

Ảnh hưởng của cơ cấu vốn và sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết

NGUYỄN QUANG KHẢI*
PHẠM NGỌC TOÀN**

Với việc phân tích trên số liệu 111 công ty niêm yết trên 02 sàn chứng khoán HOSE và HNX, bài viết phân tích mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và đưa ra một số kiến nghị nhằm nâng cao hoạt động của các công ty này.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ MÔ HÌNH THỰC NGHIỆM

Chọn mẫu và thu thập dữ liệu

Dựa trên số liệu báo cáo tài chính hợp nhất của 111 công ty ở 03 ngành sản xuất truyền thống là: nông nghiệp và chế biến nông sản (bao gồm các công ty trong ngành thực phẩm và chế biến nông sản, thủy sản), vật liệu xây dựng và một ngành công nghiệp phát triển là ngành công nghệ viễn thông. Các ngành được lựa chọn với tiêu chí có những khác biệt lớn với nhau do đặc thù ngành, như: tỷ lệ tài sản hữu hình, tỷ lệ nợ... (Bảng 1).

BẢNG 1: THỐNG KẾ SỐ LƯỢNG MẪU QUAN SÁT

Ngành	Tổng số công ty	Số công ty trên sàn HOSE	Số công ty trên sàn HNX
Nông nghiệp	45	30	15
Vật liệu xây dựng	47	12	35
Công nghệ viễn thông	19	6	13
Tổng số	111	48	63

Số liệu được lấy trong 4 năm từ 2011-2014 để đảm bảo độ tin cậy của hồi quy dữ liệu chéo. Nguồn dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính hợp nhất và báo cáo thường niên đã được kiểm toán và công bố thông qua các sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX trong 04 năm.

Mô hình đánh giá hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Färe và cộng sự (1994) đã đề xuất các mô hình DEA định hướng đầu vào và đầu ra để đo lường hiệu quả kỹ thuật (TE). Đây là một phương pháp rất tốt để đánh giá hiệu quả hoạt động của một doanh nghiệp trong một lĩnh vực nhất định.

Mô hình thực nghiệm

- Mô hình đánh giá hiệu quả doanh nghiệp

Phương trình hồi quy cho mô hình hiệu quả doanh nghiệp như sau:

$$HQ_i = a_0 + a_1 DB_i + a_2 DB_i^2 + a_3 Z_{it} + u_i$$

Với:

- HQ: là hiệu quả hoạt động được đo lường từ mô hình DEA.

- DB: là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản.

- Z_i : là vectơ biến kiểm soát và u_i là sai số ngẫu nhiên.

Các biến bao gồm biến kiểm soát Z_i thể hiện đặc điểm doanh nghiệp.

Biến Z_i bao gồm các biến sau: Lợi nhuận (LN) được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận (EBIT) trên tổng tài sản. Tài sản hữu hình (TSHH) được đo bằng tỷ số của tài sản cố định hữu hình chia cho tổng tài sản của doanh nghiệp, Tài sản vô hình (TSVH) được đo bằng tỷ lệ tài sản vô hình trên vốn cổ phần của doanh nghiệp. Tăng trưởng doanh thu (DT), quy mô công ty (QM) được đo bằng logarit tự nhiên doanh số bán hàng của doanh nghiệp. Bài nghiên cứu này cũng xem xét cả những ảnh hưởng của mức độ sở hữu và sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Trong đó, mức độ sở hữu (MĐSH) đo lường bằng tỷ lệ cổ phiếu nắm giữ bởi những cá nhân tổ chức được phân loại là cổ đông lớn.

