

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM

TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HCM

VÕ MINH LONG

**TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH
NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN
SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ

TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2017

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HCM

VÕ MINH LONG

**TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH
NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN
SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ

Chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 62.34.02.01

Người hướng dẫn khoa học: PGS. TS. NGUYỄN NGỌC ĐỊNH

TP. HỒ CHÍ MINH - NĂM 2017

LỜI CAM ĐOAN

Tôi tên: VÕ MINH LONG

Ngày, tháng, năm sinh: 09/09/1976.

Nơi sinh: Thành Phố Huế, tỉnh Thừa Thiên Huế.

Quê quán: Hải Lăng, Quảng Trị; Dân tộc: Kinh.

Đơn vị công tác: Khoa Tài Chính Ngân Hàng, Trường Đại Học Mở TP. HCM.

Chỗ ở hiện tại: 112/26 Chiến Thắng, Phường 9, quận Phú Nhuận, TP. HCM.

Là nghiên cứu sinh khóa XVII của Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh, chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng, Mã số: 62. 34. 02. 01.

Tên luận án: Tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp cổ phần niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh.

Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS Nguyễn Ngọc Định.

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu trong luận án là trung thực, do chính tác giả thu thập và phân tích. Nội dung trích dẫn trong luận án đều chỉ rõ nguồn gốc. Các phân tích và kết quả trong luận án là thành quả nghiên cứu của bản thân.

Võ Minh Long

LỜI CẢM ƠN



Sau thời gian học tập và thực hiện các chuyên đề cũng như luận án tại Trường Đại Học Ngân Hàng TP. HCM. Tôi xin chân thành cảm ơn:

Lời cảm ơn chân thành đầu tiên tôi xin gửi đến quý thầy, cô của Trường Đại Học Ngân Hàng TP. HCM đã tận tình dạy bảo, hướng dẫn, truyền đạt cho tôi những kiến thức quý giá trong thời gian học và nghiên cứu. Lời cảm ơn này sẽ không thể trọn vẹn nếu không đặc biệt gửi gắm đến PGS. TS Nguyễn Ngọc Định, người đã luôn quan tâm, hướng dẫn tôi trong suốt quá trình làm các chuyên đề và luận án nghiên cứu sinh. Tôi xin chân thành cảm ơn thầy.

Tôi cũng chân thành cảm ơn các anh, chị làm việc tại công ty cổ phần chứng khoán TP. HCM, công ty cổ phần chứng khoán Rồng Việt, công ty cổ phần chứng khoán ngân hàng Á Châu, công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng, công ty cổ phần chứng khoán FPT ... đã hỗ trợ và góp ý cho tôi rất nhiều trong thời gian làm luận án này.

Cuối cùng, Tôi xin kính chúc quý thầy, cô luôn dồi dào sức khỏe và thành công trong sự nghiệp giảng dạy cao quý của mình và cũng kính chúc quý anh, chị luôn mạnh khỏe và thành công trong công việc.

Xin chân thành cảm ơn.

