

ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC VỐN LÊN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN TP.HỒ CHÍ MINH

TS. ĐỖ VĂN THẮNG & TRỊNH QUANG THIỀU*

Nghiên cứu này với mục tiêu phân tích mối quan hệ thực nghiệm giữa giá trị doanh nghiệp (được đo bằng chỉ số Tobin's Q) và cấu trúc vốn của các công ty đang niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM. Nghiên cứu đã tiến hành trên dữ liệu bảng không cân bằng của 159 doanh nghiệp phi tài chính ngân hàng, với 407 quan sát từ năm 2006 đến năm 2009. Kết quả hồi quy tổng quát cho thấy có mối quan hệ chặt chẽ giữa giá trị doanh nghiệp và cấu trúc tài chính: (1) Giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ bậc ba với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu; (2) Khi tỷ lệ nợ gia tăng và nhỏ hơn 105% thì giá trị doanh nghiệp tăng cùng chiều với nó, nhưng khi tỷ lệ nợ lớn hơn 105% thì sẽ cho kết quả ngược lại, (3) Cấu trúc vốn sẽ tối ưu tại điểm có tỷ lệ nợ là 105%. Kết quả này là một bằng chứng hỗ trợ mạnh mẽ cho lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn.

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là một trong những vấn đề cốt lõi trong lĩnh vực quản trị tài chính doanh nghiệp và đã thu hút được rất nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu kể từ sau công trình của Modigliani và Miller (1958). Các lý thuyết được sử dụng rộng rãi để giải thích mối liên hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị của doanh nghiệp, đó là lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (the trade-off theory of capital structure) và lý thuyết trật tự phân hạng (the pecking order theory). Năm 1983, Massulis đã cho rằng: sau khi Modigliani và Miller khám phá lợi ích của lá chắn thuế thì vẫn còn ít những bằng chứng thực tế thuyết phục về sự ảnh hưởng của nợ lên giá trị công ty. Từ đó đến nay đã có không ít những nghiên cứu thực nghiệm ở Mỹ và một số nước khác trên thế giới đi sâu vào chủ đề này. Hiện nay, chủ đề này vẫn còn thu hút được rất nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu, nhà quản trị doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư bên ngoài.

Mục tiêu của các nghiên cứu đều nhằm tìm ra mối quan hệ thực tế giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp và xác định cấu trúc vốn tối ưu.

Cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc tại đó giá trị doanh nghiệp là lớn nhất; hay nói một cách khác, cấu trúc vốn tối ưu sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn thấp nhất và lợi nhuận của công ty được gia tăng. Cấu trúc vốn không chỉ tác động lên hiệu quả hoạt động mà còn ảnh hưởng lên “sức khỏe” cũng như gây ra những nguy cơ phá sản, từ đó làm thay đổi giá trị của doanh nghiệp. Biết được mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần và hiệu quả hoạt động giúp ta có được chiến lược quản lý rủi ro và làm thế nào để xác định được khả năng phá sản cũng như làm thế nào để nâng cao giá trị doanh nghiệp. Có thể nói, cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp là một vấn đề đáng quan tâm đối với những nhà nghiên cứu khoa học cũng như những nhà quản trị của công ty. Hơn nữa, vấn đề này rất có ý nghĩa đối với những nước có thị trường chứng

khoản ở giai đoạn đầu phát triển trong đó có VN, nơi mà những kinh nghiệm về quản lý vốn còn hạn chế.

VN đã trở thành thành viên chính thức của Tổ chức thương mại thế giới (WTO) năm 2006 và mục tiêu sẽ hội nhập toàn diện vào kinh tế toàn cầu cũng như hệ thống tài chính thế giới. Chúng ta đã đạt được rất nhiều thành quả về kinh tế chỉ sau vài năm gia nhập WTO. Bên cạnh những kết quả tích cực như vậy, chúng ta vẫn còn bộc lộ nhiều yếu kém và khuyết điểm ở nhiều mặt trong đó có việc quản lý và khai thác nguồn vốn tài chính. Vì vậy, nghiên cứu này sẽ tập trung vào tìm hiểu việc quản lý nguồn vốn, tìm ra những bằng chứng thực tiễn về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu có thể giúp ích cho các nhà đầu tư cũng như các nhà quản lý ra quyết định hợp lý hơn.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1 Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn

Lý thuyết về cấu trúc vốn hiện đại bắt đầu từ lý thuyết của Modigliani và Millier (1958). M&M giả định rằng thị trường và những cạnh tranh là hoàn hảo mà ở đó doanh nghiệp hoạt động không phải chịu thuế, các giao dịch không tốn phí và thông tin hoàn toàn không phải trả tiền. Theo đó thì giá trị doanh nghiệp sẽ hoàn toàn độc lập với tất cả những quyết định tài trợ. Tuy nhiên, những giả định này không thể xảy ra trong thực tế, và những yếu tố như thuế, chi phí tài chính, chi phí đại diện, chi phí phá sản và thông tin bất cân xứng... sẽ tác động đến giá trị doanh nghiệp thông qua cấu trúc vốn của nó.

2.2 Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn

Lý thuyết này giải thích vì sao các doanh nghiệp thường được tài trợ bằng một phần nợ vay và một phần bằng vốn cổ phần (Kraus & Litzenberger 1973). Một lý do lớn khiến các doanh nghiệp không thể tài trợ hoàn toàn bằng nợ là do: bên cạnh lợi ích của lá chắn thuế thì việc tài trợ bằng nợ sẽ phát sinh nhiều chi phí khác, điển hình là chi phí kiệt quệ tài chính bao gồm cả chi phí trực tiếp lẫn chi phí gián tiếp của việc phá sản liên quan đến nợ.

Khi tỷ lệ nợ tăng lên thì lợi ích chắn thuế gia tăng nhưng chi phí kiệt quệ tài chính cũng tăng theo (Myers, 1977). Đến lúc nào đó, khi mà tỷ lệ nợ tăng thêm mà lợi ích của lá chắn thuế không cao hơn chi phí kiệt quệ tài chính thì lúc

này việc vay nợ không còn mang lại lợi ích cho doanh nghiệp nữa. Nếu tiếp tục tăng tỷ lệ vốn vay thì giá trị doanh nghiệp không những không được tăng lên mà còn giảm đi. Vì vậy, theo lý thuyết này thì quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ nợ phải là một quan hệ phi tuyến, cấu trúc vốn sẽ tối ưu khi giá trị doanh nghiệp là lớn nhất.

2.3 Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết này được phát triển bởi Stewart C. Myers và Nicolas Majluf vào năm 1984. Theo đó, doanh nghiệp thường thích tài trợ cho các dự án bằng chính nguồn vốn nội bộ hơn là huy động từ bên ngoài. Trong trường hợp phải huy động nguồn vốn từ bên ngoài thì doanh nghiệp thích phát hành trái phiếu hơn là phát hành cổ phiếu để tăng vốn. Tại sao như vậy? Bởi vì, các nhà quản trị hiểu rõ hơn các nhà đầu tư bên ngoài về giá trị của doanh nghiệp và triển vọng của các dự án mà doanh nghiệp đang theo đuổi. Nếu doanh nghiệp có các dự án triển vọng, để tối đa hoá lợi nhuận cho cổ đông hiện hành thì cách tốt nhất là tự tài trợ bằng chính nguồn vốn sẵn có. Trường hợp không thể tự tài trợ, thì vốn vay với lãi suất cố định thấp hơn tỷ suất sinh lợi của các dự án đang theo đuổi là phương án tối ưu, thay vì phải chia sẻ lợi nhuận cho các cổ đông mới. Doanh nghiệp chỉ tăng vốn để tài trợ cho các dự án khi cổ phiếu đang bị đánh giá quá cao (overvalued). Do đó, khi công ty cần tiền mặt để đầu tư vào dự án mới, công ty sẽ lần lượt thực hiện theo thứ tự sau: đầu tiên là lợi nhuận giữ lại, kế tiếp là phát hành nợ và sau cùng là phát hành cổ phiếu. Cũng theo lý thuyết này, nếu công ty phát hành cổ phiếu thì chứng tỏ rằng cổ phiếu của công ty đó đang được thị trường đánh giá cao hơn giá trị thật.

