

ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Hoàng Việt Huy

Khoa Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: huyhv90@gmail.com

Ngày nhận: 20/6/2018

Ngày nhận bản sửa: 16/7/2018

Ngày duyệt đăng: 20/7/2018

Tóm tắt:

Mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và các chính sách quản trị tài chính của doanh nghiệp ngày càng nhận được sự quan tâm từ phía các nhà nghiên cứu và đầu tư. Nghiên cứu này kế thừa một số kết quả nghiên cứu của Masulis (1983), Fama & French (1998), Đặng Ngọc Hùng (2015)... Sử dụng phương pháp hồi quy OLS hiệu ứng cố định, nghiên cứu được tiến hành nhằm xem xét tác động của một số chính sách quản trị tài chính lên giá trị doanh nghiệp niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2005-2014. Kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động hiện hữu của các chính sách quản trị tài chính tới giá trị doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Từ đó, một số đề xuất về chính sách quản trị tài chính được đưa ra, bao gồm: nâng cao hiệu quả quản trị tài sản lưu động, điều chỉnh hợp lý tỷ lệ chi trả cổ tức, xác định cơ cấu vốn phù hợp và sử dụng phương pháp kế toán dồn tích hợp lý và có trách nhiệm.

Từ khóa: chính sách quản trị tài chính, giá trị doanh nghiệp, kế toán dồn tích.

The Impact of Financial Management Policies on the Value of Listed Firms on Ho Chi Minh Stock Exchange

Abstract:

The relationship between firm value and financial management policies is increasingly gaining the attention from researchers and investors. This study inherits research results from Masulis (1983), Fama & French (1998), Dang (2015). By applying the fixed-effects OLS regression, this study is conducted to examine the impact of some financial management policies on the value of listed firms on Ho Chi Minh City Stock Exchange in the period of 2005-2014. The results point out the significant impact of financial management policies on firm value in the sample. Subsequently, some recommendations for financial management policies are proposed, including improving the efficiency of the current assets management, properly adjusting of dividend pay-outs, determining an appropriate capital structure and applying accrual accounting reasonably and responsibly.

Keywords: Accrual accounting, financial management policies, firm value.

1. Đặt vấn đề

Quản trị doanh nghiệp nói chung và quản trị tài chính doanh nghiệp nói riêng luôn là một trong những đề tài nghiên cứu quan trọng trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng. Trên góc độ chủ sở hữu doanh nghiệp, mục tiêu quan trọng nhất của quản trị tài chính doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị tài sản của các chủ sở hữu. Để đạt được mục tiêu trên, hoạt động quản trị tài chính được thực hiện trên cơ sở các chủ trương và biện pháp quản trị tài chính được các nhà quản trị xác định một cách hợp lý, đảm bảo hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Các chủ trương và biện pháp quản trị tài chính nêu trên thường được gọi là chính sách quản trị tài chính của doanh nghiệp. Trên thực tế, các nhà quản trị không phải luôn luôn điều hành công ty theo hướng có lợi cho cổ đông. Mâu thuẫn giữa nhà quản trị và các cổ đông của một doanh nghiệp từ đó nảy sinh. Các nhà quản trị có thể có những quyết định quản trị không chính xác, xuất phát từ những phán đoán hay đánh giá sai lầm của nhà quản trị hoặc do chủ ý của họ nhằm đạt được một số mục tiêu cá nhân nhất định, dẫn đến diễn biến bất lợi đối với giá trị doanh nghiệp, hoặc nói cách khác, giá trị tài sản của cổ đông. Như vậy, có thể nói chính sách quản trị tài chính có ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị của doanh nghiệp.

Thị trường tài chính Việt Nam hiện nay vẫn đang ở bước phát triển khá sơ khai so với các quốc gia khác trên thế giới. Bảng xếp hạng thị trường tài chính của Morgan Stanley Capital International (MSCI) chia các thị trường tài chính trên thế giới thành ba nhóm lần lượt là Thị trường phát triển, Thị trường mới nổi và Thị trường biên ứng với mức độ phát triển của mỗi thị trường. Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện tại vẫn được MSCI phân loại là một thị trường biên nên tính hiệu quả về mặt thông tin của thị trường không thực sự được đánh giá cao. Có thể coi đó là một thách thức, đồng thời là sự cần thiết phải nghiên cứu sâu hơn về giá trị doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và những thông tin phản ánh giá trị ấy, cụ thể nhất là các chính sách quản trị tài chính và thông tin tài chính của doanh nghiệp niêm yết.

Nghiên cứu này tập trung làm rõ mối quan hệ giữa chính sách quản trị tài chính và giá trị doanh nghiệp niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Chính sách quản trị tài chính được xem xét trong nghiên cứu này bao gồm chính sách tài trợ vốn, chính sách đầu tư và chính sách quản

trị tài sản lưu động. Tác giả đồng thời đề cập thêm tác động của chính sách quản trị lợi nhuận tới giá trị doanh nghiệp – một nội dung còn tương đối mới mẻ trong các nghiên cứu về quản trị tài chính ở Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về giá trị doanh nghiệp được tiên hành tương đối nhiều trong các nghiên cứu về quản trị tài chính doanh nghiệp ở các nước. Tuy nhiên, đa phần các nghiên cứu nhắm tới mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và từng chính sách quản trị tài chính riêng lẻ, ví dụ như chính sách tài trợ vốn (hay cấu trúc vốn), chính sách đầu tư hoặc chính sách quản trị vốn lưu động. Sự tác động tổng hợp của các chính sách quản trị tài chính doanh nghiệp này tới giá trị doanh nghiệp ít được đi sâu nghiên cứu. Trong khi đó, mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp với các chính sách quản trị tài chính và quản trị lợi nhuận của doanh nghiệp hầu như chưa được nghiên cứu cụ thể tại Việt Nam.

Mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và chính sách quản trị tài sản lưu động là một đề tài thu hút được khá nhiều công trình nghiên cứu. Almeida & Eid (2014) cho rằng việc gia tăng sử dụng vốn lưu động vào thời điểm đầu năm tài chính sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp; Bhati & Srivastava (2016) cũng tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa một số chỉ tiêu phản ánh chính sách quản trị tài sản lưu động và hiệu quả kinh doanh, một trong những chỉ tiêu quyết định đến giá trị doanh nghiệp. Mặt khác, Aktas & cộng sự (2015) khi nghiên cứu về các doanh nghiệp Hoa Kỳ trong giai đoạn 1982-2011 đã đưa ra luận điểm rằng tồn tại một chính sách sử dụng vốn lưu động tối ưu và mức tối ưu đó sẽ giúp doanh nghiệp tăng giá trị cổ phiếu và hiệu quả kinh doanh của mình. Ngoài ra, hiệu quả quản trị vốn lưu động và giá trị doanh nghiệp cũng chuyển động cùng chiều với nhau với các doanh nghiệp bị hạn chế tài chính (xem Wasiuzzaman, 2012; Arachchi & cộng sự, 2017).

Mối quan hệ giữa chính sách tài trợ vốn và giá trị doanh nghiệp được đề cập trong một số nghiên cứu về giá trị doanh nghiệp. Liên quan tới cấu trúc vốn, Masulis (1983) khi xem xét giá trị doanh nghiệp khi cấu trúc vốn thay đổi đã chỉ ra rằng giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều với mức độ vay nợ của doanh nghiệp. Các nghiên cứu sau này của Stulz (1990), Berger & Patti (2005), v.v... đều chứng minh tính đúng đắn của giả thiết này. Các quan điểm

này lại đi ngược lại các lý thuyết cổ điển được coi là nền tảng trong lĩnh vực nghiên cứu này, điển hình là nghiên cứu của Myers (1977). Myers (1977) cho rằng khi doanh nghiệp có khoản nợ rủi ro cao, việc thực hiện các dự án có giá trị tài sản ròng dương sẽ làm giảm giá trị cổ phần, dẫn đến giảm giá trị doanh nghiệp bởi chủ nợ có quyền ưu tiên thanh toán trong dòng tiền của dự án.

Trong nghiên cứu của Miller & Modigliani (1961) về mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp và chính sách đầu tư, Miller & Modigliani đã chỉ ra mối liên hệ giữa giá trị doanh nghiệp và lợi nhuận, kết quả trực tiếp từ chính sách đầu tư của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Fama & French (1998) cũng cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa chính sách gia tăng đầu tư vào tài sản và giá trị doanh nghiệp, sau khi đã kiểm soát khả năng sinh lời. Chính sách chi trả cổ tức cũng là một trong những nội dung được chú ý liên quan đến chính sách đầu tư của doanh nghiệp. Trong khi các nhà đầu tư kỳ vọng doanh nghiệp sẽ thực hiện những dự án đem lại lợi nhuận cao (đi kèm với rủi ro cao) để gia tăng giá trị lợi nhuận cho họ, các nhà quản trị lại có xu hướng từ chối thực hiện những dự án như vậy bởi điều này có thể ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh và lợi ích của họ (Parrino & cộng sự, 2005). Thay vì đó, trong trường hợp doanh nghiệp có dòng tiền tự do lớn, các nhà quản trị có xu hướng lựa chọn giải pháp an toàn hơn, đó là lấy niềm tin từ các nhà đầu tư thông qua chính sách chi trả cổ tức. Đây cũng là một phương án hữu hiệu để giảm chi phí đại diện trong doanh nghiệp (Jensen, 1986).

Chỉ tiêu lợi nhuận là một trong những chỉ tiêu thể hiện năng lực sinh lời và triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp, do đó đây là một yếu tố quan trọng trong thu hút các nhà đầu tư vào doanh nghiệp. Đây cũng chính là động cơ của nhà quản trị khi thực hiện các chính sách quản trị lợi nhuận nhằm thu hút được nhiều nguồn lực hơn cho doanh nghiệp. Hành vi quản trị lợi nhuận thường được thực hiện nhằm tránh báo cáo lỗ trong quý hoặc trong năm (Burgstahler & Dichev, 1997; DeGeorge & cộng sự, 1999) hay để điều chỉnh các chỉ số tài chính nhằm đáp ứng mong đợi của nhà đầu tư hoặc các nhà phân tích (DeGeorge & cộng sự, 1999; Brown, 2001).

