

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH TRUYỀN THÔNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● NGUYỄN NGỌC THỊ KIM LOAN

TÓM TẮT:

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 30 doanh nghiệp (DN) ngành Truyền thông đã niêm yết trong giai đoạn từ 2016 - 2021, 6 nhân tố được đề xuất và tiến hành ước lượng lần lượt với cả 3 mô hình, gồm: mô hình Pooled OLS, mô hình FEM (Fixed Effects Model) và mô hình REM (Random Effects Model). Số liệu được xử lý trên phần mềm STATA 14.0. Kết quả nghiên cứu cho thấy, mô hình FEM phù hợp nhất và thứ tự tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn của các DN ngành Truyền thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo thứ tự giảm dần như sau: ROA (Khả năng sinh lời của DN); TANG (Tài sản cố định của DN); NTDS (Tầm chắn thuế từ khấu hao), LIQ (Thanh khoản), TAX (Thuế suất thuế thu nhập DN), GROW (Cơ hội tăng trưởng của DN).

Từ khóa: cấu trúc vốn, các doanh nghiệp truyền thông niêm yết, thị trường chứng khoán.

1. Đặt vấn đề

Việc xác định cấu trúc vốn rất quan trọng với tất cả DN, mỗi ngành đều có những đặc thù riêng, cấu trúc vốn đặc trưng riêng. Vì vậy, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của một ngành cụ thể là thật sự cần thiết. Đặc biệt, trong ngành Truyền thông, đóng góp của ngành khá lớn vào mức tăng trưởng chung của cả nước trong những năm gần đây. Do vậy, để nâng cao năng lực cạnh tranh, cũng như khẳng định và tối đa hóa giá trị DN, các DN ngành Truyền thông cần xây dựng một cấu trúc vốn hợp lý, coi đây là một trong những biện pháp hết sức quan trọng trong quá trình phát triển DN.

2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Cấu trúc vốn

Theo SAPP, cấu trúc vốn (Capital structure) là số nợ hoặc vốn chủ sở hữu mà một công ty sử dụng để tài trợ cho hoạt động và tài trợ cho tài sản của công ty. Cấu trúc vốn của một công ty thường được biểu thị bằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu hoặc tỷ lệ nợ trên vốn.

Vốn chủ sở hữu phát sinh từ quyền sở hữu cổ phần trong một công ty và xác nhận quyền sở hữu đối với các dòng tiền và lợi nhuận trong tương lai của nó. Nợ dưới hình thức phát hành trái phiếu hoặc các khoản vay, trong khi vốn chủ sở hữu có thể ở

dạng cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi hoặc lợi nhuận giữ lại. Nợ ngắn hạn cũng được coi là một phần của cơ cấu vốn.

2.1.2. Các lý thuyết về cấu trúc vốn tối ưu

(i) Lý thuyết MM

Lý thuyết MM được Franco Modigliani và Merton Miller nêu ra lần đầu tiên trong bài nghiên cứu “Chi phí sử dụng vốn, tài chính DN và lý thuyết đầu tư” đăng trên Tạp chí American Economic Review năm 1958. Theo MM, trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, giá trị của một DN độc lập với cấu trúc vốn và không có cấu trúc vốn tối ưu cho một DN cụ thể. Trong nghiên cứu tiếp theo của họ, vào các năm 1963 và 1977, Modigliani và Miller nổi rộng giả định của họ bằng cách đưa thêm các nhân tố thuế thu nhập DN và thuế thu nhập cá nhân vào trong mô hình nghiên cứu của mình.

(ii) Lý thuyết trật tự phân hạng

Một lý thuyết về cấu trúc vốn khác được phát triển bởi nghiên cứu của Myer và Majlu năm 1984. Lý thuyết này được phát triển từ nghiên cứu đầu tiên của Donaldson năm 1961, lý giải các quyết định tài trợ của DN dựa trên cơ sở thông tin bất cân xứng. Lý thuyết trật tự phân hạng, đề xuất một trật tự tài trợ theo một trình tự ưu tiên trước bằng vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư), rồi đến phát hành nợ và sau cùng là phát hành vốn cổ phần mới.

(iii) Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn trình bày quan điểm cho rằng những nhà quản trị tin họ sẽ tìm được một cấu trúc vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị DN. Một tỷ lệ đòn bẩy tối ưu là sự cân bằng giữa lợi ích và chi phí của nợ. Trong đó, lợi ích của nợ là lợi ích từ tấm chắn thuế của lãi vay. Chi phí tiềm tàng của nợ bao gồm chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí đại diện giữa chủ sở hữu và chủ nợ.

