Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

BÙI VĂN THỤY*

Tóm tắt

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp (DN) niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các biến: Kết cấu tài sản (TANG); Quy mô (SIZE); Tốc độ tăng trưởng (GROW); Tính sở hữu DN (STATE) có tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn của các DN; còn biến Lợi nhuận (ROA) có tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của các DN; đồng thời chỉ ra biến Tính thanh khoản (LIQ) tác động đến cấu trúc vốn của các DN là chưa đủ căn cứ để kết luận.

Từ khóa: *cấu trúc vốn, doanh nghiệp niêm yết, thị trường chứng khoán*

Summary

This study is to discover determinants of capital structure of companies listed in Ho Chi Minh City Stock Exchange. The results show that profit (ROA) has negative movements with capital structure of these companies, whereas Tangibility (TANG), size (SIZE), Growth (GROW), State-ownership (STATE) have positive impacts on their capital structure. Also, there is no evidence of the impact of Liquidity (LIQ) on capital structure.

Keywords: *capital structure, listed companies, stock market*

GIỚI THIỆU

Cơ cấu vốn là chủ đề quan trọng trong lý thuyết tài chính DN. Lý thuyết hiện đại về cơ cấu vốn lần đầu tiên được đưa ra bởi Modigliani và Miller (1958). Kể từ đó, các lý thuyết đã được phát triển để giải thích sự khác biệt trong lựa chọn cơ cấu vốn của DN. Có hai mô hình lý thuyết tiêu biểu là: Lý thuyết đánh đổi và Lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ của DN. Nghiên cứu này xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh giai đoạn 2013-2019. Bài viết cố gắng trả lời cho câu hỏi: các nhân tố nào ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng như thế nào đến cấu trúc vốn của các DN niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh dựa trên cơ sở những nghiên cứu trước đây cả về lý luận, cũng như thực tiễn.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn

Kể từ khi lý thuyết cấu trúc vốn của Moligliani và Miller (M&M) đưa ra vào năm 1958, có rất nhiều định nghĩa về cấu trúc vốn được đưa ra. Với hai trường hợp được nghiên cứu là DN hoạt động trong môi trường không thuế và trong môi trường có thuế, M&M đã đưa ra các kết luận quan trọng về cấu trúc vốn của DN. Trong điều kiện thị trường hoàn hảo (không có chi phí kiệt quệ tài chính, không có chi phí giao dịch) giá trị công ty không vay nợ và có vay nợ là như nhau, với trường hợp không đánh thuế. Còn trong trường hợp có thuế, thì giá trị công ty có vay nợ cao hơn giá trị công ty không vay nợ.

Lý thuyết đánh đổi

Là người phát triển lý thuyết đánh đổi, Alan Kraus và Litzenberger (1973) cho rằng, nhà quản trị DN có thể xác định được cấu trúc vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị công ty dựa trên sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ. Lợi ích từ nợ là lợi ích từ lá chắn thuế nhờ lãi vay. Còn chi phí tiềm tàng từ việc sử dụng nợ là chi phí kiệt quệ tài chính.

Lý thuyết đánh đổi đã giải thích được mặt hạn chế của lý thuyết M&M về chi

* Trường Đại học Lạc Hồng

Ngày nhận bài: 24/04/2020; Ngày phản biện: 12/05/2020; Ngày duyệt đăng: 25/05/2020

phí kiệt quệ tài chính của DN vay nợ. Ngoài ra, lý thuyết này cũng cho thấy được sự khác biệt trong cấu trúc vốn của DN có mức sử dụng tài sản cố định hữu hình khác nhau.

Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển bởi Stewart Myers và Nicolas Majluf (1984) đã lý giải các quyết định đầu tư và tài trợ của DN dựa trên cơ sở thông tin bất cân xứng. Bởi vì, các nhà quản trị hiểu rõ hơn các nhà đầu tư bên ngoài về tình hình kinh doanh của DN, cũng như khả năng sinh lợi các dự án trong tương lai. Do đó, nếu các dự án có triển vọng, đem lại lợi nhuận cao, thì cách tài trợ tốt nhất là dùng nguồn sẵn có từ lợi nhuận giữ lại. Trong trường hợp nguồn này không đủ, thì nguồn vốn vay với lãi suất cố định thường thấp hơn tỷ suất sinh lời của dự án sẽ được lựa chọn để không phải chia sẻ lợi nhuận với các cổ đông mới.

