

CẤU TRÚC VỐN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM: TIẾP CẬN BẰNG HỒI QUY PHÂN VỊ

Trần Thị Kim Oanh

Trường Cao đẳng Kinh tế - Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh

Email: kimoanhtdnh@gmail.com

Ngày nhận: 01/8/2016

Ngày nhận bản sửa: 26/9/2016

Ngày duyệt đăng: 25/12/2016

Tóm tắt:

Bài viết nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả phân tích số liệu của 81 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2009-2015 với kỹ thuật xử lý dữ liệu bảng và hồi quy phân vị. Kết quả cho thấy hiệu quả hoạt động chịu sự tác động của cấu trúc vốn, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, thuế thu nhập doanh nghiệp và rủi ro kinh doanh. Trong đó, khả năng thanh toán, rủi ro kinh doanh tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Trên từng phân vị khác nhau thì mức độ tác động của từng yếu tố cũng khác nhau. Ở phân vị càng cao, tác động của cấu trúc vốn và nghĩa vụ thuế thu nhập doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động càng mạnh. Ngược lại, khả năng thanh toán, rủi ro kinh doanh càng cao thì hiệu quả hoạt động càng thấp và ở phân vị càng thấp thì mức suy giảm của hiệu quả hoạt động càng nhiều.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, dữ liệu bảng, hiệu quả hoạt động, hồi quy phân vị.

Capital structure and firm performance in Vietnam: a quantile regression approach

Abstract:

This paper examines the impact of capital structure on the efficiency of firm performance. The author collected data from the financial statements of 81 firms listed in Vietnam stock market during the 2009-2015, using panel data and quantile regression. The results demonstrate that the expected firm performance relies on capital structure, tangibility, liquidity, income tax and business risks. Business risks and liquidity have negative impact on firm performance. The impact of these factors varies throughout the distribution of firm performance. The higher firm performance is, the more profound the effect of capital structure and income tax on firm performance is found. On the contrary, the higher firm performance is, the less powerful the effect of liquidity and business risks on firm performance is found.

Keywords: Capital structure; firm performance; panel data; quantile regression.

1. Giới thiệu

Mục tiêu của nhà quản trị là tối đa hóa lợi nhuận và tiến đến gia tăng giá trị doanh nghiệp. Do đó, nâng cao hiệu quả hoạt động là yêu cầu quan trọng, để đạt được hiệu quả cao đòi hỏi nhà quản trị phải có các quyết định chiến lược đúng đắn trong quá trình lựa chọn cơ hội đầu tư cũng như tổ chức, quản lý một cách toàn diện. Trong đó, chính sách cấu trúc vốn là một trong các nhiệm vụ quan trọng.

Thời gian qua, nhiều công trình nghiên cứu về cấu trúc vốn, phần lớn các công trình nghiên cứu tác động của nhân tố vĩ mô và vi mô đến cấu trúc vốn cũng như cấu trúc vốn tác động đến hiệu quả hoạt động hoặc giá trị doanh nghiệp tại các quốc gia khác nhau. Các công trình này sử dụng các phương pháp và hướng tiếp cận khác nhau nhưng chủ yếu là mô hình hồi quy số liệu gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác

động ngẫu nhiên (REM), GMM (General Method of Moments)... Trong bài viết, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy phân vị để nghiên cứu mối quan hệ này trên các phân vị khác nhau của hiệu quả hoạt động. Từ đó, tác giả đề xuất các giải pháp phù hợp.

Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế Việt Nam. Theo Tổng cục Thống kê, trong năm 2014, cả nước có 58.322 doanh nghiệp khó khăn phải ngừng hoạt động, tăng 14,5% so với năm trước. Một trong những nguyên nhân của vấn đề này xuất phát từ sự khó khăn của tài chính. Vì vậy, mục đích của bài viết là nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhằm hỗ trợ các nhà quản trị trong các quyết định lựa chọn cấu trúc vốn. Bài viết tập trung giải quyết hai vấn đề: 1) Lý thuyết nào đang giải thích cho chính sách cơ cấu vốn của các doanh nghiệp tại Việt Nam; 2) Cấu trúc vốn tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam và sự tác động này khác nhau ra sao tại các phân vị khác nhau của hiệu quả hoạt động.

2. Cơ sở lý luận và tổng quan các nghiên cứu có liên quan

2.1. Cơ sở lý luận

Các công trình nghiên cứu về cấu trúc vốn hầu hết tập trung vào các lý thuyết sau:

Lý thuyết MM

Lý thuyết này được hai nhà kinh tế Modigliani & Miller (1958) dựa trên giả thuyết về thị trường hoàn hảo và môi trường không có thuế, kết luận giá trị doanh nghiệp (hiệu quả hoạt động) và chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) độc lập với cơ cấu vốn. Lý thuyết này tiếp tục nghiên cứu trong môi trường có thuế (1963), kết luận giá trị doanh nghiệp tăng lên khi công ty sử dụng nợ nhờ lá chắn thuế từ lãi vay, WACC của công ty có sử dụng nợ thấp hơn WACC của công ty không sử dụng nợ.

Lý thuyết đánh đổi dạng tĩnh (TOT)

Lý thuyết này do Kraus & Litzenberger (1973) khởi xướng và tiếp tục được phát triển trong các công trình của Myers & Majluf (1984). Mặc dù, các nghiên cứu này khác nhau về quan điểm nhưng có một cách tiếp cận chung là dựa trên sự đánh đổi giữa chi phí và lợi ích để đạt được cấu trúc vốn tối ưu, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết trật tự phân hạng (POT)

Lý thuyết này cho rằng quyết định về cấu trúc

vốn không dựa trên tỷ số nợ tối ưu mà được quyết định từ việc phân hạng thị trường và tuân theo một trật tự trong tài trợ như sau: thứ nhất, nguồn vốn nội bộ từ lợi nhuận giữ lại, tiếp đến nợ và cuối cùng là phát hành mới vốn cổ phiếu khi cần thiết. Hàm ý mỗi quan hệ tiêu cực giữa lợi nhuận và tỷ số nợ, các công ty lợi nhuận cao sử dụng nguồn vốn nội bộ được tích lũy từ lợi nhuận giữ lại, hạn chế sử dụng nợ.