Nghiên cứu của DeAngelo (1986) là một trong những nghiên cứu nền móng cho những phát triển về lý thuyết quản trị lợi nhuận sau này. DeAngelo (1986) phân tích những trường hợp mua lại cổ phần

để giữ quyền quản lý (management buyouts) và nhận thấy nhà quản trị dường như cố tình điều chỉnh giảm lợi nhuận bằng các kỹ thuật kế toán như lùi thời hạn ghi nhận doanh thu, tăng ghi nhận chi phí, dồn tích hay hoãn lại các dự án sinh lời. DeAngelo (1986) kết luận rằng các nhà quản trị thường ra quyết định dựa trên hoàn cảnh hiện tại của họ trên nguyên tắc cân bằng lợi ích và rủi ro. Một trong những công cụ được các nhà quản trị thường xuyên sử dụng để điều chỉnh lợi nhuận là phương pháp kế toán dồn tích, được chứng minh qua các nghiên cứu của Jones (1991) và Friedlan (1994) về hành vi điều chỉnh lợi nhuận, dẫn đến thay đổi giá trị doanh nghiệp tại thời điểm công bố báo cáo tài chính ra công chúng.

Mặc dù tác động của các chính sách quản trị tài chính lên giá trị doanh nghiệp là một chủ đề nhận được nhiều sự quan tâm từ giới học giả trên thế giới, hiện vẫn chưa có các nghiên cứu về ảnh hưởng tổng hợp của các chính sách này lên giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam. Thay vào đó, những nghiên cứu về tác động của các chính sách quản trị tài chính lên hành vi quản trị lợi nhuận tại các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam dường như đang gia tăng, đặc biệt trong vài năm trở lại đây. Mặc dù vậy, đa số các nghiên cứu này chỉ đi vào tác động riêng rẽ của một số chính sách quản trị tài chính hay yếu tố kinh tế nào đó. Cụ thể, hành vi điều chỉnh lợi nhuận được nghiên cứu bởi Đặng Ngọc Hùng (2015) về lựa chọn chính sách kế toán hay Nguyễn Thị Hương Liên & Đào Thị Ngân (2017) về mức độ áp dụng chế độ “kế toán sáng tạo” theo loại hình doanh nghiệp và động cơ thực hiện “kế toán sáng tạo”. Ngoài ra, Phạm Thị Bích Vân (2012), Nguyễn Công Phương & Nguyễn Trần Nguyên Trân (2014), Đặng Ngọc Hùng (2015) đã đề xuất những mô hình nhận diện hành vi quản trị lợi nhuận tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam và khả năng nhận diện hành vi quản trị lợi nhuận của các mô hình này là tương đối khả quan. Một điểm chung của các mô hình này là đều tiếp cận tới việc nhận diện hành vi điều chỉnh lợi nhuận với mối quan tâm đặc biệt tới yếu tố kế toán dồn tích.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính và các thông tin tài chính của 303 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ năm 2005 tới năm 2014 từ trang cafef.vn.

Các doanh nghiệp ngành tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, đầu tư tài chính được loại khỏi mẫu nghiên cứu do phương pháp hạch toán và đặc tính sản xuất kinh doanh là hoàn toàn khác biệt với các doanh nghiệp còn lại. Mẫu nghiên cứu bao gồm 2.182 quan sát, sau khi đã loại bỏ những quan sát không đạt yêu cầu về số liệu.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả tiếp cận đối tượng nghiên cứu từ góc độ những chính sách quản trị tài chính trong doanh nghiệp nhằm xem xét tác động của những chính sách này lên giá trị các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

Sau khi thu thập dữ liệu, nghiên cứu không tiến hành loại bỏ các giá trị ngoại vi mà trực tiếp sử dụng phương pháp hồi quy OLS áp dụng hiệu ứng cố định (fixed effects) và hiệu ứng ngẫu nhiên (random effects) lên mẫu nghiên cứu đã thu thập. Việc loại bỏ các giá trị ngoại vi có thể khiến mẫu nghiên cứu có độ lệch chuẩn thấp hơn, nhưng điều đó cũng dẫn đến việc kết quả nghiên cứu không thể áp dụng trên toàn bộ các doanh nghiệp được nghiên cứu.

Nghiên cứu này tiếp cận giá trị doanh nghiệp từ góc độ các chính sách quản trị tài chính của doanh

nh nghiệp. Các chính sách quản trị tài chính được xem xét trong nghiên cứu này bao gồm chính sách tài trợ vốn, chính sách đầu tư, chính sách quản trị tài sản lưu động và chính sách quản trị lợi nhuận. Bởi tầm bao phủ rộng của các chính sách quản trị tài chính, nghiên cứu chỉ lựa chọn một số biến đại diện cho một số khía cạnh cụ thể trong các chính sách quản trị tài chính được nhắc đến ở trên. Những chi tiết cụ thể hơn về lựa chọn và đo lường các biến độc lập được mô tả trong phần Mô hình nghiên cứu dưới đây.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, mô hình nghiên cứu được xây dựng trên cơ sở kế thừa những kết quả nghiên cứu đã được công bố trước đây của Masulis (1983), Jones (1991), Fama & French (1998), Almeida & Eid (2014), Đặng Ngọc Hùng (2015),... Những yếu tố có mối liên hệ với chính sách quản trị tài chính của doanh nghiệp đồng thời được chứng minh có tác động tới giá trị doanh nghiệp trong các nghiên cứu trước đây, được lượng hoá thành các chỉ tiêu để đưa vào mô hình.

Giá trị doanh nghiệp trong nghiên cứu này được đo lường bằng chỉ số Tobin's Q, một chỉ số đo lường giá trị doanh nghiệp phổ biến trong các nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp trong những năm gần đây.

