

Cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam

Phan Hồng Mai

Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: hongmaiktqd@yahoo.com

Nguyễn Thanh Lan

Phòng Quản lý Khoa học, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: thanhlan512@gmail.com

Ngày nhận: 24/8/2016

Ngày nhận bản sửa: 2/12/2016

Ngày duyệt đăng: 25/12/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu này kiểm chứng mối tương quan giữa cấu trúc vốn (tập trung vào kỳ hạn nợ) và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Vận dụng mô hình tác động ngẫu nhiên trên bộ dữ liệu thu thập từ 61 các công ty cổ phần niêm yết có quy mô nhỏ và vừa trong giai đoạn 2011 - 2014, các tác giả nhận thấy việc sử dụng nợ có ảnh hưởng thuận chiều tới Tobin's q nhưng ngược chiều tới ROE của nhóm doanh nghiệp này. Ngoài ra, các biến phi tài chính là thời gian niêm yết và lĩnh vực kinh doanh cũng tác động đáng kể tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, Nợ, Tobin's q, ROE, Doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Capital structure and Firm performance of the Vietnamese listed small and medium-sized enterprises

Abstract:

This research aims to examine the relationship between capital structure (focus on different terms of liabilities) and firm performance of Vietnamese listed small and medium-sized enterprises (SMEs). In doing so, we explore a panel data set of 61 listed SMEs in Vietnam from 2011 to 2014 and apply random-effects models to test whether financing policy affects firm performance. It is found that leverage policy has a significantly positive impact on Tobin's q and negative impact on ROE of listed SMEs. Moreover, non-financial variables including joint stock firm age and business areas of SMEs significantly influence their performances.

Key words: Capital structure, Liabilities, Tobin's q, ROE, Small and medium-sized enterprises.

1. Giới thiệu

Theo Clusel & cộng sự (2013), doanh nghiệp nhỏ và vừa (doanh nghiệp nhỏ và vừa) đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. Tại Việt Nam, doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm hơn 97% tổng số doanh nghiệp cả nước, tạo khoảng 50% tổng số việc làm và đóng góp 40% GDP quốc gia (VCCI, 2013). Mặc dù chiếm tỷ trọng lớn nhưng doanh nghiệp nhỏ và vừa là loại hình dễ bị tác động, “tồn thương” nhất bởi quá trình chuyển đổi, hội nhập kinh tế - xã hội, đặc biệt tại các nước phát triển

như Việt Nam (Beck và Demirguc-Kunt, 2006).

Một trong những khó khăn hiện tại đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam là thiếu vốn, dẫn tới tình trạng thiếu hụt nguyên vật liệu, làm giảm hiệu suất hoạt động (Lê Loan, 2016). Tuy vậy, việc tiếp cận vốn tín dụng là không dễ dàng, mặt khác “gánh nặng” lãi vay có thể “bào mòn” lợi nhuận nên các nhà quản lý doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam cũng cần cân nhắc kỹ lưỡng về cấu trúc vốn của doanh nghiệp, đặc biệt là cơ cấu giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Brigham & Daves (2003) đã khẳng định việc huy

động nợ với hình thức và kỳ hạn khác nhau có thể tác động tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Góp phần làm phong phú hơn chủ đề cấu trúc vốn, nghiên cứu này được thực hiện để trả lời câu hỏi: “Cấu trúc vốn, đặc biệt là các kỳ hạn nợ khác nhau, ảnh hưởng thế nào tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam?”. Đây cũng là cơ sở khoa học để hỗ trợ các nhà quản lý doanh nghiệp nhỏ và vừa giải bài toán huy động vốn một cách hài hòa, hợp lý.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cấu trúc vốn và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

Modigliani & Miller (1958) – hai nhà khoa học đặt nền tảng cơ bản cho các học thuyết về cấu trúc vốn – cho rằng nếu nhà đầu tư có thể vay nợ và tiết kiệm với những điều kiện tương đồng với doanh nghiệp, đồng thời, nếu quyết định tài trợ vốn của doanh nghiệp không ảnh hưởng tới tổng dòng tiền thì việc lựa chọn nợ hay vốn chủ sở hữu sẽ không ảnh hưởng tới giá trị thị trường của doanh nghiệp. Tuy vậy, trên thực tế, với sự tồn tại của thuế thu nhập, thủ tục và chi phí phá sản, chi phí đại diện, tình trạng thông tin bất cân xứng... giá trị doanh nghiệp thực sự bị thay đổi theo cấu trúc vốn (Jensen & Meckling, 1976; Kraus & Litzenberger, 1973; Myers và Majluf, 1984). Theo đó, nợ vay một mặt tạo ra khoản tiết kiệm thuế, khuyến khích đại thu nhập của cổ đông, mặt khác, gia tăng áp lực thanh toán, “bào mòn” lợi nhuận nên có tác dụng “hai mặt” rõ rệt. Vì vậy, việc kiểm chứng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trở nên quan trọng, được nghiên cứu thực nghiệm từ rất sớm (Taub, 1975). Nhiều tác giả như Hutchinson (1995), Lloyd và Jahera (1994), Taub (1975)... phát hiện mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Song Trần Thị Thanh Tú & cộng sự (2010), Ratha & cộng sự (2003) lại cho thấy tại các nước đang phát triển, đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Trong các nghiên cứu thực nghiệm, tỷ lệ đòn bẩy tài chính được đo lường theo những cách khác nhau. Titman & Wessels (1988) sử dụng sáu cách tính khác nhau cho cấu trúc vốn là tỷ lệ giữa nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và nợ chuyển đổi với giá trị thị trường và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Trong khi đó, McCue & Ozcan (1992) chỉ áp dụng tỷ lệ nợ dài hạn (và nợ ngắn hạn) trên tổng tài sản. Bevan & Danbolt (2002)

