

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**



NGUYỄN TẤN VINH

**CẤU TRÚC VỐN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA
CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI**

Chuyên ngành: TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

Mã số: 60.34.20

TÓM TẮT LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH

Đà Nẵng - Năm 2011

Công trình được hoàn thành tại
ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

Người hướng dẫn khoa học: **PGS.TS. LÊ HUY TRỌNG**

Phản biện 1: **TS.VÕ THỊ THUÝ ANH**

Phản biện 2: **TS. NGUYỄN PHÚ THÁI**

Luận văn được bảo vệ tại Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp thạc sĩ Quản trị kinh doanh họp tại Đại Học Đà Nẵng vào ngày 31 tháng 12 năm 2011.

** Có thể tìm hiểu luận văn tại:*

- Trung tâm Thông tin - Học liệu, Đại Học Đà Nẵng
- Thư viện trường Đại học Kinh Tế, Đại học Đà Nẵng.

MỞ ĐẦU

1. Lý do chọn đề tài:

Có tồn tại một cấu trúc tài chính tối ưu đối với mỗi doanh nghiệp hay không và nếu có thì ảnh hưởng của nó đối với giá trị doanh nghiệp như thế nào luôn là chủ đề bàn cãi trong cộng đồng tài chính trong nhiều thập kỷ qua. Năm 1958 Modigliani và Miller đã công bố công trình nghiên cứu của họ “The cost of capital, corporation finance and theory of investment” trên tạp chí American Economic review với kết quả là với điều kiện thị trường vốn hoàn hảo không có thuế, không có chi phí giao dịch, không tồn tại thông tin bất đối xứng, có kỳ vọng thị trường đồng nhất thì giá trị công ty độc lập với cấu trúc vốn. Công trình trên đã đóng góp vào quá trình hình thành học thuyết cấu trúc vốn hiện đại.

Trong thực tế, nhà quản trị thành công là người có thể xác định được cấu trúc vốn tối ưu bằng cách tối thiểu hóa chi phí tài chính của công ty do đó tối đa hóa lợi nhuận công ty. Có thể thấy, cấu trúc vốn ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động công ty.

Tuy nhiên, những bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của công ty ở Việt Nam không nhiều và có một số hạn chế. Trong phạm vi kiến thức của mình, tác giả thực hiện đề tài **“Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội”**, qua đó khảo sát sự tác động của các yếu tố: lợi nhuận, quy mô, tăng trưởng và tài sản hữu hình đến cấu trúc vốn cũng như sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội để nghiên cứu và viết luận văn tốt nghiệp.

2. Mục đích nghiên cứu:

- Xác định sự ảnh hưởng của các nhân tố: lợi nhuận, quy mô, cơ hội tăng trưởng, giá trị tài sản hữu hình đối với cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội.
- Xác định sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội.

3. Cách tiếp cận, đối tượng và phạm vi nghiên cứu:

- Cách tiếp cận
 - + Tìm hiểu dữ liệu thông qua các báo cáo tài chính các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội.
 - + Tiếp cận các nghiên cứu khoa học của các nhà khoa học trong và ngoài nước về cấu trúc vốn.
 - + Tiếp cận các lý thuyết cơ bản về cấu trúc vốn
- Đối tượng nghiên cứu: Tất cả các công ty phi tài chính trên sàn chứng khoán Hà Nội đến đầu năm 2010.
- Phạm vi nghiên cứu:

Về mặt nội dung, đề tài nghiên cứu một số vấn đề về Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội,

Số liệu được sử dụng là dữ liệu khai thác từ báo cáo tài chính 2009 đã kiểm toán và giá trị thị trường của cổ phiếu của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội .

4. Phương pháp nghiên cứu:

Đề tài sử dụng các phương pháp chủ yếu sau:

- + Nghiên cứu định lượng được dựa trên mô hình hồi quy tuyến tính để ước lượng mối quan hệ giữa lợi

nhuận, quy mô, mức tăng trưởng, giá trị tài sản hữu hình và cấu trúc vốn; cũng như mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và giá trị thị trường của công ty.

- + Tác giả đã sử dụng những công cụ phân tích dữ liệu để thực hiện nghiên cứu như là: thống kê mô tả, mô hình hồi quy với chương trình SPSS.

5. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài:

Hệ thống hóa các kết quả nghiên cứu trên thế giới cũng như trong nước về cấu trúc tài chính doanh nghiệp để làm cơ sở nghiên cứu cho chủ đề này.

Xác định sự ảnh hưởng của các nhân tố: lợi nhuận, quy mô, cơ hội tăng trưởng, giá trị tài sản hữu hình đối với cấu trúc vốn và ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị thị trường của công ty trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Đề xuất một số giải pháp để các công ty trên thị trường chứng khoán Hà Nội có định hướng trong việc xác định cơ cấu tài chính của mình.

1. Bố cục của đề tài

Ngoài phần mở đầu, kết luận, tài liệu tham khảo, phụ lục, đề tài gồm 3 chương:

- Chương 1: Giới thiệu Cơ sở lý luận về cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
- Chương 2: Nêu đặc điểm cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội.
- Chương 3: Xác định nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội và đưa ra các khuyến nghị.