Bài nghiên cứu cho phép sự tác động của quyền sở hữu thay đổi trong một hình thức piecewise tuyến tính (xem Morck et al, 1988) thông qua phân đoạn từng mức độ tập trung sở hữu khác nhau bằng cách đưa vào các biến giả: mức độ thấp (SH1) không có cổ đông nắm giữ trên 25% cổ phần trong doanh nghiệp; mức độ trung bình (SH2) với những cổ đông lớn nhất nắm giữ từ 25%-50%; và mức độ cao (SH3) đại diện cho cổ phần vốn chủ sở

* ThS., Trưởng Cao đẳng Công Thương TP. Hồ Chí Minh

** TS., Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Email: quangkhai1989@gmail.com

hữu vượt quá 50%. Do đó, biến cơ cấu sở hữu (CCSH) sử dụng trong mô hình được hình thành từ "MĐSH" tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất nhân với 'SH'.

- Mô hình đòn bẩy - Leverage Model

Phương trình cấu trúc vốn liên quan giữa tỷ lệ nợ trên tài sản và phương pháp đo lường hiệu quả của chúng ta, cũng như một số yếu tố khác đã thường được xác định trong các nghiên cứu có tương quan với đòn bẩy (xem Harris và Raviv, 1991; Myers, 2001). Phương trình đòn bẩy được cho như sau:

$$DB_i = \beta_0 + \beta_1 HQ_i + \beta_2 Z_{2i} + v_i$$

Với Z_2 : là một vector của các nhân tố (trừ nhân tố hiệu quả) có tương quan với đòn bẩy;

V: là sai số ngẫu nhiên.

Z_2 : thể hiện đặc điểm công ty mà có khả năng ảnh hưởng đến cấu trúc vốn (xem Harris và Raviv, 1991; Rajan và Zingales, 1995). Các biến Z_2 cũng được lấy giống như mô hình hiệu quả hoạt động.

Các biến được lựa chọn dựa trên một số nghiên cứu trước đây, mối quan hệ giữa biến đòn bẩy (ĐB) và hiệu quả hoạt động rất khác nhau, như Gleason và Mathur (2000) cho rằng chúng có tương quan âm, một số khác như nghiên cứu của Schiantarelli và Sembenelli (1999), Zeitun và Tian (2007) lại cho rằng, tồn tại mối tương quan dương. Thậm chí, Demsetz (1983) lại cho rằng, chúng không có sự tương quan. Nhiều nghiên cứu trước cũng tìm ra những nhân tố có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động như Himmelberg et al (1999) tìm thấy mối tương quan dương giữa hiệu quả với lợi nhuận (LN), quy mô (QM) và tài sản hữu hình (TSHH). Titman và Wessels (1988) tìm thấy mối tương quan âm giữa tài sản vô hình (TSVH) và hiệu quả. Ngoài ra, Chen, Cheung, Stouraitis, và Wong (2005), hay Minguez-Vera và Martin-Ugedo (2007) cho thấy có một ảnh hưởng nhỏ giữa mức độ tập trung sở hữu và hiệu quả hoạt động. Đối với biến DT có thể có tác động dương đến hiệu quả công ty (xem Claessens et al, 2002; Maury, 2006, King và Santor, 2008).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kết quả của mô hình hiệu quả hoạt động thể hiện qua Bảng 2.

Đối với hiệu quả doanh nghiệp, nghiên cứu tìm thấy sự ủng hộ cho các dự đoán cốt lõi của Jensen và Meckling

(1976) về giả thuyết chi phí đại diện cho rằng, đòn bẩy cao hơn có liên quan đến cải thiện hiệu quả trên phạm vi toàn bộ dữ liệu quan sát được. Tuy nhiên, mức độ tác động đòn bẩy đến hiệu quả hoạt động lại khác nhau ở các ngành. Kết quả này không ủng hộ cho lý thuyết trật tự phân hạng ở tất cả các ngành.

Tuy nhiên, kết quả hồi quy lại thể hiện các biến này không có nhiều ý nghĩa thống kê, kết quả này có thể góp phần ủng hộ cho lập luận của Demsetz (1983) khi cho rằng, không có mối quan hệ giữa cơ cấu sở hữu và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Bảng 2). Các yếu tố còn lại như tỷ lệ tài sản vô hình, tốc độ tăng trưởng và đặc điểm chủ sở hữu không có ý nghĩa thống kê.

