BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

-------------------------

**TRẦN THỊ PHƯƠNG THẢO**

**ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Kinh doanh thương mại**

**Mã số: 934.01.21**

**Tóm tắt luận án tiến sĩ kinh tế**

**Hà Nội, Năm 2019**

**Công trình được hoàn thành tại Trường Đại học Thương mại**

**Người hướng dẫn khoa học**

**GS. TS. Đinh Văn Sơn**

**TS. Vũ Xuân Dũng**

**Phản biện 1: …………………………………**

**………………………………………………..**

**Phản biện 2: …………………………………**

**………………………………………………..**

**Phản biện 3: …………………………………**

**………………………………………………..**

**Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng đánh giá luận án cấp Trường họp tại ………………………………………………………**

**Vào hồi…….. giờ ……… ngày ……. tháng ……. năm ……….**

**Có thể tìm hiểu luận án tại:**

**Thư viện Quốc gia**

**Thư viện Trường Đại học Thương mại**

# PHẦN MỞ ĐẦU

**1. Sự cần thiết của vấn đề nghiên cứu**

Hoạt động hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam đã chuyển sang giai đoạn triển khai sâu rộng và toàn diện. Tuy nhiên, diễn biến tình hình kinh tế thế giới trong những năm qua cho thấy chủ nghĩa bảo hộ thương mại đang ngày càng có chiều hướng gia tăng, đe dọa nghiêm trọng tới tiến trình tự do hóa thương mại và hội nhập kinh tế toàn cầu. Bên cạnh đó, xung đột thương mại giữa Hoa Kỳ với một số đối tác, đặc biệt là Trung Quốc gây ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Để đảm bảo mục tiêu tối đa hóa hiệu quả kinh doanh, các doanh nghiệp Việt Nam đã không ngừng hoàn thiện, nghiên cứu các phương thức quản trị tiên tiến, tăng cường ứng dụng công nghệ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu tác động bởi nhiều yếu tố khách quan và chủ quan như môi trường chính trị pháp luật, chính sách kinh tế của Nhà nước, ngành nghề kinh doanh, trình độ của nhà quản trị hay điều kiện tài chính của doanh nghiệp… Trong đó vốn được xem là một trong các nhân tố có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Quyết định về vốn được thể hiện thông qua việc lựa chọn cơ cấu vốn, hay cấu trúc vốn của mỗi doanh nghiệp.

Các lý thuyết nổi tiếng trên thế giới và các nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện bởi nhiều tác giả trên phạm vi các quốc gia khác nhau đều chứng minh mối quan hệ chặt chẽ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy nhiều kết quả trái ngược nhau chứng tỏ mối quan hệ này phụ thuộc khá nhiều vào bối cảnh kinh tế khác nhau, cách thức ghi nhận các chỉ tiêu tài chính hay do phương pháp nghiên cứu khác nhau. Do đó, vấn đề đặt ra là cần phải xây dựng được mô hình nghiên cứu hai bước 2SLS với biến công cụ, mô hình hồi quy phân vị nhằm giải quyết được các khuyết tật của mô hình; xây dựng được phương pháp xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp khi cơ cấu vốn thay đổi, cũng như đánh giá ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong các bối cảnh kinh tế khác nhau. Nhận thức được tầm quan trọng của quyết định về cơ cấu vốn, tác giả đã chọn vấn đề **“Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”** để làm đề tài cho luận án tiến sĩ của mình.

**2. Mục đích nghiên cứu**

Mục đích nghiên cứu của luận án nhằm làm rõ thực trạng cơ cấu vốn và ảnh hưởng của quyết định về cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, từ đó đưa ra các kết luận và khuyến nghị điều chỉnh cơ cấu vốn nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các công ty cổ phần niêm yết và cơ quan Nhà nước.

**3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của luận án**

*Đối tượng nghiên cứu:*

Đối tượng nghiên cứu của luận án là những vấn đề lý thuyết và thực tiễn về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

*Phạm vi nghiên cứu:*

“Về không gian: Luận án nghiên cứu quyết định về cơ cấu vốn, ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh tại các CTCP niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Luận án không nghiên cứu nhóm các công ty cổ phần niêm yết thuộc nhóm ngành tài chính do có sự khác biệt về đặc thù hoạt động kinh doanh và do chuyên ngành đào tạo của nghiên cứu sinh là kinh doanh thương mại.

Về thời gian: Luận án đánh giá thực trạng quyết định về cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn năm 2011-2017. Luận án cũng thực hiện so sánh và phân tích chiều hướng tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế (năm 2011- 2017) với giai đoạn khủng hoảng kinh tế (năm 2008 - 2010).

Về nội dung: Cơ cấu vốn được xác định theo chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Hiệu quả kinh doanh được đánh giá thông qua các chỉ tiêu tài chính bao gồm: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ lệ giữa giá thị trường trên giá trị sổ sách Tobin’s Q.

**4. Phương pháp nghiên cứu của luận án**

Với mục tiêu nghiên cứu đã đề ra, phương pháp nghiên cứu được xác định gồm:

Phương pháp thống kê, phân tích, so sánh và tổng hợp.

Phương pháp định tính: Luận án thực hiện tham khảo ý kiến các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính, các nhà quản trị trong doanh nghiệp.

Phương pháp định lượng: Bao gồm phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng, phương pháp hồi quy hai bước 2SLS, phương pháp hồi quy phân vị.

Phương pháp nghiên cứu tình huống.

**5. Những đóng góp mới của luận án**

Luận án có những đóng góp mới sau đây:

- Luận án đã áp dụng các phương pháp hồi quy khác nhau gồm phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng, phương pháp hồi quy hai bước với biến công cụ, phương pháp hồi quy phân vị nhằm giải quyết các hạn chế của mô hình nghiên cứu như hiện tượng phương sai sai số thay đổi, hiện tượng nội sinh. Trên cơ sở đó, Luận án đã chứng minh được các mối quan hệ sau:

Cơ cấu vốn có ảnh hưởng phi tuyến tính hình chữ U ngược đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Cơ cấu vốn đạt mức tối ưu khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản dao động quanh mức 32% đến 37%.