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG

1.1. Tổng quan về cấu trúc tài chính doanh nghiệp

1.1.1. Khái niệm về tài chính doanh nghiệp

Tài chính là một phạm trù kinh tế, đồng thời là một phạm trù lịch sử vì nó phát sinh, tồn tại và phát triển cùng gắn liền với sự ra đời, tồn tại và phát triển của Nhà nước và của nền kinh tế hàng hóa - tiền tệ.

Hoạt động huy động hay còn gọi là chức năng tài trợ của tài chính là quá trình tạo ra các quỹ tiền tệ từ các nguồn lực bên trong và bên ngoài để đảm bảo hoạt động SXKD của doanh nghiệp trong lâu dài và với chi phí thấp nhất

Như vậy, quá trình huy động và sử dụng vốn phản ánh hoạt động tài chính nhằm tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Từ những chức năng trên cho thấy bản chất của tài chính là các quan hệ kinh tế tiền tệ thông qua hoạt động huy động và sử dụng vốn của doanh nghiệp.

1.1.2. Cấu trúc tài chính doanh nghiệp

1.1.2.1. Khái niệm cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Có rất nhiều khái niệm về cấu trúc tài chính doanh nghiệp, tuy nhiên ta có thể tóm lại:

“Cấu trúc tài chính doanh nghiệp là quan hệ tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu phục vụ cho quá trình tài trợ của doanh nghiệp, còn cấu trúc vốn được hiểu là quan hệ tỷ lệ giữa nợ trung dài hạn và vốn chủ sở hữu”.

1.1.2.2. Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

Các chỉ tiêu sử dụng phổ biến nhất trong các nghiên cứu về cấu trúc tài chính, đó là chỉ tiêu tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, chỉ tiêu này phản ánh mối quan hệ giữa nợ phải trả, bao gồm cả nợ ngắn hạn và trung dài hạn trên tổng tài sản.

Chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên vốn CSH phản ánh tính tự chủ tài chính của doanh nghiệp phản ánh năng lực tài chính, khả năng chủ động của doanh nghiệp về nguồn vốn kinh doanh trong quá trình hoạt động SXKD và đầu tư của doanh nghiệp, còn được gọi là đòn cân nợ.

- Nguồn vốn chủ sở hữu
- Nợ phải trả bao gồm:
 - + Nợ ngắn hạn
 - + Nợ trung và dài hạn

Sự khác nhau cơ bản của hai nguồn vốn vay này chính là trách nhiệm pháp lý của doanh nghiệp khi sử dụng.

1.1.2.3. Quan hệ giữa cấu trúc tài sản và cấu trúc nguồn vốn

Quan hệ tổng quát nhất phản ánh cấu trúc tài chính của doanh nghiệp chính là quan hệ giữa vốn CSH và nguồn vốn vay của doanh nghiệp.

Về mặt bản chất cấu trúc tài chính là quan hệ giữa nguồn vốn chủ sở hữu và vốn vay của doanh nghiệp được thể hiện bằng chỉ tiêu tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ phải trả nên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

1.2. Một số kết quả nghiên cứu thực tế về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp

1.2.1. Về quy mô của doanh nghiệp.

Dựa trên những kết quả nghiên cứu chủ yếu đối với nhiều nước khác nhau chúng ta thấy rằng quy mô của doanh nghiệp ít ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng không đáng kể đối với cấu trúc tài chính doanh nghiệp.

1.2.2. Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Phần lớn các nghiên cứu đều cho rằng nếu như doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả, có lợi nhuận lớn thì sẽ tạo ra các quỹ cần thiết dành cho đầu tư hơn là các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kinh doanh thấp.

1.2.3. Rủi ro hoạt động kinh doanh.

Bradley Jarrel và Kim (1984) tìm thấy một mối tương quan ngược giữa hai biến này: rủi ro càng lớn thì tỷ lệ nợ càng thấp. Kim và Sorenson (1986) tìm thấy một quan hệ cùng chiều giữa rủi ro và tỷ lệ nợ. Như vậy, những nghiên cứu về ảnh hưởng của rủi ro đối với chính sách nợ còn chưa thống nhất là đôi khi còn trái ngược nhau.

1.2.4. Cơ cấu tài sản.

Ảnh hưởng của cơ cấu tài sản đến cấu trúc tài chính thể hiện ở chỗ, một mặt tài sản cố định vừa có ý nghĩa về giá trị thế chấp cho các khoản vay nên có tác dụng làm giảm mức thiệt hại đối với chủ nợ một khi rủi ro xảy ra làm cho doanh nghiệp mất khả năng thanh toán, mặt khác, đối với những doanh nghiệp thuộc những ngành đòi hỏi đầu tư lớn về tài sản cố định hàm chứa một nguy cơ rủi ro lớn do tác động của đòn cân định phí cùng với tính chất thanh khoản rất thấp của tài sản cố định nên sẽ gây khó khăn cho doanh nghiệp khi chuyển hướng hoạt động nên có tỷ lệ nợ thấp.