gợi ý loại trừ tín dụng thương mại và các khoản tương tự ra khỏi tổng nợ. Đến năm 2004, Deesomsak & cộng sự giới thiệu cách tính tỷ lệ nợ trên vốn là tỷ trọng giữa tổng nợ với tổng nợ, giá trị thị trường của vốn chủ và giá trị sổ sách của cổ phần ưu đãi. Theo Harris & Raviv (1991), với vai trò là biến chính, việc sử dụng cách tính cấu trúc vốn khác nhau sẽ ảnh hưởng đáng kể tới kết quả hồi quy của mô hình.

Điều tương tự cũng xảy ra khi các học giả đo lường kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Belkaoui & Pavlik (1992) sử dụng tỷ lệ lợi nhuận ròng trên giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, còn Jahera & Lloyd (1992) đề xuất lựa chọn tỷ lệ lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROI) đặc biệt đối với những doanh nghiệp đầu tư ít vào tài sản cố định và quy mô vừa phải. Theo cách tiếp cận khác, Alzharani & cộng sự (2012), Beck & cộng sự (2008), Su & Dai (2012), Zarook & cộng sự (2013)... lại sử dụng tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản (ROA), doanh thu bán hàng hoặc tốc độ tăng trưởng doanh thu.

Tuy vậy, đến nay, hai cách phổ biến nhất để đo lường kết quả kinh doanh của doanh nghiệp vẫn là tỷ lệ sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE) và chỉ số Tobin's q . ROE cho biết mức độ sinh lợi từ một đồng vốn của chủ sở hữu, còn Tobin's q thể hiện tương quan giữa giá trị thị trường (được đánh giá bởi các nhà đầu tư) với giá trị sổ sách của doanh nghiệp (được ghi nhận theo chế độ kế toán). Theo Wernerfelt & Montgomery (1988), Tobin's q là chỉ số hữu ích để phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do tối thiểu hóa được những sai lệch gây ra bởi chính sách thuế và quy định hạch toán kế toán.

2.2. Doanh nghiệp nhỏ và vừa -những vấn đề liên quan

Đối với các nước đang phát triển như Việt Nam, doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn giữ vai trò trọng tâm của quá trình phát triển, đóng góp đáng kể vào tăng trưởng kinh tế và tạo việc làm cho quốc gia (VCCI, 2013). Các vấn đề liên quan đến nhóm doanh nghiệp này được phân tích trong các nghiên cứu học thuật bao gồm: marketing và khởi sự doanh nghiệp (Cromie & cộng sự, 1995), năng lực quản lý (Ghobadian & Gallea, 1996), hợp tác nghiên cứu và phát triển (Narula, 2004), đổi mới sáng tạo (Van de Vrande & cộng sự, 2009), chính sách tài trợ và cấu trúc vốn (Michaelas & cộng sự, 1999)... Trong đó, khả năng tiếp cận tín dụng và cấu trúc vốn được đặc biệt quan tâm, đồng thời, được hầu hết các nhà nghiên cứu công nhận là nhân tố quan trọng ảnh

hưởng tới động lực và kết quả phát triển của doanh nghiệp nhỏ và vừa (Abor & Biekpe, 2009; Cassar & Holmes, 2003; Michaelas & cộng sự, 1999). Song, như đã đề cập ở trên, đòn bẩy tài chính có “tác dụng hai mặt” nên dù thời gian gần đây, các ngân hàng thương mại Việt Nam liên tục đẩy mạnh cho vay đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa (Thúy Ngà, 2016) nhưng bản thân nhà quản lý nhóm doanh nghiệp này vẫn cần cân trọng khi lựa chọn giữa nợ và vốn chủ sở hữu, đặc biệt là các kỳ hạn nợ khác nhau.

