



TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI TRÊN VỐN CHỦ SỞ HỮU

CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Người trình bày: TS Trần Thị Thanh Tú
Nghiên cứu viên, VDF
Giảng viên, NEU



L i c m n

- Nghiên cứu này được thực hiện bởi sự cộng tác rất hữu ích, nhiệt tình của nhóm giáo viên trẻ, Bộ môn tài chính doanh nghiệp, Khoa NHTC, NEU
- Số liệu được hỗ trợ cung cấp bởi công ty Stoxplus và các sinh viên K47

Xin chân thành cảm ơn!



Tính cạnh tranh tài

- Số lượng các CTNY ngày càng gia tăng, mức độ vốn hoá thị trường tăng: % GDP 3 năm lần lượt là : 2007- gần 49%, 2008- 15% và 2009 - gần 40%
- Chính sách cơ cấu vốn có tác động không nhỏ đến khả năng sinh lời của các CTNY-> giá cổ phiếu
- => đề xuất mô hình kinh tế lượng phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của CTNY



Tình hình nghiên cứu

- Titman và Wessels (1988): cơ cấu vốn bị ảnh hưởng bởi tỷ trọng chi phí nghiên cứu triển khai và chi phí bán hàng/tổng doanh thu
- Federick H.deB.Harris, Williamson (1988, 1991) cho rằng cơ cấu vốn có mối liên hệ mật thiết với cơ cấu tài sản, mức đảm nhiệm doanh thu
- Gentry (1994) cho rằng thuế suất, chính sách trả cổ tức và mức độ sử dụng đòn bẩy hoạt động ảnh hưởng đến cơ cấu vốn



Tình hình nghiên cứu

- Rajan và Zingales, Barclay, Smith và Watts (1955) cũng phát hiện ra giá thị trường và giá trị sổ sách của cổ phiếu có ảnh hưởng ngược chiều đến tỷ lệ nợ
- 2004, Lisa A. Keister đã nghiên cứu về cơ cấu vốn của các DNNN Trung quốc và phát hiện ra rằng các DNNN giữ lại càng nhiều lợi nhuận thì vay nợ càng nhiều
- 2006, Trần Thị Thanh Tú (LATS) đã đề xuất mô hình phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các DNNN, cho thấy cơ cấu vốn của DNNN chưa thực sự chịu tác động các nhân tố thị trường như chi phí lãi vay; cơ cấu vốn không tác động nhiều đến khả năng sinh lợi của DNNN
- V.v.v