Lý thuyết chi phí đại diện

Chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu phát sinh do tình trạng bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và chủ sở hữu công ty làm phát sinh chi phí đại diện. Do đó, để giảm chi phí đại diện, công ty có xu hướng tăng cường sử dụng nợ vay. Khi tỷ số nợ tăng lên, nhà quản lý phải thận trọng hơn trong các quyết định sử dụng vốn vay, việc quản lý công ty hiệu quả hơn (Jensen, 1986).

Những năm gần đây, xuất hiện các lý thuyết như lý thuyết định điểm thị trường, lý thuyết tín hiệu, lý thuyết tài chính hành vi. Các lý thuyết này có những quan điểm khác nhau, tuy nhiên chúng không thay thế mà bổ sung, giải thích rõ hơn quyết định lựa chọn nguồn tài trợ của nhà quản trị.

2.2. Các nghiên cứu có liên quan

Mặc dù nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về cấu trúc vốn có nhiều quan điểm, phương pháp khác nhau. Tuy nhiên, hồi quy phân vị hiện nay chỉ một số ít các nghiên cứu thực nghiệm tiếp cận. Tiwari (2015) nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn, dữ liệu thu thập từ 298 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Ấn Độ. Kết quả cho thấy, ở phân vị thấp, quy mô, cơ cấu tài sản tác động tích cực đến cấu trúc vốn, ngược lại tầm chắn thuế phi nợ, lợi nhuận tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn. Ở phân vị cao, quy mô và lợi nhuận tác động tích cực đến cấu trúc vốn, ngược lại cơ cấu tài sản và tốc độ tăng trưởng tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn.

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động đã hình thành bốn quan điểm khác nhau, đó là:

Cấu trúc vốn không liên quan đến hiệu quả hoạt động

Phillips & Sipahioglu (2004) nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính của các công ty kinh doanh khách sạn tại Vương quốc Anh. Bằng mô hình Pooled OLS, kết quả cho thấy

không có mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động. Ebaid (2009) cũng nghiên cứu mối quan hệ này và có kết quả nghiên cứu tương tự.

Cấu trúc vốn tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động

Nour (2012) nghiên cứu 28 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Palestin giai đoạn 2006-2011 cho thấy cấu trúc vốn có mối quan hệ tích cực với hiệu quả hoạt động. Các kết quả nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết TOT và nghiên cứu thực nghiệm của Antwi & cộng sự (2005), Bhardwaj & cộng sự (2010).

Cấu trúc vốn tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động

Chinaemerem & Anthony (2012) nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn đến hiệu suất tài chính của các công ty Nigeria. Dữ liệu bảng cân bằng thu thập từ 30 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Nigeria,

giai đoạn 2004 – 2010, phương pháp Pooled OLS. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn và cơ cấu tài sản tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Quan điểm này được sự ủng hộ của Ahmad & cộng sự (2012), Khan (2012), Le (2015) và Vătavu (2015).

Tồn tại cấu trúc vốn mục tiêu hoặc cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp

Berzkalne (2015) ứng dụng hồi quy ngưỡng trên dữ liệu bảng để phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với giá trị công ty của 58 công ty niêm yết tại Baltic giai đoạn 2005-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy công ty có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ, ngưỡng nợ tối ưu là 24,64%, công ty vừa và nhỏ là 62,97% và công ty lớn là 61,19%.

Tại Việt Nam, Nguyễn Thành Cường (2014) sử dụng dữ liệu của 90 công ty giai đoạn 2005- 2011 và mô hình hồi quy ngưỡng để xác định ngưỡng cấu trúc vốn mục tiêu tác động đến giá trị doanh nghiệp, cho thấy tỷ lệ nợ tối ưu nên nhỏ hơn 57,39%.

Bảng 1: Các biến và đo lường các biến

Ký hiệu	Biến	Kỳ vọng	Lý thuyết	Đo lường	Nghiên cứu
Biến phụ thuộc					
ROE	Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu bình quân			Lợi nhuận sau thuế _{it} /Vốn chủ sở hữu bình quân _{it}	Chinaemerem & Anthony (2012), Do & Wu (2015), Vătavu (2015), Le (2015), Nguyễn Thành Cường (2014).
Biến độc lập					
TDR	Tỷ số nợ trên tổng tài sản	(+) (-)	TOT POT	Tổng nợ _{it} /Tổng tài sản _{it}	Chinaemerem & Anthony (2012), Nguyễn Thành Cường (2014), Le (2015), Vătavu (2015).
Biến kiểm soát					
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	(+) (-)	TOT, chi phí đại diện POT	Ln(Tổng tài sản _{it})	Chinaemerem & Anthony (2012), Do & Wu (2015), Nguyễn Thành Cường (2014).
TANG	Cơ cấu tài sản	(+) (-)	TOT, POT Chi phí đại diện	Tài sản cố định _{it} /Tổng tài sản _{it}	Chinaemerem & Anthony (2012), Do & Wu (2015), Vătavu (2015).
GRO	Tốc độ tăng trưởng	(+) (-)	POT Chi phí đại diện	(Tổng tài sản _{it} – Tổng tài sản _{it-1})/ Tổng tài sản _{it-1}	Chinaemerem & Anthony (2012), Do & Wu (2015), Le (2015), Nguyễn Thành Cường (2014).
LIQ	Khả năng thanh toán ngắn hạn	(+) (-)	TOT POT, Chi phí đại diện	Tài sản ngắn hạn _{it} /Nợ ngắn hạn _{it}	Do & Wu (2015), Vătavu (2015), Le (2015).
VOL	Rủi ro kinh doanh	(+) (-)	TOT POT	% EBIT _{it} / % Tổng tài sản _{it}	Sectanah & cộng sự (2014), Do & Wu (2015), Vătavu (2015), Le (2015).
MTR	Thuế thu nhập doanh nghiệp	(+)	TOT MM	Thuế thu nhập doanh nghiệp _{it} /Lợi nhuận trước thuế _{it}	Vătavu (2015).

