

# CẤU TRÚC VỐN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM VÀ TÁC ĐỘNG ĐIỀU TIẾT CỦA VỐN SỞ HỮU NHÀ NƯỚC

● TRẦN LÊ KHANG - NGUYỄN THANH TUYẾN - PHẠM THỊ ANH THƯ

## TÓM TẮT:

Nghiên cứu đánh giá tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, trong đó nhấn mạnh đến vai trò điều tiết của tỷ lệ sở hữu nhà nước. Dữ liệu được thu thập từ BCTC của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2019. Kết quả nghiên cứu tìm thấy rằng gia tăng nợ có tác động tiêu cực đến lợi nhuận doanh nghiệp. Ngoài ra, sở hữu nhà nước 35% - 50% làm giảm tác động xấu của nợ đến hiệu quả hoạt động.

**Từ khóa:** Cấu trúc vốn, sở hữu nhà nước, hiệu quả hoạt động, Việt Nam.

## 1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn đóng vai trò quan trọng trong doanh nghiệp. Các nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh tác động khác nhau của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả hoạt động (Nenu và cộng sự, 2018; Li và cộng sự, 2019). Tuy nhiên, cấu trúc sở hữu có mối liên hệ mật thiết với cấu trúc vốn. Aguilera và cộng sự (2020) thấy rằng doanh nghiệp nhà nước nhận được nhiều ưu đãi về tiếp cận vốn hơn doanh nghiệp tư nhân, vì nguồn quỹ của ngân hàng nhà nước dành cho doanh nghiệp nhà nước. Như vậy, sở hữu nhà nước sẽ đi kèm với đòn bẩy tài chính cao vì họ có khuynh hướng vay nợ nhiều hơn (Ma và cộng sự, 2020). Quan điểm đối lập cho rằng nợ kiềm hãm khả năng chi tiêu do chúng áp đặt những điều khoản nợ khắt khe lên doanh nghiệp, vì vậy nhà điều hành sẽ

tránh tài trợ nợ (Amin và cộng sự, 2019). Ngoài ra, để bảo vệ doanh thu thuế của chính phủ, doanh nghiệp nhà nước không có động thái sử dụng nợ dưới dạng lá chắn thuế (Nguyen và cộng sự, 2020). Chính sách cổ phần hóa tại Việt Nam đang có xu hướng chậm lại do các doanh nghiệp muốn duy trì sở hữu nhà nước để tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn. Dựa trên những bằng chứng này, nghiên cứu đề xuất đánh giá tác động của cấu trúc vốn và vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước đối với các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Bài nghiên cứu được cấu trúc thành 4 phần. Phần 2 đề cập đến dữ liệu và mô hình nghiên cứu. Phần 3 phân tích kết quả định lượng dựa trên mô hình và kỹ thuật ước lượng. Phần 4 tóm tắt lại nội dung bài viết và đưa ra một số gợi ý chính sách đối với doanh nghiệp và chính phủ.

## 2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng phương pháp định lượng thông qua thu thập số liệu, trình bày mô hình hồi quy, và sử dụng kỹ thuật ước lượng để đánh giá tác động của cấu trúc vốn cũng như sở hữu nhà nước đến hiệu quả hoạt động. Đầu tiên, số liệu được thu thập từ BCTC của 659 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) từ năm 2010 đến 2019. Tiếp đến, nghiên cứu sử dụng kỹ thuật bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled Ordinary Least Square - POLS) cho mô hình hồi quy sau.

$$FP_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SOE_{it} + \beta_3 LEV \times SOE + \beta_j X_{ijt} + \zeta_{it}$$

Trong đó,  $FP_{it}$  là hiệu quả hoạt động đo lường bằng ba biến đại diện EBIT, EBT, và EAT trên tổng tài sản;  $LEV_{it}$  là đòn bẩy tài chính đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản;  $SOE_{it}$  là biến giả đại diện cho sở hữu nhà nước tại ba mức độ nhỏ hơn 35%, 35% - 50%, và lớn hơn 50%;  $X_{ijt}$  là nhóm biến kiểm soát bao gồm tỷ lệ chi trả cổ tức, khả năng thanh khoản, rủi ro tài chính và cơ hội tăng trưởng;  $\zeta_{it}$  là sai số chuẩn của mô hình.

