

TÁC ĐỘNG CỦA NĂNG LỰC TÀI CHÍNH ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP - NGHIÊN CỨU TẠI CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG NIÊM YẾT VIỆT NAM

Ths. Nguyễn Thị Tuyết*

Giá trị doanh nghiệp (DN) được xem là bức tranh tổng thể về DN, là cơ sở để đưa ra các quyết định tài chính. Bên cạnh đó năng lực tài chính là yếu tố có ảnh hưởng không nhỏ đến giá trị DN. Trong bài viết này tác giả sử dụng mô hình kinh tế lượng nghiên cứu tác động của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp của các DNXDNY trong giai đoạn 2012-2018. Mục tiêu sử dụng phương pháp này là để thấy được mối quan hệ giữa năng lực tài chính với giá trị doanh nghiệp, từ đó có cơ sở để tập trung vào các nội dung quan trọng và cần thiết nhằm nâng cao được năng lực tài chính từ đó nâng cao giá trị DN.

• Từ khóa: năng lực tài chính, doanh nghiệp xây dựng.

Enterprise value is considered the overall picture of businesses, which is the basis for making financial decisions. Besides, financial capacity is a factor that has a significant impact on enterprise value. In this article, the author uses the econometric model to study the impact of financial capacity on enterprise value of listed construction enterprises in the 2012-2018 period. The goal of using this method is to shed light on the relationship between financial capacity and business value. Based on that, the author will point out the essential factors to improve the financial capacity and thereby enhance the value of enterprises.

• Keywords: financial capacity, construction enterprises.

Ngày nhận bài: 4/10/2019

Ngày chuyển phân biên: 6/10/2019

Ngày nhận phân biên: 19/10/2019

Ngày chấp nhận đăng: 23/10/2019

Thông qua bốn tiêu chí đánh giá năng lực tài chính của DN là khả năng tạo tập nguồn vốn, khả năng sinh lời, khả năng đảm bảo an toàn tài chính và khả năng bù đắp tổn thất khi xảy ra rủi ro, tác giả tập trung vào các mục tiêu sau:

* Đối với tiêu chí khả năng tạo lập nguồn vốn, xem xét:

- Mối quan hệ giữa quy mô DN với giá trị DN.

- Mối quan hệ giữa khả năng tự tài trợ với giá trị DN.

- Mối quan hệ giữa tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư với giá trị DN.

- Mối quan hệ giữa hệ số nợ ngắn hạn với giá trị DN.

* Đối với tiêu chí khả năng sinh lời: xem xét mối quan hệ giữa ROE với giá trị DN.

* Đối với tiêu chí khả năng đảm bảo an toàn tài chính: xem xét mối quan hệ giữa khả năng thanh toán hiện thời với giá trị DN.

* Đối với tiêu chí khả năng bù đắp tổn thất khi rủi ro xảy ra: xem xét mối quan hệ giữa hệ số dự báo nguy cơ phá sản Zscore và giá trị DN.

Ngoài ra, tác giả xem xét thêm mối quan hệ giữa tuổi của DN (thời gian hoạt động của DN) với giá trị DN.

Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được tác giả sử dụng là dữ liệu thứ cấp, được lấy từ phần mềm FiinPro, các trang web cophieu68.com, cafef.com. Tác giả thu thập dữ liệu gồm các báo cáo tài chính của 72 DNXDNY trong giai đoạn 2012-2018 làm mẫu nghiên cứu. Các biến được thể hiện theo dạng dữ liệu bảng (Panel Data) với hai chiều: chiều thời gian (từ năm 2012 đến năm 2018), chiều DN (72 DN). Như vậy, dữ liệu bao gồm 504 quan sát.

* Học viện Tài chính

Phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng phần mềm STATA14 để phân tích lựa chọn mô hình hồi quy, kiểm định và ước lượng mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Đối với dữ liệu bảng, có thể tiến hành hồi quy theo 3 phương pháp: Hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled Ordinary Least Square - Pooled OLS), hồi quy tác động cố định (Fixed Effects Model - FEM), hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model - REM), thực hiện kiểm định Hausman test để lựa chọn mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM). Sau khi lựa chọn được mô hình phù hợp tác giả thực hiện các kiểm định để kiểm tra các khuyết tật của mô hình và tiến hành khắc phục đối với mô hình có các khuyết tật đó.

