

# Tác động cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của các công ty bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

PHAN MINH TRÍ<sup>\*</sup>

## Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp (DN) của 28 công ty trong ngành bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2012-2018. Kết quả nghiên cứu cho thấy, Cấu trúc vốn (DA): Quy mô DN (SIZE); Tuổi đời DN (AGE); Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA); Vòng quay tài sản (AT) có tác động tích cực đến giá trị DN (Tobin's Q), nhưng tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRTH) lại cho kết quả ngược lại. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, chưa có đủ bằng chứng khoa học về sự tác động của Tỷ số thanh toán ngắn hạn (CR) và Tỷ trọng tài sản cố định (TANG) đến giá trị DN.

**Từ khóa:** cấu trúc vốn, giá trị DN, bất động sản, HOSE, TP. Hồ Chí Minh

## Summary

This article is to study the effects of capital structure on firm value of 28 real estate companies listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) over the period 2012-2018. The outcome indicates that Capital structure (DA), Firm size (SIZE), Business age (AGE), Return on asset (ROA) and Asset turnover (AT) have positive impacts on firm value (Tobin's Q) while Revenue growth (GRTH) creates negative influence. In addition, there is no evidence of the impact of Current ratio (CR) and proportion of Fixed assets (TANG) on firm value.

**Keywords:** capital structure, firm value, real estate, HOSE, Ho Chi Minh City

## GIỚI THIỆU

Những năm gần đây, nền kinh tế Việt Nam đã phục hồi và tăng trưởng trở lại. Gắn liền với sự tăng trưởng đó, nhu cầu về nhà ở của người dân cũng ngày càng tăng cao. Tuy nhiên, làm thế nào để các DN bất động sản đáp ứng được nhu cầu này, cũng như cải thiện tình hình hoạt động sản xuất, kinh doanh. Cùng với đó, thì họ cần phải đáp ứng yêu cầu tối thượng của nhà đầu tư, đó là nâng cao giá trị DN trong điều kiện ngành này thường sử dụng cấu trúc vốn thiên về nợ. Vậy các DN trong ngành bất động sản hiện nay cấu trúc vốn như thế nào? Nó giúp cải thiện giá trị DN hay không? Chính vì vậy, việc thực hiện nghiên cứu tác động cấu trúc vốn đến giá trị DN của các công ty ngành bất động sản niêm yết trên HOSE là cần thiết.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### Cơ sở lý thuyết

Cấu trúc vốn. Theo Damodaran (2006), cấu trúc vốn là sự pha trộn của nợ và vốn chủ sở hữu được sử dụng để tài trợ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh. Tương tự, nghiên cứu của Ahmad và cộng sự (2012) cho rằng, cấu trúc vốn là quan hệ tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của DN để tài trợ cho các hoạt động sản xuất, kinh doanh. Như vậy, có thể thấy, cấu trúc vốn là tỷ trọng của nợ và vốn chủ sở hữu so với nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh của DN.

<sup>\*</sup> ThS., Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng

Ngày nhận bài: 23/04/2020; Ngày phản biện: 20/05/2020; Ngày duyệt đăng: 25/05/2020

**Giá trị DN.** Giá trị DN được xem như một thước đo kinh tế phản ánh giá trị thị trường của một DN, nó phản ánh lợi ích mang lại cho nhà đầu tư ở hiện tại và trong tương lai. Để xác định giá trị của DN, các nhà kinh tế sử dụng khá nhiều chỉ tiêu khác nhau, như: theo quan điểm dựa trên định giá tuyệt đối, họ dùng phương pháp dòng tiền chiết khấu hay phương pháp tài sản..., nhưng theo quan điểm dựa trên định giá tương đối, họ sử dụng một số chỉ tiêu, như: EPS, P/E, chỉ số Tobin's Q... Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng chỉ số Tobin's Q đại diện cho giá trị DN, do một số lý do chính, như: (1) Chỉ tiêu này phản ánh được giá trị thị trường; (2) Được nhiều nghiên cứu trên thế giới của nhiều tác giả gần đây sử dụng, như: Drăniceanu và cộng sự (2013); Vy và Nam (2013)...

**Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị DN**

Nghiên cứu của Myers (1977) cho rằng, các DN sẽ cố gắng tìm kiếm sự cân bằng lợi ích từ là chủ thuế và chi phí kiệt kiệt tài chính, từ đó họ sẽ tạo ra một cấu trúc vốn "tối ưu" để có thể làm tối đa hóa giá trị DN. Ngoài ra, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị của DN, nhưng chỉ đến một giới hạn nhất định.

Một số nhà nghiên cứu thực nghiệm về sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị DN, tiêu biểu như: Antwi và cộng sự (2012); Sudiyatno và cộng sự (2012)... cho rằng, cấu trúc vốn tác động tích cực đến giá trị DN. Song, một số nghiên cứu khác, tiêu biểu như: Carpentier (2006); Asiri và cộng sự (2014)... lại cho kết quả ngược lại. Bên cạnh đó, các nghiên cứu thực nghiệm này cũng cung cấp thêm thông tin rằng, có các yếu tố khác, ngoài cấu trúc vốn cũng tác động đến giá trị DN.

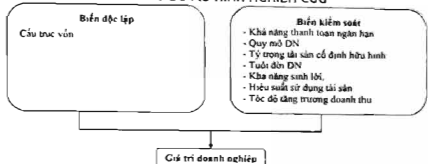
**Mô hình nghiên cứu**

Dựa trên một số nghiên cứu của Drăniceanu và cộng sự (2013), Farooq và cộng sự (2016), tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị DN của 28 công ty cổ phần trong ngành bất động sản niêm yết trên HOSE giai đoạn 2012-2018 như Hình.

Mô hình cấu trúc vốn tác động đến giá trị DN với biến phụ thuộc Tobin's Q, biến độc lập DA và các biến kiểm soát: CR, SIZE, TANG, AGE, ROA, AT và GRTH, như sau:

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AT_{it} + \beta_8 GRTH_{it} + u_{it}$$

**HÌNH: SƠ ĐỒ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU**



Nguồn: Tác giả đề xuất

**BẢNG 1: ĐỊNH NGHĨA VÀ MÔ TẢ CÁC BIẾN**

Loại biến	Tên biến	Kí hiệu	Mô tả
Phụ thuộc	Giá trị DN	Tobin's Q	Tobin's Q = (Giá trị sổ sách của nợ + giá trị vốn hóa của cổ phiếu thường) / Giá trị sổ sách của tổng tài sản
Độc lập	Cấu trúc vốn	DA	Tỷ số nợ = Tổng nợ theo giá trị sổ sách / tổng tài sản
Kiểm soát	Khả năng thanh toán ngắn hạn	CR	Tỷ số thanh toán ngắn hạn = Tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn
Kiểm soát	Quy mô DN	SIZE	Logarit cơ số 10 của tài sản
Kiểm soát	Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình	TANG	Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình = Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản
Kiểm soát	Tuổi đời DN	AGE	Tuổi đời DN = Năm <sub>t</sub> - năm <sub>0</sub> thành lập
Kiểm soát	Khả năng sinh lời	ROA	Tỷ suất sinh lời trên tài sản = Lợi nhuận sau thuế/tài sản bình quân
Kiểm soát	Hiệu suất sử dụng tài sản	AT	Vòng quay tài sản = Doanh thu thuần / tổng tài sản bình quân
Kiểm soát	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	GRTH	Tốc độ tăng trưởng doanh thu = (Doanh thu thuần năm <sub>t</sub> - doanh thu thuần năm <sub>t-1</sub> ) / doanh thu thuần năm <sub>t-1</sub>