2.4 Tỷ số Tobin's Q

Chỉ số Q được đề xuất bởi James Tobin năm 1969. Ý tưởng của Tobin là nếu thị trường (chứng khoán) đánh giá một công ty cao hơn giá trị vật lý (physical capital) thì đó là tín hiệu cho rằng công ty này có triển vọng phát triển. Để định lượng ý tưởng này Tobin đề xuất lấy giá trị thị trường chia cho giá trị thay thế của các tài sản công ty và gọi tỷ số đó là Q. Khi Q lớn hơn 1, công ty sẽ đẩy mạnh đầu tư để tăng trưởng, ngược lại nếu Q nhỏ hơn 1 thì công ty sẽ giảm đầu tư. Về mặt lý thuyết, Q là một số thực dương và Q càng lớn càng tốt vì thị trường đánh giá cao tiềm năng của công ty. Chính vì vậy Tobin's Q được dùng rộng rãi trong việc đánh giá giá trị tương lai của

doanh nghiệp.

Một cách tiếp cận đơn giản được đề xuất bởi Chung và Pruitt (1994), giá trị gần đúng của Tobin's Q được xác định như sau:

$$Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

Trong đó: MVE là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, PS là giá trị của cổ phiếu ưu đãi, DEBT bao gồm các khoản nợ phải trả và giá trị sổ sách của nợ dài hạn và TA là tổng tài sản.

2.5 Các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới

Nghiên cứu của Masulis (1982) là một trong những nỗ lực đầu tiên để chứng tỏ cơ cấu vốn trong thực tế ảnh hưởng lên giá trị doanh nghiệp. Masulis đã chứng minh được rằng giá trị doanh nghiệp thay đổi cùng chiều với sự thay đổi của mức độ nợ. Trong khoảng 0,23 đến 0,45 thì tỷ lệ nợ có tác động rõ rệt nhất đến hoạt động doanh nghiệp. Tối ưu hóa theo tỷ lệ này sẽ mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp.

Berger (2003) nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp thông qua việc kiểm định lý thuyết chi phí người chủ và người đại diện. Kết quả cho thấy tỷ lệ nợ càng cao thì sẽ làm giảm chi phí đại diện và tăng giá trị doanh nghiệp. Cơ cấu vốn tác động lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và ngược lại hiệu quả cũng có tác động lên sự lựa chọn cấu trúc vốn.

Wei Xu (2005) cũng đã chỉ ra được rằng hiệu quả của doanh nghiệp bị chi phối rất lớn từ cấu trúc vốn. Hiệu quả tỷ lệ nghịch với cấu trúc vốn khi mà tỷ lệ nợ trên 37,6%. Khi tỷ lệ nợ nhỏ hơn 37,6% thì kết quả sẽ ngược lại. Hiệu quả doanh nghiệp quan hệ với cấu trúc vốn là một hàm bậc 2 hay bậc 3.

Rami Zeitun (2007) sử dụng số liệu từ 167 công ty ở Jordani từ năm 1989 đến 2003 để nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn. Kết quả cho thấy tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản sẽ tác động làm gia tăng giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Arijit & Ghosh (2008) nghiên cứu tác động của chính sách chia cổ tức, đòn cân nợ và khả năng sinh lợi lên giá trị tương lai của doanh nghiệp. Họ đã chứng minh được mối quan hệ theo hàm mũ (bậc 2) giữa giá trị tương lai doanh nghiệp và đòn cân nợ. Nghiên cứu cũng chứng tỏ được rằng cổ tức và khả năng sinh lợi trên vốn cổ phần tăng

lên cũng làm gia tăng giá trị của công ty. Mô hình của Arijit & Ghosh được sử dụng như sau:

$$V_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot LEV_{it} + \beta_2 \cdot (LEV_{it})^2 + \beta_n (\text{Các biến điều khiển}) + \varepsilon_{it}$$