Quy mô công ty, khả năng thanh toán, tỷ lệ chi trả cổ tức, sở hữu Nhà nước và rủi ro hoạt động được chứng minh là có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Trên cơ sở đó, để điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các CTCP, Luận án đã đưa ra một số kiến nghị liên quan về chiến lược đầu tư, khả năng thanh toán, chính sách chi trả cổ tức, quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và chỉ tiêu giá thị trường Tobin’s Q là khác nhau theo các phân vị của Tobin’s Q. Cơ cấu vốn có tác dụng tích cực đến giá thị trường của các CTCP khi chỉ tiêu Tobin’s Q ở mức thấp. Như vậy, đối với các CTCP có giá trị thị trường cao thì nên ưu tiên việc huy động vốn từ phát hành cổ phiếu do lợi thế từ giá cổ phiếu cao có thể huy động được lượng vốn lớn với chi phí huy động thấp hơn.

Trong giai đoạn suy thoái khi các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ khủng hoảng kinh tế tài chính, việc sử dụng nợ vay được chứng minh là nhiều tác động tích cực hơn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP so với giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng kinh tế.

- Luận án đã áp dụng được phương pháp xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp. Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp không đơn thuần là chi phí bình quân của lãi vay hay mức cổ tức doanh nghiệp chi trả thực tế mà còn xem xét đồng thời đến các rủi ro mà các CTCP gặp phải tại mức cơ cấu vốn đó. Trên cơ sở đó Luận án đề xuất xây dựng mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu cho các CTCP.

- Dựa vào kết quả nghiên cứu định lượng và các phân tích cơ cấu vốn, chi phí vốn bình quân, tác giả đưa ra các khuyến nghị cụ thể đối với các công ty cổ phần, tập trung vào bốn nhóm khuyến nghị chính gồm: nâng cao khả năng sinh lời của doanh nghiệp, nâng cao giá trị thị trường, xây dựng mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu thông qua xác định chi phí vốn bình quân và đa dạng hóa nguồn vốn huy động; bên cạnh đó là bốn khuyến nghị đối với Nhà nước.

**6. Kết cấu của Luận án**

Ngoài phần Phần mở đầu, kết luận, các phụ lục, Luận án được kết cấu gồm 5 chương như sau:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Chương 3: Thực trạng cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 4: Mô hình và kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 5: Một số khuyến nghị nhằm điều chỉnh cơ cấu vốn để nâng cao hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

# CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

## 1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài Luận án

### 1.1.1. Các lý thuyết về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh

Các lý thuyết nghiên cứu điển hình về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh gồm lý thuyết M&M, lý thuyết chi phí quản lý đại diện, lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn, lý thuyết về trật tự phân hạng và lý thuyết định thời điểm thị trường.

### 1.1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh

Mặc dù có rất nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh nhưng kết quả của mối quan hệ này vẫn còn chưa được thống nhất. Có thể tóm tắt các kết quả như sau:

Bảng 1.1: Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Quan điểm | Biến đại diện HQKD | Các nghiên cứu tiêu biểu |
| Không có quan hệ với HQKD | ROE, ROA, TobinQ, | Modigliani & Miller (1958), Baker & Wurgler (2002), Phillips & Sipahioglu (2004), Jiraporn & Liu (2008), |
| Có quan hệ cùng chiều với HQKD | ROE, ROA, Tobin’s Q, hiệu quả về chi phí | Modigliani và Miller (1963), Chowdhury và cộng sự (2010), Weill (2008), Abor (2005), Shyu (2012), Bùi Đan Thanh (2016), Trần Thị Kim Oanh (2016), Võ Minh Long (2017), Lê Hoàng Vinh (2014) |
| Có quan hệ ngược chiều với HQKD | ROE, ROA,  Tobin’s Q | Myers và Majluf (1984), Masulis (1983), Singh và Faircloth (2005), Abor (2005), Seetanah và cộng sự (2014), Zeitun (2015), Varun Dawar (2014), Weill (2008), Le Thi Phuong Vy, (2015), Hayam Wahba (2014) |
| Quan hệ phi tuyến tính hình chữ U ngược với HQKD | ROE, Hiệu quả lợi nhuận - EFF (Profit efficiency) | Kraus và Litzenberger (1973), Myers và cộng sự (1984), Berger và Bonaccorsi (2006), Skopljal và Luo (2012), Margaritis và Psillaki (2010), Cheng và cộng sự (2010), Feng-Li Lin và cộng sự (2011), Nguyễn Thành Cường (2015) |

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

### 1.1.3. Khoảng trống nghiên cứu

Thứ nhất, các nghiên cứu tại Việt Nam đã công bố chủ yếu tập trung vào nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, một số nghiên cứu về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp hoặc xây dựng hai mô hình kinh tế lượng riêng biệt để tìm hiểu mối quan hệ lẫn nhau giữa hai đối tượng này. Do vậy, các nghiên cứu mới chỉ giải quyết được một số điểm yếu của mô hình như đa cộng tuyến, tự tương quan hay phương sai sai số thay đổi mà chưa đề cập đến vấn đề nội sinh trong mô hình. Vấn đề nội sinh trong mô hình hồi quy sẽ được giải quyết hữu hiệu bằng phương pháp hồi quy hai bước với biến công cụ. Với Luận án này, ngoài các phương pháp nghiên cứu truyền thống, tác giả còn xây dựng mô hình hồi quy hai bước 2SLS với biến công cụ và kỳ vọng biến đại diện cơ cấu vốn chính là biến nội sinh trong mô hình. Không chỉ đưa ra kết luận một chiều về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh, luận án còn chứng minh được chiều hướng tác động khác nhau khi cơ cấu vốn thay đổi, khi thay đổi các phân vị của hiệu quả kinh doanh và trong từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế (giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phát triển sau khủng hoảng kinh tế).

Thứ hai, các nghiên cứu về chi phí vốn bình quân tại Việt Nam hiện nay chủ yếu xác định chi phí bình quân của lãi vay phải trả thực tế và cổ tức chi trả cho cổ đông. Trong khi các yếu tố rủi ro khác phát sinh tại mức cơ cấu vốn đó như rủi ro của quốc gia, rủi ro thị trường, rủi ro ngành nghề, rủi ro về khả năng thanh toán lãi vay của doanh nghiệp… chưa được lượng hóa. Với Luận án này, bằng việc dựa vào các thông số được cập nhật hàng năm về mức độ rủi ro quốc gia, mức độ rủi ro ngành nghề, mức độ rủi ro của doanh nghiệp đánh giá theo khả năng thanh toán lãi vay của nhà nghiên cứu Aswath Damodaran, tác giả tiến hành xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp hiện hành và trong các điều kiện thay đổi về cơ cấu vốn.