Lựa chọn các biến nghiên cứu trong mô hình

Việc lựa chọn các biến trong mô hình dựa trên tính hợp lý theo suy luận lý thuyết và dựa trên cơ sở của các nghiên cứu trước đây về tác động của năng lực tài chính đến giá trị DN ở các nước đang phát triển cũng như ở Việt Nam và dựa trên đặc thù ngành. Do đó, các biến được lựa chọn như sau:

Biến phụ thuộc: giá trị DN

Giá trị DN thường được đo bằng Tobin's Q và M/B tại thời điểm cuối năm, trong đó chỉ số Tobin's Q đại diện cho giá trị tài sản của DN điều chỉnh theo giá thị trường và M/B đại diện cho giá trị kỳ vọng của nhà đầu tư đối với DN. Nếu hệ số M/B lớn hơn 1 thì DNXD đang được thị trường đánh giá cao và hấp dẫn nhà đầu tư. Tobin's Q là phương pháp được sử dụng phổ biến ở các nước phát triển để đo lường giá trị DN, tuy nhiên ở những quốc gia, thị trường chứng khoán còn chưa phát triển, hạn chế về giá thị trường và phương pháp hạch toán kế toán sẽ ảnh hưởng đến giá trị của chỉ số này. Vì vậy, trong nghiên cứu này tác giả sử dụng chỉ số M/B để đo lường giá trị của DN. Chỉ tiêu này được sử dụng làm biến phụ thuộc trong nghiên cứu của nhiều tác giả về tác động của năng lực tài chính đến giá trị DN như Abolfazl và cộng sự (2015), Marangu và Jagongo (2014), Asiri và cộng sự (2014), Rina Adi Kristianti (2013), Cristina và cộng sự (2010)...

Các biến độc lập:

Quy mô doanh nghiệp (Lsize): được tính bằng cách lấy logarit cơ số tự nhiên của tổng tài sản hay tổng nguồn vốn. Trong nhiều nghiên cứu, quy mô DN được coi là nhân tố ảnh hưởng mạnh mẽ đến giá trị DN. Các nghiên cứu chỉ ra rằng: quy mô DN tăng thì ảnh hưởng tích cực đến giá trị DN do DN phát huy được lợi thế về quy mô. Theo Putu và cộng sự (2014) nghiên cứu dữ liệu bảng với 126 quan sát, với 42 DN sản xuất niêm yết tại Indonesia giai đoạn 2009-2011 và sử dụng phương pháp ước lượng nhỏ nhất từng phần (PLS) đã chỉ ra rằng DN lớn hơn có thể làm tăng giá trị DN. Nhiều nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô và giá trị DN như nghiên cứu Abolfazl và cộng sự (2015), Aggarwal (2015), Kodongo và cộng sự (2014), Rina Adi Kristianti (2013), Cristina và cộng sự (2010), Fauver and Naranjo (2010), Cheng và cộng sự (2010), Zeitun và các cộng sự (2007)...

Khả năng tự tài trợ (self-funding ability - SFA): Chỉ tiêu này phản ánh khả năng huy động vốn chủ sở hữu để tài trợ cho các tài sản của DN. Chỉ tiêu này càng cao, khả năng huy động vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tài sản càng lớn, năng lực tài chính của DN càng cao, từ đó giúp DN nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh và nâng cao được giá trị DN.

Tỷ lệ lợi nhuận để lại để tái đầu tư (Retained Earnings Ratio - RER): Chỉ tiêu này cho biết cứ 100 đồng lợi nhuận sau thuế thu được DN để lại bao nhiêu đồng để tái đầu tư. Nó phản ánh khả năng huy động vốn chủ sở hữu từ lợi nhuận để lại của DN. Đây chính là bộ phận năng lực tài chính chủ sở hữu nội sinh. Chỉ tiêu này càng cao thì khả năng huy động vốn chủ sở hữu từ lợi nhuận sau thuế càng cao, khả năng tự tích lũy của DN càng lớn, từ đó nâng cao giá trị DN.