Nguồn: Tác giả tổng hợp

**Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cân bằng (thu thập theo đối tượng và thời gian) với số liệu thứ cấp và được thu thập từ các báo cáo tài chính thường niên (đã được kiểm toán) của 28 DN bất động sản niêm yết trên HSX từ năm 2012 đến năm 2018. Như vậy, bài viết có 196 mẫu nghiên cứu (28 DN\*7 năm = 196), đã qua tổng hợp, xử lý và thiết kế bảng phần mềm Excel phục vụ cho ước lượng bằng phần mềm Stata 14.0 bằng các phương pháp: Pooled OLS, REM, FEM, các kiểm định cần thiết và cuối cùng sử dụng FGLS (*Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế*).

**KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

**Hệ số tương quan**

Kết quả Bảng 2 cho thấy, tất cả các cặp biến độc lập có mối tương quan rất thấp. Như vậy, giữa các biến chưa xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng sẽ thực hiện kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến để tìm khuyết tật của mô hình.

**Kiểm tra khuyết tật của mô hình**

Kết quả kiểm định Bảng 3 cho thấy, có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, nên bài viết sử dụng phương pháp FGLS để khắc phục các khuyết tật của mô hình và kết quả nghiên cứu cũng theo ước lượng này.

**BẢNG 2: KẾT QUẢ HỆ SỐ TƯƠNG QUAN PEARSON (R)**

	DA	CR	SIZE	TANG	ROA	AT	GRTH
DA	1.0000						
CR	-0.2700	1.0000					
SIZE	0.2908	-0.0622	1.0000				
TANG	-0.0005	-0.0749	0.0070	1.0000			
ROA	-0.4343	0.08900	0.0188	-0.06599	1.0000		
AT	0.0816	-0.0543	-0.2200	-0.1132	0.0800	1.0000	
GRTH	0.0619	-0.0130	0.1160	-0.0600	0.1240	0.0152	1.0000

**BẢNG 3: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH**

Kiểm định	Giá trị	Kết luận
Phương sai thay đổi	Prob>chi2=0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF <3	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob>F=0.0000	Có hiện tượng tự tương quan

**BẢNG 4: KẾT QUẢ HỒI QUY**

Tên biến	Hệ số β			
	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
DA	0.1699**	0.3713***	0.1712*	0.2913***
CR	-0.0003	-0.0052**	-0.0066**	-0.0018
SIZE	0.2000***	-0.0934	0.1472**	0.1518***
TANG	0.0745	0.3892***	0.2231**	0.0519
AGE	0.0020**	-0.0041	0.0021	0.0028***
ROA	3.5322***	2.2041***	2.6415***	2.6212***
AT	0.0260***	-0.0211	0.0137	0.0167***
GRTH	0.0051	-0.0142	-0.0128	-0.0287**
cons	-1.7822***	1.8123*	-0.9234**	-1.1124***
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	
R-squared	0.4826	0.4378	0.4515	
<b>Kiểm định lựa chọn mô hình</b>				
F-test		0.0000		
Hausman test			0.0000	

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%.

Nguồn: Phần mềm STATA 14.0

### Kết quả phân tích hồi quy

Kết quả Bảng 4 bằng phương pháp FGLS cho thấy:

- **Đối với biến Cấu trúc vốn (DA):** Kết quả nghiên cứu cho biết, cấu trúc vốn có tác động cùng chiều đến giá trị DN và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Nó cho biết, khi tỷ lệ nợ tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN tăng 0.2913 đơn vị. Điều này có thể được lý giải rằng, nếu DN sử dụng nợ sẽ mang lại lợi ích của lá chắn thuế, nhưng ngược lại sẽ chịu gánh nặng rất lớn, đó là chi phí kiệt quệ tài chính, đây là rủi ro rất lớn và có thể là làm cho DN bị phá sản. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu lại cho rằng, các DN bắt đầu sản phẩm yếu trên HOSE vẫn có lợi ích từ lá chắn thuế cao hơn chi phí kiệt quệ tài chính. Phát hiện này phù hợp với kỹ năng của tác giả, cũng như được sự ủng hộ của một số tác giả, như: Chowdhury và cộng sự (2010), Ahmad và cộng sự (2012)...