Bảng 1. Giải thích các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Mô tả	Dự kiến chiều tác động
TotalAccruals	Tổng dồn tích kế toán của doanh nghiệp, tính bằng khác biệt giữa Lợi nhuận ròng và lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động sản xuất kinh doanh	+
EquityIssuance	tỷ lệ giá trị phát hành mới cổ phiếu trong năm tài chính trên tổng tài sản	-
DebtIssuance	tỷ lệ giá trị phát hành mới trái phiếu hoặc nợ trong năm tài chính trên tổng tài sản	+
DividendYield	tỷ lệ trả cổ tức tính trên mệnh giá cổ phiếu	-
AssetsTurnover	chỉ số vòng quay tổng tài sản	+
FATurnover	chỉ số vòng quay tài sản cố định	+
Lending	tỷ lệ giá trị cho vay trên tổng tài sản	+
FAGrowth	Tốc độ tăng trưởng tài sản cố định	+
NWCtoSales	tỷ trọng vốn lưu động ròng so với doanh thu	-
PayablesChanges	Tỷ lệ thay đổi các khoản phải trả trong năm tài chính (cuối năm trừ đầu năm) so với tổng tài sản	-
Size	Quy mô tổng tài sản của doanh nghiệp dưới dạng logarithm cơ số tự nhiên	+

Mối quan hệ giữa biến đại diện cho giá trị doanh nghiệp với các yếu tố khác được khám phá bằng mô hình nghiên cứu sau:

$$TobinsQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 TotalAccruals_{it} + \beta_2 EquityIssuance_{it} + \beta_3 DebtIssuance_{it} + \beta_4 DividendYield_{it} + \beta_5 AssetTurnover_{it} + \beta_6 FATurnover_{it} + \beta_7 Lending_{it} + \beta_8 FAGrowth_{it} + \beta_9 NWCtoSales_{it} + \beta_{10} PayablesChanges_{it} + \beta_{11} Size_{it} + \varepsilon$$

Các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu được giải thích trong Bảng 1.

Các biến được đưa vào mô hình phần nào phản ánh thông tin về các chính sách quản trị tài chính của doanh nghiệp, cụ thể như sau:

- Chính sách tài trợ vốn: được biểu hiện qua biến Equity Issuance và Debt Issuance, đây là hai biến thể hiện mức độ huy động và sử dụng vốn chủ sở hữu và vốn vay của doanh nghiệp;

- Chính sách đầu tư: bao gồm các biến DividendYield (thể hiện chính sách trả cổ tức), AssetsTurnover (thể hiện chính sách đầu tư tài sản), FAGrowth, FATurnover (thể hiện chính sách đầu tư tài sản cố định và hiệu quả đầu tư) và Lending (thể hiện chính sách cho vay);

- Chính sách quản trị tài sản lưu động: bao gồm biến NWCtoSales (thể hiện chính sách quản trị vốn lưu động) và PayablesChanges (thể hiện chính sách quản trị khoản phải trả);

- Chính sách quản trị lợi nhuận: được biểu hiện qua biến TotalAccruals để xác định việc doanh nghiệp có hay không sử dụng phương pháp kế toán dồn tích trong hạch toán. Đây là một dấu hiệu phổ

biến để dự báo hành vi quản trị lợi nhuận trong các nghiên cứu trước đây;

- Biến Size được đưa vào mô hình để kiểm soát về quy mô của doanh nghiệp.

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Mô tả thống kê của các biến được sử dụng trong nghiên cứu được biểu diễn ở Bảng 2.

Từ Bảng 2, có thể thấy rằng các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có định giá doanh nghiệp đang ở mức thấp, thể hiện qua chỉ số Tobin's Q trung bình chỉ là 0,81. Chỉ số FATurnover trung bình là 17,66 cho thấy các doanh nghiệp đang sử dụng hiệu quả tài sản cố định của mình để sản sinh doanh thu. Thêm vào đó, các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu dường như đang có định hướng gia tăng mua sắm tài sản cố định (trung bình chỉ số FAGrowth đạt 35,31).

Kết quả hồi quy OLS với hiệu ứng cố định (mô hình 1) và hiệu ứng ngẫu nhiên (mô hình 2) được trình bày trong Bảng 3.

Tiếp tục áp dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình hiệu ứng phù hợp, kết quả kiểm định cho thấy sai biệt giữa các hệ số trong hai mô hình hiệu ứng kể trên là có tính hệ thống, do đó mô hình hiệu ứng cố định (mô hình (1)) được lựa chọn.

Sau khi lựa chọn mô hình (1), các kiểm định về đa cộng tuyến và phương sai sai số thay đổi được thực hiện bao gồm ma trận hệ số tương quan giữa các biến và kiểm định White. Kết quả hai kiểm định này được thể hiện lần lượt trong Bảng 4 và Bảng 5.