Hệ số nợ: Theo lý thuyết về trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984) có một trật tự ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ nội bộ và nguồn tài trợ bên ngoài, giữa phát hành nợ mới và phát hành cổ phần do sự bất cân xứng thông tin. Theo quan điểm của nhà đầu tư, vốn cổ phần và nợ đều có rủi ro, tuy nhiên mức độ rủi ro của vốn cổ phần cao hơn, do đó đòi hỏi tỷ suất sinh lời cao hơn. Điều này dẫn tới một trật tự phân

hạng, theo đó nhà đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng nguồn vốn nội bộ (chủ yếu là lợi nhuận giữ lại), tiếp theo là vay nợ mới và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần mới. Theo lý thuyết này chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và giá trị DN. Ngược lại với quan điểm trên theo lý thuyết tín hiệu của Ross (1977) cho rằng tăng đòn bẩy tài chính là tín hiệu tới thị trường rằng ban lãnh đạo DN tin tưởng về khả năng chi trả lãi vay, tin tưởng vào triển vọng của DN. Do đó, sự tăng lên trong tỷ lệ nợ sẽ làm tăng giá trị DN vì nhà đầu tư sẽ coi đòn bẩy cao hơn là tín hiệu tích cực của quy mô và ổn định của dòng thu nhập tương lai, đồng quan điểm này có Grossman và Hart (1982).

Do tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ phải trả của các DNXDNY rất lớn nên tác giả tách thành hai chỉ tiêu *hệ số nợ ngắn hạn (Short-term debt on total assets - STDTA)* và *hệ số nợ dài hạn (Long-term debt on total assets - LTDTA)* để đánh giá sự tác động khác nhau giữa hai biến này.

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE): Chỉ tiêu này phản ánh một đồng vốn CSH BQ trong kỳ đưa vào kinh doanh tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Đây là chỉ tiêu tổng hợp phản ánh trình độ quản lý và sử dụng nguồn vốn, tài sản của DN. ROE cao sẽ tạo ra cơ hội đầu tư, nếu đầu tư tốt sẽ dẫn đến tăng trưởng mạnh và sẽ tác động đến giá trị DN. Theo nghiên cứu của Marangu và Jagongo (2014) với dữ liệu của tất cả các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Nairobi, Kenya giai đoạn 1991-2003 chỉ ra rằng ROE có mối tương quan dương đến giá thị trường của cổ phiếu/ giá trị sổ sách của cổ phiếu.

Khả năng thanh toán (CR): khả năng thanh toán theo nghĩa chung là khả năng của DN đáp ứng ngay các nghĩa vụ tài chính phát sinh của DNXDNY. Nó

được xác định bằng tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn của DNXDNY. Nghiên cứu của Karaca và Savsar (2012) chỉ ra rằng việc gia tăng khả năng thanh toán của DN làm gia tăng giá trị doanh nghiệp, nhưng theo nghiên cứu của Asiri và cộng sự (2014) thì lại cho rằng không có mối quan hệ giữa khả năng thanh toán và giá trị DN.

Hệ số dự báo nguy cơ phá sản (Z score): hệ số này giúp các nhà đầu tư đánh giá rủi ro tốt hơn, thậm chí có thể dự đoán được nguy cơ phá sản của DN trong tương lai gần đó chính là hệ số nguy cơ phá sản hay còn gọi là Z core do nhà kinh tế học Hoa Kỳ Edward I. Altman, giảng viên trường đại học New York thiết lập.