## 3. Kết quả

Bảng 1 trình bày kết quả ước lượng mô hình hồi quy cho các nhân tố giải thích cho hiệu quả hoạt động, trong đó nghiên cứu nhấn mạnh đến cấu trúc vốn và tỷ lệ sở hữu nhà nước. Tỷ lệ sở hữu nhà nước được phân thành ba mức sở hữu: (1) thấp hơn 35%, (2) 35% - 50%, và (3) lớn hơn 50%. Việc xác định các mốc tỷ lệ nhà dựa trên quy định của Luật Doanh nghiệp Việt Nam năm 2014. Theo quy định trong Luật, nhóm sở hữu nắm trên 35% cổ phần có thể can thiệp vào các quyết định tài chính quan trọng trong doanh nghiệp. Ngoài ra, khi tỷ lệ sở hữu lớn hơn 50% thì nhóm cổ đông có thể đưa ra các quyết định liên quan đến việc thay đổi ban giám đốc của doanh nghiệp. Vì vậy, nghiên cứu xem hai mốc 35% và 50% là hai mốc quan trọng để đánh giá mức độ can thiệp của chính phủ đối với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tương ứng với mỗi mức tỷ lệ sở hữu, nghiên cứu đánh giá tác động của cấu trúc vốn và sở hữu nhà nước

đến ba biến đại diện khác nhau cho hiệu quả hoạt động là lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT), lợi nhuận trước thuế (EBT) và lợi nhuận sau thuế (EAT). Cuối cùng, Bảng 1 được trình bày tương ứng thành 9 mô hình khác nhau.

Dựa trên bảng kết quả hồi quy theo kỹ thuật ước lượng đối với dữ liệu bảng, nghiên cứu rút ra được một số nhận định sau:

*Thứ nhất*, cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Doanh nghiệp vay nợ càng nhiều thì hiệu quả hoạt động doanh nghiệp càng kém. Kết quả này ủng hộ cho việc vay nợ khiến lợi nhuận doanh nghiệp suy giảm và đồng thời họ phải gánh chịu rủi ro kiệt quệ tài chính hay phá sản.

*Thứ hai*, hai mốc tỷ lệ sở hữu nhà nước thấp hơn 35% và 35% - 50% cho thấy tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động. Trong trường hợp này, sự tham gia của chính phủ đem lại lợi ích cho doanh nghiệp. Lợi ích này nằm ở việc doanh nghiệp có thể tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn với chi phí rẻ hơn (không bị giới hạn tài chính) để gia tăng hoạt động đầu tư. Ngoài ra, sự xuất hiện của chính phủ cũng giúp đa dạng cấu trúc sở hữu doanh nghiệp và gia tăng số lượng các bên giám sát đối với tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Ngược lại, tỷ lệ sở hữu nhà nước lớn hơn 50% lại khiến cho doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả vì chính phủ can thiệp quá nhiều vào hoạt động doanh nghiệp, hưởng doanh nghiệp theo mục tiêu chính trị - xã hội thay vì tối đa hóa lợi nhuận. Như vậy, nghiên cứu kết luận rằng tỷ lệ sở hữu nhà nước cao (lớn hơn 50%) không tốt cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

*Cuối cùng*, đối với biến tương tác, nghiên cứu quan sát thấy tỷ lệ sở hữu nhà nước thấp hơn 35% và cao hơn 50% làm trầm trọng thêm tác động xấu của nợ. Trường hợp thứ nhất do bởi tỷ lệ sở hữu nhà nước thấp khiến cho chính phủ không can thiệp vào quyết định của doanh nghiệp. Trong khi đó, trường hợp thứ hai là do bởi chính phủ can thiệp vào quá nhiều (đem lại sự ưu đãi về vay nợ và bảo hộ) khiến cho doanh nghiệp không e sợ rủi ro khi vay nợ quá mức. Tuy nhiên, nghiên cứu