Bảng 2. Mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
TobinsQ	2392	0,81	0,70	0,01	6,95
lnTobinsQ	2392	0,46	0,72	4,92	1,94
TotalAccruals	2394	0,02	0,17	1,83	1,35
Equityissuance	2395	0,05	0,12	0,09	1,07
Debt Issuance	2395	0,52	0,83	1,09	9,54
DividendYield	2392	0,05	0,08	0,00	1,10
AssetsTurnover	2493	1,13	1,26	0,00	12,74
FATurnover	2486	17,66	241,46	0,00	11757,74
Lending	2395	6,15	262,93	-12829,06	2,90
FAGrowth	2198	35,31	1336,80	1,00	61282,52
NWCtoSales	2202	0,12	3,50	-107,36	58,92
PayablesChanges	2395	0,02	0,11	1,55	0,90
Size	2502	27,31	1,32	19,72	32,14

Bảng 3. Kết quả hồi quy OLS với hiệu ứng cố định (mô hình 1) và hiệu ứng ngẫu nhiên (mô hình 2)

	Mô hình (1)	Mô hình (2)
	Tobin's Q	Tobin's Q
TotalAccruals	0,0827* (0,0435)	0,0905** (0,0443)
EquityIssuance	-0,200*** (0,0651)	-0,198*** (0,0661)
DebtIssuance	0,0654*** (0,0152)	0,0496*** (0,0151)
DividendYield	-0,315*** (0,0868)	-0,380*** (0,0881)
AssetsTurnover	-0,0672*** (0,0153)	-0,0445*** (0,0143)
FATurnover	-4,45e-06 (2,57e-05)	-6,36e-06 (2,62e-05)
Lending	0,0212*** (0,00252)	0,0187*** (0,00255)
FAGrowth	8,47e-07 (4,88e-06)	7,26e-07 (4,97e-06)
NWCtoSales	0,00172** (0,000688)	0,00175** (0,000701)
PayablesChanges	-0,387*** (0,0652)	-0,379*** (0,0664)
Size	-0,113*** (0,0139)	-0,0952*** (0,0128)
Constant	3,981*** (0,386)	3,478*** (0,358)
Số quan sát	2.182	2.182
R-squared	0,111	
Số doanh nghiệp	303	303

Độ lệch chuẩn vững trong ngoặc

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình xảy ra khi các biến độc lập trong mô hình có mối quan hệ tuyến tính, thường được ghi nhận khi giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan giữa các biến ở mức cao. Nhìn chung, hệ số tương quan của các biến trong mô hình (1) là tương đối thấp, giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan cao nhất được tìm thấy giữa hai biến AssetsTurnover và DebtIssuance chỉ là 0,3570. Qua kết quả kiểm định, có thể nhận thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến

trong mô hình.

Trong kiểm định White về hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong mô hình, P-value của kiểm định White đạt giá trị 0.000 nhỏ hơn 1%, do đó có thể kết luận hiện tượng phương sai sai số thay đổi đang hiện hữu trong mô hình. Để khắc phục vấn đề phương sai sai số thay đổi này, tác giả đã tiến hành điều chỉnh mô hình bằng cách sử dụng logarithm cơ số tự nhiên của biến phụ thuộc TobinsQ thay cho chính biến phụ thuộc ấy nhằm làm giảm biến động phương sai của

Bảng 4. Ma trận hệ số tương quan giữa hệ số của các biến độc lập trong mô hình (1)

e(V)	TotalAccruals	EquityIssuance	DebtIssuance	DividendYield	AssetsTurnover	NWCtoSales	Lending	PayablesChanges	Size	con
TotalAccruals	1,0000									
EquityIssuance	-0,1703	1,0000								
DebtIssuance	-0,1516	0,0347	1,0000							
DividendYield	-0,0990	0,0127	0,0548	1,0000						
AssetsTurnover	0,1444	0,0600	-0,3570	-0,0904	1,0000					
NWCtoSales	0,0188	-0,0162	-0,0009	-0,0127	0,0011	1,0000				
Lending	0,0173	0,0241	-0,0171	0,0144	0,0212	-0,0028	1,0000			
PayablesChanges	0,2196	-0,0533	-0,0520	-0,0146	0,0585	0,0001	0,0122	1,0000		
Size	0,0164	0,2136	-0,1246	-0,1006	0,3060	0,0065	0,0273	0,0084	1,0000	
con	-0,0201	-0,2210	0,1179	0,0892	-0,3401	-0,0061	-0,0255	-0,0126	-0,9989	1,0000

biến này. Đồng thời bên vế còn lại của phương trình mô hình, những biến chỉ mang giá trị dương cũng được biến đổi tương tự, trừ biến Size vốn đã được thiết kế là logarith cơ số tự nhiên của tổng tài sản. Mô hình (1), qua đó, có thể được biểu diễn lại thành mô hình (3) như sau:

$$\ln Tobins Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 TotalAccruals_{it} + \beta_2 EquityIssuance_{it} + \beta_3 DebtIssuance_{it} + \beta_4 DividendYield_{it} + \beta_5 \ln AT_{it} + \beta_6 \ln FATO_{it} + \beta_7 Lending_{it} + \beta_8 FAGrowth_{it} + \beta_9 NWCtoSales_{it} + \beta_{10} PayablesChanges_{it} + \beta_{11} Size_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

Trong đó: $\ln AT$ là logarith cơ số tự nhiên của $AssetsTurnover$, $\ln FATO$ là logarith cơ số tự nhiên của $FATurnover$ trong mô hình (1). Sau đó, mô hình (3) được ước lượng bằng phương pháp hồi quy OLS hiệu ứng cố định và ước lượng lại sai số chuẩn. Kết quả hồi quy mô hình (3) được biểu diễn trong Bảng 6.