1.3. Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó giá trị công ty là lớn nhất, hay nói cách khác là chi phí tài chính là nhỏ nhất và do vậy cũng làm tối đa hóa doanh thu của doanh nghiệp. Nếu cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, thì cơ cấu vốn cũng sẽ tác động đến sức khỏe tài chính cũng như khả năng phá sản của doanh nghiệp.

Hiệu quả hoạt động tài chính như tối đa hóa lợi nhuận, tối đa hóa lợi nhuận trên tài sản, và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả của doanh nghiệp.

Việc đo lường hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty mà mục tiêu này có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động của công ty và sự phát triển của thị trường chứng khoán và thị trường vốn. Những đo lường hiệu quả hoạt động theo kế toán. Ngoài ra, còn có các đo lường hiệu quả hoạt động khác được gọi là đo lường hiệu quả hoạt động thị trường, như là giá mỗi cổ phần trên thu nhập mỗi cổ phần (P/E), tỷ số giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVR), và chỉ số Tobin's Q. Hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA và ROE thường được sử dụng nhiều nhất.

Nghiên cứu của Rami Zeitun (2007) cho thấy cơ cấu vốn có tác động hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi đo lường theo kế toán và theo chỉ số thị trường. Tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động dương đến hiệu quả theo thị trường của doanh nghiệp (đo lường bằng chỉ số Tobin's Q).

Nghiên cứu của Margaritis (2007) về mối quan hệ nhân quả giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ngược

lại cơ cấu vốn cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Như vậy, hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi cơ cấu vốn. Do vậy xem xét tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ cho chúng ta chứng cứ rõ ràng nhất về hiệu ứng của cơ cấu vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

1.4. Mô hình thực nghiệm và các chỉ tiêu đánh giá tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tian và Zeitun (2007) “xem xét ảnh hưởng của cơ cấu vốn lên hoạt động công ty ở Jordan”. Các ông cũng dùng một bảng mẫu dữ liệu thể hiện 167 công ty Jordani trong giai đoạn 1989-2003.

Hai Ông đã sử dụng mô hình thực nghiệm hình hồi quy bình phương để kiểm tra giả thiết rằng khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, quy mô, tài sản hữu hình của một công ty sẽ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Mô hình thực nghiệm được tính như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROF_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 STDVCF_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \epsilon_{it}$$

Và để kiểm tra các giả thiết rằng cơ cấu vốn của một công ty sẽ ảnh hưởng lên hiệu quả thị trường của công ty trong dữ liệu của mình. Mô hình thực nghiệm được dự tính như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Leverage_i + \beta_2 Growth_i + \beta_3 Sizer_i + \beta_4 STDVCF_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \epsilon_{it}$$

i là công ty riêng lẻ, và Y là đòn bẩy nợ của công ty. Biến số độc lập: Khả năng sinh lợi công ty (*Prof*), Tăng trưởng công ty (*Growth*), Quy mô công ty (*Sizer*), rủi ro được đo bằng độ lệch chuẩn

của dòng tiền (*STDVCF – standard deviation of cash flow*), thuế (*Tax*) và Tài sản hữu hình công ty (*Tang*).

Năm thước đo đòn bẩy nợ được các ông sử dụng: tổng nợ trên tổng tài sản (TDTA - total debt to total assets), tổng nợ trên tổng vốn sở hữu (TDTE - total debt to total equity), nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTDTA - long-term debt to total assets), nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STDTA - short-term debt to total assets) và Tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu (TDTC – total debt to total capital).

Tác giả dựa vào mô hình trên, áp dụng phân tích thị trường chứng khoán Hà Nội để đánh giá sự ảnh hưởng của các nhân tố: lợi nhuận, quy mô, cơ hội tăng trưởng, giá trị tài sản hữu hình đối với cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội và trong giới hạn đề tài tác giả chỉ nghiên cứu 1 chiều ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị thị trường của công ty trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội.

CHƯƠNG 2

ĐẶC ĐIỂM CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

2.1. Giới thiệu về Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội

Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (SGDCK Hà Nội) được thành lập theo Quyết định số 01/2009/QĐ-Từ ngày 2/1/2009 của Thủ tướng Chính phủ trên cơ sở chuyển đổi, tổ chức lại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội.

2.2. Nhiệm vụ và quyền hạn của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội

Hoạt động theo Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp, Điều lệ của Sở Giao dịch chứng khoán và các quy định khác của pháp luật có liên quan.

2.3. Về hoạt động phát hành và niêm yết chứng khoán

Ngày 31/12/2007, Giám đốc Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội đã ký Quyết định số 420/QĐ-TTGDHN về việc ban hành quy chế niêm yết chứng khoán tại sàn Hà Nội.

Thực trạng:

Đến tháng 3 năm 2010 Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội có tổng cộng 260 công ty niêm yết với tổng số gần 2 triệu cổ phiếu niêm yết với giá trị thị trường khoảng 65.000 tỷ đồng, quy mô thị trường đã tăng cao nhưng hoạt động chưa thực sự ổn định vững chắc, vẫn thể hiện một sự không ổn định trong hoạt động giao dịch của thị trường mà nguyên nhân chính vẫn phụ thuộc vào tâm lý đầu tư ngắn hạn.