Trong đó V_{it} là giá trị của doanh nghiệp, α , β là các hệ số hồi quy, ẩn là các biến điều khiển và ε_i sai số hồi quy. Các biến điều khiển ẩn gồm: ROE, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ tài sản hữu hình và độ lớn doanh nghiệp.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu phân tích được thu thập từ thông tin giao dịch chứng khoán và thông tin tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong 4 năm từ 2006 đến 2009. Dữ liệu quan sát có dạng bảng với các quan sát được thu thập cho tất cả các công ty có niêm yết trên sàn trong giai đoạn nghiên cứu. Bộ dữ liệu chứa đựng tổng cộng là 407 quan sát (năm 2006 có 53 quan sát, 2007 có 107 quan sát, 2008 có 139 quan sát và năm 2009 có 108 quan sát) được dùng cho phân tích hồi quy OLS với các biến giả.

Phương pháp nghiên cứu được chọn là mô hình hồi quy đa biến với số biến rộng nhất có thể nhằm bao trùm tất cả các yếu tố tiềm năng có ảnh hưởng lên giá trị Tobin's Q với mục đích là phản ánh đúng và đầy đủ tính đặc thù riêng của thị trường chứng khoán VN. Cụ thể mô hình hồi quy đa biến được đề nghị là hai mô hình như sau.

Mô hình 1 (Mô hình bậc 2):

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LEV_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 STAT_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 DIV_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \sum \beta_{Industrial(i)} D(i) + \sum \beta_{time(t)} D(t) + \varepsilon_{it}$$

Mô hình 2 (Mô hình bậc 3):

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LEV_{it}^2 + \beta_3 LEV_{it}^3 + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 STAT_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \beta_9 GROW_{it} + \sum \beta_{Industrial(i)} D(i) + \sum \beta_{time(t)} D(t) + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, Q là giá trị Tobin's Q, LEV là tỷ lệ giữa tổng nợ (bao gồm nợ dài hạn và nợ ngắn hạn) trên vốn chủ sở hữu. SIZE là độ lớn của công ty được tính bằng logarit của tổng tài sản. STAT là biến định danh, nếu công ty có sở hữu nhà nước trên 51% thì nhận giá trị 1, các trường hợp còn lại nhận giá trị 0. TANG là tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản. GROW là tốc độ tăng trưởng tài sản hàng năm. D(i) và D(t) là các biến giả đại diện cho các ngành và các thời đoạn.

Với các biến giả, các mô hình này cho ta khả năng kiểm tra thêm được sự tác động của yếu tố ngành – lĩnh vực hoạt động thông qua biến giả

cho ngành D(i), cũng như sự tác động của các nhân tố môi trường mà chúng ta không thể đo lường được thông qua yếu tố thời đoạn đại diện bằng biến giả cho năm D(t).

4. Kết quả nghiên cứu và nhận xét

Sự khác biệt cấu trúc vốn giữa các nhóm ngành

Để xem xét sự khác biệt về tỷ lệ nợ giữa các nhóm ngành, chúng ta sẽ kiểm tra tính thuần nhất thông qua kiểm định phương sai một chiều (one-way ANOVA) với mức ý nghĩa cho phép là 5% (subset for alpha) theo tiêu chuẩn Turkey. Kết quả như sau:

Bảng 1. Kiểm định tính thuần nhất của tỷ lệ nợ theo nhóm ngành

Ngành	N	Subset for alpha = 0,05
		1
Y tế	12	0,63
Công nghệ	20	0,88
Dịch vụ tiêu dùng	21	0,92
Hàng tiêu dùng	116	0,95
Dầu khí	10	1,07
Công nghiệp	133	1,15
Vật liệu cơ bản	46	1,22
Bất động sản	24	1,34
Dịch vụ công cộng	25	1,46
Sig.		0,06

Theo kết quả của Bảng 1 thì không có sự khác biệt có ý nghĩa của tỷ lệ nợ giữa các nhóm ngành với nhau.