Qua kết quả hồi quy mô hình (3), có thể thấy:

Nhìn chung đa số các biến thể hiện ý nghĩa thống kê trong mô hình, trừ trường hợp của ba biến $\ln AT$, $FAGrowth$ và $NWCtoSales$ khi cả ba biến này đều không có ý nghĩa thống kê ở cả ba mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Do vậy, có thể kết luận tăng trưởng về tài sản cố định, chính sách quản trị tài sản lưu động và vòng quay tổng tài sản không có mối quan hệ thống kê với giá trị trị doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa chính sách tài trợ vốn và giá trị doanh nghiệp là rõ ràng về mặt thống kê. Hệ số của các biến $EquityIssuance$, $DebtIssuance$ đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy quan hệ chặt chẽ giữa các yếu tố này. Hệ số của

$EquityIssuance$ mang giá trị -0,394, cho thấy giá trị doanh nghiệp có xu hướng giảm khi doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu trong năm tài chính. Điều này có thể được giải thích bằng sự pha loãng cổ phiếu trên thị trường khiến thu nhập bình quân mỗi cổ phiếu (EPS) giảm đi, phản ánh EPS tương lai khó duy trì ở mức độ trước đây và giảm triển vọng của doanh nghiệp trong mắt nhà đầu tư. Ngoài ra, thông thường việc phát hành cổ phiếu mới chứng tỏ nhà quản trị nhận thấy thị trường đang định giá doanh nghiệp cao hơn giá trị thực, đây là một tín hiệu không tích cực đối với giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, $DebtIssuance$ có hệ số nhận giá trị 0,112, cho thấy việc tăng cường đòn bẩy tài chính có tác động khá tích cực tới giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên mức độ tác động của việc tăng cường nợ tới giá trị doanh nghiệp sẽ không lớn và rõ rệt như việc phát hành cổ phiếu.

Tỷ lệ trả cổ tức hàng năm cũng là một trong những chính sách được các nhà đầu tư chú ý khi cân nhắc đầu tư vào doanh nghiệp. Biến $DividendYield$, được tính bằng tỷ lệ trả cổ tức tính trên mệnh giá cổ phiếu, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Quan hệ của $DividendYield$ và giá trị doanh nghiệp là mối quan hệ ngược chiều, thể hiện qua hệ số -0,613, tức là khi tỷ lệ trả cổ tức gia tăng sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Thông thường, các doanh nghiệp sẽ trả cổ tức thấp vào giai đoạn doanh nghiệp đang tăng trưởng mạnh mẽ và tăng dần khi tăng trưởng của doanh nghiệp chững lại. Việc doanh nghiệp tăng tỷ lệ trả cổ tức là một dấu hiệu của việc doanh nghiệp không còn duy trì được sức tăng trưởng của mình,

Bảng 5. Kết quả kiểm định White

Hồi quy hiệu ứng cố định	Số quan sát	2.182
Biến doanh nghiệp: code	Số doanh nghiệp (code)	303
R-sq: within	0,9042	Số quan sát mỗi nhóm: Tối thiểu 1
between	0,9651	Trung bình 7,2
overall	0,9469	Tối đa 9
	F(11,1868)	1603,30
Corr (u _i , X _b)	-0,4210	Prob > F 0,0000

dẫn tới giá trị doanh nghiệp có khả năng bị sụt giảm trong mắt nhà đầu tư.

Chính sách đầu tư và hiệu quả chính sách đầu tư của doanh nghiệp được thể hiện qua các biến lnFATO, Lending, sau khi đã loại bỏ hai biến không có ý nghĩa thống kê lnAT và FAGrowth. Hai biến còn lại, lnFATO và Lending, đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy tác động mạnh mẽ của hai yếu tố này lên giá trị doanh nghiệp. Hệ số

của biến lnFATO mang dấu âm (-0,0795) cho biết rằng khi vòng quay tài sản cố định tăng sẽ khiến giá trị doanh nghiệp giảm xuống. Đây là một phát hiện khá thú vị khi ta biết rằng lnFATO (hay FATurnover) càng lớn thì chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng tài sản cố định càng hiệu quả, nên về mặt trực quan có thể kỳ vọng một mối quan hệ cùng chiều giữa lnFATO và giá trị doanh nghiệp. Biến Lending, với giá trị hệ số là 0,00572, thể hiện rằng khi doanh nghiệp

Bảng 6. Kết quả hồi quy OLS hiệu ứng cố định của mô hình (3)

Biến	Mô hình (3) lnTobinsQ	Số quan sát	2.156
TotalAccruals	0,135** (0,0613)	Số doanh nghiệp	303
EquityIssuance	-0,394*** (0,0918)	R-squared	0,121
DebtIssuance	0,112*** (0,0269)	Độ lệch chuẩn vững trong ngoặc (Robust standard errors in parentheses)	
DividendYield	-0,613*** (0,154)	*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	
lnAT	-0,034 (0,03)		
lnFATO	-0,0795*** (0,023)		
Lending	0,00572*** (0,000972)		
FAGrowth	-8,02e-07 (1,54e-06)		
NWCtoSales	-0,000121 (0,00123)		
PayablesChanges	-0,683*** (0,134)		
Size	-0,0583** (0,0262)		
Constant	1,244* (0,722)		

cho vay càng nhiều thì giá trị doanh nghiệp càng cao. Mặc dù điều này phản ánh hiệu quả các chính sách đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhưng tác động của biến Lending lên giá trị doanh nghiệp không thực sự đáng kể bởi hệ số là tương đối nhỏ.

