

PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN TRÊN ĐỊA BÀN TỈNH THỪA THIÊN HUẾ

Trần Thị Bích Ngọc¹, Nguyễn Việt Đức, Phạm Hoàng Cẩm Hương

Ngày nhận bài: 03/07/2017

Ngày nhận bản sửa: 10/09/2017

Ngày duyệt đăng: 20/09/2017

Tóm tắt. Bài báo này phân tích ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế. Nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng với mẫu gồm 130 công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh trong giai đoạn 2010-2014. Kết quả cho thấy rằng cơ cấu vốn có ảnh hưởng nghịch biến đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đại diện bởi ba chỉ tiêu : lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS). Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng quy mô của doanh nghiệp tác động thuận chiều đến ROA và EPS. Cuối cùng, cơ hội tăng trưởng và cấu trúc tài sản tác động nghịch chiều đến ROE và ROA.

Từ khóa: Cơ cấu vốn; Công ty cổ phần; Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; Mô hình hồi quy dữ liệu bảng; Tỉnh Thừa Thiên Huế.

1. Giới thiệu

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

¹ Trường Đại học Kinh tế - Đại học Huế, email: tbngoc@hce.edu.vn

hợp sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động, tối đa hóa tài sản cổ đông và đây luôn là mục tiêu chính của các nhà quản trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu về tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được khởi nguồn từ việc sử dụng số liệu ở nước phát triển. Roden & Lewellen (1995) xem xét cơ cấu vốn của 48 doanh nghiệp ở Mỹ trong giai đoạn 1981-1990 và chỉ ra mối quan hệ dương giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hadlock & James (2002) cho rằng doanh nghiệp có lợi nhuận cao sẽ sử dụng nhiều nợ hơn. Trong những năm gần đây, mối quan hệ này cũng đã được khám phá ở các nước đang phát triển. Majumdar & Chhibber (1999) xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Ấn Độ đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa mức độ sử dụng nợ và lợi nhuận của doanh nghiệp. Salim (2012) cũng tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa mức độ sử dụng nợ và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán của Malaysia.

Ở Việt Nam, mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động cũng đã được thực hiện bởi một số nhà nghiên cứu. Nguyễn Tấn Vinh (2011) nghiên cứu về mối quan hệ này của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội và tìm ra mối quan hệ cùng chiều. Le & Phung (2013) sử dụng số liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007–2011 để nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và chỉ ra rằng việc sử dụng nợ có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, theo hiểu biết của nhóm tác giả, cho đến nay chưa có nghiên cứu nào về tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế được thực hiện. Các công ty này đa số có quy mô vốn vừa phải (tổng nguồn vốn trung bình khoảng 68 tỷ¹), kênh huy động vốn chủ yếu là nguồn vốn vay từ ngân hàng. Bên cạnh đó, thị trường tài chính Việt Nam nói chung và tỉnh Thừa Thiên Huế nói riêng chưa phát triển, việc huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam tương đối khó khăn. Ngoài ra, đa số người dân Huế là những người e ngại rủi ro, sợ thua lỗ. Với những đặc trưng đó, việc nghiên cứu nhằm tìm ra một cơ cấu vốn hợp lý để nâng cao hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế có ý nghĩa tích cực đến sự phát triển của các công ty này nói riêng và tỉnh Thừa Thiên Huế nói chung.

Phần tiếp theo của bài báo được thiết kế như sau. Phần 2 tóm tắt cơ sở lý thuyết về cơ cấu vốn và tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phần 3 giới thiệu giả thuyết nghiên cứu. Phần 4 đưa ra phương pháp nghiên cứu và mô hình

nguyên cứu. Phần 5 trình bày số liệu nghiên cứu. Phần 6 tóm tắt kết quả. Phần 7 kết luận và đưa ra một số kiến nghị.