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Trong phạm vi nghiên cứu, tác giả cũng tập trung nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi tác giả sơ khảo các công trình có liên quan ở nước ngoài hầu hết sử dụng hồi quy bội trên dữ liệu bảng (Pooled OLS, FEM, REM, GMM...), có một số ít các nghiên cứu sử dụng hồi quy phân vị để nghiên cứu các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn. Còn ở Việt Nam, có rất ít công trình áp dụng hồi quy phân vị để nghiên cứu và hiện nay, chưa có công trình liên quan đến cấu trúc vốn sử dụng hồi quy phân vị. Do đó, đây là một hạn chế khi nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với hiệu quả hoạt động. Từ hạn chế này, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy phân vị để phân tích sự tác động của từng yếu tố đến hiệu quả hoạt động

của doanh nghiệp trên các phân vị khác nhau.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đã đề cập, các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được lựa chọn để xây dựng mô hình nghiên cứu (Chi tiết bảng 1).

Để thu thập dữ liệu của các biến, tác giả sử dụng số liệu dạng bảng cân bằng, trích xuất từ báo cáo tài chính của 81 doanh nghiệp, được lựa chọn ngẫu nhiên từ các công ty cổ phần niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam và có đầy đủ dữ liệu trong giai đoạn 2009-2015 (81x7=567 quan sát), mẫu nghiên cứu có tính đại diện khá cao, nguồn do công ty chứng khoán Bản Việt. Bảng 2 thể hiện kết quả mô tả giá trị trung

Bảng 2: Bảng thống kê giá trị trung bình của các biến

Năm	TDR	SIZE	TANG	GRO	LIQ	VOL	MTR
2009	0,4667	12,4879	0,3482	0,4053	0,6572	-0,3570	0,1894
2010	0,4776	12,7181	0,3466	0,1725	0,6722	0,5817	0,1690
2011	0,4646	12,8868	0,3466	0,2278	0,6470	-1,8139	0,1220
2012	0,4913	13,0497	0,3361	0,2463	0,6832	6,4020	0,1340
2013	0,4911	13,0735	0,3444	0,0305	0,6978	4,4279	0,1176
2014	0,4806	13,1587	0,3360	0,0561	0,6647	-1,7525	0,1762
2015	0,4933	13,2568	0,3252	0,1489	0,6754	7,2301	0,2053

Nguồn: Tác giả tính toán.

Bảng 3: Mô tả phân vị biến ROE

Năm	ROE						
	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Phân vị 0,10	Phân vị 0,25	Phân vị 0,50	Phân vị 0,75
2009	0,170	-0,087	0,705	0,049	0,159	0,331	0,504
2010	0,195	0,011	0,736	0,057	0,164	0,315	0,664
2011	0,192	0,013	0,749	0,065	0,153	0,326	0,617
2012	0,161	-0,121	0,748	0,037	0,164	0,331	0,558
2013	0,122	-0,970	0,656	0,005	0,150	0,325	0,634
2014	0,130	-1,292	0,480	-0,001	0,173	0,327	
2015	0,120	-0,718	0,396	0,023	0,167	0,320	

Nguồn: Tác giả tính toán.

biến của các biến được đưa vào nghiên cứu. Bên cạnh đó, Bảng 3 thực hiện thống kê mô tả chi tiết hơn về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo thời gian trên các phân vị cơ bản sau 0,1; 0,25; 0,50 và 0,75. Ngoài ra giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất của hiệu quả hoạt động cũng được trình bày để cho thấy sự hợp lý của dữ liệu thu thập được.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Với các biến liệt kê ở Bảng 1, mô hình hàm hồi quy bội dạng tĩnh trên số liệu bảng để phân tích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động như sau:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDR_{it} + \beta_2 X_{it} + \mu_i + e_{it} \quad (1)$$

Trong đó $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$ (N là số lượng doanh nghiệp và T là thời gian quan sát trong mô hình); μ là hiệu ứng cố định của doanh nghiệp i và các sai số được phân phối độc lập tương tự nhau $e_{it} \approx i.i.d(0, \sigma_e^2)$, $E(\mu_i / e_{it}) = 0$.

Các kỹ thuật hồi quy trên số liệu bảng bao gồm hồi quy Pooled OLS, FEM, REM và phương pháp bình phương bé nhất tổng quát (FGLS) được áp dụng. Ngoài ra, các kiểm định Chow, kiểm định Hausman cũng được thực hiện để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp. Tuy nhiên, kiểm định Breush – Pagan cho thấy có phương sai sai số của mô hình FEM không thuần nhất. Do đó, việc sử dụng hồi quy phân vị để nghiên cứu hiệu quả hoạt động đối với nhiều phân vị khác nhau là phù hợp. Hồi quy phân vị được giới thiệu bởi Koenker & Bassett (1978) và được dùng rộng rãi trên thế giới. Ưu điểm của phương pháp này là để xem xét chi tiết sự tác động của các yếu tố này đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trên từng phân vị để đề xuất các giải pháp phù hợp.

Bảng 4: Kết quả hồi quy các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động

Biến độc lập	POOLED	FEM	REM	FGLS
TDR	0,175*** [6,11]	0,189*** [4,09]	0,195*** [6,19]	0,170*** [16,33]
SIZE	-0,000258 [-0,11]	-0,0017 [-0,22]	-0,000673 [-0,23]	0,00031 [0,31]
TANG	0,0367* [1,76]	0,0269 [0,76]	0,0402* [1,65]	0,0173** [2,22]
GRO	0,00967 [1,51]	0,00328 [0,49]	0,00647 [1,05]	0,00295 [1,39]
LIQ	-0,000521 [-0,03]	-0,0428* [-1,91]	-0,0188 [-0,99]	-0,00557* [0,92]
VOL	-0,000102*** [-6,75]	-0,0000997*** [-6,47]	-0,000103*** [-6,99]	-0,000105*** [-12,87]
MTR	0,000915 [1,60]	0,00104* [1,72]	0,000963* [1,69]	0,000715*** [3,48]
Hệ số chặn	-0,0932*** [-2,97]	-0,0533 [-0,55]	-0,0878** [-2,18]	-0,0919*** [-7,21]
N	567	567	567	567
Hệ số xác định	0,8493***	0,8087***		
Kiểm định Chow		2,36***		
Kiểm định Hausman			73,71***	
Kiểm định phương sai thay đổi		8,8e+06***		
Kiểm định tự tương quan		2,517		

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%; [] là giá trị của sai số chuẩn
 Nguồn: Tác giả tính toán.