Thời gian hoạt động của DN (AGE): thời gian hoạt động của công ty được coi là một trong những biến quan trọng giải thích cho sự tác động đến giá trị DN. Thời gian hoạt động được xác định bằng cách lấy số năm kể từ khi công ty bắt đầu thành lập đến năm thu thập dữ liệu nghiên cứu như nghiên cứu của Aggarwal (2015) và Villalonga và Amit (2004).

Bảng 1. Thống kê các biến trong mô hình, ký hiệu và công thức tính

Biến	Ký hiệu	Công thức tính
Giá trị DN	MB	Giá thị trường của cổ phiếu/giá trị sổ sách của cổ phiếu
Quy mô DN	Lsize	Ln(Tổng tài sản)
Khả năng tự tài trợ	SFA	Vốn CSH/Tổng tài sản hoặc Tổng nguồn vốn
Tỷ lệ lợi nhuận để lại để tái đầu tư	RER	(Lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư/ lợi nhuận sau thuế) * 100%
Hệ số nợ ngắn hạn	STDTA	Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản hoặc tổng nguồn vốn
Hệ số nợ dài hạn	LTDTA	Nợ dài hạn/Tổng tài sản hoặc tổng nguồn vốn
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn CSH	ROE	(Lợi nhuận sau thuế/Vốn CSH bình quân)*100%
Khả năng thanh toán	CR	Tài sản ngắn hạn/Tổng nợ ngắn hạn
Hệ số dự báo nguy cơ phá sản	Z score	$Z \text{ score} = 1,2*A1+1,4*A2+3,3*A3+0,6*A4+1,0*A5$ Trong đó: $A1 = \text{Vốn luân chuyển} (= \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}) / \text{Tổng tài sản.}$ $A2 = \text{Lợi nhuận chưa phân phối} / \text{Tổng tài sản}$ $A3 = \text{EBIT (Lợi nhuận trước lãi vay và thuế)} / \text{Tổng tài sản}$ $A4 = (\text{Giá thị trường của cổ phiếu} * \text{Số lượng cổ phiếu lưu hành}) / \text{Tổng nợ}$ $A5 = \text{Hiệu quả sử dụng tài sản} = \text{Doanh thu} / \text{Tổng tài sản}$
Thời gian hoạt động của DN	AGE	Logarit (Năm lấy số liệu - Năm thành lập)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

*** Các giả thuyết nghiên cứu**

Với mục tiêu tìm ra mối quan hệ giữa năng lực tài chính và giá trị doanh nghiệp, các giả thuyết được đưa ra như sau:

- Giả thuyết H₀₁: Quy mô của DN có mối tương quan dương với giá trị DN của các DNXDNY.
- Giả thuyết H₀₂: Khả năng tự tài trợ có mối tương quan dương với giá trị DN của các DNXDNY
- Giả thuyết H₀₃: Tỷ lệ lợi nhuận để lại để tái đầu tư có mối tương quan dương với giá trị DN của các DNXDNY.
- Giả thuyết H₀₄: Hệ số nợ ngắn hạn có mối tương quan dương với giá trị DN của các DNXDNY.
- Giả thuyết H₀₅: Hệ số nợ dài hạn có mối tương quan dương với giá trị DN của các DNXDNY.
- Giả thuyết H₀₆: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu có mối tương quan dương đến giá trị DN của các DNXDNY.
- Giả thuyết H₀₇: Khả năng thanh toán có mối tương quan dương đến giá trị DN của các DNXDNY.
- Giả thuyết H₀₈: Hệ số dự báo nguy cơ phá sản có mối tương quan dương đến giá trị DN của các DNXDNY.
- Giả thuyết H₀₉: Thời gian hoạt động của DN có mối tương quan dương đến giá trị DN của các DNXDNY.

*** Các mô hình nghiên cứu:**

Mô hình 1:

$$MB_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lsize_{it} + \beta_2 SFA_{it} + \beta_3 RER_{it} + \beta_4 STDTA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 Zscore_{it} + \beta_8 AGE_{it} + u_{it}$$

Mô hình 2:

$$MB_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lsize_{it} + \beta_2 SFA_{it} + \beta_3 RER_{it} + \beta_4 LTDTA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 Zscore_{it} + \beta_8 AGE_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

β_0 : Hệ số chặn.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$: là các hệ số độ dốc của các biến độc lập.

u_{it} : sai số của mô hình.