Mặc dù mức vốn hoá thị trường tăng nhanh nhưng nhìn chung quy mô thị trường của Việt Nam vẫn còn nhỏ so với các nước.

Chỉ số VN-Index chưa thực sự trở thành phong vũ biểu của nền kinh tế.

Hoạt động của thị trường tự do còn rộng.

Hệ thống cơ sở hạ tầng, đặc biệt về hệ thống công nghệ thông tin của các Trung tâm GDCK có nhiều bất cập do sự phát triển quá nhanh của thị trường nên đòi hỏi cần phải có sự đầu tư, nâng cấp hệ thống theo hướng trước mắt và lâu dài.

Khả năng giám sát, cưỡng chế thực thi còn hạn chế. Sự phối hợp giữa tài chính, chứng khoán, ngân hàng trong chính sách điều hành quản lý thị trường còn hạn chế.

2.4. Đặc điểm cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội

2.4.1. Tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty niêm yết

Các công ty niêm yết có doanh thu trên 500 tỷ có xu hướng tăng cao. Điều này chứng tỏ quy mô kinh doanh của các công ty niêm yết ngày càng mở rộng và sản phẩm của công ty niêm yết làm ra được người tiêu dùng chấp nhận.

Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội hầu hết là làm ăn có lãi chiếm 98% tổng số các công ty niêm yết trên thị trường. Qua đó, cho thấy các công ty này hiện đang hoạt động rất tốt.

Như vậy, mặc dù có những biến động của môi trường kinh tế trong nước, khu vực và những bất ổn của nền kinh tế thế giới nhưng hoạt động kinh doanh của các công ty này có chiều hướng tốt, có lãi và một số công ty đạt hiệu quả kinh tế cao so với mặt bằng chung nên góp phần tạo tâm lý an tâm đầu tư vào chứng khoán của các nhà đầu tư.

2.4.1.1. Tình hình doanh thu theo ngành:

Ngành	Doanh thu trung bình	Lợi nhuận trung bình	LN/DT
Bánh kẹo	460,375,000,000	20,363,000,000	4%
Bê tông	402,349,000,000	26,255,500,000	7%
Bia rượu và nước giải khát	323,670,000,000	12,239,333,333	4%
Chế biến thực phẩm	263,406,000,000	15,372,000,000	6%
Chế biến thủy sản	213,376,666,667	5,035,666,667	2%
Chế biến và gia công thép	228,184,000,000	33,300,000,000	15%
Cơ khí	326,888,000,000	9,685,000,000	3%
Dịch vụ dầu khí	5,549,298,500,000	323,039,500,000	6%
Dược phẩm	306,964,000,000	7,673,500,000	2%
Gạch men - Đá ốp lát	239,558,636,364	18,714,181,818	8%
Hàng công nghiệp	827,370,000,000	73,858,000,000	9%
Hóa chất chuyên dụng	3,742,838,000,000	172,888,000,000	5%
Kinh doanh khí đốt	1,759,615,500,000	33,290,500,000	2%
May mặc và giày dép	264,771,000,000	13,138,500,000	5%
Nhựa xây dựng	605,006,000,000	107,675,666,667	18%
Sản phẩm nông nghiệp	357,537,000,000	13,978,000,000	4%
Sản phẩm sữa	353,856,000,000	(37,277,000,000)	-11%
Sản xuất và kinh doanh thép	1,399,660,666,667	29,155,000,000	2%
Than đá	1,765,259,800,000	62,512,000,000	4%
Thuốc lá	592,834,000,000	13,641,000,000	2%
Thương mại	1,184,281,000,000	30,560,000,000	3%
Văn hóa phẩm	154,332,000,000	9,146,000,000	6%
Vận tải	495,019,833,333	10,294,000,000	2%
Vận tải biển	287,521,666,667	(118,024,000,000)	-41%
Vật tư nông nghiệp tổng hợp	957,345,000,000	46,730,500,000	5%
Xây dựng	575,852,784,314	18,873,078,431	3%
Xi măng	668,237,222,222	53,883,111,111	8%

Như vậy, qua nghiên cứu về tình hình doanh thu và lãi trước thuế theo ngành cho thấy ngành có doanh thu cao và lợi nhuận cao chưa hẳn tỷ suất lợi nhuận đã cao như ngành dịch vụ dầu khí doanh thu là lợi nhuận là cao nhất nhưng lợi nhuận trên doanh thu ở mức thấp 6%.

2.4.1.2. Tình hình doanh thu và lãi trước thuế theo quy mô vốn điều lệ

Loại quy mô	Doanh thu TB	Lợi nhuận TB	LN/DT
VCSH trên 80 tỷ	951,170,085,366	41,139,585,366	4.33%
VCSH dưới 80 tỷ	141,159,205,882	7,165,343,137	5.08%

Hiệu quả kinh doanh chưa hẳn đã tăng theo quy mô, hay nói cách khác những công ty có quy mô lớn có những lợi thế trong kinh doanh nhưng chưa chắc đạt được hiệu quả cao hơn những công ty có quy mô nhỏ.