2. Cơ sở lý thuyết

Cơ cấu vốn là một chủ đề rất được quan tâm bởi các nhà nghiên cứu. Mở đầu cho lý thuyết về cơ cấu vốn là định đề Modigliani và Miller do hai tác giả này công bố vào năm 1958. Sau đó, lý thuyết về cơ cấu vốn được các nhà nghiên cứu tiếp tục nghiên cứu phát triển. Trong lịch sử nghiên cứu về cơ cấu vốn, các lý thuyết về cơ cấu vốn có thể kể đến gồm : lý thuyết Modigliani và Miller, lý thuyết đánh đổi tĩnh, lý thuyết đánh đổi động, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết thời điểm thị trường.

2.1. Lý thuyết Miller và Modigliani

Mở đầu cho lý thuyết về cơ cấu vốn là định đề Miller và Modigliani. Miller & Modigliani (1958) cho rằng trong một thị trường hoàn hảo, cơ cấu vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, không có một cơ cấu vốn tối ưu cho một doanh nghiệp cụ thể. Tuy nhiên, những giả định của một thị trường hoàn hảo như không có chi phí giao dịch, không thuế, thông tin cân xứng, lãi suất vay bằng lãi suất phi rủi ro là không phù hợp với môi trường hoạt động của doanh nghiệp trên thực tế. Chính vì vậy, các nhà nghiên cứu đưa ra giả định giá trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bị tác động bởi cơ cấu vốn.

Kế thừa kết quả nghiên cứu của Miller và Modigliani, một loạt lý thuyết về cơ cấu vốn lần lượt ra đời để giải thích về cơ cấu vốn của doanh nghiệp, bao gồm: lý thuyết đánh đổi tĩnh, lý thuyết đánh đổi động, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết thời điểm thị trường.

2.2. Lý thuyết đánh đổi tĩnh

Ở nghiên cứu tiếp theo, Miller & Modigliani (1963) đã nói lỏng các giả định bằng cách xem xét thuế thu nhập doanh nghiệp như một nhân tố xác định cơ cấu vốn. Dưới góc độ doanh nghiệp, sử dụng nợ có thể làm tăng giá trị của doanh nghiệp do lợi ích của lá chắn thuế từ nợ. Chính vì vậy, theo Miller & Modigliani (1963), doanh nghiệp nên sử dụng nợ càng nhiều càng tốt để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc sử dụng quá nhiều nợ cũng phát sinh chi phí cho doanh nghiệp như chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí đại diện (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977).

Lý thuyết đánh đổi tĩnh xem xét một cơ cấu vốn mục tiêu (tối ưu) của một doanh nghiệp mà cơ cấu vốn này được xác định dựa vào sự đánh đổi giữa lợi ích cận biên của thuế (lá chắn thuế) và chi phí liên quan đến nợ (chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí đại diện). Khi doanh nghiệp tăng tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần, lợi ích của lá chắn từ thuế sẽ tăng. Mức độ đòn bẩy cao cũng thúc đẩy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua việc giảm mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý liên quan đến dòng tiền tự do (Jensen, 1986), chiến lược đầu tư tối ưu (Myers, 1977). Tuy nhiên, mức độ đòn bẩy cao đồng thời làm tăng chi phí kiệt quệ tài chính. Tăng mức độ sử dụng nợ sẽ làm tăng gánh nặng trả gốc và lãi trong tương lai, qua đó làm tăng khả năng doanh nghiệp rơi vào tình trạng phá sản. Tỷ số nợ/vốn cổ phần sẽ đạt mức tối ưu (điểm cân bằng) khi giá trị hiện tại của lá chắn thuế từ nợ bằng với giá trị hiện tại của chi phí từ việc sử dụng nợ. Nếu doanh nghiệp tiếp tục tăng tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần và vượt quá điểm cân bằng, lúc đó, giá trị hiện tại của chi phí từ việc sử dụng nợ sẽ lớn hơn giá trị hiện tại của lá chắn thuế từ nợ. Điều này không những không mang lại lợi ích từ việc sử dụng nợ mà còn làm giảm giá trị doanh nghiệp. Chính vì vậy, các nhà quản lý tài chính doanh nghiệp cần phải tính toán sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ nhằm xác định một cơ cấu vốn tối ưu phù hợp với doanh nghiệp mình, từ đó sẽ đạt được mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