TP. HCM, tháng 8 năm 2017

Nghiên cứu sinh

Võ Minh Long

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN.....	i
LỜI CẢM ƠN.....	ii
MỤC LỤC.....	iii
DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT.....	vii
DANH MỤC CÁC BẢNG, BIỂU.....	ix
DANH MỤC CÁC HÌNH.....	xi
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU	1
1.1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA LUẬN ÁN.....	1
1.2. VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU.....	2
1.3. MỤC TIÊU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU.....	3
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:.....	4
1.5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....	5
1.6. NHỮNG ĐÓNG GÓP CỦA LUẬN ÁN.....	5
1.7. Ý NGHĨA CỦA LUẬN ÁN.....	5
1.8. KẾT CẤU CỦA LUẬN ÁN.....	6
CHƯƠNG 2: TỔNG QUAN LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM	8
2.1. CƠ SỞ LÝ THUYẾT.....	8
2.1.1. Lý thuyết về cấu trúc vốn.....	8
2.1.1.1. <i>Khái niệm cấu trúc vốn</i>	8
2.1.1.2. <i>Thành phần cấu trúc vốn</i>	9
2.1.2. Lý thuyết về giá trị doanh nghiệp.....	12
2.1.2.1. <i>Khái niệm giá trị doanh nghiệp</i>	12
2.1.2.2. <i>Một số phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp</i>	12
2.1.3. Môi quan hệ giữa cấu trúc vốn với giá trị doanh nghiệp.....	15
2.1.3.1. <i>Lý thuyết cổ điển của Durand</i>	15
2.1.3.2. <i>Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (gọi tắt là lý thuyết M&M)</i>	17
2.1.3.3. <i>Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade - Off Theory - TOT)</i>	21
2.1.3.4. <i>Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory - POT)</i>	26

2.1.3.5. Lý thuyết thời điểm thị trường (<i>Timing Market Theory</i>)	28
2.2. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM	31
2.2.1. Các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ tuyến tính giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp	31
2.2.1.1. Các nghiên cứu ở nước ngoài	31
2.2.1.2. Các nghiên cứu tại Việt Nam.....	35
2.2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp	36
2.2.2.1. Các nghiên cứu ở nước ngoài	36
2.2.2.2. Các nghiên cứu ở Việt Nam.....	38
2.2.3. Thảo luận các nghiên cứu thực nghiệm.....	39
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	42
3.1. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU	42
3.1.1. Biến phụ thuộc.....	42
3.1.2. Các biến độc lập	44
3.1.3. Mô hình nghiên cứu.....	46
3.1.4. Phương pháp đo lường các biến	48
3.1.5. Giả thuyết nghiên cứu.....	50
3.2. DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU	55
3.2.1. Dữ liệu quan sát.....	55
3.2.2. Thu thập dữ liệu.....	55
3.2.3. Phương pháp xử lý số liệu	57
3.3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	57
3.3.1. Hồi quy dữ liệu bảng	58
3.3.1.1. Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất cổ điển gộp (<i>Pooled OLS</i>).....	59
3.3.1.2. Phương pháp hồi quy tác động cố định (<i>FEM</i>).....	59
3.3.1.3. Phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (<i>REM</i>).....	60
3.3.1.4. Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (<i>GLS</i>).....	60
3.3.1.5. Phương pháp ước lượng tổng quát (<i>GMM</i>)	61
3.3.2. Kiểm định sự phù hợp của mô hình	61
3.3.2.1. Kiểm định <i>F</i>	61
3.3.2.2. Kiểm định <i>Breusch - Pagan Lagrange Multiplier (LM)</i>	62

3.3.2.3. Kiểm định Hausman	62
3.3.2.4. Kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi	62
3.3.2.5. Kiểm định hiện tượng tự tương quan	63
3.3.2.6. Kiểm định Sargan/Hansen.....	63
3.3.2.7. Kiểm định biến nội sinh.....	64
3.3.2.8. Kiểm định các hệ số hồi quy riêng (T - test)	65
CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN	66
4.1. PHÂN TÍCH MÔ TẢ	66
4.1.1. Thực trạng cấu trúc vốn, giá trị doanh nghiệp và mối quan hệ của chúng.....	66
4.1.1.1. Thực trạng cấu trúc vốn	66
4.1.1.2. Thực trạng về giá trị doanh nghiệp.....	70
4.1.1.3. Thực trạng về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp.....	72
4.1.2. Phân tích thống kê mô tả	76
4.2. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	78
4.2.1. Kiểm tra tính dừng của các chuỗi số liệu	78
4.2.2. Phân tích hệ số tương quan và kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến.....	79
4.2.3. Kết quả phân tích hồi quy.....	80
4.2.3.1. Kết quả nghiên cứu về mối quan hệ tuyến tính giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp	80
4.2.3.2. Kết quả nghiên cứu và kiểm định về mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp.....	89
4.3. THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	93
4.3.1. Nhóm 1: Nhóm các biến cấu trúc vốn có tác động đến giá trị doanh nghiệp	93
4.3.2. Nhóm 2: Các biến kiểm soát có tác động đến giá trị doanh nghiệp	98
CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH	104
5.1. KẾT LUẬN	104
5.2. HÀM Ý MỘT SỐ CHÍNH SÁCH.....	106
5.2.1. Điều chỉnh cấu trúc vốn theo hướng gia tăng nợ nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp	106
5.2.2. Các nguồn tài trợ khác theo hướng kiểm soát rủi ro	110
5.3. KIẾN NGHỊ ĐỐI VỚI CÁC BÊN LIÊN QUAN.....	111
5.3.1. Đối với chính phủ	111