Lựa chọn mô hình ước lượng, kiểm định khuyết tật và khắc phục khuyết tật của mô hình

Kiểm tra đa cộng tuyến

Để kiểm tra vấn đề đa cộng tuyến tác giả dùng hệ số VIF (variance inflation factor - hệ số phóng đại phương sai). Nếu hệ số VIF vượt quá 10 thì có dấu hiệu đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu.

Qua kiểm định cho thấy hệ số VIF của các biến trong mô hình đều có giá trị < 10. Điều này cho thấy rằng mô hình hồi quy nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến, các biến độc lập không ảnh hưởng đến kết quả giải thích của mô hình.

Lựa chọn mô hình ước lượng

Để thực hiện hồi quy dữ liệu bảng, có thể sử dụng các phương pháp như: Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pool-OLS), Phương pháp hồi quy tác động cố định (Fixed Effects Model - FEM) và Phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model - REM). Tuy nhiên, phương pháp hồi quy Pool - OLS bỏ qua yếu tố thời gian và sự khác biệt giữa các đơn vị chéo nên mô hình này thường không phù hợp trong phân tích dữ liệu bảng. Tác giả sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình hồi quy FEM và REM cho dữ liệu bảng của mẫu nghiên cứu. Thực chất đây là kiểm định liệu sai số duy nhất (unique errors) có tương quan với các biến giải thích hay không với giả định:

H₀: Không có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (chọn mô hình REM).

H₁: Có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (chọn mô hình FEM).

Tác giả tiến hành kiểm định Hausman cho tất cả 2 mô hình trên dữ liệu của mẫu nghiên cứu với phần mềm STATA14, các giá trị P value đều lớn hơn 0,05. Như vậy, với mức ý nghĩa 5%, chưa có cơ sở để bác bỏ giả thuyết H₀; kết quả kiểm định Hausman chỉ ra rằng mô hình REM là mô hình phù hợp hơn mô hình FEM. Vì vậy, nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình REM để hồi quy tìm ra những nhân tố quan trọng tác động đến giá trị DN của các DNXDNY giai đoạn 2012-2018.

Kiểm tra tính phù hợp của mô hình

Để kiểm tra mô hình có hiện tượng tự tương quan hay không, tác giả sử dụng kiểm định

Wooldridge Test, thực hiện lệnh xtserial trong STATA14. Kiểm định Wooldridge Test, có các giả thuyết như sau:

Giả thuyết H_0 : Không có tương quan bậc 1.

Giả thuyết H_1 : Có tương quan bậc 1.

Nếu P value có giá trị $< 0,05$ thì bác bỏ giả thuyết H_0 , mô hình có hiện tượng tự tương quan.

Từ kết quả kiểm định cho thấy giá trị P value của mô hình 1 và mô hình 2 là đều nhỏ hơn 0,05. Như vậy, giả thuyết H_0 bị bác bỏ, chứng tỏ có hiện tượng tự tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu.

Để khắc phục khuyết tật này, tác giả sử dụng Phương pháp Bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (FGLS - Feasible Generalized Least Squares) để nhằm thu được ước lượng vững và hiệu quả. Phương pháp này được nhiều tác giả sử dụng trong nghiên cứu của mình như Gill et al. (2010), Raherman và Nasr (2007), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên (2014), Bùi Ngọc Toàn (2016), Ngô Thị Kim Hoà (2018)...

Kết quả phân tích hồi quy

Sau khi khắc phục các khuyết tật của các mô hình, kết quả chạy mô hình hồi quy đánh giá tác động của năng lực tài chính đến giá trị DN được thể hiện trong Bảng 2.