4. Kết quả và thảo luận thực nghiệm

4.1. Kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy dạng hàm (1) được thể hiện trên Bảng 4. Cột 1, 2, 3 của bảng này cho biết kết quả ước lượng Pooled OLS, FEM và REM. Kết quả kiểm định Chow và kiểm định Hausman trên Bảng 4 chỉ ra mô hình FEM là phù hợp nhất với mẫu số liệu thu thập được. Tuy nhiên, kết quả kiểm định cho thấy có phương sai sai số của mô hình FEM. Để cải tiến tính hiệu quả của ước lượng, phương pháp FGLS được áp dụng thể hiện trên cột 4 của Bảng 4.

Kết quả thể hiện trên cột 4 Bảng 4 cho thấy mức độ và chiều hướng tác động của các yếu tố đại diện cho cấu trúc vốn, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, rủi ro kinh doanh và thuế thu nhập doanh nghiệp đến hiệu

quả hoạt động kỳ vọng của doanh nghiệp. Ngoài ra, để làm rõ hơn tác động của các yếu tố này trên các phân vị của biến hiệu quả hoạt động, kết quả hồi quy phân vị trên số liệu bảng dạng hàm (1) cũng được thể hiện trên Bảng 5.

Cấu trúc vốn (TDR) tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%. Trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, khi doanh nghiệp tăng cường sử dụng nợ thì hiệu quả hoạt động có xu hướng tăng nhờ lá chắn thuế từ lãi vay. Kết quả này phù hợp với lý thuyết TOT tĩnh và nghiên cứu của Bhardwaj & cộng sự (2010), Nour (2012), nhưng ngược lại với nghiên cứu của Do & Wu (2015), Vătavu (2015), Le (2015).

Hệ số hồi quy của biến TDR đến ROE ở các phân vị trên Bảng 5 được thể hiện trên Hình 1 cho thấy mức độ tác động của TDR đến ROE là khác nhau ở

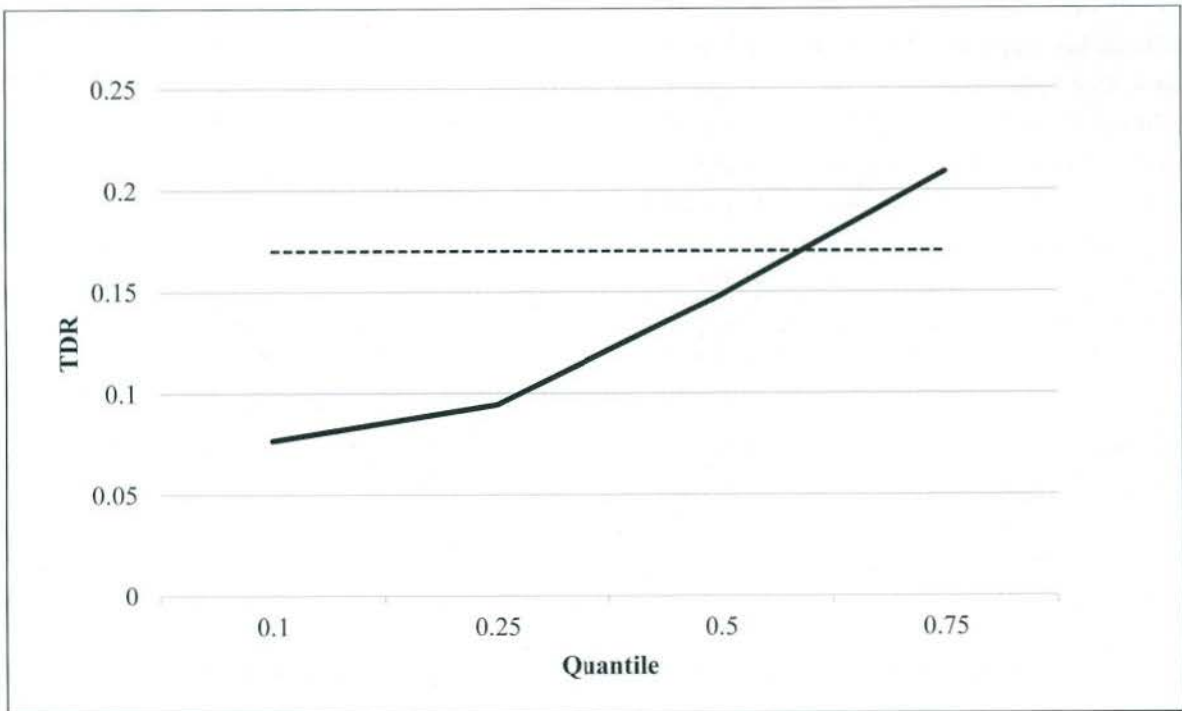
Bảng 5: Kết quả hồi quy phân vị các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động

Biến độc lập	Hồi quy phân vị			
	0,1	0,25	0,5	0,75
TDR	0,0768* [1,67]	0,0944*** [4,48]	0,148*** [13,87]	0,209*** [11,10]
SIZE	-0,00088 [-0,29]	0,00146 [1,41]	0,000283 [0,42]	-0,000168 [-0,15]
TANG	0,0258* [0,80]	0,0166* [1,09]	0,00942* [1,55]	0,0181* [1,71]
GRO	0,00583 [0,94]	0,00267 [0,79]	0,00294 [0,83]	0,0055 [1,29]
LIQ	-0,000484 [0,02]	-0,0112 [1,03]	-0,0120** [2,23]	-0,00602* [0,58]
VOL	-0,000121 [-1,33]	0,000118 [-1,36]	-0,000110* [-1,72]	-0,0000954*** [-2,66]
MTR	0,00146*** [2,80]	0,000807** [2,26]	0,000919** [2,56]	0,000402* [1,15]
Hệ số chặn	-0,0436 [-0,93]	-0,0710*** [-3,80]	-0,0733*** [-7,17]	-0,0980*** [-5,94]

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%; [] là giá trị của sai số chuẩn

Nguồn: Tác giả tính toán.