Tại Việt Nam, đã có nhiều nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong nhiều ngành nghề cụ thể như thủy sản (Lê Phương Dung & Đặng Thị Hồng Giang, 2013), xây dựng (Phan Hồng Mai, 2011), thực phẩm (Phan & Nguyen, 2014)... Đồng thời, cũng có nhiều tác giả xem xét cấu trúc vốn và (hoặc) kết quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam như Doãn Thùy Dương & Đinh Thế Hùng (2014), Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014), Dương Thị Hồng Vân (2014)... Tuy nhiên, rất ít tác giả phân nhóm doanh nghiệp để nghiên cứu theo quy mô lớn, vừa và nhỏ. Xuất phát từ tầm quan trọng của loại hình doanh nghiệp nhỏ và vừa đối với nền kinh tế quốc gia, tính phức tạp của quyết định huy động vốn và sự thiếu hụt các nghiên cứu học thuật cần thiết, bài viết này tập trung làm rõ mối liên hệ giữa cấu trúc vốn (đặc biệt là kỳ hạn nợ) tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam, sử dụng mẫu nghiên cứu là các công ty cổ phần niêm yết.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 61 công ty cổ phần niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam có quy mô nhỏ và vừa. Những công ty này thỏa mãn tiêu chí phân loại về tổng tài sản tại nghị định số 56/2009/NĐ – CP ngày 30 tháng 6 năm 2009 là doanh nghiệp nhỏ và vừa trong cả 4 năm nghiên cứu từ 2011 đến 2014. Nguồn thu thập dữ liệu là báo cáo thường niên, báo cáo tài chính của doanh nghiệp, đăng tải trên website www.cophieu68.com và www.cafef.vn. Tổng số quan sát trong mẫu là 244, được kết mảng dữ liệu để phân tích.

3.2. Biến số của mô hình

Với mong muốn làm phong phú kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đo lường kết quả kinh doanh của doanh nghiệp theo cả hai chỉ tiêu Tobin's q và ROE. Biến độc lập chính là cấu trúc vốn, tính bằng 3 tỷ lệ nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ trên tổng tài sản. Ngoài ra, bốn biến kiểm soát được bổ sung vào mô hình là: thời gian niêm yết, tốc độ tăng trưởng doanh thu, quy mô và lĩnh vực kinh doanh. Tất cả những biến này đều đã được chứng minh có quan hệ với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp (Arrow, 1962; Phan & Nguyen, 2014). Tên và cách xác định từng biến nêu trên được trình bày tại bảng 1.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để giải quyết câu hỏi nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (đặc biệt là kỳ hạn nợ) với kết

Bảng 1: Biến số của mô hình

Tên biến và ký hiệu	Cách xác định
Tobin's q	Tỷ lệ giữa Giá trị thị trường và Giá trị sổ sách của doanh nghiệp tại ngày cuối kỳ.
ROE	Tỷ lệ giữa Lợi nhuận sau thuế và Tổng vốn chủ sở hữu bình quân trong kỳ.
Tỷ lệ nợ ngắn hạn (SLC)	Tỷ lệ giữa Nợ ngắn hạn và Tổng tài sản tại ngày cuối kỳ.
Tỷ lệ nợ dài hạn (LLC)	Tỷ lệ giữa Nợ dài hạn và Tổng tài sản tại ngày cuối kỳ.
Tỷ lệ tổng nợ (TLC)	Tỷ lệ giữa Tổng nợ và Tổng tài sản tại ngày cuối kỳ.
Thời gian niêm yết (JFA)	Thời gian từ lúc công ty bắt đầu niêm yết đến kỳ nghiên cứu.
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGRO)	Tỷ lệ giữa Chênh lệch doanh thu năm t và năm $t-1$ với Doanh thu năm $t-1$.
Quy mô (SIZE)	Logarit tự nhiên của tổng tài sản tại ngày cuối kỳ.
Lĩnh vực kinh doanh (AREA)	Lĩnh vực kinh doanh chính của doanh nghiệp (theo cách phân loại của công ty chứng khoán Sài Gòn SSI thành 20 lĩnh vực).

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

quả kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam, mô hình nghiên cứu được thiết lập gồm 6 phương trình như sau:

$$\text{Tobin's } q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SLD}_{it} + \beta_2 \text{JFA}_{it} + \beta_3 \text{SGRO}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{AREA}_i + u_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$\text{Tobin's } q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LLD}_{it} + \beta_2 \text{JFA}_{it} + \beta_3 \text{SGRO}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{AREA}_i + u_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$\text{Tobin's } q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TLD}_{it} + \beta_2 \text{JFA}_{it} + \beta_3 \text{SGRO}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{AREA}_i + u_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SLD}_{it} + \beta_2 \text{JFA}_{it} + \beta_3 \text{SGRO}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{AREA}_i + u_{it} + e_{it} \quad (4)$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LLD}_{it} + \beta_2 \text{JFA}_{it} + \beta_3 \text{SGRO}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{AREA}_i + u_{it} + e_{it} \quad (5)$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TLD}_{it} + \beta_2 \text{JFA}_{it} + \beta_3 \text{SGRO}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{AREA}_i + u_{it} + e_{it} \quad (6)$$

Trong đó: $i = 1, 2, \dots, 61$ (số doanh nghiệp nhỏ và vừa trong mẫu nghiên cứu) và $t = 1, 2, 3, 4$ (số năm nghiên cứu). Do biến Lĩnh vực kinh doanh (AREA) không đổi theo thời gian nên mô hình hồi quy được lựa chọn là tác động ngẫu nhiên REM (Random-effects model).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của các biến trong mô hình (ngoại trừ biến SIZE và AREA). Có thể thấy, giá trị Tobin's q trung bình của các công ty trong mẫu nghiên cứu bằng 0,8104 - chứng tỏ các doanh nghiệp này có xu hướng được nhà đầu tư đánh giá thấp hơn so với giá trị sổ sách. Trong khi

đó, ROE bình quân bằng 5,11% tương đương với mức sinh lời 5,11 đồng từ 100 đồng vốn đầu tư của chủ sở hữu.