Dựa vào kết quả hồi quy có 7 nhân tố tác động đến giá trị DN của các DNXDNY giai đoạn 2012-2018 trong hai mô hình nghiên cứu bao gồm: Khả năng tự tài trợ, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại tái đầu tư, hệ số nợ ngắn hạn, hệ số nợ dài hạn, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán, hệ số dự báo nguy cơ phá sản. Sau đây tác giả sẽ phân tích từng nhân tố một.

Các nhân tố có quan hệ cùng chiều với giá trị DN

Tỷ lệ lợi nhuận để lại để tái đầu tư (RER): Theo kết quả hồi quy trên bảng 2, biến tỷ lệ lợi nhuận để lại để tái đầu tư tác động cùng chiều với MB trong cả hai mô hình và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này cho thấy rằng, DN càng tăng tỷ lệ lợi nhuận để lại để tái đầu tư sẽ làm gia tăng giá trị DN. Tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư cũng là một trong các cách gia tăng năng lực tài chính của DN, do vậy thông qua biến này cho

Bảng 2. Kết quả hồi quy của các mô hình

VARIABLES	Model 1	Model 2
lsize	-0.0359 (0.0861)	-0.0452 (0.0851)
sfa	0.204 (1.150)	-2.384*** (0.796)
rer	0.887** (0.429)	0.912** (0.429)
stdta	2.589*** (0.870)	
roe	1.257** (0.588)	1.295** (0.589)
cr	0.588*** (0.209)	0.580*** (0.208)
zscore	-0.359*** (0.0936)	-0.355*** (0.0934)
age	0.0263 (0.0314)	0.0298 (0.0313)
ltdta		-2.582*** (0.883)
Constant	0.695 (1.688)	3.352 (1.194)
Observations	504	504

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

Nguồn: Kết quả từ phần mềm STATA14

thấy năng lực tài chính có tác động cùng chiều với giá trị DN.

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE): Biến ROE có hệ số hồi quy là 1,257 (mô hình 1) và 1,295 (mô hình 2) có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này hàm ý các DN có tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu càng cao sẽ làm gia tăng giá trị DN. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Marangu và Jagongo (2014) với dữ liệu của tất cả các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Nairobi, Kenya giai đoạn 1991-2003 chỉ ra rằng ROE có mối tương quan dương đến giá thị trường của cổ phiếu/giá trị sổ sách của cổ phiếu.

Hệ số nợ ngắn hạn (STDTA): Biến STDTA có hệ số hồi quy là 2,589 (mô hình 1) có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Điều này giải thích rằng khi DN tăng hệ số nợ ngắn hạn sẽ làm tăng giá trị DN, cho thấy trong giai đoạn 2012-2018 các

DNXDNY sử dụng rất hiệu quả nợ ngắn hạn trong việc nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh, từ đó nâng cao giá trị DN.

Khả năng thanh toán (CR): Biến khả năng thanh toán có hệ số hồi quy là 0,588 (mô hình 1) và 0,580 (mô hình 2) với mức ý nghĩa cao 1%, cho thấy hệ số khả năng thanh toán có tác động cùng chiều đến giá trị DN, cho thấy khi DN tăng được hệ số khả năng thanh toán tức là gia tăng năng lực tài chính sẽ làm tăng giá trị DN. Các DNXDNY khó khăn trong thu hồi công nợ nên tình hình tài chính hạn chế. Tuy nhiên, cũng có những DNXDNY duy trì được khả năng thanh toán tốt tạo ra cơ hội lớn trong kinh doanh từ đó gia tăng giá trị DN. Nghiên cứu này giống với nghiên cứu của Karaca và Savsar (2012).

Các nhân tố có quan hệ ngược chiều với giá trị DN

Khả năng tự tài trợ (SFA): Theo kết quả hồi quy cho thấy khả năng tự tài trợ có mối tương quan âm đến giá trị DN (mô hình 2), hệ số hồi quy là -2,384 với mức ý nghĩa cao 1%, trong giai đoạn này khả năng tự tài trợ càng cao thì giá trị DN càng giảm, điều này có nghĩa trong giai đoạn 2012-2018 hiệu quả sử dụng vốn tự có của các DNXDNY thấp dẫn tới kết quả hoạt động kinh doanh của các DN trong giai đoạn này không cao dẫn tới giá trị DN giảm. Kết quả này ngược với kỳ vọng của tác giả.

Hệ số nợ dài hạn (LTDTA): Hệ số hồi quy biến này là - 2,582 với mức ý nghĩa cao 1%. Điều này được giải thích rằng các DN vay nợ dài hạn cao nhiều thì giá trị DN càng giảm. Điều này hoàn toàn trái ngược với kỳ vọng ban đầu của tác giả đó là sử dụng đòn bẩy tài chính để nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh để từ đó gia tăng giá trị DN, có thể thấy rằng trong giai đoạn này DN không sử dụng hiệu quả vốn vay dài hạn.

Hệ số dự báo nguy cơ phá sản (Zscore): Hệ số hồi quy là -0,359 (mô hình 1) và - 0,355 (mô hình 2), biến này ở cả 2 mô hình đều có mức ý nghĩa thống kê cao là 1%, cho thấy hệ số dự báo nguy cơ phá sản mà giảm sẽ làm tăng giá trị DN. Điều này ngược lại với kỳ vọng của tác giả đó là hệ số Zscore càng cao tình hình tài chính của DN càng lành mạnh là cơ sở giúp cho DN gia tăng giá trị DN, tuy nhiên hệ số này phụ thuộc

vào nhiều yếu tố như lợi nhuận, doanh thu, tài sản... đặc biệt là nợ ngắn hạn của DN, đối với DNXDNY chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn để đầu tư sản xuất kinh doanh. Như phân tích ở trên thì hệ số nợ ngắn hạn có tác động cùng chiều với giá trị DN, tuy nhiên nợ ngắn hạn càng cao thì hệ số Zscore càng nhỏ cho nên kết quả này vẫn hoàn toàn phù hợp với các DNXDNY trong giai đoạn nghiên cứu.

Kết luận từ mô hình nghiên cứu định lượng

Với dữ liệu 504 quan sát từ 72 DNXDNY giai đoạn 2012-2018 kết hợp sử dụng các phương pháp hồi quy Pooled OLS, FEM, REM và FGLS tác giả đã đánh giá tác động của năng lực tài chính đến giá trị DN của DNXDNY. Từ kết quả nghiên cứu gợi ý rằng để gia tăng giá trị DN cần tăng tỷ lệ lợi nhuận để lại để tái đầu tư, nâng cao hiệu quả sử dụng nợ ngắn hạn, cải thiện khả năng thanh toán để từ đó nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của DN. Bên cạnh đó cần cân đối trong việc sử dụng vốn chủ sở hữu, nợ dài hạn trong quá trình sản xuất kinh doanh để đem lại hiệu quả cao nhất cho DN.

Tài liệu tham khảo:

Karaca, S, S. and Savsar, A. (2012), *The effect of financial ratios on the firm value: Evidence from Turkey*, *Journal of Applied Economic Sciences*, Vol. 1(19), pp.56 - 63.

Kodongo, O. Mokoteli, T, M. and Maina, L.(2014), *Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firm in Kenya*, *MPRA paper*, No.57116, pp.1-19.

Kristianti, A, R. (2013). *Determinants of firm value and debt policy as moderating variable at manufacturing companies that distribute dividend*. *International Conference on Entrepreneurship and Business Management*, No 21-22, pp.74 - 79.

Phạm Hồng Thái (2013), *Cấu trúc sở hữu và giá trị của các công ty niêm yết tại Việt Nam*, <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu-trao-doi/trao-doi---binhluan/cau-truc-so-huu-va-gia-tri-cua-cac-cong-ty-niem-yet-tai-viet-nam38953.html>

Cuong, Nguyen Thanh & Canh, Nguyen Thi (2012), *“The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam’s Seafood Processing Enterprises”*, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 89 (2012), pp. 221-223

Võ Xuân Vinh (2014), *Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, *Tạp chí phát triển và hội nhập*, số 16, trang 28 - 32.