Hình 1: Hệ số biến TDR trên các phân vị

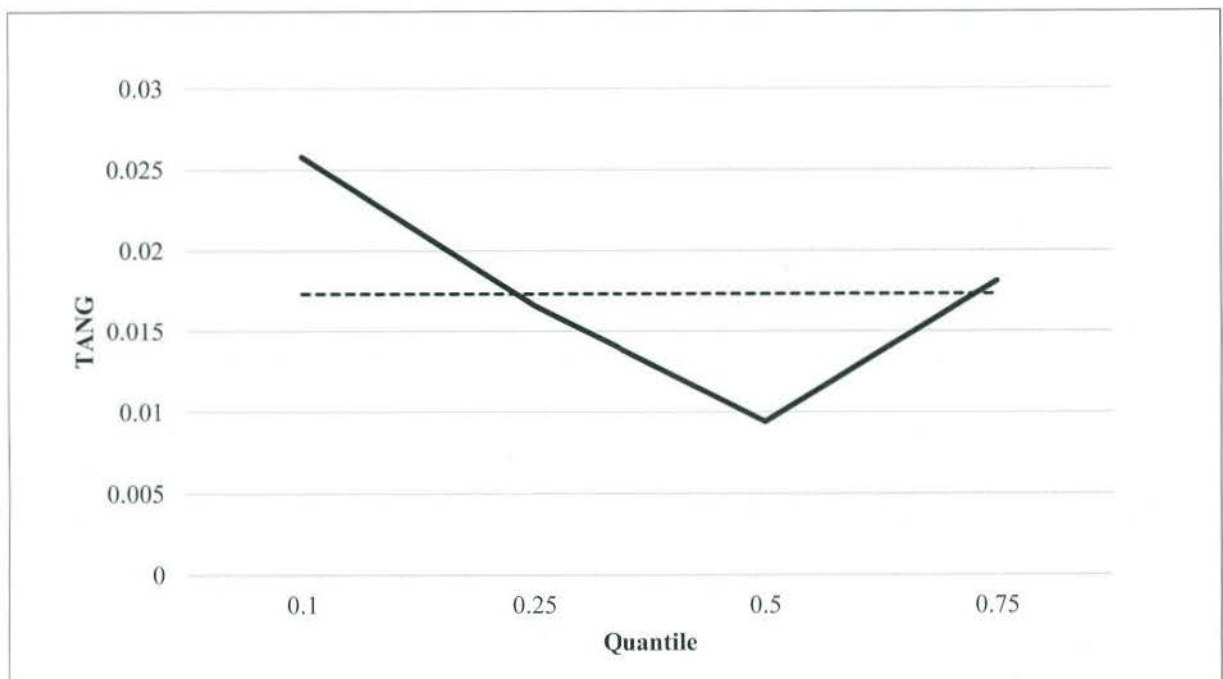


các phân vị khác nhau. Đường thẳng nằm ngang trên Hình 1 cho biết mức tác động chung của TDR đến giá trị kỳ vọng của ROE, chính là kết quả thu được từ phương pháp FGLS trong Bảng 4. Đường gấp khúc thể hiện sự thay đổi của hệ số biến TDR trên các phân vị khác nhau. Tác động của TDR đến ROE là dương và có ý nghĩa thống kê trên tất cả các phân

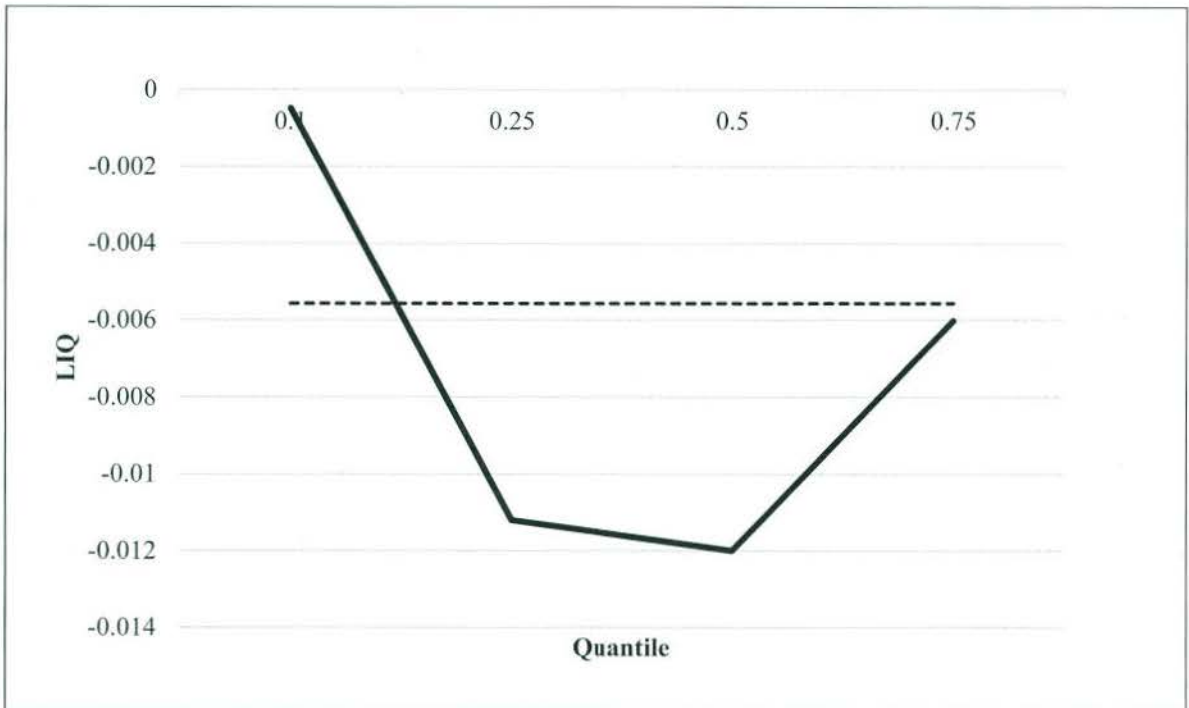
vị. Tuy nhiên, ở phân vị càng cao, tác động của TDR đến ROE càng mạnh, cao nhất là ở phân vị 0,75 và thấp nhất là ở phân vị 0,1 của ROE.