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, không có một hỗn hợp nợ và vốn cổ phần mục tiêu nào được xác định rõ. Stewart Myers và Nicolas Majluf (1984) cho rằng, khó có thể xác định được một cấu trúc vốn tối ưu, bởi vì vốn chủ sở hữu lần lượt được xếp ở vị trí đầu tiên (lợi nhuận giữ lại) và cuối cùng (phát hành cổ phần mới) trong trật tự phân hạng.

Ngoài những lý thuyết nêu trên, các nghiên cứu thực nghiệm trước đây cũng đã đưa ra bằng chứng về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN. Dzung Nguyen và cộng sự (2012) đã đưa ra bằng chứng, các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN, bao gồm: Lợi nhuận (PROF); Cơ cấu tài sản (TANG); Quy mô (SIZE); Tốc độ tăng trưởng (GROW), Tính thanh khoản (LIQ); Hình thức sở hữu (STATE).

Nghiên cứu của Aurangzeb và Anwar ul Haq (2012) cho thấy, các nhân tố: Quy mô (FS); Tài sản hữu hình (TA); Lợi nhuận (PFT) tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn của các DN; nhân tố Tốc độ tăng trưởng của DN (SG) có tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của các DN ngành dệt may tại Pakistan.

Nghiên cứu của Abdul Ghafoor Awan và Muhammad Sajid Amin (2014) đã tìm ra mối quan hệ thuận chiều giữa Lợi thế thương mại ròng (NCTP); Tính thanh khoản (Liqudty); Lá chắn thuế (NtaxS); Tài sản hữu hình (Tangbty); Cấu trúc vốn của các DN. Bên cạnh đó, nhân tố Lợi nhuận trước thuế (Profit); Quy mô (Size); Rủi ro kinh doanh (Risks) có mối quan hệ nghịch chiều đến Cấu trúc vốn của các DN ngành dệt may tại Pakistan.

Nghiên cứu của Igbinosa Sunday Osaretin và Chijuka Ify Michael (2014) cho thấy, cấu trúc vốn của các DN ở Nigeria chịu ảnh hưởng ngược chiều từ Lợi nhuận (ROA) và ảnh hưởng cùng chiều từ Quy mô DN (SIZE).

Mô hình nghiên cứu

Thông qua việc phân tích tổng hợp các nghiên cứu trong và ngoài nước, tác giả đã tổng quan các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn, trên cơ sở đó để xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 TANG + \beta_3 SIZE + \beta_4 GROW + \beta_5 LIQ + \beta_6 STATE \quad (*)$$

Trong đó:

β_0: Hệ số tự do

β_i: Hệ số hồi quy theo các biến (i=1,...,6)

LEV: Tỷ lệ nợ (Cấu trúc vốn) được thể hiện qua 3 đại diện: TLEV (Tổng nợ/Tổng tài sản); SLEV (Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản); LLEV (Nợ dài hạn/Tổng tài sản);

ROA: Lợi nhuận DN (Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản);

TANG: Cấu trúc tài sản (Tài sản cố định hữu hình/ Tổng tài sản);

SIZE: Quy mô DN (Logarith/Tổng tài sản);

GROW: Tốc độ tăng trưởng DN (Tốc độ tăng tổng tài sản);

LIQ: Thanh khoản của DN (Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn).

STATE: Loại hình DN (STATE bằng 1 nếu là DN nhà nước, bằng 0 nếu DN khác).

Mô hình (*) sẽ được biểu diễn lại thành 3 mô hình tương ứng với các đại diện của LEV: Mô hình (1) ứng với TLEV; Mô hình (2) ứng với SLEV; Mô hình (3) ứng với LLEV.

Các biến trong mô hình được kế thừa nghiên cứu của Dzung Nguyen và cộng sự (2012), theo đó Biến đại diện cấu trúc vốn được đại diện bởi: Tổng nợ/Tổng tài sản (TLEV); Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản (SLEV); Nợ dài hạn/Tổng tài sản (LLEV). Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn DN bao gồm:

(i) Lợi nhuận (ROA): Theo Dzung Nguyen và cộng sự (2012), Igbinosa Sunday Osaretin và Chijuka Ify Michael (2014), Wanrapee Banchuenvijit (2009), lợi nhuận được đại diện bởi ROA và có tác động ngược chiều lên cấu trúc vốn.

(ii) Cấu trúc tài sản (TANG): Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn của DN phụ thuộc vào cấu trúc tài sản cố định của DN. Bên cạnh đó, Jean. J. Chen (2004), Dzung Nguyen và cộng sự (2012), Wanrapee Banchuenvijit (2009) đã đưa ra bằng chứng thể hiện cấu trúc tài sản cố định tác động lên cấu trúc vốn DN.