4.1 Tác động của yếu tố nhà nước, nhóm ngành và thời đoạn quan sát

Bảng 2. Phân tích ANOVA đa chiều

Biến	F	p-value
YEAR	89,403	0,000
Industrial	10,052	0,000
STAT	1,266	0,261
YEAR * Industrial	3,073	0,000
YEAR * STAT	2,498	0,060
Industrial * STAT	2,009	0,064
YEAR * Industrial * STAT	0,900	0,547

Ghi chú: STAT là tỷ lệ sở hữu nhà nước. YEAR

là nhân tố năm quan sát. Industrial là nhân tố nhóm ngành. YEAR*Industrial là nhân tố cộng tính của nhóm ngành với năm quan sát, YEAR*STAT là nhân tố cộng tính của năm và sở hữu nhà nước, YEAR*Industrial*STAT là nhân tố cộng tính giữa năm, nhóm ngành và sở hữu nhà nước.

Ta thấy rằng không có sự khác biệt về giá trị trung bình Tobin's Q theo tỷ lệ sở hữu nhà nước nhưng lại có sự khác biệt theo nhóm ngành với mức ý nghĩa nhỏ hơn 5%. Thực tế cho thấy điều này là hợp lý vì mỗi ngành nghề có mức độ rủi ro cũng như tiềm năng tăng trưởng khác nhau. Bảng 1 cũng cho thấy yếu tố thời điểm (YEAR) có vai trò tác động lên Tobin's Q, có nghĩa rằng tại mỗi thời điểm khác nhau, môi trường vĩ mô của nền kinh tế rất khác nhau, từ đó ảnh hưởng lên kết quả kinh doanh của các công ty cũng như yếu tố tâm lý của thị trường, vì vậy tác động lên chỉ số Tobin's Q.

Để xem xét sự tác động của nhân tố nhóm ngành lên chỉ số Tobin's Q chúng ta sẽ kiểm tra tính thuần nhất thông qua kiểm định ANOVA với mức ý nghĩa cho phép là 5% theo tiêu chuẩn Turkey. Kết quả như sau.

Bảng 3. Kiểm định tính thuần nhất của giá trị Tobin's Q theo nhóm ngành.

Ngành	N	Subset for alpha = 0,05		
		1	2	3
Dịch vụ tiêu dùng	21	1,334		
Vật liệu cơ bản	46	1,339		
Hàng tiêu dùng	116	1,385	1,385	
Công nghiệp	133	1,419	1,419	1,419
Dịch vụ công cộng	25	1,519	1,519	1,519
Dầu khí	10	1,617	1,617	1,617
Công nghệ	20	1,752	1,752	1,752
Bất động sản	24		2,008	2,008
Y tế	12			2,057
Sig.		0,568	0,085	0,070

Như vậy, nhóm ngành có Tobin's Q cao nhất có ý nghĩa nhất là y tế và nhóm ngành có Tobin's Q thấp nhất ý nghĩa nhất là dịch vụ tiêu dùng và vật liệu cơ bản. Các nhóm ngành còn lại không có sự khác biệt so với các nhóm ngành khác. Phân tích trên cho thấy nhóm có Tobin's Q thấp nhất

là dịch vụ tiêu dùng, vật liệu cơ bản và cao nhất sẽ là nhóm ngành y tế.

4.2 Kết quả chạy hồi quy của các mô hình

Bảng 4. Kết quả hồi quy tổng quát

	Mô hình bậc hai (Mô hình 1)		Mô hình bậc ba (Mô hình 2)	
	$R^2_{adj} = 0,629$		$R^2_{adj} = 0,635$	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
Constant	1,901	0,000	1,798	0,000
LEV	0,045	0,485	0,339	0,010
LEV2	-0,030	0,046	-0,199	0,003
LEV3			0,023	0,010
ROE	1,735	0,000	1,728	0,000
GROW	0,051	0,137	0,047	0,166
SIZE	0,398	0,000	0,396	0,000
DIV	-0,050	0,217	-0,046	0,249
TANG	0,041	0,774	0,032	0,820
IND_1	-0,376	0,021	-0,370	0,022
IND_2	-0,478	0,004	-0,482	0,003
IND_3	-0,644	0,000	-0,654	0,000
IND_4	-0,635	0,001	-0,649	0,001
IND_5	-0,732	0,000	-0,721	0,000
IND_6	-0,619	0,000	-0,620	0,000
IND_7	-0,691	0,000	-0,706	0,000
IND_8	-0,706	0,000	-0,705	0,000
Y2009	-0,993	0,000	-0,983	0,000
Y2008	-1,138	0,000	-1,126	0,000
Y2007	-0,254	0,001	-0,238	0,003

