



QUY MÔ VÀ HIỆU QUẢ DOANH NGHIỆP VỚI CẤU TRÚC VỐN: NHÌN TỪ GÓC ĐỘ TÀI CHÍNH HÀNH VI

TS. VƯƠNG ĐỨC HOÀNG QUÂN - Viện Nghiên cứu Phát triển TP. Hồ Chí Minh

Thiên lệch trong tài chính hành vi, đặc biệt là sự tự tin thái quá của ban lãnh đạo doanh nghiệp có ảnh hưởng trực tiếp đến các quyết định về cấu trúc vốn. Bài viết dựa trên nghiên cứu của 100 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, để tìm mối tương quan giữa sự tự tin thái quá. Kết quả cho thấy các doanh nghiệp có năng lực kinh doanh tốt không dựa nhiều vào nợ vay còn các doanh nghiệp có quy mô lớn có xu hướng sử dụng nợ vay nhiều.

Ở các thị trường mới nổi nói chung và Việt Nam nói riêng, việc quản lý tài chính và quản trị rủi ro của các DN còn nhiều hạn chế. Không ít DN lớn quản trị theo hướng gia đình và theo kinh nghiệm tích lũy mà thiếu đi tính khoa học và kỹ năng quản trị bài bản. Yếu tố về quản trị rủi ro cũng chưa được xem trọng đúng mức. Một số DN sử dụng vốn vay để lấn sân kinh doanh những lĩnh vực không có lợi thế cạnh tranh nên mất khả năng xử lý số nợ quá lớn. Các quyết định về đầu tư hay mở rộng sản xuất kinh doanh còn chưa được xem xét đánh giá cẩn trọng và chịu tác động của nhiều yếu tố chủ quan. Do đó, nghiên cứu được thực hiện để xem xét những yếu tố ảnh hưởng đến hội đồng quản trị (HĐQT) của DN trong các quyết định về tài chính, biểu hiện trên tỷ lệ nợ của các DN đó.

Những nghiên cứu về tài chính hành vi

Tỷ lệ nợ vay của một DN không chỉ phụ thuộc vào các nhu cầu xoay vòng vốn và phục vụ tăng trưởng mà còn bị tác động bởi kỳ vọng của HĐQT và tiềm năng của DN đó. Sự kỳ vọng này, có thể phản ánh thực tế năng lực của DN nhưng cũng có thể chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố thiên lệch về tài chính hành vi. Shefrin (2008) phân loại sự thiên lệch trong tài chính hành vi thành 4 dạng, gồm: Lạc quan thái quá; Tự tin thái quá; Thiên lệch được củng cố; Ảo tưởng kiểm soát. Trong đó, sự tự tin thái quá có mối liên hệ gần gũi nhất. Đặt trong bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều khó khăn, các DN thường có xu hướng bảo toàn để tồn tại hoặc đột phá để nắm bắt

cơ hội vươn lên, sự tự tin vào năng lực và quy mô của HĐQT, đặc biệt là HĐQT các DN nội lực mạnh, có thể vượt quá mức độ hợp lý, khiến các rủi ro tiềm ẩn bị xem nhẹ. Từ đó, lãnh đạo DN xây dựng những chiến lược mạo hiểm nhằm chiếm ưu thế cho DN mình thời kỳ hậu khủng hoảng.

Oliver (2005) đã thực hiện phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của 500 DN tại Mỹ từ năm 1978 đến năm 2004, trên 5.508 quan sát và tìm ra 6 biến độc lập tác động đến tỷ lệ nợ của một DN, gồm: (1) Tự tin thái quá - CONF; (2) Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách - MB; (3) Sự ảnh hưởng của thị trường đến cơ hội tăng trưởng của DN - EFWAMB; (4) Quy mô của DN dựa trên yếu tố doanh thu - SIZE; (5) Cơ cấu tài sản - TNG; (6) Lợi nhuận - PROF. Kết quả mô hình hồi quy của Oliver (2005) như sau:

$$\text{LEVERAGE} = 0,172 + 0,01 \text{ CONF} - 0,032 \text{ MB} - 0,001 \text{ EFWAMB} + 0,004 \text{ SIZE} + 0,193 \text{ TNG} - 0,597 \text{ PROF}$$