(iii) Quy mô DN (SIZE): Theo nghiên cứu của Dzung Nguyen và cộng sự (2012), Aurangzeb và Anwar ul Haq (2012), Igbinosa Sunday Osaretin và Chijuka Ify Michael (2014) quy mô DN tác động cùng chiều lên cấu trúc vốn, nghĩa là DN có quy mô càng lớn càng sử dụng nhiều nợ hơn các DN khác.

BẢNG 1: KẾT QUẢ HỒI QUY CÁC MÔ HÌNH

Mô hình		Pooled		FEM		REM	
	Variable	Coeff	Prob.	Coeff	Prob.	Coeff	Prob.
TLEV	C	-0.015374	0.7999	-0.019131	0.7535	-0.015374	0.8002
	ROA	-0.905454	0.0000	-0.919276	0.0000	-0.905454	0.0000
	TANG	0.020253	0.5864	0.016288	0.6634	0.020253	0.5870
	SIZE	0.091314	0.0000	0.093051	0.0000	0.091314	0.0000
	GROW	0.018627	0.2204	0.014867	0.3411	0.018627	0.2211
	LIQ	-0.006337	0.0000	-0.006323	0.0000	-0.006337	0.0000
	STATE	0.031422	0.0372	0.031366	0.0378	0.031422	0.0375
SLEV	C	0.259690	0.0000	0.256474	0.0000	0.259690	0.0000
	ROA	-0.709101	0.0000	-0.716837	0.0000	-0.709101	0.0000
	TANG	-0.197441	0.0000	-0.200518	0.0000	-0.197441	0.0000
	SIZE	0.044908	0.0000	0.046133	0.0000	0.044908	0.0000
	GROW	-0.003442	0.8185	-0.005628	0.7152	-0.003442	0.8189
	LIQ	-0.006163	0.0000	-0.006165	0.0000	-0.006163	0.0000
	STATE	-0.046364	0.0019	-0.046401	0.0019	-0.046364	0.0019
LLEV	C	-0.275064	0.0000	-0.275605	0.0000	-0.275064	0.0000
	ROA	-0.196353	0.0000	-0.202439	0.0000	-0.196353	0.0000
	TANG	0.217695	0.0000	0.216806	0.0000	0.217695	0.0000
	SIZE	0.046406	0.0000	0.046918	0.0000	0.046406	0.0000
	GROW	0.022068	0.0011	0.020494	0.0033	0.022068	0.0012
	LIQ	-0.000174	0.5811	-0.000158	0.6179	-0.000174	0.5813
	STATE	0.077785	0.0000	0.077766	0.0000	0.077785	0.0000

Nguồn: Phân tích dữ liệu của tác giả

(iv) Tốc độ tăng trưởng của DN (GROW): Theo nghiên cứu Jean. J. Chen (2003), Dzung Nguyen và cộng sự (2012) đã chỉ ra tốc độ tăng trưởng của DN có tác động đến cấu trúc vốn của các DN.

(v) Thanh khoản của DN (LIQ): Abdul Ghafoor Awan và Muhammad Sajid Amin (2014), Dzung Nguyen và cộng sự (2012) đã chỉ ra sự tồn tại mối quan hệ giữa thanh khoản và cấu trúc vốn của DN.

(vi) Loại hình DN (STATE): Dzung Nguyen và cộng sự (2012) đã chỉ ra có tồn tại mối quan hệ giữa loại hình DN (tính sở hữu) và cấu trúc vốn của DN.

Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng cả 2 phương pháp định tính và định lượng. Nghiên cứu định tính được thực hiện dựa trên các lý thuyết và các nghiên cứu liên quan để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN. Nghiên cứu định lượng được sử dụng là phương pháp hồi quy theo: mô hình hồi quy gộp OLS (Pooled), mô hình hồi quy tác động cố định (FEM), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp với dữ liệu, với phần mềm hỗ trợ Eviews 8.0.

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính năm của các DN niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2010-2016, gồm 143 DN với 9 ngành, nghề khác nhau (*Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế*).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kết quả hồi quy

Kết quả mô hình hồi quy của các mô mình trong nghiên cứu được thể hiện qua Bảng 1.

Để lựa chọn phương pháp phù hợp, tác giả sẽ thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình hồi quy giữa FEM và REM (Bảng 2).