Với:

LN: lợi nhuận năm 2013

DT: mức độ tăng trưởng doanh thu năm 2014 so với năm 2013

QM: quy mô doanh nghiệp năm 2014

ĐB: tỷ lệ đòn bẩy năm 2013

TSHH, TSVH: tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, vô hình năm 2013

TCTC: doanh nghiệp có sở hữu bởi tổ chức tài chính năm 2013

CCSH1= SH1*MĐSH, CCSH2=SH2*MĐSH, CCSH3=SH3* MĐSH

Mức ý nghĩa: *1%; **5%; ***10%

Đối với mô hình đòn bẩy, từ kết quả mô hình hồi quy theo OLS và hồi quy phân vị cho thấy đối với các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng thì tác động của hiệu quả đến đòn bẩy là dương và có ý nghĩa trong

BẢNG 2: KẾT QUẢ HỒI QUY DỮ LIỆU BẢNG CHO MÔ HÌNH HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Các biến	Công nghệ viễn thông		Nông nghiệp		Vật liệu xây dựng	
	Coefficient	SE	Coefficient	SE	Coefficient	SE
LN	1.46045*	0.809134	0.01781	0.247907	-0.373709*	0.183859
CCSH1	-2.99933**	1.854227	0.83056	0.006300	-0.011278	0.449961
CCSH2	0.37096	9.472674	0.51097**	0.405559	0.022969	0.582195
CCSH3	0.26415	9.745808	0.317177*	0.394393	0.007264	0.423217
QM	0.08893***	0.084067	0.098151*	0.048850	0.053670*	0.036227
DT	-0.00154	0.161477	-0.00409	0.032019	-0.001150	0.137373
ĐB	1.25784*	0.274719	0.775261*	0.112938	0.791402*	0.113928
TCTC	-0.31438**	0.156214	0.024318	0.097465	-0.014792	0.052347
TSHH	0.28360	0.769246	-0.002425	0.184177	-0.11433**	0.082405
TSVH	-0.43838	2.135289	-1.16342**	0.897857	0.042778	0.406463
Constant	-1.29020	0.852923	-1.188490	0.579010	-0.601885	0.424511
R ²	0.68		0.70		0.73	

BẢNG 3: KẾT QUẢ HỒI QUY OLS VÀ PHÂN VỊ 50% CHO MÔ HÌNH ĐÒN BẨY

Các biến	Công nghệ viễn thông		Nông nghiệp		Vật liệu xây dựng	
	Cof-OLS	Cof-Q50	Cof-OLS	Cof-Q50	Cof-OLS	Cof-Q50
HQ	0.312066*	0.031823	-0.119564	-0.221940	0.067030	0.085854
TCTC	0.142991	0.055520	-0.184994	-0.214273	-0.179253	-0.155501*
DT	-0.211323	-0.067983	-0.044691	-0.013905	0.300171	0.304159
TSVH	1.980389	1.377855	1.196006	0.394260	1.227830**	1.408515
QM	0.161893***	0.153177	0.032540	0.087946	-0.142262*	-0.225349*
CCSH1	2.091398***	1.220672	-0.000257	0.006222	0.425387	0.733138
CCSH2	-26.06238	-19.29796	-0.282753	0.246523	-0.628164	-0.604478
CCSH3	23.46060	17.60420	-0.435090	-0.751008	0.179498	-0.019451***
LN	0.022840*	0.153160	-0.103899	-0.220170	0.355113	0.433061
TSHH	-0.415120	-0.684818	-0.194592	-0.016858	0.103025	0.036371
C	-1.295713	-1.076638	0.380947	-0.426702	2.035047	2.903234
R ²	0.56		0.42		0.29	