2.3. Lý thuyết đánh đổi động

Lý thuyết đánh đổi động được đưa ra bởi Fischer & cộng sự (1989). Họ cho rằng có sự hiện diện của chi phí vốn hóa cổ phần trong lựa chọn mô hình của cơ cấu vốn tối ưu động. Điều này cho thấy rằng cơ cấu vốn của doanh nghiệp trên thực tế không phải luôn luôn trùng khớp cơ cấu vốn tối ưu. Nói cách khác, doanh nghiệp xác định một biên độ dao động cho tỷ số nợ. Trong mô hình của cơ cấu vốn tối ưu động, quyết định tài trợ phụ thuộc cụ thể vào tài trợ cận biên mà doanh nghiệp dự đoán trong giai đoạn tới. Dần dần, cơ cấu vốn của doanh nghiệp sẽ tiệm cận cơ cấu vốn tối ưu.

Theo lý thuyết này, doanh nghiệp có lợi nhuận càng cao thì việc hưởng lợi từ lá chắn thuế càng lớn khi họ vay nợ càng nhiều. Chính vì vậy, doanh nghiệp nên hoạt động với đòn bẩy cao hơn để tận dụng ưu thế của lá chắn thuế. Mặc dù chi phí kiệt quệ tài chính hoặc khả năng phá sản cũng sẽ cao hơn khi doanh nghiệp hoạt động với mức độ đòn bẩy cao, nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng chi phí phá sản có tồn tại nhưng nó chỉ chiếm một phần tương đối nhỏ so với lợi ích từ lá chắn thuế. Vì vậy, lý thuyết này giải thích về mối quan hệ cùng chiều giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Những nghiên cứu của Roden & Lewellen (1995); Hadlock, C. & James, C. (2002); Berger & Bonaccorsi di Patti (2006) là những minh chứng cho mối quan hệ thuận chiều này.

2.4. Lý thuyết trật tự phân hạng

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

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

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

2.5. Lý thuyết thời điểm thị trường

Năm 2002, Baker và Wurgler đã giới thiệu lý thuyết cơ cấu vốn mới có tên gọi là lý thuyết thời điểm thị trường. Nghiên cứu ở thị trường Mỹ từ năm 1968 đến 1999, Baker và Wurgler đã chỉ ra rằng doanh nghiệp sẽ phát hành cổ phiếu tại thời điểm giá của nó được định giá quá cao, và sẽ mua lại trong trường hợp giá cổ phiếu được định giá quá thấp. Hai tác giả này đã khẳng định tác động lâu dài của lý thuyết thời điểm thị trường lên cơ cấu vốn. Tuy nhiên, kết quả này vấp phải những ý kiến trái chiều của các

nhà nghiên cứu khác như Flannery & Rangan (2006), Alti (2006) và Kayhan & Titman (2007).

Việc phân tích các lý thuyết cơ cấu vốn ở trên cho thấy rằng quyết định tài trợ của doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi nhiều nhân tố, và việc giải thích quyết định tài trợ bằng một lý thuyết cụ thể (như lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng, ...) có thể không phù hợp bởi mỗi một lý thuyết cơ cấu vốn có giá trị trong phạm vi giả định của nó. Điều này giải thích tại sao kết quả nghiên cứu thực nghiệm lại khác nhau, thậm chí mâu thuẫn nhau khi đề cập đến mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3. Giả thuyết nghiên cứu

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

Pettit & Singer (1985) đã thảo luận về vấn đề thông tin bất cân xứng và chi phí đại diện mà nó tác động đến chi phí cũng như mức tín dụng sẵn có cho các doanh nghiệp nhỏ. Họ cho rằng các doanh nghiệp nhỏ hơn sẽ có thông tin bất cân xứng cao hơn bởi chất lượng các báo cáo tài chính của họ không được đánh giá cao bằng các chất lượng báo cáo tài chính của các doanh nghiệp lớn. Mặc khác, chi phí huy động vốn (đặc biệt phát hành cổ phiếu) của các doanh nghiệp nhỏ thường cao hơn so với chi phí huy động vốn của các doanh nghiệp lớn hơn. Ngoài ra, việc phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn sẽ làm pha loãng quyền sở hữu của các cổ đông hiện tại, điều này đặc biệt nghiêm trọng đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ khi các cổ đông hiện tại phải đối mặt với việc mất quyền kiểm soát hoặc thậm chí bị thôn tính, sáp nhập. Chính vì vậy, các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế với đặc trưng là nguồn vốn vừa phải sẽ tránh huy động vốn từ bên ngoài, dựa chính yếu vào nguồn lợi nhuận bên trong của doanh nghiệp. Từ đó, dựa vào lý thuyết trật tự phân hạng, nhóm tác giả đưa ra giả định nghiên cứu sau:

