

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN



ĐẶNG TÀI AN TRANG

**TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN TỚI HOẠT ĐỘNG
CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

CHUYÊN NGÀNH: KINH TẾ HỌC
MÃ SỐ: 62310101

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:

1. PGS.TS. VŨ KIM DŨNG
2. PGS.TS. PHẠM THẾ ANH

HÀ NỘI - 2018

LỜI CAM ĐOAN

Tôi đã đọc và hiểu về các hành vi vi phạm sự trung thực trong học thuật. Tôi cam kết bằng danh dự cá nhân rằng nghiên cứu này là do tôi thực hiện và không vi phạm yêu cầu về sự trung thực trong học thuật.

Hà Nội, ngày tháng năm 2018

Giáo viên hướng dẫn

Tác giả

Vũ Kim Dũng

Đặng Tài An Trang

LỜI CẢM ƠN

Luận án này được hoàn thành trước hết bằng sự nỗ lực và nghiêm túc trong Nghiên cứu của Tác giả trong hơn 4 năm qua, nhưng không thể thiếu sự giúp đỡ và tư vấn nhiệt tình, trách nhiệm của rất nhiều người. Những sự giúp đỡ và tư vấn đó không chỉ giúp Tác giả hoàn thành Luận án theo kế hoạch công việc mà còn hữu ích trong quá trình thực hiện công việc cũng như tham gia lĩnh vực nghiên cứu sau này. Tác giả xin trân trọng cảm ơn:

Những người thân trong gia đình đã chia sẻ, động viên, thông cảm và hỗ trợ trong lúc khó khăn và bận rộn nhất.

PGS.TS Vũ Kim Dũng, PGS.TS Phạm Thế Anh đã nhận lời hướng dẫn một lĩnh vực nghiên cứu mới và đã tận tình chỉ bảo và định hướng nghiên cứu của Luận án.

TS. Nguyễn Phi Lâm đã hỗ trợ tư vấn phương pháp nghiên cứu và các tài liệu tham khảo hữu ích.

Ban lãnh đạo và các cán bộ của Viện đào tạo sau đại học đã hỗ trợ tận tình về đào tạo và các thủ tục hành chính trong thời gian học và bảo vệ luận án.

Ban lãnh đạo, các cán bộ và giảng viên của Khoa Kinh tế học đã hỗ trợ nhiệt tình trong quá trình sinh hoạt chuyên môn.

Ban lãnh đạo và các đồng nghiệp tại Ủy ban chứng khoán nhà nước đã tạo điều kiện về thời gian và hỗ trợ nhiệt tình về chuyên môn.

Tác giả

Đặng Tài An Trang

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN

LỜI CẢM ƠN

MỤC LỤC

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

DANH MỤC BẢNG

DANH MỤC BIỂU ĐỒ

CHƯƠNG 1 TỔNG QUAN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU	1
1.1. Giới thiệu Luận án	1
1.2. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu	2
1.3. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu.....	4
1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.....	4
1.4.1. Đối tượng nghiên cứu	4
1.4.2. Phạm vi nghiên cứu	5
1.5. Phương pháp nghiên cứu	5
1.6. Những đóng góp mới của Luận án	5
1.7. Cấu trúc của Luận án.....	7
CHƯƠNG 2 TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VÀ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM VỀ TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN TỚI HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY....	8
2.1. Tổng quan về cấu trúc vốn và hoạt động của công ty.....	8
2.1.1. Nguồn vốn của công ty	8
2.1.2. Cấu trúc vốn của doanh nghiệp.....	12
2.1.3. Thước đo hoạt động của doanh nghiệp.....	14
2.2. Các lý thuyết về cấu trúc vốn.....	20
2.2.1. Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (M&M).....	20
2.2.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade-off theory).....	21
2.2.3. Lý thuyết chi phí đại diện (Agency theory).....	27
2.2.4. Lý thuyết thứ tự ưu tiên (pecking-order theory)	29
2.3. Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của doanh nghiệp	32
2.3.1. Nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới	32
2.3.2. Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam.....	34
2.4. Kết luận chương 2	38
CHƯƠNG 3 CẤU TRÚC VỐN VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT.	39
3.1. Tổng quan kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam	39
3.1.1. Tổng quan kinh tế vĩ mô	39
3.1.2. Thị trường chứng khoán Việt Nam	42

3.2. Tình hình công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam	55
3.2.1. Về quy mô niêm yết.....	55
3.2.2. Về cơ cấu tài sản.....	57
3.2.3. Về cấu trúc vốn.....	58
3.2.4. Về hoạt động của các công ty niêm yết	61
3.3. Kết luận chương 3	64
CHƯƠNG 4 PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN TỚI HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT	65
4.1. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu	65
4.1.1. Các chỉ tiêu đo lường	65
4.1.2. Khung phân tích của luận án	66
4.1.3. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu	67
4.1.4. Nguồn dữ liệu và mẫu nghiên cứu.....	72
4.1.5. Lựa chọn mô hình và các biến.....	73
4.1.6. Thống kê mô tả.....	81
4.2. Ước lượng và kết quả nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của doanh nghiệp niêm yết	88
4.2.1. Kết quả ước lượng	88
4.2.2. Phân tích tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của công ty niêm yết	98
4.3. Kết luận chương 4	110
CHƯƠNG 5 GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN VÀ NÂNG CAO HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT.....	112
5.1. Giải pháp chính sách vĩ mô.....	112
5.2. Giải pháp đối với thị trường chứng khoán Việt Nam.....	114
5.2.1. Đề xuất định hướng chính sách phát triển TTCK Việt Nam	114
5.2.2. Giải pháp đối với thị trường cổ phiếu.....	116
5.2.3. Xây dựng và phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.....	120
5.2.4. Quản trị công ty và công bố thông tin	126
5.2.5. Hoàn thiện chuẩn mực kế toán, kiểm toán và nâng cao chất lượng dịch vụ kiểm toán.....	132
5.3. Giải pháp đối với các công ty niêm yết.....	134
5.3.1. Xây dựng chính sách cấu trúc vốn phù hợp.....	134
5.3.2. Nâng cao năng lực quản lý điều hành, quản trị công ty, hiệu quả sử dụng vốn	135
5.3.3. Nâng cao chất lượng báo cáo tài chính doanh nghiệp, công bố thông tin....	137
5.4. Kết luận Chương 5	137
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CÔNG BỐ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	138
TÀI LIỆU THAM KHẢO	139

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

STT	Từ viết tắt	Nội dung
1	ADB	Ngân hàng Phát triển châu Á
2	ASEAN	Hiệp hội các quốc gia Đông Nam á
3	CAPM	Mô hình định giá tài sản vốn
4	CPH	Cổ phần hóa
5	CSH	Chủ sở hữu
6	CTCP	Công ty cổ phần
7	DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước -
8	DNNY	Doanh nghiệp niêm yết
9	EBITDA	Lợi nhuận trước lãi suất, thuế và khấu hao
10	FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
11	GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
12	GM	Chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận gộp biên
13	GROW	Cơ hội tăng trưởng
14	GSO	Tổng cục Thống kê
15	HNX	Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội
16	HOSE/HSX	Sở giao dịch Chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh
17	IMF	Quỹ tiền tệ quốc tế
18	LTDTA	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản
19	MM	Modigliani và Miller
20	NHNN	Ngân hàng Nhà nước
21	NHTMCP	Ngân hàng thương mại cổ phần
22	OECD	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
23	PB	Chỉ tiêu giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu
24	ROA	Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản
25	ROCE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn sử dụng
26	ROE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
27	SGDCK	Sở Giao dịch Chứng khoán
28	SIZE	Quy mô công ty
29	STDTA	Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản
30	TCTK	Tổng cục Thống kê
31	TPCP	Trái phiếu Chính phủ
32	TPDN	Trái phiếu doanh nghiệp

STT	Từ viết tắt	Nội dung
33	TTCK	Thị trường chứng khoán
34	TTDTA	Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản
35	TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
36	TURN	Vòng quay tài sản
37	UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
38	VCCI	Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam
39	WACC	Chi phí vốn bình quân
40	WB	Ngân hàng Thế giới
41	WTO	Tổ chức thương mại thế giới

DANH MỤC BẢNG

Bảng 3.1: Tăng trưởng GDP của kinh tế thế giới giai đoạn 2010 – 2014	40
Bảng 3.2: Số lượng DNNN CPH qua các năm	44
Bảng 3.3: Đầu giá cổ phần hóa qua 2 SGDCK giai đoạn 2011 - 2014	47
Bảng 3.4: Một số chỉ tiêu về thị trường cổ phiếu.....	51
Bảng 3.5: Quy mô phát hành trái phiếu Doanh nghiệp tại Việt Nam	53
Bảng 3.6: Số lượng công ty niêm yết theo phân ngành năm 2014	56
Bảng 4.1: Kỳ vọng về tác động của các biến độc lập đối với các biến phụ thuộc.....	71
Bảng 4.2: Các biến được sử dụng.....	78
Bảng 4.3: Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình ước lượng RE và OLS.....	79
Bảng 4.4: Kết quả kiểm định Hausman	80
Bảng 4.5: Thống kê tóm tắt các biến	81
Bảng 4.6: Cơ cấu doanh nghiệp niêm yết trong mẫu theo ngành	82
Bảng 4.7: Ma trận tương quan giữa các biến	87
Bảng 4.8: Kết quả ước lượng mô hình 1	89
Bảng 4.9: Kết quả ước lượng mô hình 2	90
Bảng 4.10: Kết quả ước lượng mô hình 3.....	92
Bảng 4.11: Kết quả ước lượng mô hình 4.....	95
Bảng 4.12: Kết quả ước lượng mô hình 5.....	96

DANH MỤC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 3.1: Tăng trưởng GDP Việt Nam theo ngành.....	41
Biểu đồ 3.2: Phát hành cổ phiếu 2006 - 2010	45
Biểu đồ 3.3: Giá trị phát hành và tỷ lệ thành công.....	46
Biểu đồ 3.4: Cơ cấu phát hành	46
Biểu đồ 3.5: Tình hình niêm yết cổ phiếu 2006 - 2010.....	49
Biểu đồ 3.6: Giá trị vốn hóa thị trường 2006 - 2010.....	49
Biểu đồ 3.7: Giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên	50
Biểu đồ 3.8: Giá trị giao dịch/vốn hóa các nước khu vực ASEAN (%).....	51
Biểu đồ 3.9: Quy mô niêm yết trên TTCK	55
Biểu đồ 3.10: Cơ cấu tài sản theo ngành	57
Biểu đồ 3.11: Quy mô tài sản bình quân các ngành.....	58
Biểu đồ 3.12: Tỷ lệ nợ - vốn chủ sở hữu các doanh nghiệp tại Malaysia	59
Biểu đồ 3.13: Tỷ lệ nợ - vốn chủ sở hữu các doanh nghiệp tại Mỹ	59
Biểu đồ 3.14: Cơ cấu vốn của các công ty niêm yết	60
Biểu đồ 3.15: Hệ số tổng nợ/tổng tài sản theo phân ngành	60
Biểu đồ 3.16: Cơ cấu vốn của các công ty niêm yết	61
Biểu đồ 3.17: Các chỉ tiêu sinh lời của các DNNY.....	62
Biểu đồ 3.18: Tỷ lệ ROA của các ngành	63
Biểu đồ 3.19: Các chỉ tiêu sinh lời của các công ty niêm yết.....	63
Biểu đồ 3.20: Diễn biến hệ số PB và MBVE.....	64
Biểu đồ 4.1: Quy mô vốn điều lệ các công ty niêm yết	82
Biểu đồ 4.2: Cơ cấu nợ của các công ty niêm yết	83
Biểu đồ 4.3: ROE, ROA của các công ty niêm yết	84
Biểu đồ 4.4: Chỉ số PB và MBVE của công ty niêm yết.....	85
Biểu đồ 4.5: Tỷ lệ ROCE, GM của các công ty niêm yết trên	85
Biểu đồ 4.6: Lãi suất huy động danh nghĩa (%).....	99

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

1.1. Giới thiệu Luận án

Luận án này nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đánh giá và phân tích thực nghiệm các lý thuyết và giả thuyết về tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của doanh nghiệp. Luận án cũng sẽ đưa ra một số giải pháp nhằm hoàn thiện cấu trúc vốn và nâng cao khả năng sinh lời, hiệu quả hoạt động, giá trị của công ty niêm yết.

Để phân tích tác động của cấu trúc vốn tới hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, tác giả sử dụng nguồn dữ liệu thứ cấp thông qua các báo cáo tài chính được kiểm toán. Luận án đã cho thấy rằng cấu trúc vốn thực sự có ảnh hưởng tới hoạt động của doanh nghiệp niêm yết và do vậy việc điều chỉnh cấu trúc vốn sẽ có tác động tới kết quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết xét theo cả thước đo sổ sách kế toán cũng như thước đo giá trị thị trường. Những ảnh hưởng của cơ cấu nợ ngắn hạn và cơ cấu nợ ngắn hạn trong tổng cơ cấu vốn của doanh nghiệp cũng có sự khác nhau. Ngoài ra, sự ảnh hưởng này tùy theo các thước đo về hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy, việc điều chỉnh cơ cấu nợ ngắn hạn và dài hạn của doanh nghiệp cũng sẽ cần dựa trên các mục tiêu hoạt động của doanh nghiệp, thậm chí kết quả nghiên cứu cũng cho thấy ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới sự an toàn tài chính cũng khác nhau giữa chủ nợ và chủ sở hữu.

Ngoài ra, đề tài cũng xem xét những ảnh hưởng do quy mô công ty, vòng quay tài sản và cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp đối với kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Những kết quả nghiên cứu cho thấy những yếu tố này thực sự có ảnh hưởng tới hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên mức độ và chiều hướng khác nhau tùy thuộc vào các chỉ tiêu đo lường hoạt động của doanh nghiệp.

Đề tài cũng đã nghiên cứu ảnh hưởng của biến động kinh tế vĩ mô tới hoạt động của doanh nghiệp niêm yết và chỉ ra rằng biến động vĩ mô thực sự đã có những tác động tiêu cực đến hoạt động của doanh nghiệp dựa trên hầu hết các chỉ tiêu hoạt động. Gói hỗ trợ kinh tế năm 2009 đối với các doanh nghiệp đã thể hiện có tác động khá tức thời. Tuy nhiên, biến động môi trường vĩ mô quốc tế và khó khăn kinh tế trong nước các năm sau đó đã cho thấy những tác động tiêu cực đến hoạt động của doanh nghiệp.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, đề tài đã đưa ra một số gợi ý và khuyến nghị chính sách đối với cấu trúc vốn của công ty niêm yết, việc thúc đẩy thị trường cổ