Về đòn bẩy tài chính, tổng nợ chiếm khoảng 34,51% tổng tài sản của các công ty niêm yết quy mô nhỏ và vừa, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn (bình quân 30,29%), nợ dài hạn chiếm tỷ lệ nhỏ (4,16%). Thời gian niêm yết trung bình của các công ty trong mẫu là 8 năm và tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt mức bình quân 1,77 lần cho cả giai đoạn 2011 – 2014.

4.2. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.2.1. Tác động của cấu trúc vốn tới Tobin's q

Kết quả hồi quy các mô hình từ (1) đến (3) được trình bày tại bảng 3. Theo đó, biến cấu trúc vốn ở cả 3 phương trình đều ảnh hưởng thuận chiều tới Tobin's q , tương đồng với kết quả nghiên cứu của Lloyd & Jahera (1994). Điều này chứng tỏ nhà đầu tư có xu hướng đánh giá cao hơn giá trị của những công ty niêm yết có quy mô nhỏ và vừa khi những công ty này tăng cường sử dụng nợ để tài trợ cho tài sản bằng cả hai kỳ hạn ngắn hạn và dài hạn. Theo lý thuyết Đánh đổi (The Trade – off Theory), khi công ty mở rộng sản xuất kinh doanh bằng nguồn vốn nợ, các nhà đầu tư – chủ sở hữu không cần bỏ thêm vốn nhưng có cơ hội nhận được thêm thu nhập từ việc sử dụng các tài sản mới, sau khi đã trừ đi chi phí lãi vay (Kraus & Litzenberger, 1973). Mặc dù cách làm này sẽ khiến rủi ro vỡ nợ sẽ tăng thêm nhưng thường được chấp nhận bởi các nhà đầu tư cá nhân vốn “ưa thích mạo hiểm” (hiện chiếm đến 99% giao dịch

Bảng 2: Thống kê mô tả biến số của mô hình

Ký hiệu biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tobin's q	0,8014	0,3691	0,0772	3,2109
ROE	0,0511	0,1706	-1,0844	0,4340
SLC	0,3029	0,1723	0,0056	0,7287
LLC	0,0416	0,0808	0,0000	0,4505
TLC	0,3451	0,1839	0,0056	0,7287
JFA	8,0901	2,9116	1,0000	17,0000
SGRO	1,7669	7,6237	-1,0000	92,0657

Số quan sát: 244

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

Bảng 3: Tác động của cấu trúc vốn tới Tobin's q

Biến độc lập	Biến phụ thuộc: Tobin's q		
	Giá trị ước lượng theo mô hình		
	(1)	(2)	(3)
Tỷ lệ nợ ngắn hạn	0,2134*		
	(0,1291)		
Tỷ lệ nợ dài hạn		0,5251**	
		(0,2673)	
Tỷ lệ tổng nợ			0,2591**
			(0,1141)
Thời gian niêm yết	0,0285***	0,0282***	0,0276***
	(0,0070)	(0,0069)	(0,0069)
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	-0,0009	-0,0002	-0,0009
	(0,0021)	(0,0021)	(0,0021)
Quy mô	-0,1189	-0,1501	-0,1441
	(0,0952)	(0,0974)	(0,0958)
Lĩnh vực kinh doanh			
Khai khoáng	0,2347	0,2535*	0,2104
	(0,1456)	(0,1433)	(0,1455)
Dược phẩm	0,1178	0,0304	0,0646
	(0,1567)	(0,1643)	(0,1585)
Sản phẩm hóa dầu, nông dược và hóa chất khác	0,2647	0,3024*	0,2609
	(0,1764)	(0,1750)	(0,1752)
Sách, ấn bản và sản phẩm văn hóa	0,1621	0,1381	0,1399
	(0,1344)	(0,1353)	(0,1344)
Phân phối hàng chuyên dụng	0,2688	0,2175	0,2472
	(0,1760)	(0,1771)	(0,1752)
Thiết bị điện	0,3213*	0,3473**	0,3108*
	(0,1765)	(0,1749)	(0,1754)
Xây dựng	0,1775	0,2222*	0,1544
	(0,1357)	(0,1300)	(0,1348)
Vật liệu xây dựng và nội thất	0,1937	0,2123	0,1795
	(0,1329)	(0,1312)	(0,1323)
Dịch vụ vận tải	0,1175	0,0881	0,0924
	(0,1522)	(0,1533)	(0,1522)
Sản xuất và phân phối điện	0,3707**	0,3665**	0,3245*
	(0,1788)	(0,1776)	(0,1803)
Containers và đóng gói	0,0712	0,0507	0,0659
	(0,1790)	(0,1787)	(0,1780)
Thiết bị viễn thông	0,0328	0,0907	0,0174
	(0,1563)	(0,1514)	(0,1547)
Hàng may mặc	0,2549	0,0964	0,1737
	(0,1754)	(0,1935)	(0,1784)
Tư vấn, định giá và môi giới bất động sản	0,2276	0,1371	0,1645
	(0,1815)	(0,1900)	(0,1841)
Tư vấn và hỗ trợ kinh doanh	0,1588	0,2073	0,1368
	(0,1820)	(0,1774)	(0,1808)
Nhà cung cấp thiết bị	0,1288	0,1415	0,1221
	(0,1785)	(0,1778)	(0,1776)
Khách sạn	2,1049***	2,0339***	2,0907***
	(0,1848)	(0,1846)	(0,1830)
Phần mềm	0,0310	-0,0129	0,0142
	(0,1464)	(0,1472)	(0,1456)
Hàng điện và điện tử	0,2087	0,1786	0,2082
	(0,1521)	(0,1513)	(0,1510)
Sản xuất ô tô	Omitted	Omitted	Omitted
Hàng số	1,5692	1,9468**	1,8403*
	(1,0340)	(1,0616)	(1,0410)
R ²	59,40%	59,60%	59,84%
Wald chi ² (23)	321,85***	324,59***	327,75***
Số quan sát	244	244	244