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

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

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

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

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

Từ đó, ngoài giả thuyết chính H_1 nêu trên, bài báo này còn đưa ra một số giả thuyết phụ sau:

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

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

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

4. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

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

Biến đại diện cho cơ cấu vốn là tỷ lệ Tổng nợ/Tổng tài sản (TDTA). Ngoài các biến về cơ cấu vốn, quy mô của các doanh nghiệp (SIZE), cơ hội tăng trưởng (GROWTH) và cấu trúc tài sản (AST) cũng được đưa vào trong mô hình với vai trò là các biến kiểm soát.

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

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 AST_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 AST_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 AST_{it} + u_{it} \quad (3)$$

Trong đó :
 - $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ và β_4 là các tham số ước lượng
 - u_{it} là sai số ngẫu nhiên.

Nghiên cứu này sử dụng ba mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng cân đối như sau: Mô hình hồi quy bình phương tối thiểu dạng gộp (Mô hình Pooled OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effect model - FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effect model - REM). Sau đó, và kiểm định Hausman và kiểm định Breusch – Pagan LM được tiến hành để để lựa chọn mô hình phù hợp cho ba mô hình nghiên cứu. Tiếp đến, các kiểm định đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo đối với mô hình được lựa chọn được thực hiện để tìm ra các khuyết tật của mô hình. Cuối cùng, các khuyết tật của mô hình (nếu có) sẽ được khắc phục để đảm bảo độ tin cậy của kết quả hồi quy.

5. Số liệu nghiên cứu

Số liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm số liệu của 130 công ty cổ phần đang hoạt động trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế trong giai đoạn 2010-2014, được thu thập từ Cục Thuế tỉnh Thừa Thiên Huế & Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Thừa Thiên Huế.

6. Kết quả nghiên cứu

6.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 mô tả các biến được sử dụng trong bài nghiên cứu. Giá trị trung bình của ROA của các công ty cổ phần nghiên cứu là 1,8498%, trong khi giá trị trung bình của ROE chỉ đạt -2,749%, EPS đạt khoảng 1.598 VND. Điều này chứng tỏ trong giai đoạn 2010-2014, các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế hoạt động chưa hiệu quả. Cơ cấu vốn trung bình của các công ty này là 49,6% cho thấy tỷ lệ sử dụng nợ của các công ty này khá cao, chiếm gần 50% tổng nguồn vốn.

Bảng 1. Thống kê mô tả

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
ROA	0,018	0,009	0,467	-0,425	0,070
ROE	-0,027	0,023	1,651	-30,254	1,254
EPS	1.597,843	188,618	116.702,7	-9.700,18	8.665,542
TDTA	0,496	0,515	1,170	0	0,282
SIZE	16,741	16,529	20,624	12,677	1,691
GROWTH	12,801	0,066	5.000,968	-1,000	216,446
AST	0,428	0,355	5,357	-0,169	0,435

(Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả)

6.2. Kết quả hồi quy

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

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

Sau khi thực hiện kiểm tra các khuyết tật của mô hình và khắc phục chúng, kết quả hồi quy (Bảng 2) cho thấy hệ số của biến TDTA mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% ở mô hình (1) và 1% ở mô hình (2) và (3). Điều này chứng tỏ cơ cấu vốn đại diện bởi tỷ lệ Tổng nợ/Tổng tài sản tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROE, ROA và EPS). Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007), Onalapo & Kajola (2010), Nguyễn Tấn Vinh (2011), Salim (2012) và Hasan & cộng sự (2014).