2.4.2. Thực trạng cấu trúc tài chính của các công ty niêm yết

2.4.2.1. Tỷ lệ nợ bình quân của các công ty niêm yết

Tỷ lệ nợ bình quân trên tổng tài sản của các công ty niêm yết là 60%. Như vậy, nếu so sánh với tỷ lệ trên tổng tài sản của 5991 doanh nghiệp Nhà nước trên toàn quốc được thống kê vào thời điểm 0 giờ ngày 1/1/2000 của Bộ tài chính là 54,1% thì tỷ lệ nợ của các công ty niêm yết là cao hơn. Điều này cho thấy các công vẫn chưa khai thác được nguồn vốn đầu tư từ các cổ đông cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

2.4.2.2. Đặc điểm cơ cấu nợ phải trả của các công ty niêm yết

Đánh giá cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xét trên cơ cấu nguồn vốn vay của doanh nghiệp phản ánh mục đích sử dụng vốn của doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ ngắn hạn là 48,8%, như vậy các đơn vị vẫn còn phụ thuộc rất nhiều vào vốn ngắn hạn, cho thấy hầu hết các

khoản vay là ngắn hạn nhằm bổ sung cho nhu cầu tài sản lưu động của doanh nghiệp. Thực tế hiện nay các công ty chỉ vay ngắn hạn từ ngân hàng là chủ yếu nhằm bổ sung cho nhu cầu về tài sản lưu động, còn nguồn vay dài hạn để đầu tư vào tài sản cố định là rất ít chỉ khoảng 11,4%. Vì vậy, để có được nguồn vốn vay dài hạn phục vụ cho nhu cầu đầu tư vào tài sản cố định để mở rộng sản xuất, đổi mới công nghệ không thể trông chờ vào ngân hàng...

Qua nghiên cứu thực trạng cấu trúc tài chính của các Công ty niêm yết cho thấy các công ty này có cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ tương đối thấp, khả năng tự chủ tài chính là khá cao và trong cơ cấu vốn vay thì chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn để bổ sung cho nhu cầu tài sản lưu động. Tuy nhiên, để đánh giá các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn trên và cấu trúc vốn trên tác động đến giá trị doanh nghiệp ta phải tiến hành phân tích cụ thể từng nhân tố cũng như từng cấu trúc vốn.

CHƯƠNG 3

XÁC ĐỊNH NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG CẤU TRÚC VỐN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

3.1. Giả thuyết và mô hình thực nghiệm

3.1.1. Mô hình 1: Mô hình đòn bẩy nợ

Giả thiết 1 là:

X1 (Biến 1): Khả năng sinh lợi của công ty có mối tương quan tích cực với cơ cấu vốn của công ty: FROF

Giả thiết 2 là:

X2 (Biến 2): Các cơ hội tăng trưởng làm giảm nợ công ty: GROWTH

Giả thiết 3 là:

X3 (Biến 3): Quy mô công ty được kỳ vọng có ảnh hưởng tích cực lên cơ cấu vốn công ty: SIZEL

Giả thiết 4 sẽ là:

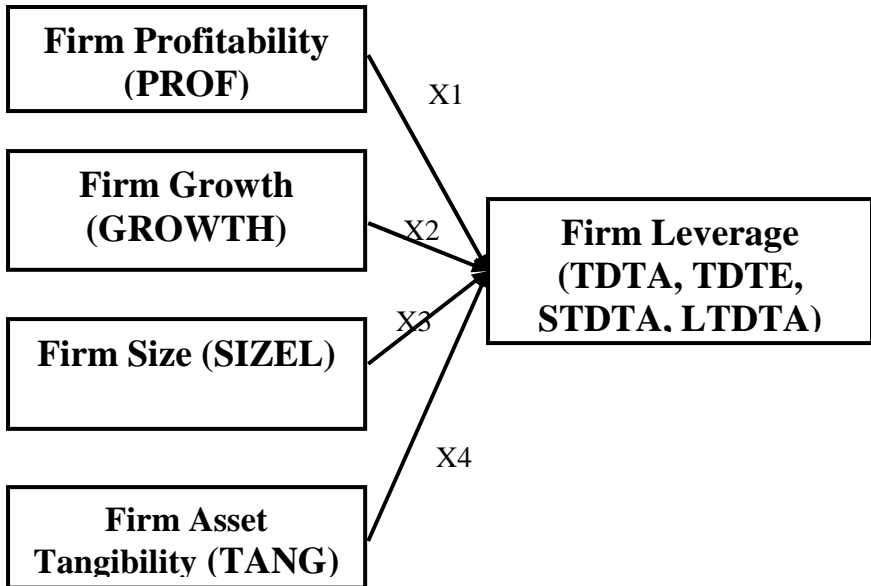
X4 (Biến 4): Tài sản hữu hình được cho là có mối quan hệ tích cực với nợ doanh nghiệp: TANG

Tác giả sử dụng mô hình hồi quy bình phương để kiểm tra giả thiết rằng khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, quy mô, tài sản hữu hình của một công ty sẽ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trong dữ liệu của tác giả. Mô hình thực nghiệm được tính như sau:

$$\text{Mô hình 1: } Y_i = \beta_0 + \beta_1 PROF_i + \beta_2 Growth_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 TANG_i + \epsilon_i$$

Tác giả đề cập đến i là công ty riêng lẻ, và Y là đòn bẩy nợ của công ty i .

