-USA Business Review, Apr 2005.
4. D. Ratha, S. Mohapatra, P. Suttle, Capital structure and performance in Developing countries, Working paper.
5. D. Margaritis, M. Psillaki, Capital structure and firm efficiency, Journal of Business Finance and Accounting 34 (9) - 2007