Bảng 2. Kết quả hồi quy về tác động của cơ cấu vốn đến ROE, ROA và EPS

	ROE	ROA	EPS
TDTA	-0,497*	-0,109***	-3,234***
	(0,301)	(0,042)	(1,166)
SIZE	0,0195	0,043***	1,079***
	(0,018)	(0,012)	(0,263)
GROWTH	-0,000**	-0,000***	-0,000
	(0,000)	(000)	(0,001)
AST	-0,289*	-0,007*	-0,061
	(0,157)	(0,004)	(0,369)
Const	0,0176	-0,645***	-15,000***
	(0,376)	(0,191)	(20,378)

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

(Nguồn : Tính toán của tác giả)

Hệ số của biến SIZE mang dấu dương ở cả ba mô hình (1), (2) và (3). Tuy nhiên, nó chỉ có ý nghĩa thống kê ở mô hình (2) và (3) với mức ý nghĩa 1%, cho thấy quy mô của doanh nghiệp tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đại diện bởi chỉ tiêu ROA và EPS. Kết quả này phù hợp với Đoàn Ngọc Phúc (2014) và Onaolapo & Kajola (2010).

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

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

Như vậy, kết quả thu được như sau : giả thuyết H_1 và H_2 được chấp nhận; H_3 và H_4 bị bác bỏ.

7. Kết luận và kiến nghị

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng gồm 130 công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế trong giai đoạn 2010 – 2014 để phân tích tác động của cơ cấu vốn (đại diện bởi tỷ lệ Tổng nợ/Tổng tài sản) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (đại diện bởi ba chỉ tiêu ROE, ROA và EPS). Để lựa chọn mô hình phù hợp, nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy với dữ liệu bảng với 3 mô hình Pooled OLS, FEM và REM và thực hiện các kiểm định cần thiết để lựa chọn mô hình. Các kết quả từ mô hình phù hợp sau khi khắc phục các khuyết tật cho thấy rằng cơ cấu vốn là một yếu tố quan trọng, tác động nghịch chiều đến cả ba chỉ tiêu đại diện cho hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế. Bên cạnh đó, ROA và EPS bị tác động thuận chiều bởi quy mô của doanh nghiệp. Ngoài ra, ROE, ROA bị tác động nghịch chiều bởi cơ hội tăng trưởng và cấu trúc tài sản doanh nghiệp.

Kết quả tìm thấy ở trên chỉ ra rằng các nhà quản trị các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế cần nhận thức rõ ràng về vai trò của cơ cấu vốn đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hiện tại, nguồn vốn nợ của các công ty này chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng nguồn vốn (gần 50%) và kết quả nghiên cứu cho thấy, mức độ sử dụng nợ tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, các nhà quản trị nên xem xét giảm bớt tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn của công ty. Ngoài ra, các công ty này cũng cần tận dụng tốt hơn nữa lợi thế theo quy mô của doanh nghiệp để nâng cao hiệu quả hoạt động bởi quy mô doanh nghiệp tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đối với những công ty có cơ hội tăng trưởng cao, các nhà quản trị cần chú ý cân bằng giữa lợi ích của chủ sở hữu và chủ nợ khi đưa ra quyết định đầu tư nhằm tránh làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Cuối cùng, ban quản trị công ty phải cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản dài hạn nhằm nâng cao lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu và từ đó làm tăng giá trị cổ phiếu của công ty.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abdel Shahid, S. (2003), 'Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from The Egyptian Stock Market', *Working Paper*, retrieved on November 11th 2015, from the SSRN eLibrary.
- Abor, J. (2005), 'The Effect of Capital Structure on Profitability: Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana', *Journal of Risk Finance*, 6(5), Emerald Group Publishing Limited, 2, 438-447.
- Alti, A. (2006), 'How persistent is the impact of market timing on capital structure?', *The Journal of Finance*, 61, 1681-1710.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002), 'Market timing and capital structure', *The Journal of Finance*, 55, 2219-2257.
- Berger, A. & Udell, P. (2006), 'Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry', *Journal of Banking and Finance*, 32, 1065-1102.
- Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn', *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*, Đại học Đà Nẵng, 5 (40), 14-22.
- Đoàn Ngọc Phúc (2014), 'Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam', *Những vấn đề Kinh tế và Chính trị thế giới*, 7 (219), 72-80.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002), 'Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt', *Review of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Flannery, M.J & Rangan, K.P. (2006), 'Partial adjustment toward target capital structures', *Journal of Financial Economics*, 79 (3), 409-506.
- Fischer, E.O, Heinkel, R., & Zechner, J. (1989), 'Dynamic capital structure choice: Theory and tests', *The Journal of Finance*, 44, 19-41.
- Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2001), 'The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field', *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Hadlock, C. & James, C. (2002), 'Do banks provide financial slack?', *The Journal of Finance*, 57, 1383-420.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991), 'The Theory of Capital Structure', *The Journal of Finance*, 6 (1), 297-355.
- Hoang Thi Thanh Hang (2015), 'The Effect Of Capital Structure On Corporate