Cơ cấu tài sản (TANG), kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ tích cực giữa cơ cấu tài sản với hiệu quả hoạt động tại mức ý nghĩa 10% ở phân vị 0,75.

Hình 2: Hệ số biến TANG trên các phân vị



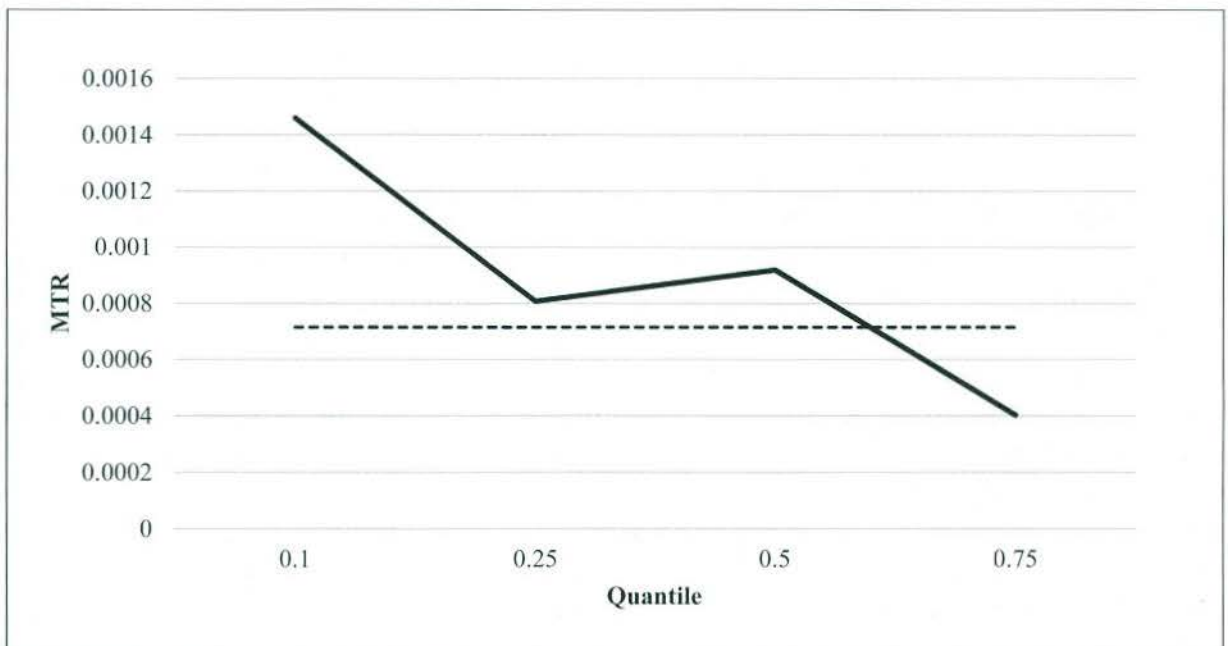
Hình 3: Hệ số biến LIQ trên các phân vị



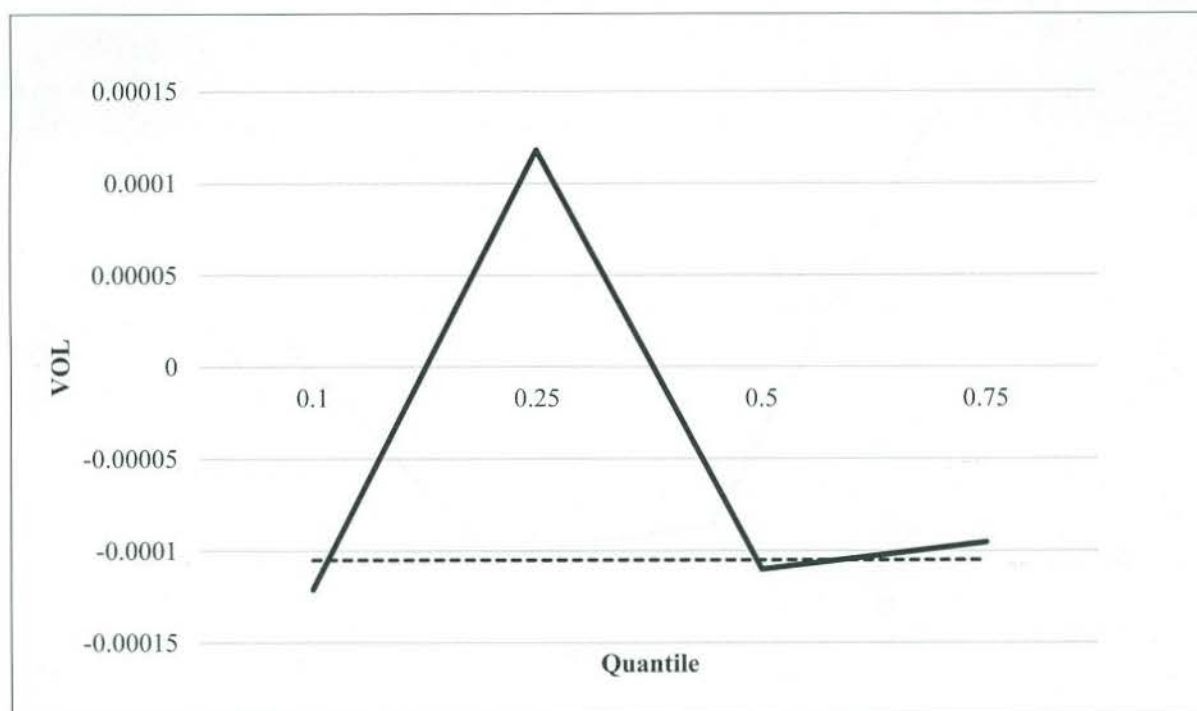
Hàm ý của kết quả này là các công ty có tỷ trọng tài sản cố định càng lớn thì hiệu quả hoạt động càng cao. Vấn đề này được giải thích rằng, các doanh nghiệp có giá trị tài sản cố định lớn thường có công suất hoạt động cao, doanh thu lớn, lợi nhuận và hiệu quả hoạt động qua đó cũng được cải thiện. Ngoài ra, tài sản cố định sẽ là tài sản thế chấp đảm