Bảng 1. Kết quả ước lượng cho mô hình hồi quy

Hiệu quả hoạt động	SOE < 35%			35% < SOE < 50%			SOE > 50%		
	EBIT	EBT	EAT	EBIT	EBT	EAT	EBIT	EBT	EAT
Cấu trúc vốn	-0.152*** (0.00601)	-0.199*** (0.00602)	-0.166*** (0.00515)	-0.150*** (0.00599)	-0.196*** (0.00600)	-0.164*** (0.00514)	-0.150*** (0.00598)	-0.196*** (0.00600)	-0.164*** (0.00513)
SOE	0.00668** (0.00316)	0.00787** (0.00317)	0.00690** (0.00271)	0.00696* (0.00406)	0.00770* (0.00407)	0.00640* (0.00348)	-0.0087*** (0.00271)	-0.0098*** (0.00272)	-0.0084*** (0.00232)
SOE CTV	-0.0179 (0.0142)	-0.0217 (0.0143)	-0.0246** (0.0122)	0.0618*** (0.0190)	0.0590*** (0.0191)	0.0501*** (0.0163)	-0.0406*** (0.0123)	-0.0421*** (0.0123)	-0.0399*** (0.0105)
Cổ tức	9.19e-05 (6.82e-05)	0.000100 (6.84e-05)	8.17e-05 (5.85e-05)	9.17e-05 (6.82e-05)	9.93e-05 (6.83e-05)	8.06e-05 (5.85e-05)	9.41e-05 (6.81e-05)	0.000102 (6.82e-05)	8.34e-05 (5.84e-05)
Thanh khoản	0.0320*** (0.00579)	0.0482*** (0.00580)	0.0343*** (0.00496)	0.0311*** (0.00576)	0.0471*** (0.00577)	0.0335*** (0.00494)	0.0314*** (0.00575)	0.0475*** (0.00577)	0.0338*** (0.00493)
Rủi ro	0.393*** (0.0348)	0.365*** (0.0349)	0.290*** (0.0298)	0.395*** (0.0348)	0.367*** (0.0349)	0.292*** (0.0298)	0.396*** (0.0348)	0.369*** (0.0348)	0.294*** (0.0298)
Tăng trưởng	-1.10e-05 (6.17e-05)	9.42e-06 (6.18e-05)	-3.72e-06 (5.28e-05)	-1.15e-05 (6.16e-05)	8.67e-06 (6.17e-05)	-4.50e-06 (5.28e-05)	-8.70e-06 (6.15e-05)	1.19e-05 (6.17e-05)	-1.63e-06 (5.27e-05)
Hệ số chặn	0.155*** (0.00493)	0.151*** (0.00494)	0.129*** (0.00423)	0.155*** (0.00490)	0.151*** (0.00492)	0.129*** (0.00421)	0.162*** (0.00513)	0.158*** (0.00514)	0.135*** (0.00440)

Hiệu quả hoạt động	SOE < 35%			35% < SOE < 50%			SOE > 50%		
	EBIT	EBT	EAT	EBIT	EBT	EAT	EBIT	EBT	EAT
Số quan sát	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896
R <sup>2</sup>	0.203	0.278	0.266	0.205	0.279	0.266	0.206	0.281	0.269
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	0.202	0.277	0.264	0.203	0.278	0.265	0.205	0.280	0.267
Thông kê F	141.5	213.8	200.9	142.9	214.8	201.4	144.2	217.0	204.2
p-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Sai số chuẩn trong ngoặc đơn: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu nhà nước 35% - 50% là tỷ lệ tối ưu khi giúp nâng cao hiệu quả hoạt động và hạn chế tác động xấu của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả hoạt động. Tại mức sở hữu này, chính phủ có thể can thiệp vào quyết định tài chính với vai trò giám sát nhưng không chi phối luôn hoạt động của doanh nghiệp.