Mục đích nghiên cứu

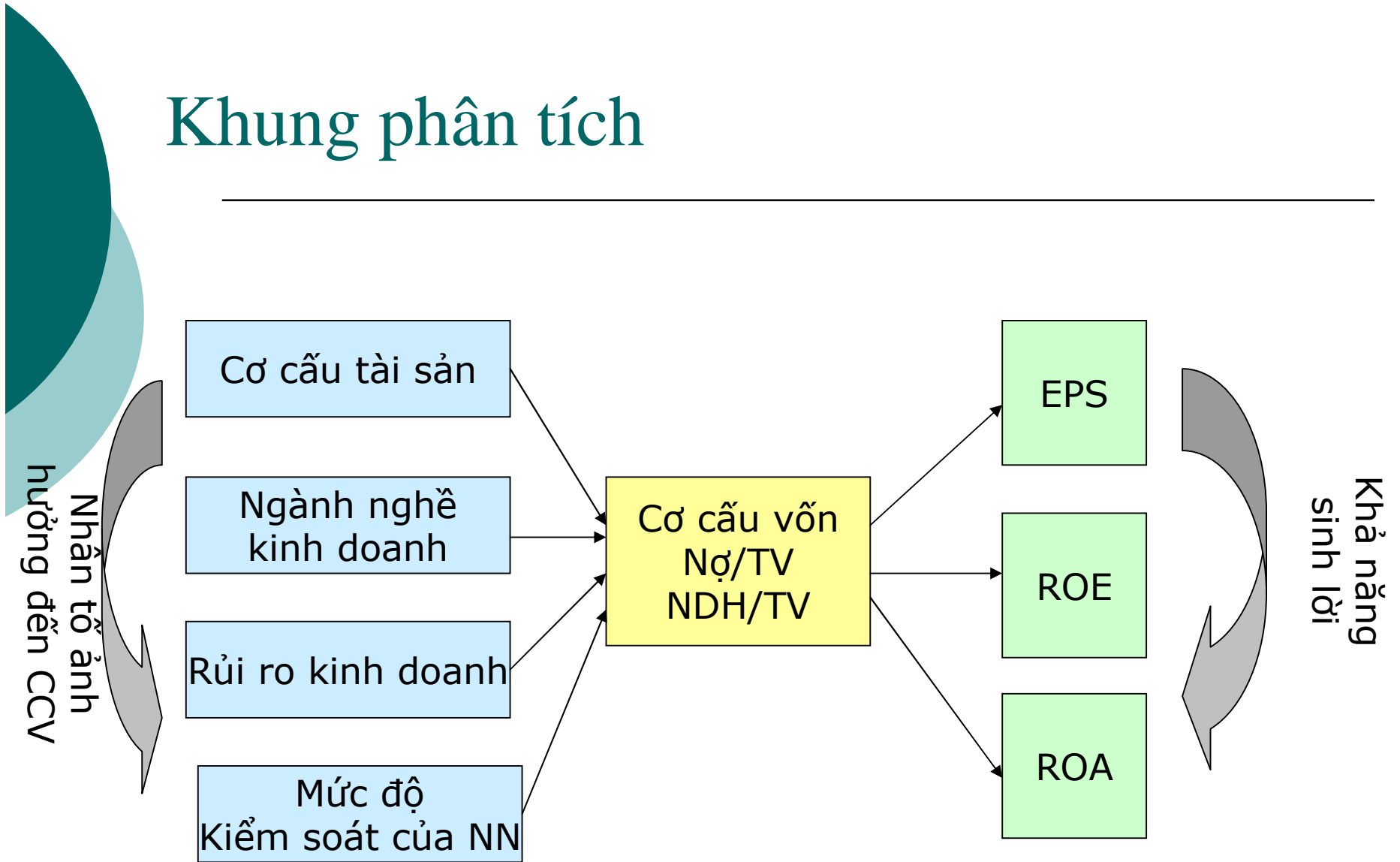
- Cơ cấu vốn của doanh nghiệp, những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp
- Phân tích thực trạng cơ cấu vốn của các CTNY trên thị trường chứng khoán Việt nam, kiểm định lý thuyết về cơ cấu vốn tối ưu dựa trên số liệu về cơ cấu vốn của các CTNY trên TTCK Việt nam từ năm 2005 đến 2008
- Xây dựng mô hình kinh tế lượng để: (i) ước lượng những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các CTNY trên thị trường chứng khoán Việt nam và (ii) phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các CTNY trên thị trường chứng khoán Việt nam
- Đề xuất các giải pháp và điều kiện để hoàn thiện cơ cấu vốn của các CTNY trên thị trường chứng khoán Việt nam



Ph ng pháp nghiên c u

- Phương pháp phỏng vấn, thu thập thông tin, tổng hợp, so sánh, phân tích tình huống.
- Phương pháp toán kinh tế được sử dụng với mô hình kinh tế lượng để xây dựng mô hình hồi qui hai giai đoạn nghiên cứu cơ cấu vốn của các CTNY trên TTCK Việt nam

Khung phân tích





S l i u

- Số liệu về cơ cấu vốn và khả năng sinh lời của hơn 400 CTNY trên HNX và HOSE
- Thời gian : 2005-2008



S li u

Bộ số liệu bao gồm các chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp:

- Nợ/Tổng Vốn (đơn vị:%)
- Nợ Dài Hạn/Tổng Vốn (đơn vị:%)
- Giá Vốn Hàng Bán/Doanh Thu (đơn vị:%)
- TSCĐ/Tổng Tài Sản (đơn vị:%)
- Tỷ lệ VCSH của NN/Tổng Vốn (đơn vị:%)
- ROE (đơn vị:%)
- ROA (đơn vị:%)
- EPS
- Ngành kinh doanh của DN (các DN được chia thành 11 ngành kinh doanh)



X lý s li u

- Tạo biến giả cho năm(2005-2008) và ngành kinh doanh (11 ngành)
- Loại bỏ các quan sát bị thiếu số liệu



L a c h n mô hình

- Lựa chọn biến phụ thuộc
- Lựa chọn biến độc lập
- Xây dựng mô hình hồi qui
- Phương pháp hồi qui hai giai đoạn

L a c h n b i n

Tên bi n	Gi i thích
Bi n ph thu c	o l n g c c u v n c a các công ty niêm y t
LTDR	N Dài h n/T ng v n: N dài h n (n vay ngân hàng dài h n và phát hành trái phi u) trên t ng v n
DR	H s n (bao g m c n ng n và dài h n) trên t ng v n. Do các CTNY s d ng n dài h n r t ít nên h s này c s d ng b sung cho h s N dài h n/T ng v n