Ghi chú: Biến phụ thuộc là Q. R^2_{adj} là hệ số phù hợp hiệu chỉnh; constant là hằng số của hồi quy. Các biến độc lập là: LEV, ROE, GROW, SIZE, DIV, TANG được giải thích như trên phương trình hồi quy lựa chọn. Các biến giả D1 tới D9 là các biến giả cho ngành (bao gồm 9 nhóm ngành) và các biến giả Y2009, Y2008, Y2007 đại diện cho các năm quan sát (4 năm quan sát).

Ở mô hình 1, biến LEV có hệ số 0,045 với mức ý nghĩa $0,485 > 5\%$. Do đó mô hình này không chứng minh được sự ảnh hưởng của đòn cân nợ lên giá trị doanh nghiệp. Trong khi đó ở mô hình 3, cả ba biến LEV, LEV2 và LEV3 đều có p-value nhỏ hơn 5%. Đồng thời nếu xét tới hệ số xác định hiệu chỉnh R^2_{adj} thì mô hình 2 cũng tốt hơn so với mô hình 1 ($0,645 > 0,629$). Vì vậy, mô hình

bậc 3 là mô hình giải thích tốt nhất mối quan hệ giữa đòn cân nợ và giá trị doanh nghiệp.

4.3 Lựa chọn các biến trong mô hình

Để tìm ra mô hình có ý nghĩa nhất, chúng ta cần phân tích dựa trên cơ sở lý thuyết kết hợp với thống kê để đánh giá tầm quan trọng của từng biến trong mô hình. Mô hình cuối cùng được chọn sẽ đảm bảo đầy đủ các biến quan trọng trong nghiên cứu và có ý nghĩa thống kê nhất.

Ở mô hình bậc 3 ta thấy rõ ràng 3 biến GROW, DIV và TANG có mức ý nghĩa lớn hơn 5%, về nguyên tắc chúng ta có thể loại bỏ đồng thời 3 biến này vì không có ý nghĩa về mặt thống kê. Tuy nhiên để kết quả chính xác hơn, chúng ta sẽ sử dụng phương pháp Backward của phần mềm SPSS để loại bỏ dần các biến đến khi mô hình có ý nghĩa nhất.

Kết quả như sau:

Bảng 5. Mô hình tối ưu nhất

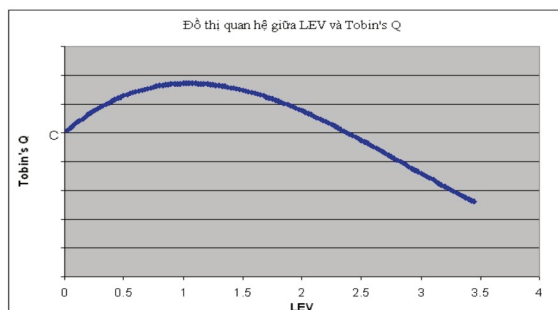
	Hệ số	Std. Error	p-value
Constant	1,784	0,169	0,000
LEV	0,352	0,130	0,007
LEV2	-0,205	0,067	0,002
LEV3	0,024	0,009	0,008
ROE	1,745	0,180	0,000
SIZE	0,410	0,046	0,000
IND_1	-0,374	0,159	0,020
IND_2	-0,500	0,163	0,002
IND_3	-0,665	0,136	0,000
IND_4	-0,662	0,191	0,001
IND_5	-0,736	0,158	0,000
IND_6	-0,639	0,162	0,000
IND_7	-0,728	0,136	0,000
IND_8	-0,716	0,145	0,000
Y2009	-0,988	0,077	0,000
Y2008	-1,150	0,075	0,000
Y2007	-0,208	0,076	0,006