bảo rủi ro cho bên cho vay. Do đó, công ty có tài sản hữu hình lớn sẽ sử dụng để thế chấp vay vốn dễ dàng hơn. Kết quả này phù hợp với lý thuyết TOT và nghiên cứu của Chinaemerem & Anthony (2012) nhưng ngược lại với quan điểm của Do & Wu (2015), Vătavu (2015). Hình 2 biểu diễn hệ số hồi quy của ROE theo TANG trên các phân vị. Xu

Hình 4: Hệ số biến MTR trên các phân vị



Hình 5: Hệ số biến VOL trên các phân vị



hướng của đường gấp khúc trong Hình 2 cho thấy ở phân vị càng cao thì tác động của TANG đến ROE càng yếu. Mức tác động cao nhất ở phân vị 0,1, thấp nhất là ở phân vị 0,5 của ROE.

Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng thanh khoản (LIQ) tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động với mức ý nghĩa 5% ở phân vị 0,5 và 0,75. Theo lý thuyết POT, các công ty có nhiều tài sản thanh khoản cao khi phát sinh nhu cầu vốn dài hạn thì có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội bộ hơn là nguồn vốn bên ngoài. Khi đó chi phí tài chính cao do chi phí sử dụng vốn của vốn cổ phần cao hơn chi phí sử dụng vốn từ bên ngoài, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ giảm. Mặt khác, doanh nghiệp dự trữ nhiều tài sản có tính thanh khoản cao thì khả năng sinh lời thấp đặc biệt là tiền mặt. Do đó, sẽ có xu hướng giảm hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với quan điểm của Do & Wu (2015), Vătavu (2015).

Về thuế thu nhập doanh nghiệp (MTR), khi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tăng thì thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp cao, doanh nghiệp có xu hướng vay nợ nhiều hơn để hưởng lợi ích từ thuế, hiệu quả hoạt động sẽ tăng. Kết quả này phù hợp với lý thuyết MM, TOT tĩnh và các nghiên cứu của Vătavu (2015), Antwi & cộng sự (2016).

Rủi ro kinh doanh (VOL) là việc xem xét sự

không chắc chắn trong dòng thu nhập từ các hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy rủi ro kinh doanh có tác động tiêu cực đến hoạt động ở phân vị 0,5; 0,75 và có ý nghĩa thống kê, phù hợp với nghiên cứu của Le (2015). Tuy nhiên, tác động tiêu cực này có xu hướng giảm dần ở các phân vị cao. Theo lý thuyết TOT tĩnh, mỗi ngành có đặc thù riêng nên chịu những rủi ro kinh doanh khác nhau. Do đó, nếu rủi ro kinh doanh càng lớn thì chi phí phá sản càng tăng và chi phí đại diện liên quan đến việc sử dụng nợ vay cũng nhiều hơn. Vì vậy, công ty có xu hướng sử dụng nợ vay ít hơn, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm. Kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Seetanah & cộng sự (2014), Do & Wu (2015).

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Khi xét giá trị kỳ vọng của hiệu quả hoạt động, kết quả phân tích bằng FGLS thể hiện các yếu tố cấu trúc vốn, cơ cấu tài sản, rủi ro kinh doanh và thuế thu nhập doanh nghiệp thực sự có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức tác động của các yếu tố này khác nhau ở các phân vị khác nhau.

Ở phân vị 0,10 và 0,25 của biến hiệu quả hoạt động, cấu trúc vốn và thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động. Điều này có nghĩa là ở mức phân vị 0,10 và 0,25 thì việc

tăng sử dụng nợ và thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp sẽ dẫn đến sự gia tăng tương ứng trong hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, mức độ tác động của cấu trúc vốn ở phân vị 0,25 cao hơn so với phân vị 0,10.

Ở phân vị 0,5 và 0,75 thì hiệu quả hoạt động tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp nhưng tỷ lệ nghịch với khả năng thanh toán và rủi ro kinh doanh. Kết quả này cho thấy để cải thiện mức phân vị 0,5 và 0,75, doanh nghiệp nên gia tăng sử dụng nợ và tích cực thực hiện các nghĩa vụ về thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp. Đồng thời, doanh nghiệp cần kiểm soát rủi ro kinh doanh và việc gia tăng các tài sản có tính thanh khoản cao (phù hợp với lý thuyết POT). Ở hai phân vị này, mức tác động tác động của cấu trúc vốn ở phân vị này cao hơn rất nhiều so với hai phân vị trước, mức tác động của phân vị 0,75 cũng cao hơn so với phân vị 0,5. Kết quả này càng chứng minh sự tồn tại của lý thuyết MM, TOT tĩnh tại Việt Nam rõ hơn, lý thuyết này ủng hộ việc sử dụng nợ vay hơn so với sử dụng vốn cổ phần.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Bài viết sử dụng số liệu của 81 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam để nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động. Số liệu được phân tích bằng kỹ thuật hồi quy với dữ liệu bảng để xác định các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động kỳ vọng. Bên cạnh đó, hồi quy phân vị cũng được áp dụng để phân tích chi tiết hơn sự tác động của các yếu tố này đến hiệu quả hoạt động trên từng phân vị.