- I. Biến số phụ thuộc: Cơ cấu vốn công ty được đo lường cách khác bằng Tổng nợ trên tổng tài sản (TDTA), tổng nợ trên tổng vốn sở hữu (TDTE), nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTDTA), và nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STDTA).
- II. Biến số độc lập: Khả năng sinh lợi công ty (*Prof*), Tăng trưởng công ty (*Growth*), Quy mô công ty (*SizeI*), Tài sản hữu hình công ty (*Tang*)



3.1.2. Mô hình 2: Mô hình giá trị công ty

Hiệu quả hoạt động công ty có thể bị ảnh hưởng bởi sự chọn lựa cơ cấu vốn và theo cấu trúc của kỳ hạn thanh toán nợ. Nợ đến hạn thanh toán ảnh hưởng đến các phương án đầu tư công ty. Vì vậy, nghiên cứu tác động của các biến số cơ cấu vốn lên hoạt động công ty sẽ cho ta bằng chứng về hiệu quả của cơ cấu vốn lên hoạt động của công ty.

Tác giả dùng thước đo hoạt động thị trường doanh nghiệp truyền thống là P/E. P/E được dùng như một thước đo hoạt động thị trường có thể làm sáng tỏ hoạt động của thị trường chứng khoán.

Giả thiết 2 là:

X5: Cơ cấu vốn công ty không ảnh hưởng đến hoạt động của thị trường: (TDTA, TDTE, STDTA, LTDTA)

Giả thiết 3 là:

X6: Các cơ hội tăng trưởng làm gia tăng hiệu quả thị trường công ty: GROWTH

Giả thiết 4 là:

X7: Quy mô công ty được cho là có ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả thị trường của công ty: SIZEL

Giả thiết 5 là:

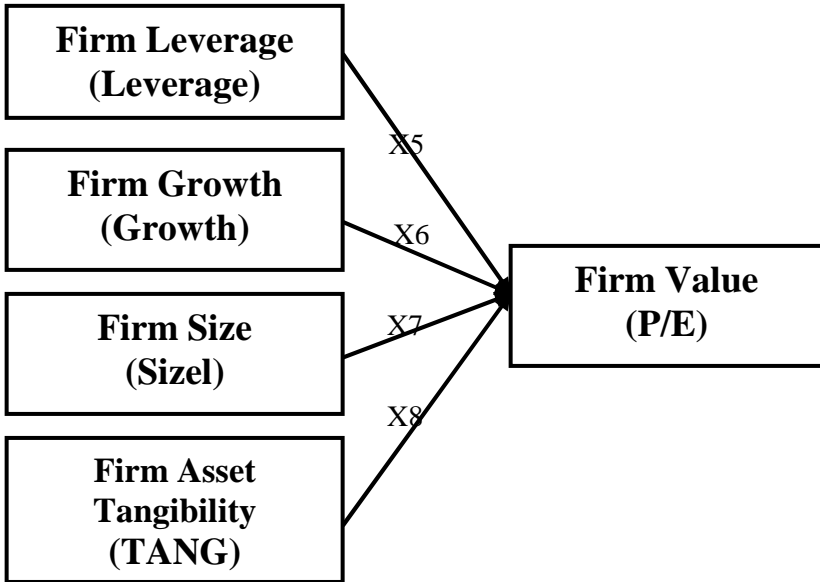
X8: Tài sản hữu hình được cho là có mối quan hệ tích cực lên hiệu quả thị trường của Công ty: TANG

Tác giả sử dụng mô hình hồi quy bình phương để kiểm tra các giả thiết rằng cơ cấu vốn của một công ty sẽ ảnh hưởng lên hiệu quả thị trường của công ty trong dữ liệu của mình. Mô hình thực nghiệm được dự tính như sau:

$$\text{Mô hình 2: } Y_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Leverage}_i + \beta_2 \text{Growth}_i + \beta_3 \text{Sizel}_i + \beta_4 \text{TANG}_i + \varepsilon_i$$

Ở đây i là công ty, và y sẽ là P/E cho công ty i để xem là thước đo hiệu quả thị trường.

- I. Biến số phụ thuộc: Giá trị công ty được đo lường bởi P/E.
- II. Biến số độc lập: Đòn bẩy nợ công ty, Tăng trưởng công ty, Quy mô công ty, Tài sản cố định.



3.2. Thiết kế và kết quả nghiên cứu

3.2.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu báo cáo cân đối kế toán đến 31 tháng 12 năm 2009 và giá trị thị trường của 290 công ty được liệt kê trong thị trường chứng khoán Hà Nội (HNX). Dữ liệu cần lấy bao gồm các thông tin chi tiết của mỗi công ty và các các số liệu lấy từ các quyết toán.