## 1.2. Phương pháp nghiên cứu

### 1.2.1. Quy trình nghiên cứu

Bước 1: Xây dựng cơ sở lý luận về cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp.

Bước 2: Xác định phương pháp, mô hình nghiên cứu

Bước 3: Phân tích thực trạng cơ cấu vốn và phân tích hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 – 2017.

Bước 4: Trình bày kết quả của mô hình nghiên cứu và phân tích chi phí vốn bình quân. ““.

Bước 5: Đề xuất một số kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp thông qua quyết định về cơ cấu vốn.

### 1.2.2. Các phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu định tính dùng để phân tích thực trạng cơ cấu vốn của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam thông qua sự biến động của các chỉ tiêu và xác định chi phí vốn của doanh nghiệp.

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của các CTCP phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2008- 2017. Dựa vào bộ số liệu có được từ nền tảng dữ liệu của Công ty cổ phần StoxPlus, nghiên cứu thu thập được 3122 quan sát của 446 CTCP phi tài chính niêm yết liên tục trong giai đoạn 2011 – 2017 và 600 quan sát của 200 CTCP niêm yết liên tục trong giai đoạn 2008 - 2010.

Luận án đã gửi 100 phiếu khảo sát đến các công ty cổ phần, các đơn vị quản lý Nhà nước và đến các chuyên gia tư vấn doanh nghiệp. Kết quả thu hồi được 48 phiếu trả lời của 27 cán bộ quản lý doanh nghiệp, 9 cán bộ lãnh đạo trong các đơn vị quản lý Nhà nước và chuyên gia tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp nghiên cứu định lượng được sử dụng để phân tích ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, và nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn trong mối quan hệ với hiệu quả kinh doanh.

# CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP

## 2.1. Khái quát về cơ cấu vốn của doanh nghiệp

### 2.1.1. Khái niệm về vốn và cơ cấu vốn

Trong nền kinh tế thị trường hiện nay, vốn được hiểu là toàn bộ những giá trị ứng ra ban đầu vào các quá trình tiếp theo của doanh nghiệp (Nguyễn Đình Luận, 2016). Khái niệm này cho thấy vốn không chỉ là yếu tố đầu vào của doanh nghiệp mà còn tham gia vào quá trình sản xuất kinh doanh liên tục trong suốt thời gian hoạt động của doanh nghiệp.”

**Cơ cấu vốn (capital structure)** là tỷ trọng của nợ phải trả trong tổng giá trị tài sản mà doanh nghiệp huy động, được sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh.

**Cơ cấu vốn tối ưu (optimal capital structure)** đạt được khi doanh nghiệp phối hợp sử dụng các nguồn vốn để mang lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp, được thể hiện qua các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và chỉ tiêu Tobin’s Q).

### 2.1.2. Các nguồn tài trợ vốn của doanh nghiệp

- Nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu: gồm nguồn vốn góp ban đầu, nguồn tài trợ từ lợi nhuận giữ lại (nguồn tài trợ bên trong doanh nghiệp) và nguồn tài trợ từ phát hành cổ phiếu.

- Nguồn tài trợ từ vay nợ: nguồn tài trợ từ vay nợ (ngân hàng hoặc các tổ chức tín dụng khác), nguồn tài trợ từ phát hành trái phiếu, nguồn tài trợ từ thuê tài sản, nguồn tài trợ từ nợ trong thanh toán.

- Nguồn tài trợ kết hợp giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu: gồm trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu có quyền mua cổ phiếu

### 2.1.3. Các chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn

Để thuận tiện trong quá trình nghiên cứu, luận án thống nhất sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên tổng tài sản để đại diện cho cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

### 2.1.4. Chi phí vốn của doanh nghiệp

*\* Chi phí vốn và chi phí vốn bình quân*

Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp là giá trị bình quân trọng số của chi phí vốn chủ sở hữu và chi phí nợ vay như sau:

WACC = RE (E/(D+E)) +RD (D/(D+E))

Trong đó, RE và RD lần lượt là chi phí vốn của nợ và vốn chủ sở hữu.

D: Giá trị thị trường của nợ

E: Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu

*\* Chi phí nợ vay*

Chi phí nợ vay được xác định dựa vào công thức sau:”

RD = (Rf + DSc + DCf) \* (1- Thuế suất thuế TNDN)

Trong đó: Rf – Mức lợi tức phi rủi ro được xác định bằng lãi suất phát hành trái phiếu Chính phủ dài hạn.

DSc – Chênh lệch rủi ro quốc gia (country default spread)

DSf – Chênh lệch rủi ro của doanh nghiệp (firm default spread)

*\* Chi phí vốn chủ sở hữu*

Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định dựa trên công thức sau:

RE = Rf + Beta \* (Rm - Rf)

Theo đó: Rf – Mức lợi tức phi rủi ro được xác định bằng lãi suất phát hành trái phiếu Chính phủ dài hạn.”

Beta – Hệ số beta đo lường rủi ro thị trường

(Rm – Rf) – Phần bù rủi ro thị trường

## 2.2. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

### 2.2.1. Khái niệm

Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là một phạm trù kinh tế được biểu hiện thông qua hệ thống chỉ tiêu đánh giá nhằm “phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp để đạt được các mục tiêu hoạt động đã đề ra. Như vậy để đánh giá HQKD của doanh nghiệp cần xác định được kết quả đạt được và chi phí bỏ ra để thực hiện mục tiêu.

### 2.2.2. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Nghiên cứu sử dụng hai chỉ tiêu là ROE và Tobin’s Q để đánh giá hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết.

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu được xác định:

|  |  |
| --- | --- |
| ROE = | Lợi nhuận sau thuế |
| Vốn chủ sở hữu” |

Chỉ số Tobin’s Q được xác định theo công thức:

|  |  |
| --- | --- |
| Tobin’s Q = | Giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường + giá trị thị trường của nợ + giá trị thị trường cổ phiếu ưu đãi |
| Giá trị sổ sách của tổng tài sản” |

## 2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

### 2.3.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn

Các nhân tố bên trong doanh nghiệp: Quy mô doanh nghiệp; Tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp; Khả năng thanh khoản; Tỷ lệ chi trả cổ tức; Tỷ lệ sở hữu của Nhà nước; Rủi ro hoạt động của doanh nghiệp; Các nhân tố thuộc về đặc điểm của nhà quản trị; Đặc điểm ngành kinh doanh

Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp. Các doanh nghiệp hoạt động trong bối cảnh kinh tế khác nhau sẽ chịu những ảnh hưởng nhất định từ môi trường đó. Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp gồm: Chính sách kinh tế của Nhà nước; Sự phát triển của thị trường vốn; Lãi suất cho vay.