Có thể thấy, mô hình của Oliver (2005) đã đưa yếu tố sự tự tin thái quá tách biệt thành một biến độc lập chứ không tập trung xem xét tác động gián tiếp của nó thông qua các biến độc lập khác. Bên cạnh đó, Oliver cũng đã chỉ ra mối tương quan nghịch giữa hiệu quả kinh doanh và mối tương quan thuận của quy mô của DN đối với tỷ lệ nợ của DN. Một số nghiên cứu khác cũng đã chỉ ra rằng, ảnh hưởng trực tiếp của sự tự tin thái quá lên cấu trúc vốn của các DN là tương đối mơ hồ và khó đo lường. Tuy nhiên, mối liên hệ giữa hai yếu tố này lại biểu hiện khá rõ thông qua ảnh hưởng đan xen của các yếu tố hữu hình như hiệu quả kinh doanh và quy mô DN, vốn có sự truyền dẫn trực tiếp và gián tiếp lên tỷ lệ

nợ vay của DN.

Tại Việt Nam, trong nghiên cứu về ảnh hưởng của tài chính hành vi, Vương Đức Hoàng Quân và Đào Quý Phúc (2012) đã đưa ra những cảnh báo về sự thiên lệch trong tài chính hành vi lên những quyết định đầu tư, trong đó sự tự tin thái quá là một biểu hiện khá phổ biến tại môi trường tài chính Việt Nam. Qua nghiên cứu thực nghiệm trên số liệu từ báo cáo tài chính của 428 DN niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2007-2009, Đoàn Ngọc Phi Anh (2010) cho rằng các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính gồm: Hiệu quả kinh doanh, rủi ro, cấu trúc tài sản và quy mô của DN. Kết quả của nghiên cứu này chỉ ra rằng các yếu tố về hiệu quả kinh doanh, rủi ro và cấu trúc tài sản có quan hệ nghịch đến tỷ lệ nợ của DN, ngược lại quy mô của DN có quan hệ thuận đến tỷ lệ nợ.

Phương pháp nghiên cứu

Tổng quan và giả thuyết

Nghiên cứu đi sâu vào phân tích sự tự tin của HĐQT vào hiệu quả và quy mô của DN dẫn đến sự ảnh hưởng về cơ cấu nợ. Tỷ lệ nợ (LEV) là biến phụ thuộc (Y), được hiểu là phần trăm tổng số nợ vay bao gồm nợ dài hạn và ngắn hạn của DN trên tổng tài sản của DN. Các biến độc lập bao gồm:

(1) Năng lực hoạt động kinh doanh của DN.

X1 – ROA: Lợi nhuận trên tổng tài sản của DN. Chỉ số ROA ở đây là ROA của năm tài khóa trước năm tính LEV nhằm xem xét tác động của tình hình hoạt động kinh doanh của DN lên quyết định về cấu trúc vốn năm tiếp theo.

(2) Quy mô tài sản của DN.

X2 – TAS: Tài sản cố định (trước khi khấu hao) cộng với hàng tồn kho chia cho tổng tài sản. Giá trị TAS được dùng cũng là số liệu đầu năm nhằm đánh giá đến tác động của giá trị này đến tỉ lệ nợ trong năm và cuối năm.

X3 – SIZE: theo Oliver (2005), quy mô DN được tính bằng công thức:

Mô hình của nghiên cứu xem xét tác động gián tiếp của sự tự tin thái quá lên các quyết định về nợ vay của DN. Nghiên cứu đặt ra 3 giả thiết sau:

H1: ROA có quan hệ thuận với LEV. Giả thiết được đặt ra là DN có suất sinh lợi năm trước càng cao, thì HĐQT có độ lạc quan cao hơn vào khả năng xử lý nợ, theo đó họ sẽ có xu hướng huy động nhiều vốn vay hơn trong năm tiếp theo để mở rộng sản xuất kinh doanh.

H2: TAS có quan hệ thuận với LEV. Giả thiết này dựa trên lập luận rằng các DN có giá trị tài sản hữu

hình lớn, sẽ tận dụng khối tài sản này để thực hiện vay nợ nhằm tăng khả năng xoay vòng vốn cũng như mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

H3: SIZE có quan hệ thuận với LEV. Dựa trên luận điểm là các DN có quy mô lớn có khả năng huy động nợ vay thuận lợi do có nhiều tài sản thế chấp cũng như uy tín lớn trên thị trường. Lãnh đạo các DN lớn này cũng có sự tự tin vào sự vững chắc và đảm bảo của DN.