<i>5.3.1.1. Ổn định kinh tế vĩ mô để DN phát triển</i>	<i>111</i>
<i>5.3.1.2. Chính sách khuyến khích đầu tư giữa các DN trong nước, kể cả DN nước ngoài</i>	<i>112</i>
<i>5.3.2. Đối với ngân hàng nhà nước</i>	<i>113</i>
<i>5.3.3. Đối với uỷ ban chứng khoán nhà nước</i>	<i>113</i>
5.4. ĐỀ XUẤT HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO.....	114
KẾT LUẬN CHUNG	116
CÔNG TRÌNH KHOA HỌC CỦA NGHIÊN CỨU SINH.....	118
TÀI LIỆU THAM KHẢO	119
PHỤ LỤC	126

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

TỪ VIẾT TẮT	TIẾNG VIỆT	TIẾNG ANH
BLUE	Ước lượng không chệch tuyến tính tốt nhất	Best Linear Unbiased Estimator
D	Nợ phải trả	Debt
DA	Tỷ số nợ	Debt/Assets
DN	Doanh nghiệp	Enterprise
E, VCSH	Vốn chủ sở hữu	Equity
EBIT	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	Earnings Before Interest and Taxes
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phần	Earning Per Share
EVA	Giá trị kinh tế gia tăng	Economic Value Added
FEM	Mô hình tác động cố định	Fixed Effects Model
GLS	Bình phương nhỏ nhất tổng quát	Generalized Least Square
GMM	Phương pháp ước lượng tổng quát	Generalized Method Of Moments
HNX	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội	Hanoi Stock Exchange
HSX	Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM	Ho Chi Minh Stock Exchange
I	Chi phí lãi vay	Interest
LDA	Tỷ số nợ dài hạn	Long-Term Debt/Assets
M&M	Lý thuyết M&M	Modigliani and Miller Theory
P/E	Giá cổ phiếu so với thu	Price/Earning Per Share

	nhập trên 1 cổ phiếu	
Pooled OLS	Bình phương nhỏ nhất cổ điển gộp	Pooled Ordinary Least Squared
POT	Lý thuyết trật tự phân hạng	Pecking Order Theory
PV	Giá trị hiện tại	Present Value
r_D	Chi phí vốn của nợ	Cost Of Debt
r_E	Chi phí vốn của chủ sở hữu	Cost Of Equity
REM	Mô hình tác động ngẫu nhiên	Random Effects Model
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tài sản	Return On Assets
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Return On Equity
SDA	Tỷ số nợ ngắn hạn	Short-Term Debt/Assets
TOT	Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn	Trade - Off Theory
TP. HCM	Thành Phố Hồ Chí Minh	Ho Chi Minh City
UPCOM	Thị trường giao dịch chứng khoán của công ty đại chúng chưa niêm yết	Unlisted Public Companies
V	Giá trị doanh nghiệp	The Value Of The Firm
WACC	Chi phí sử dụng vốn bình quân hay chi phí vốn bình quân có trọng số	Weighted Average Cost Of Capital