Nguồn: Tính toán của tác giả

phân bố từ thấp đến cao của đòn bẩy, kết quả này ủng hộ cho giả thuyết hiệu quả rủi ro: Các công ty hiệu quả hơn với mức độ nợ tương đối thấp có xu hướng chọn tỷ lệ nợ cao hơn, vì hiệu quả cao hơn làm giảm chi phí phá sản dự kiến và chi phí kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, kết quả hồi quy đối với biến hiệu quả chỉ có ý nghĩa thống kê cho các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng và không có ý nghĩa đối với các ngành còn lại (Bảng 3). Về mức độ tập trung sở hữu, kết quả hồi quy cho thấy không có một mối quan hệ rõ ràng thống nhất trong từng ngành và từng phân đoạn của phân phối đòn bẩy, ở ngành công nghệ viễn thông, mức độ tập trung sở hữu ở mức thấp có tương quan âm với đòn bẩy và tương quan dương khi tập trung sở hữu ở mức cao. Các hệ số hồi quy cũng không có nhiều ý nghĩa thống kê đối với các ngành còn lại. Các biến còn lại cũng cho kết quả tương tự, với giá trị p-value khá cao, các hệ số hồi quy không nhiều ý nghĩa thống kê.

Với: HQ: hiệu quả hoạt động năm 2013;

TCTC: doanh nghiệp có sở hữu bởi các tổ chức tài chính;

DT: tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2013;

TSHH, TSVH: tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, vô hình năm 2013;

LN: lợi nhuận năm 2013;

$CCSH1 = SH1 * MĐSH$, $CCSH2 = SH2 * MĐSH$, $CCSH3 = SH3 * MĐSH$

Ngoài ra, khi thực hiện hồi quy phân vị trên từng phân vị của phân phối đòn bẩy, mối quan hệ về dấu giữa các biến cũng không thay đổi. Do đó, bài nghiên cứu cho thấy, không có sự khác biệt về các mối quan

hệ giữa các biến trong từng phân vị của phân phối đòn bẩy.

KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

Sau khi phân tích dữ liệu và kết quả các mô hình có được, bài nghiên cứu có được những phát hiện như sau: (i) Đối với hiệu quả hoạt động, bài nghiên cứu tìm thấy sự ủng hộ cho các dự đoán cốt lõi của Jensen và Meckling (1976) về giả thuyết chi phí đại diện cho rằng đòn bẩy cao hơn có liên quan đến cải thiện hiệu quả trên phạm vi toàn bộ dữ liệu quan sát được; (ii) Đòn bẩy quá khứ cũng có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, một số nhân tố khác cũng tác động đến hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn nhưng các mối quan hệ tìm thấy được là khác nhau ở các ngành và giống nhau ở từng phân đoạn của phân phối đòn bẩy. Bài nghiên cứu góp phần lý giải sự khác nhau về kết quả các nghiên cứu trước.

Dựa vào kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra một số kiến nghị như sau:

Thứ nhất, để nâng cao hiệu quả hoạt động các công ty niêm yết cần sử dụng một cấu trúc vốn với tỷ lệ nợ cao hơn.

Thứ hai, tương ứng với từng ngành mà doanh nghiệp cần tìm hiểu thêm những yếu tố khác đặc thù, như: cơ cấu sở hữu, tài sản hữu hình, vô hình... mà có thể ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động từ đó có thể xây dựng chiến lược phát triển tốt nhất.

Thứ ba, bên cạnh việc xây dựng một cấu trúc vốn, cơ cấu sở hữu tối ưu, doanh nghiệp cũng cần xây dựng một hệ thống kiểm soát, quản lý thật tốt nhằm quản lý rủi ro, tránh không để doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính, tăng khả năng phá sản của doanh nghiệp. □

Abstract:

With data from 111 companies listed on HOSE and HNX, the article analyzes the relationship between capital structure and possession to the performance of the business, and then makes some suggestions to improve the operation of these companies.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Dimitris Margaritis and Maria Psillaki (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance, *Journal of Banking and Finance*, 34, 621-632
2. McConnell, J. and H. Servaes (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612
3. McConnell, J. and H. Servaes (1995). Equity ownership and the two faces of debt, *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157
4. Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, 147-75
5. Myers, S. (1984). The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39 (3), 575-92
6. Myers, S. (2001). Capital structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 81-102
7. Myers, S. and N. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
8. Jensen, M. (1986). Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-29