Kết quả nghiên cứu cho thấy kỳ vọng về hiệu quả hoạt động chịu sự tác động của cấu trúc vốn, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, thuế thu nhập doanh nghiệp và rủi ro kinh doanh. Trong đó, khả năng thanh toán, rủi ro kinh doanh tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Trên từng phân vị khác nhau thì mức độ tác động của từng yếu tố cũng khác nhau. Ở phân vị càng cao thì tác động của cấu trúc vốn, cơ cấu tài sản và nghĩa vụ thuế thu nhập doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động càng mạnh trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Ngược lại, trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, khả năng thanh toán và rủi ro kinh doanh càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng thấp và ở phân vị càng thấp thì mức suy giảm của hiệu quả hoạt động càng nhiều. Từ kết quả trên, cho thấy bằng chứng lý thuyết POT, lý thuyết TOT tĩnh, lý thuyết chi phí đại

diện đang chi phối các quyết định về cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

5.2. Gợi ý chính sách và kiến nghị giải pháp

Kết quả nghiên cứu hồi quy phân vị, có sự phân hóa mạnh mức tác động của các yếu tố trên từng nhóm doanh nghiệp theo phân vị của hiệu quả hoạt động. Nghĩa là tín hiệu này sẽ khác nhau khi xét ở từng phân vị khác nhau. Do vậy, để đạt được mức hiệu quả cao nhất, nhà quản trị nên chú trọng đến các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động tương ứng với phân vị của doanh nghiệp mình. Đối với doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động ở tất cả các phân vị nên gia tăng sử dụng nợ hơn là vốn cổ phần và tích cực thực hiện các nghĩa vụ về thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp. Bên cạnh đó, đối với các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động ở phân vị 0,5 và phân vị 0,75 ngoài việc tăng cường hai yếu tố trên cần kiểm soát những biến cố có khả năng xảy ra do rủi ro kinh doanh và cần trọng trong việc đầu tư các tài sản có tính thanh khoản cao.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, cấu trúc vốn tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động, tuy nhiên, không nên vay nợ bằng mọi giá, càng không thể coi việc vay nợ là một cứu cánh để tận dụng lợi ích từ thuế mà không chú ý đến việc đầu tư các dự án có tính sinh lời cao, đảm bảo sự tăng trưởng bền vững về hiệu quả hoạt động. Bên cạnh đó, khi xây dựng chính sách lựa chọn cấu trúc vốn nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp cần chú ý đến tình hình kinh tế vĩ mô của doanh nghiệp và vĩ mô của thị trường, đặc thù nền kinh tế tại Việt Nam và rủi ro kinh doanh của ngành để dự báo mục tiêu tăng trưởng cũng như đưa ra quyết định về xây dựng nguồn vốn hợp lý.

Thị trường tài chính của Việt Nam chưa phát triển, doanh nghiệp vẫn đối mặt với khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn để mở rộng sản xuất, nâng cao hiệu quả hoạt động. Do đó, Chính phủ cần tiếp tục đẩy mạnh tự do hóa khu vực tài chính nhằm tăng cường tính cạnh tranh giữa các định chế tài chính, khuyến khích đổi mới, nâng cao chất lượng dịch vụ để đáp ứng tốt hơn nhu cầu vốn của doanh nghiệp.

Hoàn thiện hệ thống pháp luật đối với doanh nghiệp, đặc biệt chính sách thuế thu nhập. Luật thuế của Việt Nam nên được xây dựng một cách đồng nhất, tránh sửa đổi nhiều lần khiến doanh nghiệp không cập nhật và nắm bắt kịp chính sách mới, ảnh hưởng bất lợi đến các quyết định tài chính.

Tài liệu tham khảo

- 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, 137 – 155.
- Antwi S., Mills E. F. E. A. & Zhao P. X. (2012), 'Capital structure and firm value: Empirical evidence from Ghana', *International Journal of Business and Social Science*, 3(22), 103-111.
- Berzkalne I. (2015), 'Company's capital structure and value: A panel threshold regression analysis', *Applied Economics: Systematic Research*, 9(1), 77-94.
- Bhardwaj A., Chaudhary V. & Bargal H. (2010), 'An analysis of the debt equity structure of selected Pharmaceutical firms in India', *Summer Internship Society*, 2, 154-160.
- Chinaemerem C. O. & Anthony O. (2012), 'Impact of capital structure on the financial performance of Nigerian firms', *Arabian Journal of Business and Management*, 1 (12), 43-61.
- Do Xuan Quang & Wu Zhong Xin (2015), 'Measuring impact of capital structure on financial performance of Vietnamese Soes', *Innovative Journal of Business and Management*, 4, 114-117.
- Ebaid, I. E. S. (2009), 'The impact of capital-structure choice on firm performance: Empirical evidence from Egypt', *Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487.
- Jensen, M. C. (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Koenker R. & Bassett G. Jr. (1978), 'Regression Quantiles', *Econometrica*, 46(1), 33-50.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973), 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *Journal of Finance*, 28, 923-931.
- Khan, A. G. (2012), 'The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan', *International Journal of Accounting and Financial*, 2 (1), 245-262.
- Le Thi Phuong Vy (2015), 'Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms', doctoral dissertation, University of Western Sydney.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958), 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963), 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nour A. (2012), 'Capital structure & firm performance: Evidence from Palestine stock exchange', *Journal of money, Investment and Banking*, 23, 109-117.
- Nguyen Thanh Cuong (2014), 'Threshold Effect of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Seafood Processing Enterprises in the South Central Region of Vietnam', *International Journal of Finance & Banking Studies*, 3(3), 14-29.
- Phillips, P., & Sipahioglu, M. (2004), 'Performance implications of capital structure: Evidence from quoted UK organizations with hotel interests', *The Service Industries Journal*, 24(5), 31-51.
- Seetanah B., Seetah K., Appadu K. & Padachi K. (2014), 'Capital structure and firm performance: Evidence from an Emerging economy', *The Business and Management Review*, 4, 185-196.
- Tiwari A. K. (2015), 'Determinants of capital structure: A quantile regression analysis', *Studies in Business and Economics*, 10, 16-34.
- Vătavua S. (2015), 'The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies', *Procedia Economics and Finance*, 32, 1314-1322.