### 2.3.2. Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Thông qua chính sách về cơ cấu vốn khác nhau, nhà quản trị có thể tác động đến chi phí lãi vay phải trả cho chủ nợ, mức cổ tức chi trả cho cổ đông, đến sự cân bằng tài chính, đến chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp và tác động đến chi phí quản lý đại diện, qua đó ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

# CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CƠ CẤU VỐN VÀ HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## 3.1. Tổng quan về các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

### 3.1.1. Tình hình niêm yết của các công ty cổ phần

Tính đến thời điểm cuối năm 2017, toàn thị trường có 728 doanh nghiệp niêm yết thuộc các lĩnh vực ngành nghề khác nhau. Giá trị vốn hóa thị trường trên sàn HOSE đạt 2.614.150 tỷ đồng, sàn HNX đạt 222.894 tỷ đồng, sàn UPCOM đạt 677.629 tỷ đồng và thị trường trái phiếu đạt 1.013.833 tỷ đồng. Tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường đạt 4.528.506 tỷ đồng, tương đương 100,57% GDP, tăng 57,23% so với năm 2016 (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 2018).

### 3.1.2. Phân loại các công ty cổ phần niêm yết

Phân loại doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu theo các nhóm ngành cho thấy phần lớn các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết thuộc ngành công nghiệp (45,5%), tiếp theo là các nhóm hàng tiêu dùng (15,7%) và nguyên vật liệu (13,9%). Tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, số lượng các doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực công nghiệp chiếm 54,5% trên tổng số doanh nghiệp. Ngành dầu khí và viễn thông đứng cuối danh sách với rất ít hoặc không có doanh nghiệp niêm yết trên TTCK.

## 3.2. Phân tích cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

### 3.2.1. Thực trạng nguồn tài trợ của các công ty cổ phần niêm yết

Nhìn chung, các doanh nghiệp niêm yết đều duy trì cơ cấu nguồn vốn khá cân bằng giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản xấp xỉ quanh mức tỷ lệ 50%. Do các doanh nghiệp niêm yết thường là những doanh nghiệp lớn, tiềm lực tài chính mạnh nên khả năng tiếp cận các nguồn vốn truyền thống như vay nợ hay phát hành cổ phiếu đều thuận lợi.

Trong cơ cấu nguồn vốn từ nợ phải trả, các doanh nghiệp niêm yết đều duy trì cơ cấu nợ nghiêng về nợ ngắn hạn gồm nợ trong thanh toán không tính lãi và nợ vay ngắn hạn. Các doanh nghiệp niêm yết đều tăng cường sử dụng các nguồn nợ ngắn hạn trong thanh toán do không phải trả lãi vay, chiếm khoảng từ 44% đến 65% tổng giá trị nợ phải trả.

Tỷ lệ nợ dài hạn trung bình chỉ chiếm khá thấp tổng giá trị tài sản, tỷ lệ trung bình theo các ngành chỉ từ 9% đến 33% tổng giá trị nợ phải trả. Ngành dầu khí và ngành tiện ích cộng đồng là hai ngành duy nhất có tỷ lệ nợ vay dài hạn đạt mức cao hơn tỷ lệ nợ vay ngắn hạn, tương ứng là 29% và 33% tổng nợ phải trả. Trong các kênh huy động vốn dài hạn của các doanh nghiệp niêm yết thì tỷ lệ nguồn vốn từ phát hành trái phiếu rất thấp và không đáng kể.

Tỷ lệ lợi nhuận chưa phân phối trong tổng nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp khá thấp, dao động từ mức 4% đến 22%. Số liệu này cho thấy khả năng tự tài trợ của các công ty niêm yết không cao, doanh nghiệp vẫn chủ yếu dựa vào nguồn vốn từ bên ngoài là vay nợ và phát hành cổ phiếu.

Kết quả khảo sát từ các chuyên gia về tài chính và nhà quản trị tron doanh nghiệp cho thấy lợi nhuận giữ lại là nguồn tài trợ quan trọng được các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nhất. Nguồn tài trợ được các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng tiếp theo là nguồn vốn vay ngắn và nợ phải trả trong thanh toán. Khi được hỏi về lý do không ưu tiên lựa chọn phát hành trái phiếu, kết quả khảo sát cho thấy phần lớn các nhà quản trị chưa quan tâm, chưa có nhiều hiểu biết về quy trình phát hành trái phiếu, các loại trái phiếu được phép phát hành hoặc chưa đánh giá được những rủi ro có thể gặp phải khi phát hành trái phiếu nên có tâm lý e dè, chưa sẵn sàng coi đây là một kênh huy động vốn lớn. Hơn nữa, để có thể phát hành trái phiếu thành công, doanh nghiệp phát hành thường phải có quy mô lớn, có năng lực tài chính vững mạnh và phải chứng minh được dòng tiền trả nợ, do vậy các doanh nghiệp phát hành trái phiếu tại Việt Nam hiện nay không nhiều.

Nguồn tài trợ từ hình thức đi thuê tài chính đứng cuối trong thứ tự ưu tiên sử dụng do các doanh nghiệp chưa có nhiều hiểu biết về những lợi ích của hình thức cho thuê tài chính. Quá trình khảo sát cho thấy một số doanh nghiệp không hiểu biết về dịch vụ thuê tài chính, thậm chí có doanh nghiệp còn hiểu thuê tài chính như hoạt động mua tài sản trả góp, do đó chưa thấy được hiệu quả và lợi ích mà hoạt động này mang lại. Các công ty cho thuê tài chính tại Việt Nam chưa nhiều và cũng chưa thực sự năng động trong việc tiếp cận và tư vấn cho doanh nghiệp sử dụng dịch vụ.

Với câu hỏi về các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp, kết quả khảo sát cho thấy quy mô doanh nghiệp, quan điểm của lãnh đạo doanh nghiệp và tỷ lệ chi trả cổ tức là những nhân tố bên trong doanh nghiệp có ảnh hưởng lớn nhất.

Khi xem xét các nhân tố bên ngoài ảnh hưởng đến quyết định về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp, kết quả khảo sát cho thấy lãi suất cho vay và sự phát triển của thị trường vốn là những nhân tố quan trọng và có mức điểm cao nhất.