Tỷ lệ nợ trung bình của các DN trên HOSE giai đoạn 2006 - 2012 là 44,79%, tức tổng vay nợ chiếm 45% tổng giá trị tài sản. DN có số nợ lớn nhất lên đến 93,92% tổng tài sản và DN sử dụng nợ nhất có nợ vay chiếm chỉ 0,3% tổng tài sản. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của các DN trong mẫu có hiệu suất trung bình đạt mức 15%, cao nhất đạt 61% và thấp nhất là -49%.

Mẫu nghiên cứu

Nhằm tăng tính chính xác của nghiên cứu, mẫu được chọn bao gồm 100 DN với tổng cộng 700 quan sát từ năm 2006 - 2012. Đối tượng nghiên cứu là các DN được niêm yết tại HOSE và thỏa mãn 3 điều kiện: (1) Đã niêm yết trước 2006 và có 7 năm liên tiếp niêm yết trên HOSE; (2) Có báo cáo tài chính kiểm toán đầy đủ mỗi kỳ tài khóa; (3) Không thuộc các lĩnh vực về tài chính (thuộc 22 lĩnh vực như: thực phẩm đồ uống, thuốc lá, xây dựng, khai khoáng khác, sản phẩm từ nhựa và cao su...).

Khung thời gian nghiên cứu

Việc xây dựng khung thời gian phải phù hợp nhằm đo lường sự thay đổi về tỷ lệ nợ trong một giai đoạn quan trọng của nền kinh tế và nền tài chính. Khung thời gian này có thể được phân tách làm 3 giai đoạn nhỏ với những đặc tính riêng. Giai đoạn 2006 đến nửa đầu 2007, TTCK đạt đỉnh cao nhất kể từ khi bắt đầu hoạt động với VN-INDEX đạt mốc trên 1.000 điểm, song đây cũng là dấu mốc của một chu kỳ giảm sâu tiếp sau. Giai đoạn nửa cuối 2007 đến 2009, khi TTCK đang đánh mất sự hấp dẫn, thị trường bất động sản lại tăng trưởng rất nóng do dòng vốn dịch chuyển kênh đầu tư. Các DN nhanh chóng lao vào tìm kiếm lợi nhuận dẫn đến sự tăng trưởng nóng của các hoạt động vay nợ. Giai đoạn 2010 đến 2012, thể hiện hệ quả của giai đoạn trước với giá trị BĐS bị đẩy lên quá cao so với nhu cầu và khả năng hấp thụ của thị trường khiến nhiều ngân hàng đối mặt với khối nợ xấu đáng lo ngại. Số nợ xấu trong toàn hệ thống

ngân hàng đến cuối năm 2012 ước khoảng 8,6 - 10% trên tổng dư nợ (2,5 - 2,8 triệu tỷ đồng).

Kết quả nghiên cứu

Phân tích dữ liệu

Theo dữ liệu tổng hợp lại trong Bảng 1, tỷ lệ nợ trung bình của các DN trên HOSE giai đoạn 2006 - 2012 là 44,79%, tức tổng vay nợ chiếm 45% tổng giá trị tài sản. DN có số nợ lớn nhất lên đến 93,92% tổng tài sản và DN sử dụng nợ nhất có nợ vay chiếm chỉ 0,3% tổng tài sản. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của các DN trong mẫu có hiệu suất trung bình đạt mức 15%, cao nhất đạt 61% và thấp nhất là -49%. Về tiềm lực DN, chỉ số quy mô trung bình là 27,19, cách biệt khá xa so với mức thấp nhất 20,99 và có khoảng cách khá nhỏ so với mức cao nhất là 30,91. Về góc độ tài sản, chỉ số TAS trung bình của các DN đạt mức 29,21%, mức cao nhất lên đến 93,91% và mức thấp nhất chỉ 0,26%.