- **Đối với biến Khả năng thanh toán ngắn hạn (CR):** Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động trái chiều đến giá trị DN. Nó cho biết, khi khả năng thanh toán ngắn hạn tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN giảm 0.0018 đơn vị. Tuy nhiên, chưa có đủ bằng chứng khoa học về sự tác động biến CR đến giá trị DN.

- **Đối với biến quy mô DN (SIZE):** Kết quả nghiên cứu cho biết: Quy mô DN có tác động tích cực đến giá trị DN và có độ tin cậy cao: 99%. Có nghĩa là, khi quy mô DN tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN tăng 0.1518 đơn vị. Điều này có thể được lý giải rằng, DN có quy mô lớn, sẽ dễ dàng thu hút được sự quan tâm và đầu tư của nhiều đối tác kể cả trong và ngoài nước thông qua hình thức góp vốn, liên doanh, liên kết. Với cách làm này, các DN sẽ có thêm các tài sản, đặc biệt tài sản cố định với công nghệ hiện đại để hoạt động nhằm nâng hiệu quả hoạt động sản xuất, kinh doanh, gián tiếp góp phần nâng cao giá trị DN. Phát hiện này phù hợp với kỳ vọng của tác giả, cũng như được sự ủng hộ của một số tác giả, như: Ahmad và các cộng sự (2012), Vy và Nam (2013)...

- **Đối với biến tỷ trọng tài sản cố định hữu hình (TANG):** Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, tỷ trọng tài sản cố định hữu hình có tác động cùng chiều đến giá trị DN. Tức là, khi tỷ trọng tài sản cố định hữu hình tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN tăng 0.0519 đơn vị. Tuy nhiên, biến này lại không có ý nghĩa thống kê.

- **Đối với biến tuổi đời DN (AGE):** Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, tuổi đời DN có tác động tích cực đến giá trị DN và có độ tin cậy cao: 99%. Nghĩa là, tuổi đời DN tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN tăng 0.0028 đơn vị. Điều này có thể được lý giải rằng, các DN thành lập trước thường có một số lợi thế nhất định hơn so với các DN thành lập sau về một số yếu tố, như: thị trường, uy tín, kinh nghiệm quản lý... Ngoài ra, khi DN có lợi nhuận, họ sẽ giữ lại để tái đầu tư, vì vậy, DN có tuổi đời càng dài, lợi nhuận tích lũy sẽ tăng dần theo thời gian tương ứng với tuổi đời hoạt động của DN và đây là nguồn vốn giúp cho DN hoạt động ổn định và phát triển tốt nhất. Chính các nguyên nhân này sẽ góp phần làm gia tăng giá trị DN. Kết quả này phù hợp kết quả nghiên cứu của Hoque và cộng sự (2014).

- **Đối với biến tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA):** Kết quả nghiên cứu cho thấy, tỷ suất sinh lời trên tài sản tác động tích cực đến giá trị DN và có độ tin cậy 99%. Nghĩa là, tỷ suất sinh lời trên tài sản tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN tăng 2.6212 đơn vị. Phát hiện tương đồng với kết

quả nghiên cứu của tác giả: Vy và Nam (2013); Asiri và cộng sự (2014). Điều này có thể lý giải rằng, với DN, thông thường tỷ suất lợi nhuận cao sẽ thu hút các nhà đầu tư, điều này làm cải thiện giá cổ phiếu, từ đó cải thiện giá trị DN.