### 3.2.2. Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết

*\* Khái quát cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các công ty cổ phần niêm yết*

Trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ nợ trong tổng nguồn tài trợ của các doanh nghiệp niêm yết có xu hướng giảm nhẹ từ mức 51,3% năm 2011 xuống quanh mức 50% vào các năm từ 2015-2017. Trong khi đó, chỉ tiêu về giá trị thị trường Tobin’s Q có xu hướng tăng nhanh, đạt 1,11 trong năm 2017, tăng trên 50% so với năm 2011. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời của các doanh nghiệp sau biến động năm 2011- 2012 do dư chấn khủng hoảng tài chính thế giới đã có những tín hiệu tăng trưởng tích cực từ mức 9% trong năm 2012 lên mức 10%-11% trong những năm gần đây.

“Tóm lại, mặc dù hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ nhiều nguyên nhân khách quan và chủ quan khác nhau nhưng khái quát qua số liệu các năm cho thấy, ngoại trừ những biến động lớn từ nền kinh tế vĩ mô thì các chỉ tiêu về giá trị thị trường của các công ty cổ phần có xu hướng tăng, trong khi cơ cấu nguồn tài trợ từ nợ phải trả giảm dần.

*\* Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trung bình của các công ty cổ phần niêm yết theo ngành”*

*Thứ nhất, ngành* *công nghiệp:* Tỷ lệ nợ trung bình ngành dao động quanh mức 55% tổng giá trị tài sản. Các doanh nghiệp ngành công nghiệp duy trì cơ cấu nguồn tài trợ ổn định qua các năm. Hiệu quả kinh doanh của nhóm ngành công nghiệp khá ổn định và có xu hướng tăng trong giai đoạn nghiên cứu.

*Thứ hai, ngành dịch vụ tiêu dung:* Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản trung bình của các doanh nghiệp trong ngành chỉ ở mức 35%, thấp nhất so với các doanh nghiệp trong lĩnh vực ngành nghề khác. Hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngành dịch vụ tiêu dùng duy trì mức khá ổn định trong giai đoạn năm 2011-2016.

*Thứ ba, ngành dược phẩm và y tế:* Ngành dược phẩm và y tế thể hiện khả năng tăng trưởng mạnh mẽ và ổn định nhất so với các ngành nghề khác trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011- 2017. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu đều duy trì ở mức cao, chủ yếu trên 10%. Chỉ tiêu về giá trị thị trường Tobin’s Q tăng nhanh từ 0,73 năm 2011 lên tới mức cao nhất là 1,75 trong năm 2017.

*Thứ tư, ngành hàng tiêu dung:* Tỷ lệ nợ trung bình của các doanh nghiệp trong ngành là 48%, trong đó nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ lệ khá cao, đạt 42% và nợ trong thanh toán chiếm 47% tổng giá trị nợ phải trả. Nhóm ngành hàng tiêu dùng có đặc điểm tương đồng với ngành dịch vụ tiêu dùng khi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản chênh lệch khá lớn giữa các doanh nghiệp niêm yết.

*Thứ năm, ngành nguyên vật liệu:* Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình của các doanh nghiệp trong ngành có xu hướng giảm qua các năm. Năm 2011, tỷ lệ nợ trung bình ở mức 52% tổng tài sản đã giảm xuống quanh mức 49%-50% trong những năm gần đây. Chỉ tiêu về giá thị trường Tobin’s Q có xu hướng tăng nhưng vẫn còn thấp nếu so sánh với một số ngành như hàng tiêu dùng, dược phẩm và y tế hay tiện ích cộng đồng. Trong khi đó chỉ tiêu về khả năng sinh lời ROE thiếu tính ổn định qua các năm.

*Thứ sáu, ngành tiện ích cộng đồng:* Cùng với xu hướng phát triển của thị trường chứng khoán, chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin’s Q của nhóm ngành tiện ích cộng động tăng nhanh từ 0,7 năm 2011 đến 1,19 năm 2017. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời cũng đạt mức ổn định và cao nhất so với các nhóm ngành khác trên TTCK Việt Nam, luôn đạt mức 14% đến 15% qua các năm. Trong khi đó cơ cấu vốn của các doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ lệ nợ phải trả và tăng dần tỷ lệ vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản năm 2011 ở mức 50% đã giảm xuống 46% trong năm 2017.

**Kết luận:**

Trên cơ sở phân tích thực trạng cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết dựa trên chỉ tiêu Tobin’s Q và ROE trung bình theo ngành, tác giả đưa ra một số kết luận sau:

- Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của phần lớn các doanh nghiệp có xu hướng giảm trong giai đoạn năm 2011- 2017, điển hình như các doanh nghiệp niêm yết ngành dịch vụ tiêu dùng, dược phẩm và y tế, nguyên vật liệu và tiện ích cộng đồng.

- Chỉ tiêu về giá trị thị trường Tobin’s Q có duy trì xu hướng tăng nhanh qua các năm, điển hình như các doanh nghiệp ngành dược phẩm và y tế, nguyên vật liệu, tiện ích cộng đồng.

- Chỉ tiêu về khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu sau biến động do ảnh hưởng của chính sách kinh tế vĩ mô trong năm 2011- 2012 đã ổn định hơn và có xu hướng tăng trong những năm còn lại.

## 3.3. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn tại một số doanh nghiệp điển hình

Luận án tiến hành phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn tại hai doanh nghiệp điển hình: Công ty cổ phần VICEM bao bì Hải Phòng (BXH) và Công ty cổ phần Tập đoàn Kido (KDC).

Khi xác định chi phí vốn bình quân tại doanh nghiệp, luận án không xem xét chi phí vốn từ nợ vay không phát sinh lãi, gồm các khoản phải trả người bán, thuế và các khoản phải nộp Nhà nước, phải trả phải nộp khác… do không có cơ sở để xác định chi phí đối với những khoản này. Luận án sử dụng dữ liệu về rủi ro quốc gia của nhà nghiên cứu Damodaran được cập nhật vào tháng 1 năm 2018.

### 3.3.1. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn bình quân cho CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng

Công ty cổ phần VICEM Bao bì Hải Phòng duy trì cơ cấu vốn khá ổn định qua các năm với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản luôn đạt mức 50-60% các năm từ 2011 đến 2017. Đây cũng là tỷ lệ nợ khá phổ biến của các doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên TTCK nói chung.

Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp năm 2017:”

WACC = RE (E/(D+E)) +RD (D/(D+E)) = 12,02%/năm

Nhằm đánh giá quyết định về cơ cấu vốn của CTCP Vicem Bao bì Hải Phòng, Luận án tiến hành xác định chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp khi tỷ lệ nợ vay thay đổi. Chi phí vốn bình quân trong trường hợp điều chỉnh giảm tỷ lệ nợ cho thấy giá trị nhỏ hơn chi phí vốn bình quân hiện tại của doanh nghiệp. Ngược lại, khi tặng tỷ lệ nợ cao hơn, chi phí vốn bình quân cao hơn chi phí vốn bình quân hiện tại. Kết quả này cho thấy đối với doanh nghiệp đang duy trì tỷ lệ nợ cao như CTCP VICEM Bao bì Hải Phòng thì việc điều chỉnh cơ cấu vốn theo hướng giảm tỷ lệ nợ vay sẽ góp phần giảm chi phí vốn và qua đó nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

### 3.3.2. Phân tích cơ cấu vốn và chi phí vốn bình quân cho CTCP Tập đoàn Kido

Công ty duy trì cơ cấu vốn ổn định trong giai đoạn nghiên cứu với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản ở mức 20%-30%. So với phần đông các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của CTCP Tập đoàn Kido ở mức thấp hơn mức trung bình.

Luận án xác định tính chi phí nợ vay và sử dụng vốn chủ sở hữu của CTCP Tập đoàn Kido cho năm 2017 như sau:

Chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp năm 2017:

WACC = RE (E/(D+E)) +RD (D/(D+E)) = 8,61%/năm

Trong trường hợp giả định khi tăng tỷ lệ nợ vay của Công ty cổ phần Tập đoàn Kido lên mức 50% và 100% vốn chủ sở hữu cho thấy chi phí vốn bình quân tăng lên tương ứng từ 8,68%/năm lên 8,90%/năm và 10,04%/năm. Khi tỷ lệ nợ vay điều chỉnh giảm thì chi phí vốn bình quân có giảm nhưng không đáng kể. Qua đó có thể thấy quyết định về cơ cấu vốn của doanh nghiệp hiện nay là khá hợp lý.

# CHƯƠNG 4: MÔ HÌNH VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## 4.1. Xây dựng mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

### 4.1.1. Mô hình nghiên cứu

Sau khi khảo sát cơ sở lý thuyết và những nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu và đo lường các biến liên quan như sau:

Mô hình hồi quy (1) kiểm định mối quan hệ tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh:

PERit = β0 + β1LEVit + β2Xit + εit (1)

Mô hình hồi quy (2) kiểm định mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh:

PERit = β0 + β1LEVit + β2LEV2it + β3Xit + εit (2)

Trong đó:

PERit là biến phụ thuộc được đo lường theo hai thước đo là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE và Tobin’s Q.

LEVit là biến giải thích về cơ cấu vốn của doanh nghiệp, được xác định bằng tỷ lệ tổng nợ phải trả trên tổng tài sản.

Xit là các biến kiểm soát

it = Biến quan sát của công ty i tại thời điểm t

i = 1, 2, 3, 4,… 446 và t = 1, 2, 3…7 (Năm 2011 đến năm 2017)

Dựa vào các mô hình nghiên cứu, tác giả sử dụng phần mềm Stata để chạy các mô hình hồi quy theo các phương pháp khác nhau gồm:

- Lựa chọn mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng.

- Áp dụng mô hình hồi quy hai giai đoạn.

- Áp dụng mô hình hồi quy phân vị.

### 4.1.2. Giả thuyết nghiên cứu

H1: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn năm 2011- 2017.

H2: Cơ cấu vốn có mối quan hệ phi tuyến hình chữ U ngược đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn năm 2011- 2017.

H3: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả kinh doanh tại các phân vị thấp hơn của hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh tại các phân vị cao hơn của hiệu quả kinh doanh.

H4: Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian khủng hoảng kinh tế tài chính và trong thời gian phục hồi sau khủng hoảng kinh tế tài chính là khác nhau.

## 4.2. Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam

*Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu*

Khi nghiên cứu mối quan hệ tuyến tính, kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định và mô hình hồi quy phân vị đều cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Đặc biệt, mô hình hồi quy phân vị cho thấy tác động ngược chiều của nợ vay đến hiệu quả kinh doanh có xu hướng tăng dần từ phân vị 0,1 đến 0,9 thể hiện qua hệ số hồi quy giảm dần từ -0,072 đến -0,159. Kết quả này cho thấy những doanh nghiệp có khả năng sinh lời tốt hơn thì quyết định tài trợ bằng nợ vay sẽ mang đến những ảnh hưởng tiêu cực lớn hơn so với các doanh nghiệp còn lại.

Trong các mô hình nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu đều cho thấy kết quả ủng hộ mối quan hệ này. Cụ thể, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ được cải thiện khi doanh nghiệp sử dụng nợ dưới mức tối ưu, tuy nhiên nếu tỷ lệ nợ trên tổng tài sản vượt ngưỡng tối ưu thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hệ số này. Điểm tối ưu của cơ cấu có thể được xác định trong khoảng từ 32% đến 37%.

Xét trong bối cảnh các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính trong giai đoạn 2008 – 2010, nghiên cứu không tìm thấy đươc bằng chứng chứng minh ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

*Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin’s Q của doanh nghiệp*

Mô hình hồi quy tác động cố định và mô hình hồi quy hai bước đều đưa ra kết luận có ý nghĩa thống kê về ảnh hưởng ngược chiều của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu Tobin’s Q đại diện cho cho giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi xem xét mô hình hồi quy phân vị, kết quả cho thấy ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin’s Q là khác nhau giữa các phân vị.”

Khi chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin’s Q của doanh nghiệp ở mức thấp, cơ cấu vốn thể hiện tác động tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp. Như vậy, đối với các doanh nghiệp có tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách thấp hơn các doanh nghiệp khác thì việc sử dụng nợ vay mang đến một tín hiệu tích cực đến các nhà đầu tư. Hệ số tương quan này giảm dần từ phân vị thấp nhất đến phân vị cao hơn của giá trị Tobin’s Q. Ngược lại, khi chỉ tiêu giá trị thị trường Tobin’s Q cao, việc sử dụng nợ vay nợ lại có xu hướng làm giảm giá trị thị trường của các doanh nghiệp này. Khi tìm hiểu về mối quan hệ phi tuyến tính giữa cơ cấu vốn và Tobin’s Q, luận án không chứng minh được mối quan hệ này bằng cả hai phương pháp hồi quy là hồi quy tác động cố định và hồi quy hai bước 2SLS.