*p<10%, **p<5%, ***p<1%. Sai số chuẩn được ghi trong ngoặc đơn.

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

trên thị trường chứng khoán Việt Nam - H. Sương, 2016). Thêm nữa, tại Việt Nam, một doanh nghiệp có thể tiếp cận được tín dụng ngân hàng (đặc biệt là kỳ hạn dài) còn là một bằng chứng về năng lực tài chính ổn định, khiến nhà đầu tư thêm tin tưởng. Ngoài ra, trong bối cảnh các doanh nghiệp nhỏ và vừa đều thiếu vốn, việc tận dụng các khoản phải trả thương mại, tín dụng ngân hàng và các nguồn nợ chính thức khác được ghi nhận trên báo cáo tài chính – thay vì “tín dụng đen” - sẽ giúp công ty tiết kiệm đáng kể chi phí vốn, từ đó khuyến khích thu nhập cho cổ đông (Abor, 2005).

Ngoài biến chính là cấu trúc vốn, một số biến kiểm soát cũng thể hiện ảnh hưởng tới Tobin's q . Cụ thể: thời gian niêm yết tác động tích cực tới Tobin's q . Điều này là hợp lý vì việc niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam đặt ra các yêu cầu ngày càng khắt khe về công bố thông tin và quản trị doanh nghiệp, khiến công ty niêm yết trở nên minh bạch hơn đối với nhà đầu tư. Thời gian niêm yết càng dài, tính minh bạch càng được chuẩn hóa và cải thiện, nhà đầu tư sẽ có nhiều căn cứ xác đáng hơn để định giá doanh nghiệp theo thị trường, có tính đến tiềm năng phát triển trong tương lai so với giá trị sổ sách mang tính cố định và chi phí lịch sử.

Kết quả nghiên cứu ba mô hình (Bảng 3) đều ghi nhận mối tương quan có ý nghĩa thống kê giữa biến lĩnh vực kinh doanh Thiết bị điện, Sản xuất và phân phối điện và Khách sạn với chỉ số Tobin's q . Điều này cho thấy những công ty cổ phần niêm yết quy mô nhỏ và vừa kinh doanh trong những lĩnh vực nêu trên có xu hướng được nhà đầu tư định giá cao hơn so với công ty thuộc lĩnh vực kinh doanh khác. Kết quả này có thể xuất phát từ sự tin tưởng và kỳ vọng vào tiềm năng phát triển mở rộng của lĩnh vực điện và khách sạn, căn cứ vào tình hình thực tiễn, cũng như kế hoạch phát triển ngành được Chính phủ Việt Nam phê duyệt.

Theo đó, đối với lĩnh vực sản xuất và phân phối điện, mục tiêu trong giai đoạn 2015-2025 là (i) phát triển để đáp ứng 70% nhu cầu trong nước về các thiết bị và 55% động cơ điện và một số máy phát điện thông thường; (ii) sản xuất và cung cấp bộ thiết bị điện để xây dựng đường dây điện và trạm biến áp đến năm 2025; và (iii) sản xuất dây chất lượng cao và cáp tại kim ngạch xuất khẩu lên đến 35,5% một năm. Lĩnh vực kinh doanh khách sạn cũng có tiềm năng phát triển rất lớn khi Chính phủ đặt mục tiêu đến năm 2030, du lịch sẽ là ngành kinh tế “mũi nhọn”. Dự kiến năm 2020, tổng số buồng lưu trú đạt 580.000 buồng với 35% - 40% đạt chuẩn từ 3 đến 5 sao để phục vụ 10 -10,5 triệu lượt khách du lịch quốc tế và 47- 48 triệu lượt khách du lịch nội địa (Nguyễn Vũ, 2015).