Biến PayablesChanges đại diện cho chính sách quản trị tài sản lưu động, ở mức ý nghĩa thống kê 1%, có hệ số -0,683, biểu hiện ứng với mỗi một đơn vị sự thay đổi về giá trị khoản phải trả, giá trị doanh nghiệp sẽ thay đổi 0,683 đơn vị theo chiều ngược lại. Giảm các khoản phải trả làm giảm gánh nặng nợ của doanh nghiệp thông qua việc các doanh nghiệp ít phụ thuộc vào chủ nợ hơn cũng như giảm các khoản lãi suất từ các khoản nợ ngắn hạn, dẫn đến những cải thiện trong định giá doanh nghiệp trên thị trường tài chính.

Biến TotalAccruals không chỉ đưa thông tin về tăng trưởng của doanh nghiệp mà còn về hoạt động quản trị lợi nhuận của doanh nghiệp. TotalAccruals có hệ số 0,135 ở mức ý nghĩa thống kê 5%, cho thấy dấu hiệu của việc các doanh nghiệp có sử dụng phương pháp kế toán dồn tích trong các báo cáo tài chính của mình và điều này có tác động thuận chiều tới giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Trên thực tế, TotalAccruals không phản ánh chính sách quản trị lợi nhuận của doanh nghiệp là “tốt” hay “xấu” mà chỉ đo lường hiện tượng và cung cấp thông tin. Việc đánh giá nội dung thông tin hoàn toàn thuộc về thị trường. Việc quản trị lợi nhuận có thể làm mịn đồ thị lợi nhuận hàng năm, tránh cho nhà đầu tư gặp phải những cú sốc khi lợi nhuận của doanh nghiệp biến động mạnh bởi nhiều lý do khác nhau. Do đó, có thể nói, quản trị lợi nhuận phần nào làm giảm “rủi ro” trong nhận thức của nhà đầu tư, khiến nhà đầu tư an tâm hơn và định giá doanh nghiệp cao hơn. Trên thực tế, rủi ro đầu tư vào doanh nghiệp vẫn không hề giảm đi, mà có thể còn tăng cao hơn do thông tin bất đối xứng.

Quy mô doanh nghiệp, Size, có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% với hệ số -0,0583, có nghĩa rằng với quy mô doanh nghiệp càng nhỏ thì định giá doanh nghiệp càng chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách. Với các doanh nghiệp lớn, các nhà đầu tư sẽ dễ dàng tiếp cận thông tin hơn, do đó những đánh giá và quyết định đầu tư sẽ có cơ sở hơn so với việc đầu tư vào các doanh nghiệp quy mô nhỏ hơn, nhìn chung thiếu tính minh bạch về thông tin hơn và rủi ro lớn hơn.

5. Kết luận

Giá trị doanh nghiệp phản ánh năng lực và tầm vóc của doanh nghiệp trên thị trường, do đó việc nghiên cứu giá trị doanh nghiệp là cần thiết trong bối cảnh hiện nay. Bởi mỗi thị trường có những đặc tính khác nhau, các nghiên cứu về giá trị doanh nghiệp thường hướng vào tác động của những yếu tố nội tại của doanh nghiệp như những chính sách của doanh nghiệp lên giá trị doanh nghiệp. Những chỉ tiêu quản trị tài chính, được cụ thể hoá bằng một số biến số đại diện trong nghiên cứu này, đã cung cấp một góc nhìn tổng hợp cho tác động của các chính sách quản trị tài chính lên giá trị doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam.

Từ kết quả nghiên cứu, có thể rút ra kết luận và đề xuất một số khuyến nghị như sau:

(i) Trong phạm vi mẫu nghiên cứu, chính sách quản trị tài sản lưu động (biến đại diện PayablesChanges) và chính sách cổ tức (biến DividendYield) có tác động khá rõ ràng tới giá trị doanh nghiệp so với các chính sách quản trị tài chính khác được xem xét trong nghiên cứu. Bởi vậy, các doanh nghiệp cần đặc biệt chú ý tới hai chính sách này, cụ thể:

- Với chính sách quản trị tài sản lưu động: để nâng cao hiệu quả quản trị tài sản lưu động tiến tới cải thiện giá trị doanh nghiệp, cần có kế hoạch phân bổ tài sản lưu động một cách hợp lý như dự trữ hàng hoá trên cơ sở đáp ứng đủ, tránh tồn đọng; đầu tư cho hoạt động marketing nhằm đẩy nhanh tiêu thụ hàng hoá; quản trị các khoản phải trả nhằm tận dụng nguồn vốn của đối tác trong khoảng thời gian hợp lý, không làm ảnh hưởng đến đối tác.

- Với chính sách cổ tức: cần có những điều chỉnh hợp lý về tỷ lệ chi trả cổ tức để hài hoà giữa lợi ích cổ đông và giá trị doanh nghiệp. Theo đó, phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức nên được giữ ở mức phù hợp, đảm bảo cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng, đồng thời cho phép doanh nghiệp giữ lại một phần lợi nhuận để tái đầu tư, phát triển sản xuất kinh doanh, nâng cao giá trị doanh nghiệp.