Kết quả nghiên cứu trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến chỉ tiêu Tobin’s Q trong giai đoạn nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính. Trong mô hình hồi quy phân vị, cơ cấu vốn cũng thể hiện tác động tích cực đến chỉ tiêu Tobin’s Q ở nhiều phân vị hơn so với giai đoạn năm 2011- 2017.

*Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn*

Ngoài ra, khi thực hiện mô hình hồi quy hai bước, kết quả nghiên cứu đã cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trong doanh nghiệp gồm: quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước, khả năng thanh toán ngắn hạn, rủi ro hoạt động.

# CHƯƠNG 5: MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ ĐIỀU CHỈNH CƠ CẤU VỐN NHẰM NÂNG CAO HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## 5.1. Cơ sở đề xuất các khuyến nghị

### 5.1.1. Các kết luận rút ra qua nghiên cứu thực trạng

*\* Kết luận về thực trạng cơ cấu vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam*

Phần lớn các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản khá cao, dao động quanh mức tỷ lệ 50%.

Các doanh nghiệp mới chỉ sử dụng các nguồn tài trợ phổ biến như vay nợ ngân hàng và phát hành cổ phiếu.

Các nhân tố ảnh hưởng cùng chiều đến cơ cấu vốn trong doanh nghiệp gồm: quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước; trong khi các nhân tố gồm khả năng thanh toán ngắn hạn, rủi ro hoạt động có ảnh hưởng ngược chiều. Ngành công nghiệp có xu hướng sử dụng nợ vay cao hơn các ngành khác.

*\* Kết luận về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam*

Theo kết quả nghiên cứu thực nghiệm, tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết có thể được tối đa hóa khi doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản dao động quanh mức tối ưu là 32%-37%. So sánh với tỷ lệ nợ trung bình của toàn thị trường là 50,7% và tỷ lệ nợ theo số trung vị là 53,6%”cho thấy phần lớn các doanh nghiệp đang duy trì tỷ lệ nợ vượt ngưỡng tối ưu.

*5.1.1.3. Kết luận về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị thị trường của các công ty cổ phần niêm yết*

Các doanh nghiệp có hệ số giá thị trường Tobin’s Q càng cao thì lợi ích từ việc huy động nợ vay càng giảm.

### 5.1.2. Bối cảnh thị trường tài chính tại Việt Nam và định hướng phát triển trong những năm tới

*5.1.2.1. Bối cảnh thị trường tài chính tại Việt Nam*

Thị trường tiền tệ tại Việt Nam ngày càng phát triển và đi vào ổn định, vốn cung ứng từ các tổ chức tín dụng đã lan tỏa tới các thành phần kinh tế, hỗ trợ hiệu quả cho tăng trưởng kinh tế.

*5.1.2.2. Định hướng phát triển thị trường tài chính trong thời gian tới*

Một là, phát triển thị trường tiền tệ hiện đại, nâng cao năng lực tài chính của các ngân hàng thương mại.

Hai là, phát triển thị trường vốn trở thành kênh cung ứng vốn trung và dài hạn hiệu quả.

### 5.1.3. Bối cảnh hoạt động kinh doanh thương mại tại Việt Nam những năm tới

Hoạt động của ngành thương mại sẽ phải đối mặt với sức ép cạnh tranh gay gắt hơn, nhiều đối thủ hơn, trên bình diện sâu và rộng hơn.

Quá trình hội nhập quốc tế cũng thúc đẩy quy mô thị trường dịch vụ tài chính ngày càng mở rộng.

## 5.2. Khuyến nghị đối với công ty cổ phần niêm yết

### 5.2.1. Khuyến nghị chung đối với các công ty cổ phần niêm yết

- Việc hoạch định cơ cấu vốn phải dựa trên những phân tích đầy đủ về các nhân tố ảnh hưởng bên trong và bên ngoài doanh nghiệp.

- Hoạch định cơ cấu vốn cần cân đối lợi ích giữa các cổ đông và ban điều hành và chủ nợ.

- Hoạch định cơ cấu vốn cần cân đối giữa lợi nhuận và rủi ro.

- Hoạch định cơ cấu vốn cần dựa trên cơ sở phân tích số liệu.

### 5.2.2. Khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng sinh lời của các công ty cổ phần niêm yết

*5.2.2.1. Đề xuất về tập trung lĩnh vực hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp*

Về thứ tự ưu tiên, doanh nghiệp cần ưu tiên nguồn vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh chính, sau đó mới chuyển sang hoạt động đầu tư khác. Đối với hoạt động đầu tư ngoài hoạt động sản xuất kinh doanh chính doanh nghiệp cần tăng cường các biện pháp kiểm soát nhằm giảm thiểu rủi ro và tối đa hóa lợi ích gia tăng.

*5.2.2.2. Đề xuất về tăng cường khả năng thanh toán của doanh nghiệp*

Thứ nhất, doanh nghiệp có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng bằng cách nâng cao chất lượng sản phẩm, phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng.

Thứ hai, doanh nghiệp có thể rút ngắn thời gian luân chuyển hàng tồn kho bằng cách đổi mới công nghệ, rút ngắn thời gian sản xuất sản phẩm, đẩy nhanh quá trình tiêu thụ sản phẩm sau khi hoàn tất.

Thứ ba, để nâng cao khả năng thanh toán, doanh nghiệp không nên kéo dài thời gian trả tiền mua hàng.

Thứ tư, sử dụng các công cụ phái sinh tài chính. Đối với các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK, việc thực hiện phòng ngừa các rủi ro về tỷ giá hối đoái là cần thiết.

*5.2.2.3. Đề xuất về xây dựng chính sách cổ tức*

Vì phần lớn các doanh nghiệp cần đang duy trì tỷ lệ vay nợ cao hơn ngưỡng tối ưu nên doanh nghiệp có thể điểu chỉnh giảm tỷ lệ vay nợ thông qua giảm tỷ lệ chi trả cổ tức. Ngoài hình thức chi trả cổ tức truyền thống là bằng tiền, doanh nghiệp có thể chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc cổ tức bằng tài sản.