L a c h n b i n

Bi n c l p	Gi i thích	Quan h v i bi n ph thu c
PoverTR	Giá v n hàng bán/Doanh thu. Các doanh nghi p kinh doanh nh ng ngành ngh khác nhau thì h s này r t khác nhau, bi n này c s d ng nh bi n gi cho r i ro kinh doanh	+/-
FAoverTA	Tài s n c nh/ T ng tài s n	+
ER	V n ch s h u c a nhà n c/ T ng v n	+
Di	Ngành th i, i ch y t 1 n 11 do các công ty niêm y t c chia thành 11 nhóm ngành	+/-
ROA	Thu nh p sau thu /T ng tài s n	+
ROE	Thu nh p sau thu /T ng v n ch s h u	-
Yj	j ch y t 2005 -2008 ki m nh xem các n m khác nhau thì h s n c a các CTNY có thay i không	+/-

Các giả thiết của mô hình

- Mô hình hồi qui 2 giai đoạn:
- Lập mô hình 1: Phân tích các yếu tố tác động đến các quyết định của doanh nghiệp

$$DR = F(PoverTR, FAoverTA, ER, ROA, Di, Yj)$$

$$LTDR = G(PoverTR, FAoverTA, ER, ROA, Di,$$




Các giả thiết của mô hình

- Lập mô hình 2: Phân tích tác động của các yếu tố ảnh hưởng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của các CTNY

$$ROE = H(DR, LTDR)$$

$$EPS = K(DR, LTDR)$$



Cấu trúc của CTNY - Hàng năm / từng vùng

N m	2005	2006	2007	2008
Công nghệ	41.6%	40.5%	37.3%	31.66%
Y tế - Dịch	46.40%	41.92%	23.36%	21.87%
Hàng tiêu dùng	51.5%	46.5%	42.4%	45.98%
V n t i	53.38%	52.94%	49.39%	50.78%
Công nghiệp	55.3%	60.2%	48.4%	47%
Nguyên vật liệu	55.59%	52.55%	47.39%	44.03%
Thương mại - Dịch vụ khác	57.48%	48.31%	44.79%	49.36%
Năng lượng	58.4%	53.1%	46.7%	47.23%
Xây dựng - Bất động sản	79.11%	78.08%	67.71%	64.92%

Cấu trúc của CTNY - Hàng dài hạn/tài sản

Nội dung	2005	2006	2007	2008
Vốn tài trợ	1.58%	0.79%	5.24%	6.83%
Yếu tố - Dự trữ	2.36%	1.02%	0.12%	0.38%
Thặng dư tài trợ - Dịch vụ khác	3.75%	2.79%	1.54%	1.07%
Công nghệ	5.0%	3.4%	4.6%	2.78%
Nguyên vật liệu	5.66%	5.33%	5.26%	3.86%
Công nghiệp	6.9%	5.0%	7.5%	0.6%
Hàng tiêu dùng	9.8%	8.7%	8.0%	2.54%
Xây dựng - Bất động sản	12.12%	12.56%	10.08%	7.06%
Nợ ngắn hạn	28.4%	23.0%	22.0%	13.53%

Khả năng sinh lời của CTNY - ROE

Năm	2005	2006	2007	2008
Vốn tài	14.6%	17.6%	18.9%	15.41%
Nợ ngắn	15.5%	16.8%	16.5%	17.65%
Thặng dư - Dịch vụ khác	17.1%	22.2%	19.0%	20.20%
Công nghiệp	18.0%	26.8%	22.0%	19%
Nguyên vật liệu	18.6%	16.9%	15.3%	16.67%
Công nghệ	19.9%	21.5%	16.1%	9.07%
Hàng tiêu dùng	21.7%	23.1%	18.7%	11.04%
Xây dựng - Bất động sản	22.8%	23.0%	15.1%	13.66%
Y tế - Dược	23.2%	22.0%	13.9%	13.33%



Khả năng sinh lợi của CTNY - EPS

N m	2005	2006	2007	2008
V n t i	1,408	2,506	3,249	3,537
N ng l ng	1,803	1,966	2,512	2,389
Nguyên v t li u	2,020	2,151	2,695	3,021
Th ng m i - D ch v khác	2,247	3,210	3,283	3,310
Xây d ng - B t ng s n	2,724	2,696	3,485	3,118
Hàng tiêu dùng	2,832	3,454	3,747	1,866
Y t - D c	2,868	4,576	5,901	4,997
Công ngh	3,309	4,120	3,364	931
Công nghi p	4,345	3,213	4,290	2162