(ii) Việc phát hành thêm cổ phiếu (biến đại diện EquityIssuance) mặc dù làm gia tăng nguồn vốn cho doanh nghiệp, nhưng lại vô tình làm giảm giá trị doanh nghiệp. Trong khi đó, giá trị doanh nghiệp lại đi theo chiều ngược lại khi doanh nghiệp gia tăng sử dụng các công cụ nợ (biến đại diện DebtIssuance) tới một mức độ nào đó. Do đó, việc xác định một cơ cấu vốn cũng như chính sách tài trợ vốn phù hợp để tối ưu giá trị doanh nghiệp cũng là một yếu tố quan

trọng mà các doanh nghiệp cần lưu tâm. Bởi đặc tính của từng ngành kinh doanh là khác nhau, các doanh nghiệp có thể tham vấn các chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp lớn, dẫn đầu ngành để xác định cơ cấu vốn phù hợp cho doanh nghiệp mình, từ đó có những điều chỉnh làm tiền đề thúc đẩy giá trị doanh nghiệp.

(iii) Mặc dù một số biến đại diện cho chính sách đầu tư của doanh nghiệp như chỉ số vòng quay tổng tài sản và tốc độ tăng trưởng tài sản cố định không có ý nghĩa thống kê trong nghiên cứu này, song đây vẫn là những chỉ số quan trọng góp phần đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Việc duy trì các chỉ số trên một cách hợp lý có thể góp phần đảm bảo hiệu quả kinh doanh, từ đó phần nào tác động tích cực tới giá trị doanh nghiệp. Bởi vậy, cần có những biện pháp cụ thể nâng cao hiệu quả chính

sách đầu tư của doanh nghiệp thông qua việc xác định phương pháp khấu hao hợp lý và đổi mới tài sản cố định theo hướng ứng dụng công nghệ tiên tiến, hiện đại.

(iv) Tác động của phương pháp kế toán dồn tích lên giá trị doanh nghiệp cho thấy sự hiện hữu của hiện tượng quản trị lợi nhuận trong các doanh nghiệp Việt Nam. Do đó, các nhà phân tích và các nhà đầu tư khi nhận định về giá trị doanh nghiệp cần có tiếp cận từ nhiều góc độ để kiểm chứng tính tin cậy trong thông tin tài chính của doanh nghiệp. Về phía doanh nghiệp, cần sử dụng phương pháp kế toán dồn tích một cách hợp lý và có trách nhiệm để tránh làm méo mó thông tin tài chính của doanh nghiệp, từ đó gây ra những hệ lụy cho cả nhà đầu tư và chính doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo:

- Aktas, N., Croci, E. & Petmezas, D. (2015), 'Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments', *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113.
- Almeida, J.R.d. & Eid, W. (2014), 'Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA', *Journal of Business Research*, 67(5), 924-934.
- Arachchi, H., Perera, W. & Vijayakumaran, R. (2017), 'The Impact of Working Capital Management on Firm Value: Evidence from a Frontier Market', *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(2), 399-413.
- Berger, A.N. & Patti, E.B.d. (2006), 'Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry', *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
- Bhatia, S. & Srivastava, A. (2016), 'Working capital management and firm performance in emerging economies: Evidence from India', *Management and Labour Studies*, 41(2), 71-87.
- Brown, L.D. (2001), 'A Temporal Analysis of Earnings Surprises: Profits versus Losses', *Journal of Accounting Research*, 39(1), 221-241.
- Burgstahler, D.C. & Dichev, I.D. (1997), 'Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses', *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.
- Đặng Ngọc Hùng (2015), 'Nghiên cứu xu hướng quản trị lợi nhuận do thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 219, 46-54.
- DeAngelo, L.E. (1986), 'Account numbers as market valuation substitutes: A Study of management buyout of public shareholders', *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- DeGeorge, F., Patel, J. & Zeckhauser, R. (1999), 'Earnings Management to Exceed Thresholds', *The Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1998), 'Taxes, Financing Decisions, and Firm Value', *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843.
- Friedlan, J. M. (1994), 'Accounting choices of issuers of initial public offerings', *Contemporary Accounting Research*, 11(1), 1-31.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jones, J.J. (1991), 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.

- Masulis, R.W. (1983), 'The Impact of Capital Structure Change on Firm Value - Some Estimates', *The Journal of Finance*, 38(1), 107-126.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. (1961), 'Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares', *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Myers, S.C. (1977), 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nguyễn Thị Hương Liên & Đào Thị Ngân (2017), 'Nghiên cứu mức độ sử dụng kế toán sáng tạo tại các doanh nghiệp Việt Nam', *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và Kinh doanh*, 33(4), 47-54.
- Nguyễn Công Phương & Nguyễn Trần Nguyên Trân (2014), 'Mô hình Beneish dự đoán sai sót trọng yếu trong báo cáo tài chính', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 206, 54-60.
- Parrino, R., Poteshman, A.M. & Weisbach, M.S. (2005), 'Measuring Investment Distortions When Risk-Averse Managers Decide Whether to Undertake Risky Projects', *Financial Management*, 34(1), 21-60.
- Phạm Thị Bích Vân (2012), 'Mô hình nhận diện điều chỉnh lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM', *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 258(1), 35-42.
- Stulz, R.M. (1990), 'Managerial discretion and optimal financing policies', *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Wasiuzzaman, S. (2015), 'Working capital and firm value in an emerging market', *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 60-79.