*5.2.2.4. Đề xuất về tái cấu trúc doanh nghiệp Nhà nước*

Việc thực hiện thoái vốn Nhà nước đối với các doanh nghiệp cần được thực hiện theo một lộ trình, được tiến hành từng bước để tránh gây ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp. Nhà nước hiện vẫn còn nắm tỷ lệ sở hữu chi phối tại nhiều doanh nghiệp Nhà nước không thuộc các ngành nhạy cảm như hàng tiêu dùng, công nghiệp… Do vậy, có thể giảm bớt sở hữu Nhà nước xuống dưới 50%, sau đó giảm tiếp và tiến tới rút hẳn khỏi những ngành này.

### 5.2.3. Khuyến nghị nhằm nâng cao giá trị thị trường của các công ty cổ phần niêm yết

Tác giả đề xuất một số khuyến nghị cho các doanh nghiệp niêm yết như bảng 5.1:”

Bảng 5.1: Tóm tắt các khuyến nghị dành cho các công ty niêm yết

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Chỉ tiêu | Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản thấp dưới ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu | Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao hơn ngưỡng cơ cấu vốn tối ưu |
| Giá trị thị trường (Tobin’s Q) cao | - Sử dụng nợ vay để tài trợ cho vốn lưu động và các khoản đầu tư quy mô nhỏ.  - Phát hành cổ phiếu tài trợ cho các khoản đầu tư lớn. Có thể sử dụng cổ phiếu ưu đãi. | - Thực hiện các biện pháp giảm nợ.  - Ưu tiên phát hành cổ phiếu. |
| Giá trị thị trường (Tobin’s Q) thấp | - Ưu tiên phát hành nợ vay | - Thực hiện các biện pháp giảm nợ.  - Có thể phát hành trái phiếu chuyển đổi |

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

### 5.2.4. Khuyến nghị xây dựng mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu thông qua xác định chi phí vốn bình quân

Bên cạnh việc xây dựng mô hình nghiên cứu thực nghiệm nhằm xác định cơ cấu vốn tối ưu, doanh nghiệp có thể xác định chi phí vốn bình quân hiện tại và chi phí vốn giả định cho các cơ cấu vốn khác nhau nhằm lựa chọn phương án phù hợp hơn.

### 5.2.5. Khuyến nghị nhằm đa dạng hóa nguồn vốn huy động

Bên cạnh hình thức đi vay ngân hàng, các công ty cổ phần có thể huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu.

“Ngoài trái phiếu thông thường, doanh nghiệp có thể lựa chọn hình thức phát hành trái phiếu chuyển đổi, là loại trái phiếu có khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông của công ty theo một tỷ lệ công bố trước và vào một khoảng thời gian xác định trước.

## 5.3. Khuyến nghị đối với Nhà nước

Một là, hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường tài chính.

Hai là, tiếp tục hoàn thiện và phát triển cấu trúc của thị trường chứng khoán.

Ba là, tiếp tục áp dụng các thông lệ quốc tế về công bố thông tin, các chuẩn mực kế toán quốc tế về lập và trình bày báo cáo tài chính.

Bốn là, thu hút đầu tư nước ngoài trên thị trường tài chính Việt Nam.

# KẾT LUẬN

Luận án “Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam” đã đưa ra một số kết quả sau:

1. Làm rõ cơ sở lý luận về cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp như các khái niệm, vai trò và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh.

2. Áp dụng được mô hình xác định chi phí vốn bình quân trong doanh nghiệp để phân tích, kiểm chứng kết quả nghiên cứu và đề xuất mô hình dự báo cơ cấu vốn tối ưu.

3. Kết quả phân tích hồi quy về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 -2017 cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng phi tuyến tính hình chữ U ngược đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Khi sử dụng chỉ tiêu Tobin’s Q để đại diện cho hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến chỉ tiêu giá thị trường Tobin’s Q là khác nhau theo các phân vị của Tobin’s Q. Luận án cũng chứng minh được ảnh hưởng khác biệt của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế và giai đoạn phục hồi phát triển sau khủng hoảng kinh tế.

4. Trên cơ sở phân tích thực trạng cơ cấu vốn tại các doanh nghiệp và kết quả phân tích hồi quy, Luận án đề xuất một số kiến nghị cụ thể đối với doanh nghiệp niêm yết và một số kiến nghị đối với Nhà nước.

Luận án vẫn còn tồn tại một số hạn chế như số lượng mẫu điều tra khảo sát đối với các nhà quản lý doanh nghiệp còn ít, chưa nghiên cứu được mô hình hồi quy theo các phân vị của biến cơ cấu vốn hay nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn cho từng ngành nghề kinh doanh khác nhau. Bên cạnh đó, do hạn chế về thông tin và số liệu nên việc đo lường hiệu quả kinh doanh mới chỉ dừng lại ở các chỉ tiêu đánh giá khả“năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và chỉ tiêu về giá trị thị trường (Tobin’s Q) và việc xây dựng mô hình hồi quy mới chỉ dừng lại ở các phương pháp hồi quy cho dữ liệu bảng, hồi quy phân vị và hồi quy hai bước với biến công cụ. Những hạn chế vừa nêu trên cũng là gợi ý cho các hướng nghiên cứu tiếp theo.

# DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CỦA ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Trần Thị Phương Thảo, 2019, *Đo lường và dự báo chi phí sử dụng vốn bình quân trong doanh nghiệp*, Tạp chí Kinh tế và dự báo số 24, trang 89-94.

2. Trần Thị Phương Thảo, 2019, *The impact of capital structure on firm value of Vietnamese listed companies – a quantile regression approach*, Tạp chí Journal of International Economics and Management, số 124.

3. Nguyễn Thúy Anh, Trần Thị Phương Thảo, 2019, *The impact of capital structure on firm performance of Vietnamese non-financial listed companies basing on agency cost theory*, VNU Journal of Science: Economics and Business, Số 35 (2); Tham gia Hội thảo quốc tế “Vietnam International Conference in Finance (VICIF-2018) và Hội thảo quốc tế “International Conference of the Business and Applied Sciences Academy of North America (BAASANA - 2018).

4. Đinh Văn Sơn, Trần Thị Phương Thảo, 2018*, Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Khoa học Thương mại số 114, trang 94-103.

5. Trần Thị Kim Anh, Trần Thị Phương Thảo, 2016, *Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trong lĩnh vực vận tải- kho bãi*, Tạp chí Kinh tế đối ngoại số 85, trang 2-14.