#### 4. Kết luận

Trong nghiên cứu này, tác giả xem xét tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động và đồng thời đánh giá vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước. Bài viết sử dụng phương pháp định lượng: thu thập số liệu 659 các doanh nghiệp niêm yết trên Sở chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn 2010 - 2019 và mô hình hồi quy với kỹ thuật ước lượng POLS cho dữ liệu bảng. Kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động âm của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động và rằng tỷ lệ sở hữu nhà nước phù hợp (35% - 50%) vừa giúp nâng cao hiệu quả hoạt động vừa giảm thiểu tác động xấu của cấu trúc vốn. Dựa trên kết quả tìm được, nghiên cứu cho rằng doanh nghiệp nên thận trọng với việc vay nợ, vì nợ vay cao dễ dẫn đến tình trạng kiệt quệ tài chính hay phá sản. Ngoài ra, việc hạn chế vai trò của Nhà nước trong cấu trúc sở hữu là cần thiết, nhưng chỉ nên giảm đến mức phù hợp, không nên loại bỏ hoàn toàn, vì sự tham gia của Nhà nước sẽ giúp đa dạng hóa cấu trúc sở hữu và nâng cao khả năng giám sát đối với hành vi quản trị của nhà điều hành, đồng thời sự tham gia của Nhà nước cũng đem lại một số ưu đãi về huy động vốn và bảo hộ đối với doanh nghiệp ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Aguilera, R., Duran, P., Heugens, P. P. M. A. R., Sauerwald, S., Turtorea, R., & VanEssen, M. (2020). State ownership, political ideology, and firm performance around the world. *Journal of World Business*, 56(1), 101-113.
2. Amin, M. Y., Besim, M., & Haq, Z. U. (2019). Does state ownership really matter for capital structure in selected G-20 economies?. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 32(1), 3150-3167.

3. Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs. *Managerial Finance*, 45(5), 582-601.
4. Ma, L., Xu, F., Najaf, I., & Taslima, A. (2020). How Does Increased Private Ownership Affect Financial Leverage, Asset Quality and Profitability of Chinese SOEs?. *Chinese Political Science Review*, (2020), 1-34.
5. Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ş. C. (2018). The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence for the Bucharest Stock Exchange listed companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 41.
6. Nguyen, T., Bai, M., Hou, G., & Vu, M. C. (2020). State ownership and adjustment speed toward target leverage: Evidence from a transitional economy. *Research in International Business and Finance*, 53(C), 101-226.

**Ngày nhận bài: 8/11/2020**

**Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 18/11/2020**

**Ngày chấp nhận đăng bài: 28/11/2020**

*Thông tin tác giả:*

**1. ThS. TRẦN LÊ KHANG**

**2. NGND. GS.TS. NGUYỄN THANH TUYỀN**

**3. ThS. PHẠM THỊ ANH THƯ**

**Trường Đại học Kinh tế - Tài chính Thành phố Hồ Chí Minh**

**THE CAPITAL STRUCTURE AND THE FIRM PERFORMANCE  
OF LISTED COMPANIES ON VIETNAM'S STOCK MARKET  
AND THE IMPACT OF THE STATE OWNERSHIP  
ON THE FIRM PERFORMANCE**

● Master, **TRAN LE KHANG**

● People's Teacher, Prof.Ph.D **NGUYEN THANH TUYEN**

● Master, **PHAM THI ANH THU**

University of Economics & Finance

**ABSTRACT:**

This research examines how the capital structure impact the firm performance, in which it emphasizes the impact of the state ownership on the capital structure - firm performance relationship. This research's data sets were collected from financial statements of all non-financial companies listed on Vietnam's stock market from 2010 to 2019. The research's results indicate that if the debt ratio increases, the firm performance will be lower. Furthermore, the findings show that the state ownership rate of 35% to 50% can mitigate the bad effect of the debt on the firm performance.

**Keywords:** Capital structure, state ownership, firm performance, Vietnam.