3.2.2. Bố cục

3.2.2.1. Mẫu sử dụng nghiên cứu

Sau khi thu thập dữ liệu, tác giả loại ra 2 ngân hàng 16 công ty tài chính, 88 công ty không công bố thông tin tài chính không đầy đủ đến 31/12/2009 tại thời điểm tác giả thu thập dữ liệu, 9 công ty có

biến ngoại sinh. Vì thế, hồ sơ dữ liệu chỉ bao gồm 175 công ty liệt kê trong HNX.

3.2.2.2. Phương pháp phân tích dữ liệu

3.3. Số đo các biến số trong mô hình 1

3.3.1. Các biến số phụ thuộc

Cấu trúc vốn của công ty (biến phụ thuộc)	Ký hiệu
Total Debt to Total Assets	TDTA
Total Debt to Total Equity	TDTE
Long-term Debt to Total Assets	LTDTA
Short-term Debt to Total Assets	STDTA

3.3.2. Các biến số độc lập

Biến độc lập	Ký hiệu
Hiệu quả công ty được xác định bởi lợi nhuận	PROF
Cơ hội tăng trưởng	GROWTH
Quy mô doanh nghiệp	SIZEL
Tài sản cố định	TANG

3.4. Số đo các biến số trong mô hình 2

3.4.1. Các biến số phụ thuộc

Hiệu quả công ty (Biến phụ thuộc)	Symbol
Giá cổ phiếu trên thu nhập của mỗi cổ phiếu	PE

3.4.2. Các biến số độc lập

Biến độc lập	Symbol
Tổng nợ trên tổng tài sản - Total Debt to Total Assets	TDTA
Tổng nợ trên tổng vốn CSH - Total Debt to Total Equity	TDTE

Nợ dài hạn trên tổng tài sản - Long-term Debt to Total Assets	LTDTA
Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản - Short-term Debt to Total Assets	STDTA
Cơ hội tăng trưởng - Growth Opportunities	GROWTH
Quy mô - Firm Size	SIZEL
Tài sản cố định	TANG

3.5. Sơ đồ nghiên cứu

3.6. Tóm tắt thiết kế

Nghiên cứu này được thực hiện theo phương pháp nghiên cứu định lượng với kích cỡ mẫu là $n = 175$. Đối tượng của nghiên cứu là tất cả các công ty được liệt kê trong Thị Trường Chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn đầu năm 2010. Các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động được đo bằng giá mỗi cổ phiếu trên thu nhập của mỗi cổ phiếu (P/E). Các yếu tố đòn bẩy được đo bằng TDTA, TDTE, LTDTA, STDTA. Tác giả cũng được sử dụng các biến khác để tìm hiểu hiệu quả của chúng đối với các hoạt động của công ty và cơ cấu vốn công ty: GROWTH, SIZEL TANG.

3.7. Các kết quả thực nghiệm của nghiên cứu

3.7.1. Đặc điểm mẫu nghiên cứu

3.7.2. Số liệu mô tả

3.7.2.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Dữ liệu miêu tả của lực đòn bẩy chỉ ra rằng các công ty Việt Nam trong thị trường chứng khoán Hà Nội đáp ứng nợ ngắn hạn hơn là nợ dài hạn như là nguồn vốn chính cho các hoạt động kinh doanh của họ. Bởi vì thị trường chứng khoán, thị trường cổ phiếu và thị trường vốn hỗ trợ không phát triển, hệ thống ngân hàng thương mại

đóng vai trò quan trọng trong việc cho các công ty Việt Nam vay tiền.

3.7.2.2. Xét tính tương quan giữa các biến cố định

Các biến số có thể giải thích được trong mô hình 1. Kết quả cho thấy rằng có mối liên quan giữa tăng trưởng và lợi nhuận, kích cỡ và lợi nhuận, ngoại trừ tài sản cố định thì không thể hiện tính tương quan đối với các biến còn lại.

Các biến số có thể giải thích được trong mô hình 2. Kết quả cho thấy rằng có mối liên quan tích cực giữa quy mô và TDTE, TDTA, LTDTA, STDTA.

3.8. Phân tích hồi quy

3.8.1. Mô hình 1: Mô hình đòn bẩy

Lợi nhuận của công ty là yếu tố quyết định có tác động mạnh mẽ nhất đối với cơ cấu vốn của công ty. Phát hiện này hoàn toàn phù hợp với các công ty tại Việt Nam, đối với các công ty tại Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào vốn vay thì lợi nhuận càng cao thì nợ vay ngắn hạn càng nhiều. Cùng xu hướng với việc tăng lợi nhuận là tăng doanh thu tức quy mô công ty có ảnh hưởng tích cực và quan trọng đến các số đo đòn bẩy TDTA, STDTA. Hơn nữa, tài sản cố định của công ty làm giảm mức độ đòn bẩy của công ty. Các kết quả hồi quy cũng chỉ ra rằng các cơ hội phát triển có ảnh hưởng tiêu cực đến cấu trúc vốn của công ty Việt Nam.

3.8.2. Mô hình 2: Mô hình giá trị công ty

Đối với thị trường chứng khoán Hà Nội cơ cấu vốn của một công ty không là nhân tố quyết định đến hoạt động thị trường của công ty đó. Việc không có tác động quan trọng của số đo hoạt động thị trường của P/E chỉ ra rằng thị trường tài sản Việt Nam không hiệu quả.