Với phương pháp Backward thì cả 3 biến TANG, DIV và GROW đều bị loại bỏ vì không có ý nghĩa về mặt thống kê.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và đòn cân nợ là mối

quan hệ bậc 3. Từ kết quả hồi quy ta có thể vẽ được đồ thị mô tả giá trị mối quan hệ giữa Tobin's Q và đòn cân nợ một cách tổng quát như sau:



Hình 1. Quan hệ giữa Tobin's Q và đòn cân nợ

Bằng phương pháp giải tích toán học ta tìm đỉnh của đường cong trên tại điểm có tỷ lệ nợ là 105%, đây cũng chính là điểm tối ưu theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn.

Từ nghiên cứu định lượng trên ta có thể đưa ra những gợi ý như sau:

(1) Giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ bậc ba với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu.

(2) Khi tỷ lệ nợ gia tăng và nhỏ hơn 105% thì giá trị doanh nghiệp tăng cùng chiều với nó. Nhưng khi tỷ lệ nợ lớn hơn 105% thì sẽ cho kết quả ngược lại. Vì vậy, các doanh nghiệp có thể điều chỉnh tăng hoặc giảm theo tỷ lệ này để từ đó có thể làm tối ưu giá trị của công ty. Các nhà đầu tư có thể xem xét tỷ lệ nợ hiện tại cùng với những kế hoạch liên quan đến thay đổi cấu trúc vốn để đánh giá giá trị tương lai của doanh nghiệp và từ đó đưa ra quyết định tiếp tục đầu tư hay bán ra cổ phiếu mình đang nắm giữ.

(3) Cấu trúc vốn sẽ tối ưu tại điểm có tỷ lệ nợ là 105%.

Có thể nói đây là nghiên cứu thực nghiệm tiếp theo của những nghiên cứu trên thế giới như Masulis (1982), Berger (2003), Wei Xu (2005), Zeitun (2007), Arijit & Ghosh (2008).

Cuối cùng, từ kết quả nghiên cứu định lượng thực nghiệm như trên, chúng ta có thể kết luận rằng lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn đã tương đối đúng và có thể áp dụng trong bối cảnh hiện nay ở VN.

Mặc dù, nghiên cứu đã đạt được những kết quả có giá trị giúp các nhà khoa học, các nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà đầu tư có được bằng chứng thực nghiệm về mối liên hệ giữa cấu trúc

vốn và giá trị doanh nghiệp trong bối cảnh hiện nay, nghiên cứu này còn một số hạn chế như sau:

- Dữ liệu thu thập được là dữ liệu bảng không cân bằng nên không thể áp dụng được các phương pháp phân tích hồi quy tối ưu dùng cho dữ liệu bảng. Do đó kết quả chỉ tìm ra được một tỷ lệ nợ tối ưu cho tất cả công ty trên thị trường mà chưa tìm được tỷ lệ tối ưu cho từng nhóm ngành.

- Các biến điều khiển (control variable) chủ yếu là các biến thuộc nội tại doanh nghiệp mà chưa xem xét đến các biến môi trường bên ngoài.

Những hạn chế nêu trên cũng là gợi ý cho những nghiên cứu tiếp theo ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Berger A.N. and Patti E. B. (2003), "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.
- Chung K.H and Pruitt S.W (1994), "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management*: 23(3), 70-74.
- Ghosh S. (2008), *Do Leverage, Dividend Policy and Profitability Influence Future Value of Firm? Evidence from India*, SSRN working series.
- Harris M. and Raviv A. (1991), "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*: 46(1), 297-355.
- Imam M.O. (2007) "Firm Performance and Corporate Governance through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market", *International Review of Business Research Papers*: vol 3 no.4, pp.88-110.
- Masulis R.W. (1983), "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *Journal of Finance*: 38(1), 107-126.
- Myers S.C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*: vol 5, pp.147-175.
- Xu W., Xu X., Zhang S. (2005), "An Empirical Study on Relationship between Corporation Performance and Capital Structure", *China-USA Business Review*.
- Zeitun R. and Tian G.G (2007), "Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan", *Australian Accounting Business and Finance Journal*: vol 1, Issue 4.