- Performance: Evidence In Vietnam’, Global Illuminators Publishing, 2, 140-155.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), ‘Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure’, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jensen, M.C. (1986), ‘Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers’, *The American Economic Review*, 76, 323-329, retrieved on November 11th 2015, from the SSRN eLibrary.
- Hasan, Md. Bokhtiar, et. al. (2014), ‘Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence From Bangladesh’, *International Journal Business and Management*, 9 (5), 184–194.
- Kayhan, A. & Titman, S. (2007), ‘Firms' histories and their capital structures’, *Journal of Financial Economics*, 83, 1-32.
- Le, T.P.V. & Phung, D.N. (2013), ‘Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms’, *IUP Journal of Corporate Governance*, 12 (2), 40-58.
- Majumdar, S.K. & Chhibber, P. (1999), ‘Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance’, *Public Choice*, 98, 287-305.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), ‘The cost of capital, corporation finance and the theory of investment’, *The American economic review*, 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F & Miller, M.H. (1963), ‘Corporate income taxes and the cost of capital: a correction’, *The American economic review*, 53 (3), 433-443.
- Myers, S.C. (1977), ‘Determinants of corporate borrowing’, *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984), ‘Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have’, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S.C. (1984), ‘The capital structure puzzle’, *The Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Nguyễn Tấn Vinh (2011), ‘Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội’, Luận văn thạc sỹ, Đại học Đà Nẵng.
- Onaolapo, Adekunle A. & Kajola, Sunday O. (2010), “*Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria*”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* ISSN 1450-2275 Issue 25, 70-82.
- Pettit, R.R. & Singer, R.F. (1985), ‘Small business finance: a research agenda’,

Financial Management, 14 (3), 47-60.

Roden, D.M. & Lewellen, W.G. (1995), 'Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts', *Financial Management*, 24 (2), 76-87.

Salim, M., & Yadav, R. (2012), 'Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies', *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166.

Shyam-Sunder & Myers, S.C. (1999), 'Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure', *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.

Simerly, R.L. & Li, M. (2000), 'Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test', *Strategic Management Journal*, 21 (1), 31-49.

Wei Xu, Xiangzhen Xu, Shoufeng Zhang (2005), 'An Empirical Study on Relationship between Corporation Performance and Capital Structure', *China-USA Business Review*, 4 (4), 49-53.

Zeitun & Tian (2007), "Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1 (4), 40-61.

ANALYSIS OF THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM JOINT STOCK COMPANIES OF THUA THIEN HUE PROVINCE

Tran Thi Bich Ngoc, Nguyen Viet Duc, Pham Hoang Cam Huong

Abstract. This study investigates the impact of capital structure on firm performance using a panel data sample of 130 joint stock companies in Thua Thien Hue Province during the period 2010-2014. The results show that firm capital structure has a significantly negative effect on firm's performance (represented by Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA) and Earning per Share (EPS)). Besides, it is pointed out that firm size affects positively on ROA and EPS. Finally, grow opportunities and asset structure are found to be negatively related to ROE and ROA.

Key words : Capital structure; Firm performance; Joint stock company; Panel data regression models; Thua Thien Hue Province.