Kết quả ở Bảng 2 cho thấy, cả 3 mô hình có P-value (Prob.) lớn hơn so với mức ý nghĩ α (5%). Do đó, nghiên cứu này lựa chọn sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) - là phù hợp nhất. Vậy, mô hình hồi quy theo REM sẽ được phân tích tiếp theo, như sau:

- Cấu trúc vốn DN thể hiện qua tỷ số TLEV, thì ROA, LIQ tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê. SIZE, STATE tác động cùng chiều tới cấu trúc vốn của các DN và có ý nghĩa thống kê, còn TANG, STATE tác động không có ý nghĩa thống kê.

- Cấu trúc vốn thể hiện qua tỷ số SLEV thì SIZE có tác động cùng chiều lên cấu trúc vốn DN. ROA, TANG, LIQ, STATE có tác động ngược chiều tới cấu trúc vốn

DN và có ý nghĩa thống kê, còn GROW tác động không có ý nghĩa thống kê.

- Cấu trúc vốn thể hiện qua tỷ số LLEV, thì ROA tác động ngược chiều tới cấu trúc vốn DN. Nhân tố TANG, SIZE, GROW, STATE có tác động cùng chiều lên cấu trúc vốn và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa là 1%. Còn, nhân tố LIQ tác động có ý nghĩa thống kê.

Kết quả kiểm định các mô hình

Kết quả kiểm định các mô hình nghiên cứu được thể hiện qua Bảng 3.

Chỉ số Durbin-Watson ở Bảng 3 cho thấy, không có hiện tượng tự tương quan trong mô hình. Giá trị F trong mô hình với mức ý nghĩa Prob.(F-statistic) = 0.0000 cho thấy, mô hình hồi quy đã xây dựng được là hoàn toàn phù hợp với tổng thể nghiên cứu.

BẢNG 2: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH HAUSMAN CHO CÁC MÔ HÌNH

Mô hình	Chi-sq. statistic	Chi-Sq. df.	Prob.
TLEV	2.908418	6	0.8203
SLEV	1 337507	6	0.9695
LLEV	0 000000	6	1.0000

BẢNG 3: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH CỦA CÁC MÔ HÌNH

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3
Durbin-Watson	1.740466	1.758122	1.674867
R-squared	0.269957	0.215757	0.361922
Adj R-squared	0.265551	0.211023	0.358071
F-statistic	61.26076	45.57738	93.96729
Prob(F-statistic)	0.000000	0 000000	0.000000

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu của tác giả

KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu cho thấy, Lợi nhuận (ROA) có tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn đại diện bởi tổng nợ trên tổng tài sản, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản. Các nhân tố: Kết cấu tài sản (TANG); Quy mô (SIZE); Tốc độ tăng trưởng (GROW); Tính sở hữu DN (STATE) có tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn của các DN. Kết quả nghiên cứu chưa đưa ra bằng chứng thể hiện sự ảnh hưởng của tính thanh khoản (LIQ) đến cấu trúc vốn của DN niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Các kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu trước đây, như: Dzung Nguyen và cộng sự (2012), Aurangzeb và Anwar ul Haq (2012), Igbinosa Sunday Osaretin và Chijuka Ify Michael (2014)...

Mặc dù đạt được một số kết quả nhất định, nhưng nghiên cứu vẫn bị hạn chế (mẫu nghiên cứu còn ít). Ngoài ra, các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của DN, như: Hành vi của nhà quản trị; Rủi ro; Các chính sách, giai đoạn phát triển của DN... vẫn chưa được xem xét nghiên cứu. Đây cũng là gợi ý cho các nghiên cứu tiếp theo trong thời gian tới.❑

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Abdul Ghafoor Awan & Muhammad Sajid Amin (2014). Determinants of Capital Structure, *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(9), 22-41

2. Alan Kraus and Robert H Litzenberger (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, 28(4), 911-22

3. Aurangzeb & Anwar ul Haq (2012). Determinants of Capital Structure: A case from Textile Industry of Pakistan, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(4), 2222-6990

4. Chen, J.(2004). Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies, *Journal of Business Research*, 57, 1341-1351

5. Dzung Nguyen, Ivan Diaz-Rainey, Andros Gregoriou (2012). *Financial Development and the Determinants of Capital Structure in Vietnam*, social science research network SSRN-id2014834

6. Igbinosa Sunday Osaretin & Chijuka Ify Michael (2014). The Determinants of Capital structure of listed firms in Nigeria, *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(10), 96-111

7. Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48, 261-297

8. Stewart Myers and Nicolas Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221

9. Wanrapee Banchuenvijit (2009). *Capital Structure Determinants of Thai Listed Companies*, University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand