



ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ

TRỊNH THỊ NHƯ QUỲNH

Nghiên Cứu Ảnh Hưởng Của Cấu Trúc Vốn

**Đến Giá Trị Doanh Nghiệp Các Công Ty Bất Động Sản
Niêm Yết Trên Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam**

TÓM TẮT LUẬN VĂN THẠC SĨ

QUẢN TRỊ KINH DOANH

Mã số: 60.34.01.02

Dịch vụ viết luận văn trọn gói website:
luanvantot.com Zalo/tele 0934573149

Đà Nẵng

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

Công trình được hoàn thành tại

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ, ĐHQĐ

Ngời hướng dẫn KH: PGS.TS. TRƯƠNG HỒNG TRINH

Phản biện 1: TS. ĐƯỜNG THỊ LIÊN HÀ

Phản biện 2: PGS.TS. TRẦN VĂN HÒA

Luận văn đã được bảo vệ trước Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh họp tại Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng vào ngày 27 tháng 01 năm 2018

Có thể tìm hiểu luận văn tại:

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

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

MỞ ĐẦU

1. Lý do chọn đề tài

Từ sau nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958) [35], một số lượng lớn các nghiên cứu tiếp đó đã đóng góp vào việc thảo luận về cấu trúc vốn tối ưu, là một trong những chủ đề cơ bản của tài chính doanh nghiệp. Bằng cách nào mà doanh nghiệp có thể đạt được cấu trúc vốn tối ưu? Mục tiêu cơ bản của cấu trúc vốn tối ưu là quyết định những tỷ lệ khác nhau giữa nợ và vốn chủ mà tại đó giá trị công ty đạt tối đa đồng thời tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn trung bình. Chính vì thế, việc hoạch định cấu trúc vốn tối ưu đóng một vai trò hết sức quan trọng trong việc quản lý doanh nghiệp, nó góp phần tác động trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp và có khả năng khuyến khích đại thu nhập cho chủ sở hữu doanh nghiệp. Hơn sáu mươi năm qua, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp là một vấn đề quan trọng, gây tranh cãi cả về mặt lý thuyết lẫn nghiên cứu thực nghiệm trong lĩnh vực tài chính. Kết quả nghiên cứu lý thuyết về mối quan hệ này hình thành nên các quan điểm khác nhau: cấu trúc vốn không liên quan đến giá trị doanh nghiệp; cấu trúc vốn tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp; cấu trúc vốn tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu. Nghiên cứu thực nghiệm và thực tế cũng cho những kết quả tương tự.

Nguồn vốn để đầu tư BĐS ở Việt Nam gồm 2 nguồn chính: vốn vay ngân hàng và vốn huy động từ khách hàng. Chỉ có một số ít các doanh nghiệp BĐS Việt Nam có đủ tiềm lực tài chính để tự thực hiện các dự án. Vì vậy các doanh nghiệp chủ yếu phụ thuộc vào vốn vay từ ngân hàng (ước tính có đến trên 70% doanh nghiệp). Điều này

Dịch vụ viết luận văn trọn gói website: luanvantot.com
Zalo/tele 0934573149

đặt ta vấn đề liệu giá trị doanh nghiệp các công ty bất động sản hiện nay có được thị trường đánh giá đúng?

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

Vì những lý do nêu trên, đã đặt ra một câu hỏi nghiên cứu cho tác giả “Liệu cấu trúc vốn có tác động đến giá trị doanh nghiệp của các công ty bất động sản niêm yết (DNNY) trên thị trường chứng khoán Việt Nam?” Tác giả tiến hành nghiên cứu trên 56 DNNY ngành bất động sản trên thị trường chứng khoán giai đoạn 2012-2016 qua đề tài **“Nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”**

2. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là “liệu rằng có tồn tại một cấu trúc vốn mà tại đó giá trị doanh nghiệp của các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được tối đa hóa”. Từ đó xây dựng mô hình giá trị doanh nghiệp.

Để làm rõ các mục tiêu trên, luận văn tập trung trả lời các câu hỏi nghiên cứu bao gồm:

- Giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp có hay không tồn tại mối quan hệ phi tuyến với nhau thông qua hình phi tuyến bậc hai?

- Nếu kết quả tìm được tồn tại cấu trúc vốn tối ưu thì tại những tỷ lệ nợ khác nhau thì giá trị doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng như thế nào?

- Doanh nghiệp ngành bất động sản và các chủ thể liên quan nên lưu ý đến những vấn đề gì khi đưa ra các chính sách liên quan tới giá trị doanh nghiệp?

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu: Các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu:

- Về không gian: luận văn sử dụng số liệu dựa trên báo cáo tài chính 56 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Về thời gian: thời gian nghiên cứu bắt đầu từ năm 2012 đến năm 2016.

- Về nội dung: nội dung nghiên cứu trong luận văn là cấu trúc vốn, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó tác giả cũng phân tích, so sánh giữa các tỷ lệ nợ khác nhau của các doanh nghiệp bất động sản có sự tồn tại khác nhau về giá trị doanh nghiệp hay không?

4. Phương pháp nghiên cứu

- Để thực hiện các mục tiêu đề ra và trả lời câu hỏi nghiên cứu, luận văn sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên cả hai sàn chứng khoán đã được kiểm toán với mục đích đo lường mức độ ảnh hưởng của cấu trúc vốn tác động đến giá trị doanh nghiệp như phân tích thống kê mô tả nhằm mô tả bức tranh tổng quát nhất về mẫu nghiên cứu.

- Đối với dữ liệu bảng Panel Data, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy Pooled OLS, Fixed Effect, Random Effect để xác định

ảnh hưởng của cấu trúc vốn cũng như các biến số khác có trong mô hình lên giá trị doanh nghiệp

- Để kiểm chứng có hay không tồn tại cấu trúc vốn tối ưu cho các doanh nghiệp bất động sản niêm yết, tác giả thông qua mô hình phi tuyến hàm bậc hai.

5. Bố cục đề tài

Ngoài phần mở đầu và kết luận đề tài tập trung vào bốn nội dung chính sau:

Chương 1: Tổng quan nghiên cứu về cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp

Chương 2: Thiết kế nghiên cứu

Chương 3: Kết quả nghiên cứu

Chương 4: Kết luận và hàm ý chính sách

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

1.1 MỘT SỐ KHÁI NIỆM LIÊN QUAN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ CẤU TRÚC VỐN

1.1.1. Khái niệm và phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp

1.1.2 Khái niệm cấu trúc vốn

1.2 TỔNG QUAN MỘT SỐ LÝ THUYẾT CẤU TRÚC VỐN

1.2.1. Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller

a. Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller trong trường hợp không có thuế

b. Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller trong trường hợp có thuế

1.2.2. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn

1.2.3. Lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ

1.2.4 Lý thuyết chi phí đại diện

1.3 MỘT SỐ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA CẤU TRÚC VỐN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

CHƯƠNG 2

THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

2.1. QUY TRÌNH VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

2.1.1. Quy trình nghiên

2.1.2. Dữ liệu nghiên cứu

a Dữ liệu nghiên cứu

Tác giả thu thập và sử dụng số liệu từ hai bảng báo cáo tài chính đó là cân đối kế toán và báo cáo tài chính của 59 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2012 đến năm 2016 sau khi loại bỏ dữ liệu của những doanh nghiệp không có đầy đủ dữ liệu và có các giá trị biến động bất thường. Do đó, số lượng quan sát có thể thu thập được là 280 quan sát (56 DN x 5 thời kỳ = 280 quan sát)

b. Phương pháp xử lý số liệu

2.2. CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

2.2.1. Các biến phụ thuộc của mô hình hồi quy

Đề tài sử dụng ROE và Tobin's Q để đại diện cho giá trị doanh nghiệp.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị vốn hóa thị trường} + \text{Giá cổ phiếu ưu đãi} + \text{Nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

Lợi nhuận sau thuế

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

$$\text{Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)} = \frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

2.2.2. Các biến độc lập của mô hình

a Biến tỷ lệ nợ

Luận văn sử dụng ch tiêu tổng nợ trên tổng tài sản để xác định cấu trúc vốn tối ưu.

$$SG_{it} = \frac{\text{Tỷ số nợ (D/A)} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$$

Biến kiểm soát

- Biến quy mô doanh nghiệp $Size_{it} = \ln(\text{Giá trị sổ sách tổng tài sản DN } i \text{ tại năm } t)$

- Biến tỷ lệ tăng trưởng

$$\frac{\text{Doanh thu DN } i \text{ tại năm } t - \text{Doanh thu DN } i \text{ tại năm } (t-1)}{\text{Doanh thu DN } i \text{ tại năm } (t-1)}$$

$$\text{Doanh thu DN } i \text{ tại năm } (t-1)$$

- Biến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt

$$CASH_{it} = \frac{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}}{\text{Tổng tài sản}}$$

2.3 GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA CẤU TRÚC VỐN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Từ những lý thuyết được tác giả đề cập ở trên, từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm. Để giải quyết mô hình nghiên cứu mà tác giả đề xuất, các giả thuyết nghiên cứu được đưa ra như sau:

H1: H1: Cấu trúc vốn của DN với biến đại diện là tỷ số nợ (DA) và giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ phi tuyến với nhau.

H2: Quy mô DN tác động tích cực (+) đến giá trị DN.

H3: Cơ hội tăng trưởng tác động tiêu cực (-) đến giá trị doanh nghiệp

H4: Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tác động tích cực (+) đến giá trị doanh nghiệp

2.4 MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Sau khi xác định những biến cũng như giả thuyết cần nghiên cứu, đồng thời tác giả muốn tập trung vào kiểm định mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp thông qua việc x y dựng mô hình phi tuyến bậc hai của tỷ lệ nợ.

Tác giả x y dựng mô hình hồi quy tổng thể như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_1 DA_{it}^2 + \beta_2 SG_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

Trong đó:

i: Doanh nghiệp thứ I (i= 1,2....56)

t: Thời gian năm thứ t (t=1,2...5)

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Hệ số hồi quy (β_0 : tung độ góc, β_1, β_2 ,

β_3, β_4 : hệ số góc)

: sai số

Y_{it} : Giá trị doanh nghiệp đo lường bằng ch số giá trị thị trường Tobin's Q và ROE

DA_{it} : tỷ lệ nợ trên tổng tài sản

SG: cơ hội tăng trưởng doanh thu

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

Size: quy mô doanh nghiệp

CASH: tỷ lệ nắm giữ tiền mặt

2.5 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

- Phương pháp ước lượng đối với dữ liệu bảng được sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp. Để thực hiện kiểm định giả thuyết đặt ra, nghiên cứu này chạy hồi quy phi tuyến theo phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (Panel OLS) trước. Tuy nhiên, với dữ liệu bảng, mô hình hồi quy ảnh

hưởng cố định (Fixed Effects) và mô hình hồi quy ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effects) được sử dụng. Mục đích sử dụng hai mô hình sau này nhằm tránh sự thiếu sót các nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp và dẫn đến việc đưa ra kết quả các hệ số hồi quy bị sai lệch.

CHƯƠNG 3

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

3.1 MÔ TẢ VÀ KIỂM ĐỊNH DỮ LIỆU TRƯỚC KHI PHÂN TÍCH HỒI QUY

3.1.1 Mô tả dữ liệu

Bảng 3.1. Thống kê mô tả giá trị các biến trong mô hình nghiên cứu

	ROE	TOBINSQ	DA	SG	SIZE	CASH
Mean	0.055340	0.822144	0.541448	0.066010	14.35610	0.054941
Median	0.034150	0.810000	0.565250	0.124400	14.31835	0.021491
Maximum	0.776700	2.070000	0.929900	0.985600	19.00740	0.574045
Minimum	-0.873000	0.230000	0.011000	-0.952885	11.68120	3.64E-06
Jarque-Bera	1629.187	973.0032	10.87913	4.132833	8.752372	1644.015
Probability	0.000000	0.000000	0.004341	0.126639	0.012573	0.000000

Kiểm định JB (Jarque-Bera Test) là kiểm định phân phối chuẩn cho các biến dữ liệu.

(Nguồn: Từ tính toán của tác giả)

Qua bảng kết quả ta nhận thấy, Tobin's $Q = 0.82 < 1$, điều này cho thấy thị trường đánh giá các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam thấp hơn giá trị vật chất của doanh nghiệp; Tỷ suất sinh lợi sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình của ngành là 0.05534, cho biết bình quân 1 đồng vốn chủ sở hữu mà các doanh nghiệp bỏ ra trong năm đã mang lại cho doanh nghiệp 0.05534 đồng lợi nhuận sau thuế, như vậy khả năng sinh lời của ngành là thấp; Các doanh nghiệp

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

sử dụng nợ ở mức bình quân là 0.541418, đây là mức khá thấp so với mặt bằng chung; Cơ hội tăng trưởng ở mức bình quân thấp là 6.%; Quy mô doanh nghiệp ở mức 14.2361 (theo đơn vị logarit cơ số e)

cho thấy DN có quy mô vừa; Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt là 5,49% tương đối thấp so với các doanh nghiệp khác trên thị trường.

3.1.2 Kiểm định tính dừng của các biến trong mô hình.

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị được thể hiện ở bảng 3.2

Bảng 3.2. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị

Biến	Augmented Dickey-Fuller test statistic		Test critical values		
	t- statistic	p- value	1%	5%	10%
ROE	-18.7613	0.0000	-3.4532	-2.8715	-2.5722
TOBI NSQ	-8.9619	0.0000	-3.4532	-2.8715	-2.5722
DA	-6.6822	0.0000	-3.4532	-2.8715	-2.5722
² DA	-7.611808	0.0000	-3.4532	-2.8715	-2.5722
SIZE	-5.5520	0.0000	-3.4532	-2.8715	-2.5722
SG	-17.4610	0.0000	-3.4532	-2.8715	-2.5722
CASH	-17.23838	0.0000	-3.4532	-2.8715	-2.5722

(Nguồn: Từ tính toán của tác giả)

Bảng 3.2 cho thấy các biến ROE, DA, DA², SG, CASH sử dụng trong đề tài đều có tính dừng (kết quả kiểm định nghiệm đơn vị

ở mỗi biến đều có ý nghĩa thống kê). Như vậy, việc ước lượng về sau của mô hình hồi quy là hoàn toàn phù hợp.

3.1.3 Phân tích tổng quan

Bảng 3.3 Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình

Probability	ROE	TO BINSQ	DA	SG	SIZE	CASH	DA^2
ROE	1.000000 -----						
TOBINSQ	0.325895 0.0000	1.000000 -----					
DA	0.096133 0.1085	0.510034 0.0000	1.000000 -----				
SG	0.317147 0.0000	0.143165 0.0165	0.030915 0.6065	1.000000 -----			
SIZE	0.186323 0.0017	0.347199 0.0000	0.153843 0.0099	0.148285 0.0130	1.000000 -----		
CASH	0.364306 0.0000	0.212732 0.0003	0.002860 0.9620	0.164669 0.0057	-0.015933 0.7907	1.000000 -----	
DA^2	0.110209 0.0655	0.498584 0.0000	0.974927 0.0000	0.036408 0.5441	0.110264 0.0654	0.009280 0.8771	1.000000 -----

(Nguồn: tính toán củ tác giả)

Đôi chiều quy ước chung về hệ số tương quan r giữa các biến
 ta nhận thấy các biến độc lập tương quan yếu ngoại trừ giuwxa biến

DA và DA^2 có tương quan rất chặt chẽ với nhau (hệ số tương quan là 0.974927), dẫn đến hiện tượng đa cộng tuyến là chắc chắn xảy ra. Do đó, DA và DA^2 không thể cùng đồng thời xuất hiện trong mô hình. Vì thế tác giả sẽ tiến hành hồi quy riêng rẽ cho từng biến DA và DA^2 . Mô hình được xây dựng lại như sau:

$$MH\ 1: Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SG_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$MH2: Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it}^2 + \beta_2 SG_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

3.2 PHÂN TÍCH HỒI QUY

Sau khi mô tả thống kê, để kiểm định giả thuyết đặt ra tác giả tiến hành hồi quy mô hình nghiên cứu theo phương pháp hồi quy dữ liệu bảng bao gồm 3 phương pháp hồi quy Panel OLS, FEM, REM theo quy trình xử lý dữ liệu đã đề cập tại mục phương pháp nghiên cứu.

3.2.1 Phân tích hồi quy mô hình tuyến tính với biến phụ thuộc là ROE và Tobin's Q

Phương trình hồi quy tổng là: ROE (TOBINSQ)=
F(DA SG SIZE CASH)

Bảng 3.4. Tổng hợp kết quả hồi quy theo 3 phương pháp Pooled OLS, FEM và REM cho ROE và Tobin's Q

	ROE						TOBINSQ					
	Panel OLS		FEM		REM		Panel OLS		FEM		REM	
Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
DA	0.035386	0.4006	0.144969	0.0740	0.008051	0.8770	0.565575	0.0000	0.173525	0.1004	0.408121	0.0000

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

SG	0.086 254	0.00 00	0.0541 07	0.000 3	0.0624 28	0.000 0	0.0333 59	0.183 8	0.0317 48	0.10 95	0.0297 35	0.12 37
SIZE	0.000 157	0.92 64	0.0676 00	0.001 7	0.0201 08	0.010 1	0.0337 38	0.000 0	0.1015 93	0.00 04	0.0537 69	0.00 00

CAS	0.549	0.00	0.1236	0.230	0.3421	0.000	0.5583	0.000	0.4028	0.00	0.4897	0.00
H	595	00	57	0	50	2	68	0	46	37	90	01
R2	0.206687		0.647566		22,6504		0.379556		0.748044		0.224070	
Kiểm định lựa chọn mô hình												
Hausmant Test			0.0000						0.0000			
F-test	0.0000						0.0000					

Kết quả ở bảng 3.4 cho thấy mô hình Fem là phù hợp. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi.

Bảng 3.5 Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến

Kiểm định	Giá trị doanh nghiệp		Kết quả
	ROE	TOBINSQ	
Phương sai sai số thay đổi	LMqs=n*R= 4.543 < $\chi_{5\%}^4=9.49$	LMqs = n*R2= 1.94264 < $\chi_{5\%}^4=9.49$	Không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.
Đa cộng tuyến	VIF < 10	VIF < 10	Không có hiện tượng ĐCT

Vậy từ những kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn giá trị doanh nghiệp các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2016, tác giả x y dựng được mô hình hồi quy như sau:

Các phương trình được viết tóm lược như sau:

$$(1) \text{ ROE} = -0.847008702889 - 0.144969438801 \cdot \text{DA} + \\ 0.0541070951569 \cdot \text{SG} + 0.0676002893385 \cdot \text{SIZE} + \\ 0.123657143341 \cdot \text{CASH}$$

$$(2) \text{ TOBINSQ} = -0.754511884877 + 0.173525238999 \cdot \text{DA} + \\ 0.0317477959549 \cdot \text{SG} + 0.101592535595 \cdot \text{SIZE} + \\ 0.402846368019 \cdot \text{CASH}$$

3.3 KIỂM ĐỊNH SỰ PHÙ HỢP CỦA CÁC HỆ SỐ HỒI QUY CỦA MÔ HÌNH TUYẾN TÍNH VỚI 2 BIẾN PHỤ THUỘC ROE VÀ TOBINSQ

Giả thuyết:

H₀: Các hệ số beta đều bằng không ($\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_4 = 0$)

H₁: Tồn tại ít nhất một hệ số beta khác không (β_k khác 0)

Dùng quy tắc kiểm định giá trị P-value nếu: P-value $\leq \alpha$:
bác bỏ giả thuyết H₀, và ngược lại

Bảng 3.6: Bảng ước lượng hệ số beta của các biến theo mô hình FEM

Variable	FEM - ROE		FEM - TOBINSQ	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
DA	-0.144969	0.0740	0.173525	0.1094

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

SG	0.054107	0.0003	0.031748	0.1095
SIZE	0.067600	0.0017	0.101593	0.0004
CASH	0.123657	0.2300	0.402846	0.0037
R2	0.647566		0.748044	

(Nguồn:tính toán của tác giả)

Dựa vào giá trị P-value ta nhận thấy: với mô hình giá trị doanh nghiệp tiếp cận theo tỷ suất sinh lời (ROE) có 3 biến DA, SG, SIZE

có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp ở mức ý nghĩa lần lượt là 10% và 1% còn lại CASH không có ý nghĩa thống kê.

3.2.2 Hồi quy với mô hình phi tính với biến phụ thuộc là ROE và Tobin's Q

Phương trình hồi quy tổng là: ROE (TOBINSQ)= F(DA^2 SG SIZECASH)

Bảng 3.7. Tổng hợp kết quả hồi quy theo 3 phương pháp Pooled OLS, FEM và REM cho ROE và Tobin's Q

	ROE						TOBINSQ					
	Panel OLS		FEM		REM		Panel OLS		FEM		REM	
Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
DA^2	0.056060	0.1733	0.140669	0.0638	0.001553	0.9751	0.556845	0.0000	0.158300	0.1186	0.387224	0.0000
SG	0.085824	0.0000	0.053833	0.0003	0.062329	0.0000	0.027946	0.2643	0.032304	0.1030	0.029793	0.1230
SIZE	0.000221	0.8435	0.068991	0.0014	0.019856	0.0103	0.042391	0.0000	0.100379	0.0005	0.055318	0.0000
CASH	0.549202	0.0000	0.123800	0.2292	0.343694	0.0002	0.563268	0.0000	0.402438	0.0038	0.484130	0.0001
R2	0.2099	0.984	0.6479	0.58	0.1411	0.171	0.3819	0.21	0.7478	0.899	0.2232	0.52
Kiểm định lựa chọn mô hình Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại												

Hausman Test		0.0000		0.0000
F-test	0.0000		0.0000	

Kết quả ở bảng 3.7 cho thấy mô hình Fem là phù hợp. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi.

Bảng 3.8 Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến

Kiểm định	Giá trị doanh nghiệp		Kết quả
	ROE	TOBINSQ	
Phương sai sai số thay đổi	$LMqs=n*R=$ $3.93036 < \chi_{95}^2$ 9.49	$LMqs =$ $n*R^2=$ $1.38544 < \chi_{95}$ $^4 = 9.49$	Không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.
Đa cộng tuyến	VIF < 10	VIF < 10	Không có hiện tượng ĐCT

Kết quả đều cho thấy mô hình tác động cố định (FEM) trong phương trình hồi quy phi tuyến với DA^2 và các biến kiểm soát là phù hợp với các trị thống kê và được sử dụng trong đọc các kết quả tác động của các biến tới ROE và TOBINSQ cụ thể như sau:

- Mô hình giá trị doanh nghiệp theo cách tiếp cận ROE:

$$\begin{aligned}
 ROE = & -0.899627782863 - 0.140668898813*DA^2 + \\
 & 0.0538332234054*SG + 0.0689907505497*SIZE + \\
 & 0.123800027901*CASH
 \end{aligned}$$

- Mô hình giá trị doanh nghiệp theo cách tiếp cận giá trị thị trường Tobin's Q:

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

$$\begin{aligned} \text{TOBINSQ} = & -0.694725964434 + 0.158299758059 \cdot \text{DA}^2 + \\ & 0.0323039253031 \cdot \text{SG} + 0.100379488699 \cdot \text{SIZE} + \\ & 0.402438125284 \cdot \text{CASH} \end{aligned}$$

Mô hình có ý nghĩa thống kê khi các hệ số beta của các biến trong mô hình có ý nghĩa. Ch nh vì vậy, tác giả sẽ thực hiện kiểm định hệ số hồi quy của 2 mô hình trên với giả thuyết:

H0: các hệ số beta đều bằng không

H1: tồn tại ít nhất một hệ số beta khác không

Nếu giá trị P-value < 5% thì bác bỏ giả thuyết H0. Chứng tỏ có tồn tại ít nhất một biến có ý nghĩa thống kê trong mô hình.

Bảng 3.9. Kiểm định hệ số ọic lượng beta trong mô hình phi tuyến

	ROE		TOBINSQ	
	FEM		FEM	
Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
DA^2	-0.140669	0.0638	0.158300	0.1186
SG	0.053833	0.0003	0.032304	0.1030
SIZE	0.068991	0.0014	0.100379	0.0005
CASH	0.123800	0.2292	0.402438	0.0038
R2	0.647958		0.747899	

(Nguồn: tính toán của tác giả)

Dựa vào giá trị P_value ta nhận thấy:

Với mô hình phi tuyến giữa giá trị doanh nghiệp và cấu trúc vốn theo cách tiếp cận ROE có 3 biến là DA^, SG, SIZE có ảnh hưởng còn lại CASH là không có ý nghĩa thống kê. Điều chúng ta phát hiện được là:

- DA^2 có ảnh hưởng âm tới ROE. Hay nói cách khác giữa ROE và DA là có quan hệ phi tuyến tính theo dạng parabol up xuống (do dấu hệ số DA^2 là âm).

- Tỷ lệ tăng trưởng (SG) có ảnh hưởng dương tới ROE, khi SG tăng 1 đơn vị thì ROE sẽ tăng 0.05383 đơn vị

- SIZE có ảnh hưởng dương tới ROE, khi SIZE tăng 1 đơn vị % , ROE sẽ tăng 0.06899%.