KẾT LUẬN

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của hoạt động của các công ty trên cơ cấu vốn của các công ty kết hợp với các biến số khác như quy mô công ty, cơ hội phát triển và tài sản cố định, và ảnh hưởng mà cơ cấu vốn của công ty tác động đến giá trị của công ty trên thị trường chứng khoán Hà Nội.

Nghiên cứu này cố gắng giải đáp về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hoạt động thị trường của công ty được liệt kê trong thị trường chứng khoán thành phố Hà Nội. Nghiên cứu này sử dụng các số đo khác nhau của cơ cấu vốn như nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, tổng nợ trên tổng tài sản, và tổng nợ trên giá trị nhằm tìm hiểu tác động của cơ cấu nợ đối với hoạt động thị trường của công ty. Tìm hiểu tác động của cơ cấu vốn đối với hoạt động của công ty sử dụng các số đo thị trường có thể có giá trị vì nó cung cấp bằng chứng liệu thị trường chứng khoán có hiệu quả hay không.

Lợi nhuận của một công ty được xem là có tác động quan trọng và tích cực đến tất cả các số đo về cơ cấu vốn của công ty TDTA, STDTA. Một kết quả khác nữa là quy mô công ty có tác động tích cực và quan trọng lên các số đo đòn bẩy TDTA, TDTE, STDTA, LTDTA.

Đối với mô hình kiểm tra mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và giá trị công ty, kết quả từ nghiên cứu này cho thấy việc không quan trọng của cơ cấu vốn đến số đo thị trường P/E chỉ ra rằng thị trường tài sản Việt nam không hiệu quả. Giá trị thị trường của công ty có thể phụ thuộc phần nhiều vào nhiều yếu tố khác mà tác giả vẫn chưa đề cập đến như tâm lý đầu tư chạy theo đám đông, theo khối ngoại và theo các yếu tố nội gián, làm giá, tâm linh khác.

*** Khuyến nghị**

Từ các kết quả hồi quy ở mô hình 1, tìm hiểu mối quan hệ giữa đòn bẩy công ty và bốn yếu tố; lợi nhuận, cơ hội phát triển, kích cỡ và tài sản cố định, tổng nợ của công ty trên tổng tài sản bị ảnh hưởng lớn bởi lợi nhuận và quy mô công ty. Vì vậy, các công ty trên thị trường chứng khoán Hà Nội khi tăng lợi nhuận và doanh thu sẽ kéo theo sự tăng trưởng của nợ ngắn hạn. Từ các kết quả hồi quy, khả năng sinh lợi của một công ty đóng vai trò quan trọng trong đòn bẩy của công ty. Vì thế, các doanh nghiệp cũng nên chú ý rằng nếu có sự thay đổi về lợi nhuận thì sẽ có tác động đến nợ ngắn hạn, đến cơ cấu vốn hay nói cách khác đầu tư ngắn hạn ảnh hưởng tích cực trực tiếp quang trọng đến hoạt động của công ty.

Từ các kết quả hồi quy từ mô hình 2, khuyến nghị các công ty trên thị trường chứng khoán Hà Nội nên xem xét lại giá trị thị trường và giá trị doanh nghiệp của đơn vị mình, để có cái nhìn khách quan hơn về sự tác động của các ngoại tố khác đến giá trị thị trường của công ty mình.

*** Hạn chế**

Hạn chế của nghiên cứu này là hạn chế về phạm vi nghiên cứu. Nghiên cứu này tìm hiểu tác động của hoạt động công ty đối với cơ cấu vốn công ty kết hợp với quy mô công ty, sự tăng trưởng và tài sản cố định trên đòn bẩy công ty, nhưng nó dường như chưa đủ các biến số. Các kết quả này chứng minh rằng còn có những yếu tố khác; bên cạnh lợi nhuận, kích cỡ, cơ hội tăng trưởng, tài sản cố định; có ảnh hưởng đến các biến số đòn bẩy ở Việt nam.

Nghiên cứu cũng có hạn chế vì tác giả chưa kiểm nghiệm được mối liên quan giữa việc phân phối tỷ lệ nợ và hoạt động của công ty đối với mỗi loại công ty, cũng như mỗi ngành công nghiệp.

Và tác giả cũng chưa tìm hiểu cơ cấu vốn tối ưu để làm tăng tối đa giá trị thị trường của một công ty. Vì vậy, cần có nhiều nghiên cứu hơn để khắc phục những hạn chế này.

Nghiên cứu này chỉ giúp cho chúng ta thấy được mối quan hệ giữa cơ cấu vốn của công ty và hoạt động của công ty, và sự đánh giá ban đầu về hiệu quả hoạt động của công ty đối với cơ cấu vốn của công ty, cũng như hiệu quả của cơ cấu vốn của công ty đối với hoạt động thị trường của công ty. Dựa trên nghiên cứu này, các nhà nghiên cứu và các giám đốc công ty có thể tiếp tục thực hiện nhiều nghiên cứu hơn nữa nhằm đánh giá chính xác hơn về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hoạt động của công ty ở Việt nam.