4.2.2. Tác động của cấu trúc vốn tới ROE

Kết quả hồi quy các mô hình từ (4) đến (6) được trình bày tại Bảng 4. Theo đó, cấu trúc vốn chỉ ảnh hưởng tới ROE khi được xác định bằng tỷ lệ nợ dài hạn và tổng nợ trên tổng tài sản. Việc sử dụng nợ kỳ hạn ngắn (không tính lãi hoặc lãi suất thấp) không thể hiện ảnh hưởng tới tỷ lệ thu nhập của chủ sở hữu. Quan trọng hơn, cấu trúc vốn tác động ngược chiều tới ROE – đối lập với ảnh hưởng tới Tobin's q đã được xác định ở trên. Khác với Tobin's q thể hiện đánh giá của nhà đầu tư với tất cả những thông tin chính thức/ phi chính thức, hiện tại/tiềm năng của doanh nghiệp, ROE hoàn toàn là giá trị sổ sách ghi nhận phần thu nhập của cổ đông trên 1 đồng vốn đầu tư. Do đó, dưới tác động của khoản mục chi phí lãi vay lớn và lâu dài, phát sinh từ tổng nợ của doanh nghiệp – đặc biệt là nợ dài hạn, lợi nhuận kế toán bị “bào mòn” theo thời gian, dẫn tới xu hướng sụt giảm ROE rõ rệt. Mặc dù theo phương trình DUPONT, sử dụng đòn bẩy tài chính có thể khuyến khích ROE nhưng có lẽ tỷ lệ nợ hiện tại của các công ty trong mẫu nghiên cứu đã vượt quá mức tối ưu nên đem lại tác dụng ngược đối với kết quả kinh doanh.

Bảng 4: Tác động của cấu trúc vốn tới ROE

Biến độc lập	Biến phụ thuộc: ROE		
	Giá trị ước lượng theo mô hình		
	(4)	(5)	(6)
Tỷ lệ nợ ngắn hạn	-0,0057 (0,0829)		
Tỷ lệ nợ dài hạn		-0,7002*** (0,1655)	
Tỷ lệ tổng nợ			-0,1305* (0,0731)
Thời gian niêm yết	-0,0107** (0,0045)	-0,0088** (0,0043)	-0,0096** (0,0044)

Tốc độ tăng trưởng doanh thu	0,0016 (0,0014)	0,0014 (0,0013)	0,0019 (0,0013)
Quy mô	0,3004*** (0,0611)	0,3630*** (0,0603)	0,3207*** (0,0614)
Lĩnh vực kinh doanh			
Khai khoáng	0,0572 (0,0935)	0,0894 (0,0887)	0,0904 (0,0933)
Dược phẩm	-0,0056 (0,1006)	0,1299 (0,1018)	0,0281 (0,1016)
Sản phẩm hóa dầu, nông dược và hóa chất khác	0,1596 (0,1133)	0,1502 (0,1083)	0,1765 (0,1123)
Sách, ấn bản và sản phẩm văn hóa	0,1999** (0,0863)	0,2521*** (0,0837)	0,2184** (0,0862)
Phân phối hàng chuyên dụng	0,1283 (0,1130)	0,1908* (0,1097)	0,1370 (0,1123)
Thiết bị điện	-0,0708 (0,1133)	-0,0620 (0,1083)	-0,0496 (0,1125)
Xây dựng	0,0564 (0,0871)	0,0808 (0,0805)	0,0987 (0,0864)
Vật liệu xây dựng và nội thất	0,1000 (0,0853)	0,1187 (0,0813)	0,1230 (0,0848)
Dịch vụ vận tải	0,1109 (0,0978)	0,1700* (0,0949)	0,1308 (0,0975)
Sản xuất và phân phối điện	0,1169 (0,1148)	0,2041* (0,1100)	0,1699 (0,1156)
Containers và đóng gói	0,1647 (0,1150)	0,1829* (0,1106)	0,1640 (0,1141)
Thiết bị viễn thông	0,0827 (0,1004)	0,0867 (0,0937)	0,1201 (0,0992)
Hàng may mặc	0,1228 (0,1127)	0,3391*** (0,1198)	0,1655 (0,1144)
Tư vấn, định giá và môi giới bất động sản	0,1249 (0,1166)	0,2815** (0,1176)	0,1698 (0,1180)
Tư vấn và hỗ trợ kinh doanh	0,0843 (0,1169)	0,1057 (0,1098)	0,1269 (0,1159)
Nhà cung cấp thiết bị	0,2024* (0,1146)	0,2088* (0,1101)	0,2143* (0,1138)
Khách sạn	0,2499** (0,1187)	0,3051*** (0,1143)	0,2426** (0,1173)
Phần mềm	0,0603 (0,0940)	0,1109 (0,0911)	0,0658 (0,0933)
Hàng điện và điện tử	0,0927 (0,0977)	0,1067 (0,0937)	0,0834 (0,0968)
Sản xuất ô tô	Omitted	Omitted	Omitted
Hằng số	-3,1620*** (0,6641)	-3,8552*** (0,6574)	-3,3679*** (0,6674)
R ²	21,64%	27,53%	22,75%
Wald chi ² (23)	60,75***	83,58***	64,81***
Số quan sát	244	244	244

* $p < 10\%$, ** $p < 5\%$, *** $p < 1\%$. Sai số chuẩn được ghi trong ngoặc đơn.