BẢNG 1: PHÂN TÍCH SỐ LIỆU THU THẬP

	LEV	ROA	SIZE	TANG
Mean	44,79%	14,51%	27,19	29,21%
Median	47,14%	13,24%	27,19	25,29%
Max	93,92%	61,04%	30,91	93,91%
Min	0,27%	-49,05%	20,99	0,26%

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

Phân tích mối tương quan

Phân tích mối tương quan giữa các biến cho thấy một số vấn đề đáng lưu ý: Thứ nhất, ngược lại với giả thuyết nêu bên trên, tỷ lệ nợ có có quan hệ nghịch với tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản với mức tương quan là -0,307; Thứ hai, cả 2 biến độc lập về tiềm lực của DN đều có quan hệ thuận với tỷ lệ nợ, trong đó, SIZE - quy mô DN có mức tương quan 0,290 lớn hơn đáng kể so với mức tương quan của TAS là 0,063. Quan sát mối tương quan giữa các biến độc lập cho thấy ROA có quan hệ thuận với SIZE với mức tương quan 0,151 nhưng có quan hệ nghịch với TAS với mức tương quan là -0,006. Cùng phân ánh vấn đề về tiềm lực DN, 2 biến SIZE và TAS lại có quan hệ nghịch với mức tương quan là -0,020.

Mô hình hồi quy tuyến tính

Dù TAS có mối tương quan thấp với các biến còn lại trong mô hình, song nghiên cứu vẫn đưa biến này vào mô hình hồi quy để xem xét đóng góp tổng thể trong mô hình. Theo đó, kết quả của mô hình hồi quy thứ nhất cho thấy, mức độ tương quan giữa các

biến độc lập và biến phụ thuộc là khá cao với $R^2 = 0,214$ và R^2 điều chỉnh = 0,211. Chỉ số Significance F = 0,000 cho thấy khả năng mô hình được hình thành cho ngẫu nhiên là rất thấp. P-Value của các biến độc lập đều thấp hơn 0,05, trong đó P-Value của ROA và SIZE là rất nhỏ đều dưới 0,000, duy có TAS có P-Value khá cao 0,0450.

Với kết quả này, nghiên cứu thực hiện việc loại biến TAS và xem xét mô hình hồi quy thứ hai với 2 biến còn lại là ROA và SIZE. Trong khi đó, mô hình hồi quy tuyến tính thứ hai tiếp tục cho thấy mối tương quan cao giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc trong nghiên cứu, với R^2 và R^2 điều chỉnh lần lượt là 0,209 và 0,207. Kết quả thu được có rất ít khả năng tạo bởi yếu tố ngẫu nhiên khi Significance F = 0,000. Hơn nữa, P-Value của cả 2 biến độc lập đều rất thấp, dưới 0,000, nên cả 2 biến đều đóng góp nhiều vào mô hình hồi quy. Với kết quả này, mô hình đo lường tỷ lệ nợ có thể được xây dựng như sau:

$$LEV = -0,915 - 0,792*ROA + 0,054*SIZE$$

Thảo luận kết quả

Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) tỷ lệ nghịch với cấu trúc vốn của DN. Kết quả nghiên cứu tương đồng với kết quả của Tomak, S. (2013) thực hiện với các DN tại Thổ Nhĩ Kỳ. Liên hệ thực tiễn tại Việt Nam, điều này có thể được lý giải là các DN có hiệu quả hoạt động tốt giai đoạn 2006 - 2012 sẽ không phải dựa vào nhiều vào nguồn vốn vay mà có thể sử dụng dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh để xoay vòng vốn thay vì sử dụng lãi vay với lãi suất cao... Ở khía cạnh quy mô, cả hai yếu tố về quy mô trên doanh thu và trên tài sản đều có ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ lệ nợ, tuy vậy quy mô trên doanh thu thể hiện tương quan lên tỷ lệ nợ rõ rệt hơn hẳn so với quy mô trên tài sản của DN. Qua đó, có thể nhận thấy DN có quy mô doanh thu lớn tự tin hơn trong việc vay nợ, không chỉ ở góc độ xử lý và thanh toán nợ mà còn ở khả năng cạnh tranh và phát triển của DN. Đây cũng là điều dễ lý giải vì giai đoạn 2006 - 2012, lãi suất cho vay tăng cao không thuận lợi cho nhiều DN.

Nhìn chung, thông qua việc xem xét các vấn đề liên quan trực tiếp đến các mảng tài chính của DN như hiệu suất kinh doanh, quy mô và tài sản của DN, nghiên cứu đã cho thấy một số tác động của các vấn đề này lên tỷ lệ nợ của DN. Các DN có nội lực tốt thể hiện trên hiệu suất sử dụng tài sản để sinh lợi có tỷ lệ nợ thấp hơn. Kết quả của nghiên cứu đã loại bỏ giả thuyết thứ nhất và đồng ý với hai giả thuyết còn lại, qua đó góp phần giải thích các yếu tố ảnh hưởng lên ban quản trị DN trong các quyết định về cơ cấu vốn.