Kết quả chạy mô hình - Lặp MH 1

Trên HOSE:

- TSCĐ/Tổng Tài Sản thuần không có nhiều thay đổi trong thời gian ngắn nên không có ý nghĩa trong mô hình, đã được loại bỏ
- Giá vốn hàng bán/Doanh thu tăng thêm 1% thì Nợ/Tổng Vốn S tăng thêm 0.12757% và ngược lại
- Cơ cấu vốn chủ sở hữu NN/Tổng vốn tăng -> tăng tỷ lệ nợ trên tổng vốn. Tuy nhiên tác động của yếu tố này tới cơ cấu nợ có xu hướng giảm theo các năm, và mức độ giảm của tác động này trong các năm 2005 - 2008 là tương đối đều, xấp xỉ 0.5%.



Kết quả chủ yếu mô hình - Líp MH 1

- Các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp và xây dựng bất động sản luôn có cơ cấu nợ cao hơn các doanh nghiệp khác.
- Đối với các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp thì tỷ lệ nợ/tổng vốn cao hơn các doanh nghiệp khác là 12.619%, còn với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng bất động sản là: 15,462%.



Kết quả chủ yếu mô hình - Líp MH 1

Trên HNX:

- Các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất điện có tỷ lệ nợ cao hơn các doanh nghiệp khác khoảng 2% và các doanh nghiệp xây dựng bất động sản có tỷ lệ nợ cao hơn các doanh nghiệp khác 13,913%.
- Chỉ tiêu giá trị hàng bán/doanh thu ít có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn



Kết quả chủ yếu mô hình - Lớp MH 1

- Vốn chủ sở hữu NN/Tổng vốn tăng thêm 1% thì Nợ/Tổng Vốn sẽ giảm 0.36555% và ngược lại, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi.
- Năm 2007, cơ cấu vốn của các CTNY trên HNX giảm đáng kể, giảm 13,44% so với năm 2006
- Năm 2008, hệ số nợ của các CTNY trên HNX giảm mạnh hơn nữa, xuống 35,234% do tác động của lạm phát và chi phí lãi vay tăng cao.



Kết quả thực nghiệm mô hình - Lớp MH 2

Trên HOSE:

- ROE của CTNY dường như không phụ thuộc vào cơ cấu vốn của các doanh nghiệp (P-value không có ý nghĩa)
- EPS chịu tác động mạnh bởi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp
- Khi N /T tăng thêm 1% thì lãi trên 1 c phần s gi m xu ng 0.49404% và ngược lại
- => đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực



Kết quả chạy mô hình - Líp MH 2

- CTNY trên HNX tăng hệ số nợ lên 1% thì ROE tăng 0.12825%.
- Cơ cấu vốn của doanh nghiệp tăng thêm 1% thì EPS của doanh nghiệp cũng tăng thêm 0.48704%.
- => Cơ cấu vốn của các CTNY trên HNX có tác động tích cực đến khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu.



K t l u n và khuy n ngh

- Giải pháp hoàn thiện cơ cấu vốn của CTNY
- Các điều kiện thực hiện giải pháp
- Một số hạn chế của đề tài nghiên cứu



Giới pháp hoàn thị n c c u v n c a CTNY

- C n g i m h s n c a CTNY trên HOSE
- Có th t ng h s n c a CTNY trên HNX, trong b i c nh h tr cho vay tr lãi su t
- C n g i m t l v n ch s h u nhà n c trên t ng v n khuy n khích các CTNY s d ng n
- Các CTNY c n tính toán và l p k ho ch c c u v n òn b y tài chính phát huy tác ng tích c c



i u k i n t h c h i n g i i p h á p

- Đổi mới chính sách thuế: thuế TNDN, thuế cổ tức để khuyến khích/hạn chế các CTNY sử dụng nợ
- Tăng cường tính minh bạch/ hiệu quả của TTCK: công khai hoá thông tin, thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm
- Hoàn thiện công tác quản trị doanh nghiệp của các CTNY: chính sách cổ tức, giải quyết các xung đột lợi ích



Các hình thức / vấn đề nghiên cứu típ

- Các biến của mô hình chưa đầy đủ: thuế, chi phí lãi vay v.v.
- Kết quả chạy mô hình có hệ số R^2 thấp (dưới 20%), mức độ giải thích của các biến độc lập đến biến phụ thuộc còn thấp
- Chưa xây dựng được mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho một CTNY (nghiên cứu điển hình)



CÂU HỎI VÀ THẢO LUẬN