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

Bảng 4 cũng cho thấy ảnh hưởng của biến kiểm soát tới ROE. Trước tiên, thời gian niêm yết tác động ngược chiều tới ROE trong cả 3 phương trình. Kết luận này phù hợp với phát hiện của Nguyen & Phan (2015), nhấn mạnh sự cần thiết tái cấu trúc các doanh nghiệp hoạt động lâu năm để phù hợp với điều kiện kinh doanh mới. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực tới ROE nhờ tận dụng lợi thế theo

quy mô. Đặc thù lĩnh vực hoạt động cũng có tương quan thuận chiều tới ROE của những doanh nghiệp kinh doanh Sách, ấn bản và sản phẩm văn hóa; Nhà cung cấp thiết bị và Khách sạn. Điều này xuất phát từ lợi thế thị trường kinh doanh ổn định và vẫn đang tiếp tục mở rộng theo nhu cầu phát triển chung của quốc gia trong ba lĩnh vực nêu trên.

5. Kết luận

Sử dụng bộ dữ liệu từ 61 công ty cổ phần niêm yết quy mô nhỏ và vừa, từ năm 2011 đến năm 2014, bằng mô hình tác động ngẫu nhiên REM, nhóm tác giả phát hiện cấu trúc vốn (đặc biệt là kỳ hạn nợ) ảnh hưởng đáng kể tới cả Tobin's q và ROE của doanh nghiệp nhưng theo chiều ngược nhau. Đối với Tobin's q , bất kể sự gia tăng quy mô nợ ở kỳ hạn nào để bổ sung tổng vốn cũng khiến các nhà đầu tư chứng khoán hài lòng hơn, từ đó đánh giá cao giá trị doanh nghiệp so với sổ sách. Đây là kết quả tất yếu khi quy mô trung bình của các công ty trong mẫu nghiên cứu mới là 47,74 tỷ VND và tiềm năng phát triển kinh doanh đang mở rộng theo tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế. Tuy vậy, việc sử dụng nợ lâu dài (đặc biệt nợ vay có lãi suất cao) sẽ tăng gánh

nặng nợ tích lũy theo thời gian, từ đó “bào mòn” lợi nhuận của doanh nghiệp. Khi đó, đòn bẩy tài chính gây nên tác dụng ngược, làm giảm thu nhập của các chủ sở hữu hiện tại. Kết quả nghiên cứu này một lần nữa thể hiện tác động kép của nợ. Vì vậy, các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam không nên vì thiếu vốn mà sử dụng nợ một cách tùy tiện. Trước tiên, cần tận dụng tối đa các nguồn vốn chi phí thấp như tín dụng thương mại, khoản phải trả, phải nộp; Tích lũy lợi nhuận sau thuế để tăng vốn chủ sở hữu; Chỉ sử dụng nợ vay trên cơ sở khả năng sử dụng vốn hiệu quả, đảm bảo khả năng thanh toán ổn định của doanh nghiệp. Song song với đó, cần cải thiện thực chất năng lực kinh doanh, quản trị nội bộ để khai thác triệt để và tiết kiệm mọi nguồn lực của doanh nghiệp, là cơ sở tối đa hóa hiệu quả sử dụng vốn.

Tài liệu tham khảo

- Abor, J. (2005), 'The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana', *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445.
- Abor, J. & Biekpe, N. (2009), 'How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana', *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83-97.
- Alzharani, A.M., Che-Ahmad, A. & Aljaaidi, K.S. (2012), 'Factors associated with firm performance: Empirical evidence from the Kingdom of Saudi Arabia', *Accounting & Taxation*, 4(2), 49-56.
- Arrow, K.J (1962), 'The Economic implications of learning by doing', *The Review of Economic Studies*, 29(3), 155 – 173.
- Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006), 'Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint', *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931-2943.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., và Levine, R. (2008), 'Finance, firm size, and growth', *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(7), 1379-1405.
- Belkaoui, A. & Pavlik, A. (1992), 'The effects of ownership structure and diversification strategy on performance', *Managerial and Decision Economics*, 13, 343-352.
- Bevan, A.A. & Danbolt, J. (2002), 'Capital structure and its determinants in the United Kingdom – A decompositional analysis', *Applied Financial Economics*, 12(3), 159-170.
- Brigham, E.F. & Daves, P.R. (2003), *Intermediate Financial Management (8th Edition)*, Thomson South-Western, Mason, USA.
- Cassar, G. & Holmes, S. (2003), 'Capital structure and financing of SMEs: Australian Evidence', *Accounting and Finance*, 43(2), 123-147.
- Clusel, S., Guarnieri, F., Martin, C. & Lagarde, D. (2013), 'Assessing the vulnerability of SMEs: A qualitative analysis', In *22nd European Safety and Reliability Conference-ESREL 2013* (8-pages), CRC Press.
- Cromie, S., McGowan, P. & Hill, J. (1995), *Marketing and entrepreneurship in SMEs: An innovative approach*, Prentice Hall, London.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004), 'The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region', *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 387-405.
- Đoãn Thùy Dương & Đinh Thế Hùng (2014), 'Cấu trúc nguồn vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, Số Đặc biệt tháng 12, 30-37.
- Dương Thị Hồng Vân (2014), 'Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên

- thị trường chứng khoán Việt Nam', *Luận án tiến sĩ*. Đại học Kinh tế Quốc dân, Việt Nam.
- Ghobadian, A. & Gallea, D.N. (1996), 'Total quality management in SMEs', *Omega*, 24(1), 83-106.
- Harris, M. & Raviv, A. (1990), 'Capital structure and the informational role of debt', *Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Hutchinson, R.W. (1995), 'The capital structure and investment decisions of the small owner-managed firm: Some exploratory issues', *Small Business Economics*, 7(3), 231-239.
- H. Sương (2016), *Nhà đầu tư cá nhân chiếm đến 99% thị trường chứng khoán*, truy cập lần cuối ngày 10 tháng 7 năm 2016, từ <<http://www.baomoi.com/nha-dau-tu-ca-nhan-chiem-den-99-tren-thi-truong-chung-khoan/c/18421199.epi>>.
- Jahera, J.S. & Lloyd, W.P. (1992), 'Additional evidence on the validity of ROI as a measure of business performance', *The Mid-Atlantic Journal of Business*, 28(2), 105-112.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure', *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973), 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *Journal of Finance*, 33, 911-922.
- Lê Loan (2016), *Hỗ trợ vốn cho SME: không nên đòi tài sản thế chấp*, truy cập lần cuối ngày 12 tháng 10 năm 2016, từ <<http://www.baomoi.com/ho-tro-von-cho-sme-khong-nen-doi-tai-san-the-chap/c/19678830.epi>>.
- Lê Phương Dung & Đặng Thị Hồng Giang (2013), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh - Sử dụng phương pháp FEM, REM', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 187, 57-65.
- Lloyd, W.P. & Jahera, J.S. (1994), 'Firm-diversification effects on performance as measured by Tobin's q ', *Managerial and Decision Economics*, 15(3), 259-266.
- McCue, M.J. & Ozcan, Y.A. (1992), 'Determinants of capital structure', *Journal of Healthcare Management*, 37(3), 333-346.
- Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999), 'Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data', *Small business economics*, 12(2), 113-130.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment', *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984), 'Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have', *Journal of Financial Economics*, 13(June 1984), 187-221.
- Narula, R. (2004), 'R&D collaboration by SMEs: New opportunities and limitations in the face of globalisation', *Technovation*, 24(2), 153-161.
- Nguyễn Vũ (2015), *Du lịch Việt Nam sắp thành ngành mũi nhọn*, truy cập lần cuối ngày 12 tháng 7 năm 2016, từ <<http://vneconomy.vn/thoi-su/du-lich-viet-nam-sap-thanh-nganh-mui-nhon-20151108122232327.htm>>.
- Nguyen, T.L. & Phan, H.M. (2015), 'Above-Average Debt Ratio and the Relationship with Return on Equity: The Case of the Vietnamese Listed Seafood Enterprises', *Journal of Economics and Development*, 17(1), 50-74.
- Phan Hồng Mai (2011), 'Mô hình kinh tế lượng phản ánh tác động của hiệu quả quản lý tài sản tới hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu của các công ty cổ phần xây dựng niêm yết ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 170, 59-64.
- Phan, H.M. & Nguyen, T.L. (2014), 'Determinants of return on equity: The case of the Vietnam listed food enterprises', *Proceedings of the 12th IFEAMA International conference "Innovation, Competitiveness and International Economic Cooperation"*, 2, NEU Publishing House, Vietnam, 804-816.
- Ratha, D., Mohapatra, S. & Suttle, P. (2003), 'Corporate financial structures and performance in developing countries', *Global Development Finance*, 120(110), 109-122.
- Su, D. & Dai, J. (2012), 'A stochastic frontier analysis of firm efficiency in China', *African Journal of Business Management*, 6(45), 11254-11265.
- Taub, A.J. (1975), 'Determinants of the firm's capital structure', *The Review of economics and statistics*, 57(4), 410-

- Thúy Ngà (2016), *Ngân hàng đẩy mạnh hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ*, truy cập lần cuối ngày 15 tháng 7 năm 2016, từ <<http://vietnamnet.vn/vn/kinh-doanh/ngan-hang-day-manh-ho-tro-dn-vua-va-nho-302406.html>>.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Trần Thị Thanh Tú, Đỗ Hồng Nhung, Vũ Duy Hào, Phan Hồng Mai & Lê Thu Thủy (2010), 'Tác động của cơ cấu vốn tới ROE của các công ty cổ phần niêm yết ở Việt Nam', *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp bộ*, Đại học Kinh tế Quốc dân, Việt Nam.
- Van de Vrande, V., De Jong, J. P., Vanhaverbeke, W. & De Rochemont, M. (2009), 'Open innovation in SMEs: Trends, motives and management challenges', *Technovation*, 29(6), 423-437.
- VCCI (2013), *Annual Report on Vietnamese Enterprises in 2013*, Vietnam Chamber of Commerce and Industry (VCCI), Hanoi.
- Võ Thị Thúy Anh, Trần Khánh Lê, Lê Thị Nguyệt Ánh & Trần Thị Dung (2014), 'Nghiên cứu tác động của nhân tố vĩ mô tới cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 207, 19-27.
- Wernerfelt, B. & Montgomery, C.A. (1988), 'Tobin's q and the importance of focus in firm performance', *The American Economic Review*, 78 (1), 246-250.
- Zarook, T., Rahman, M. M., và Khanam, R. (2013), 'Does the financial performance matter in accessing to finance for Libya's SMEs?', *International Journal of Economics and Finance*, 5(6), 11-19.