Kết quả này là phù hợp về mặt thực tiễn đối với ROE, khi mà doanh nghiệp có quy mô lớn dần lên và có cơ hội tăng trưởng cao sẽ thu nhận ROE tăng lên

Với Tobinsq thì có 2 biến SIZE và CASH có ý nghĩa thống kê, còn lại DA^2 và SG là không có ý nghĩa

Kết quả nghiên cứu với Tobinsq cũng phù hợp với thực tiễn ngành bất động sản khi mà Tobinsq chịu sự đánh giá của thị trường và nhà đầu tư, vì thế doanh nghiệp quy mô lớn, và có nhiều tiền mặt sẽ khiến các nhà đầu tư thích hơn, và đẩy giá cổ phiếu nhiều hơn khiến Tobinsq tăng.

3.4 KẾT LUẬN

Nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị doanh nghiệp và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ giai đoạn 2012 đến 2016. Nhằm tìm kiếm xem liệu có tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu hay không.

Từ các kết quả phân tích, nghiên cứu đưa ra những kết luận sau:

- Có tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị của doanh nghiệp và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các doanh nghiệp bất động sản này dưới phương pháp tiếp cận giá trị doanh nghiệp theo ROE.

Tham khảo miễn phí các tài liệu khác tại
luanvantot.com

Mối quan hệ này có dạng chữ “U ngược”. Điều này phù hợp với lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn.

- Không tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ nợ dưới phương pháp tiếp cận giá trị doanh nghiệp

theo giá trị thị trường Tobin's Q. Đồng thời tìm thấy tác động thuận chiều của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp.

CHƯƠNG 4

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH

SÁCH 4.1 HÀM Ý CHÍNH SÁCH

4.1.1 Đối với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ tăng trưởng tác động tích cực lên tỷ suất sinh lời, trong khi đó tỷ lệ nợ tác động tiêu cực. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp bất động sản nhỏ và vừa như hiện nay ở Việt Nam nhưng có khả năng tăng trưởng cao, lợi nhuận ổn định (tức rủi ro thấp) thì khả năng tiếp cận nguồn vốn sẽ dễ dàng. Do đó, nếu doanh nghiệp đang hoạt động ở t lệ nợ thấp (60% mức an toàn) nên mạnh dạn tăng t lệ sử dụng nợ vay để tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế, qua đó làm tiền đề cho sự tăng trưởng, gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Ngoài ra, để gia tăng giá trị doanh nghiệp, các doanh nghiệp bất động sản nên:

- Chứng khoán hóa bất động sản
- Niêm yết theo dự án và trả bất động sản theo số lượng cổ

phiếu

- Thế chấp bất động sản ở Việt Nam tại các ngân hàng thương mại nước ngoài. Đây là cách thức tốt để tiếp cận nguồn vốn tín dụng trung và dài hạn tại những ngân hàng có tiềm lực tài chính lớn.

4.1.2 Đối với ngân hàng

Sử dụng kết quả nghiên cứu trong đề tài này như một tiêu chí tham khảo trong công tác tín dụng sẽ giúp các ngân hàng xác định

khả năng trả nợ của doanh nghiệp cần vay vốn, qua đó xác định khả năng an toàn đối với các quyết định cho vay vốn của mình, giảm rủi ro nợ xấu, tăng hiệu quả hoạt động. Đồng thời, các ngân hàng phải có những định hướng tín dụng trung và dài hạn thích hợp cho các doanh nghiệp bất động sản

4.1.3 Đối với Nhà nước

Một là, điều chỉnh các chính sách quản lý nhà nước về thị trường bất động sản

Hai là, chính sách phát triển thị trường bất động sản cần được hoạch định thống nhất với các thị trường liên quan

Ba là, hoạch định và phổ biến chính sách phải minh bạch

Bốn là, ổn định và phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam

4.2 HẠN CHẾ CỦA ĐỀ TÀI

Đề tài còn tồn tại một số hạn chế như sau:

Thứ nhất, do khó khăn trong việc thu thập số liệu nên đề tài chỉ tập trung vào các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán với số liệu trên bảng báo cáo tài chính.

Thứ hai, mặc dù tiếp cận giá trị doanh nghiệp theo hệ số giá trị thị trường, nhưng do thị trường nợ của các doanh nghiệp không có số liệu chính thức, nên sử dụng số liệu giá trị sổ sách.