- *Đối với biến vòng quay tài sản (AT)*: Kết quả này chỉ ra rằng, vòng quay tài sản tác động cùng chiều với giá trị DN và có độ tin cậy 99%. Điều này có nghĩa là, vòng quay tài sản tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN tăng 0.0167 đơn vị. Phát hiện này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Hoque và các cộng sự (2014). Điều này có thể lý giải, vòng quay tài sản là nhân tố kết hợp giữa doanh thu và quy mô DN thông qua tài sản. Vì vậy, DN cần phải có sự kết hợp nhuần nhuyễn giữa doanh thu và tài sản, tức là doanh thu nào, tài sản đó để nâng cao hiệu suất sử dụng tài sản, góp phần trực tiếp vào việc nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản và gián tiếp góp phần nâng cao giá trị DN.

- *Đối với biến tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRTH)*: Kết quả nghiên cứu cho biết, tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động trái chiều đến giá trị DN và có độ tin cậy 95%. Nghĩa là, khi tốc độ tăng trưởng doanh thu tăng lên 1 đơn vị và các biến khác trong mô hình không đổi, giá trị DN giảm 0.0287 đơn vị. Theo tác giả, thông thường khi doanh thu tăng, chi phí cũng như khoản phải thu khách hàng tăng lên và nếu DN không quản trị tốt khách hàng sẽ rơi vào tình trạng không thu hồi được nợ, cũng như không quản trị tốt chi phí sẽ làm cho lợi nhuận sụt giảm và do đó làm giảm giá trị DN. Kết quả nghiên cứu này phù hợp kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Chowdhury và cộng sự (2010).

## KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, cấu trúc vốn với biến đại diện là DA và các biến kiểm soát, như: SIZE, AGE, ROA và AT có tác động tích cực đến giá trị DN và đều có ý nghĩa thống kê, nhưng biến GRTH cho kết quả ngược lại. Tuy nhiên, các biến khác, đó là: CR và TANG lại không có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu có khoa học này sẽ làm cơ sở cho các nhà quản lý trong ngành bất đồng sẵn lựa chọn các giải pháp phù hợp với công ty mình thông qua các nhân tố để cải thiện giá trị DN. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Đỗ Văn Thắng và cộng sự (2010). Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên giá trị DN của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 238
2. Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. (2012). Capital Structure Effect on firms performance: Focusing on Consumers and Industrials sectors on Malaysian Firms, *International Review of Business Research papers*, 8(5), 137-155
3. Antwi, S., Ebenezer Fifi Emire Atta Mills and Professor Xicang Zhao (2012). Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana, *International Journal of Business and Social Science*, 3(22)
4. Asiri, B. K., Salwa A. Hameed (2014). Financial ratio and Firm's value in the Bahrain Bourse, *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7), ISSN 2222-2847 (online)
5. Carpentier, C., (2006). The valuation effects of long term changes in capital structure, *International Journal of Managerial Finance*, 2(1), 4-18
6. Chowdhury, A., Chowdhury, S. P. (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh, *Business and Economic Horizons (BEH)*, 3, 111-122
7. Damodaran, A., (2006). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, 3rd Edition, Wiley Finance
8. Drăniceanu, S. M., & Ciobanu, A. (2013). *Capital structure and firm value, Empirical evidence from Romanian listed companies*, access to [www.dafi.ase.ro/revista7/simona\\_maria.pdf](http://www.dafi.ase.ro/revista7/simona_maria.pdf)
9. Farooq, M. A., and Masood. A. (2016). Impact of financial leverage on value of firms: Evidence from cement sector of Pakistan, *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77
10. Hoque, J., Ashraf Hossain, Kabir Hossain (2014). Impact of capital Structure policy on value of firm - A study on some selected corporate manufacturing firm under Dhaka Stock Exchange, *Ecoforum*, 3, Issue 2(5), 77-84
11. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175
13. Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Kartika. A. (2012). The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange, *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30-40
14. Vy, T. T. P., Nam, P. N. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms, *The IUP Journal of Corporate Governance*, XII (2), 40-58