Thứ ba, mới chỉ có 3 biến kiểm soát được đưa vào mô hình, là biến quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ tăng trưởng và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt.

Thứ tư, nghiên cứu chỉ sử dụng mô hình bảng tính với 3 phương pháp nghiên cứu Pooled OLS, FEM, REM, cho nên hiện tượng nội sinh tiền ẩn là chưa được xử lý.

4.3. HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

Hướng nghiên cứu tiếp theo để hoàn thiện đề tài hơn là:

Thứ nhất, mở rộng mẫu bằng cách thu thập dữ liệu theo yếu tố thời gian, đồng thời chia bộ dữ liệu theo từng giai đoạn phát triển để chạy hồi quy cho từng giai đoạn của ngành để phản ánh thực trạng đầy đủ của toàn ngành.

Thứ hai, bổ sung thêm một số biến kiểm soát khác có ảnh hưởng đến giá trị danh nghiệp để kiểm định.

Thứ ba, bên cạnh phương pháp nghiên cứu sử dụng hàm bậc hai trong mô hình hồi quy bằng tĩnh để phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp, đề tài sẽ nghiên cứu thêm các phương pháp hồi quy khác trên mô hình hồi quy dữ liệu bằng động (Dynamic Model).

KẾT LUẬN CHUNG

Quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp có thể tác động đáng kể đến giá trị doanh nghiệp. Luận văn đã đặt ra mục tiêu xây dựng mô hình phi tuyến phân tích tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Luận văn đã hoàn thành mục tiêu đặt ra và có những đóng góp về mặt lý luận và thực tiễn như sau:

Thứ nhất, luận văn đã làm rõ khái niệm về cấu trúc vốn doanh nghiệp với bản chất là quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, khái niệm giá trị doanh nghiệp theo quan điểm tài sản và quan điểm lợi nhuận.

Thứ hai, luận văn đã hệ thống hóa các lý thuyết về cấu trúc vốn như lý thuyết M&M (1958,1963); lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ và lý thuyết đại diện.

Thứ ba, trên cơ sở nghiên cứu các bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và giá trị doanh nghiệp, đề tài đã rút ra được những bài học kinh nghiệm có tính lý luận và thực tiễn để có thể lựa chọn và xây dựng mô hình hồi quy nghiên cứu tác động của nợ lên giá trị doanh nghiệp.

Thứ tư, đề tài vận dụng mô hình hồi quy phi tuyến, kỹ thuật phân tích hồi quy dữ liệu bảng để kiểm tra tác động của tỷ lệ nợ lên giá trị doanh nghiệp của các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS) đã được

sử dụng. Kiểm định Hausman, Reduntant fixed effect test cũng được thực hiện để kiểm tra và lựa chọn mô hình thích hợp cho nghiên cứu. Kết quả thực nghiệm cho thấy không tồn tại tác

động theo ngưỡng của tỷ lệ nợ và giá trị doanh nghiệp theo cách tiếp cận Tobin's Q, nhưng tồn tại mối quan hệ này với ROE.

Thứ năm, dựa trên kết quả của quá trình khảo sát thực nghiệm, đề tài đề xuất một số giải pháp giúp các doanh nghiệp quản trị nợ tốt hơn, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, đề tài cũng đề xuất một số kiến nghị đối với các ngân hàng thương mại trong công tác tín dụng doanh nghiệp để giảm rủi ro nợ xấu, tăng hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam. Cuối cùng, đề tài đề xuất một số kiến nghị đối với các cơ quan quản lý nhà nước trong công tác quản lý hoạt động của các doanh nghiệp trên thị trường để giám sát chặt chẽ cũng như nâng cao giá trị doanh nghiệp và sức cạnh tranh của doanh nghiệp bất động sản Việt Nam trong bối cảnh hiện nay.

Tuy nhiên, bên cạnh những kết quả đạt được, đề tài cũng chỉ ra các hạn chế cần được xem xét và đề xuất một số hướng phát triển đề tài trong tương lai như: xem xét một số phương pháp hồi quy khác; mở rộng quy mô chọn mẫu ra toàn thị trường chứng khoán Việt Nam; bổ sung thêm một số biến kiểm soát khác; chia bộ dữ liệu theo từng giai đoạn phát triển khác nhau để nghiên cứu nhằm đưa ra được lời khuyên chính xác hơn cho các doanh nghiệp về mức sử dụng nợ hợp lý.