(iv) Lý thuyết thời điểm thị trường

Theo lý thuyết thời điểm thị trường, cấu trúc vốn hình thành từ kết quả tích lũy của những nỗ lực quá khứ nhằm xác định “đúng” thời điểm của thị trường vốn để phát hành nợ hay cổ phần. Lý thuyết về cấu trúc vốn này dường như không khớp với các lý thuyết về cấu trúc vốn khác. Có 2 phiên bản của lý thuyết thời điểm thị trường dẫn đến 2 mô hình cấu trúc vốn khác nhau.

2.1.3. Một số nghiên cứu thực nghiệm liên quan

Mng và cộng sự (2017) cho thấy: Quy mô DN, Đòn bẩy tài chính độ trễ một năm tác động cùng chiều đến CTV DN ở cả 3 quốc gia. TSCĐ hữu hình ảnh hưởng cùng chiều đến CTV ở Malaysia và Singapore nhưng ảnh hưởng không đáng kể tại Thái Lan.

Muhammad và cộng sự (2019): Tăng trưởng GNP bình quân đầu người của Nhật Bản và Malaysia ảnh hưởng đáng kể đến CTV của tăng trưởng kinh tế và DN cao hơn có xu hướng sử dụng nợ dài hạn hơn. Kết quả tại Pakistan khác Nhật Bản và Malaysia.

Khaki và Akin (2020) xác định nhân tố ảnh hưởng đến CTV của 329 DN phi tài chính niêm yết ở các quốc gia thuộc Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh (GCC) là Bahrain, Kuwait, Qatar, Oman, Ả Rập Xê-út và các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất trong giai đoạn từ 2009 - 2017.

Ở Việt Nam hiện nay cũng có nhiều nghiên cứu liên quan đến Cấu trúc vốn. Một số nghiên cứu liên quan như sau:

Nguyễn Thị Thúy Hạnh (2018) với đề tài “Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty sản xuất thương mại Việt Nam”. Nghiên cứu cho thấy quy mô, tài sản cố định, thanh khoản và sở hữu nhà nước có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN sản xuất thương mại niêm yết Việt Nam.

Trần Việt Dũng và Bùi Đan Thanh (2019) với đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”. Kết quả cho thấy, khả năng sinh lời, tỷ lệ tài sản cố định/tổng tài sản và số năm hoạt động có ảnh hưởng nghịch chiều đến cấu trúc vốn. Ngược lại, quy mô và tốc độ tăng trưởng là 2 nhân tố có ảnh hưởng thuận chiều đến cấu trúc vốn. Khác với một số nghiên cứu trước đây, thuế suất thuế thu nhập DN và hình thức sở hữu không ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của các DN.

Lê Thẩm Dương và cộng sự (2020): nhân tố khả năng sinh lợi, TSCĐ hữu hình và số năm hoạt động của DN có ảnh hưởng ngược chiều đến CTV; quy mô DN và cơ hội tăng trưởng ảnh hưởng thuận chiều đến tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của DN thực phẩm. Riêng thuế suất thuế TNDN không ảnh hưởng đến CTV.

Lương Thị Thúy Diễm và cộng sự (2020) cho thấy quy mô DN, tốc độ tăng trưởng, thuế thu nhập DN và tính thanh khoản tác động cùng chiều, trong khi khả năng sinh lợi, tài sản hữu hình, lá chắn thuế phi nợ không tác động đến CTV của các công ty logistics ở Việt Nam.

Hoàng Thị Kim Thoa (2021) với đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty Cổ phần ngành Bất động sản niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam”.

2.2. Mô hình nghiên cứu (Bảng 1)

Mô hình có dạng như sau:

$$TLEV = \beta_0 + \beta_1ROA + \beta_2TANG + \beta_3GROW + \beta_4TAX + \beta_5NTDS + \beta_6LIQ + \varepsilon$$

3. Phương pháp nghiên cứu

Nhằm đạt được mục tiêu của đề tài, từ nghiên cứu cơ sở lý thuyết thông qua thảo luận nhóm, thảo luận tay đôi, phương pháp chuyên gia, nhằm mục đích xây dựng hệ thống các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN truyền thông

niêm yết trên thị trường Chứng khoán Việt Nam. Sau đó, tiến hành thu thập dữ liệu thứ cấp của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn 2016 - 2021 tại website: <https://www.stockbiz.vn/IndustryOverview.aspx?Code=5500>.

Sau khi thu thập dữ liệu cần thiết từ 30 DN ngành Truyền thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả tiến hành tính toán trên Excel và xử lý dữ liệu trên phần mềm STATA 14.0. Để xem xét ảnh hưởng của các yếu tố kể cả bên trong lẫn bên ngoài tác động đến cấu trúc vốn của các DN trong ngành Truyền thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả tiến hành ước lượng lần lượt với cả 3 mô hình: Pooled OLS, FEM và REM. Sử dụng kiểm định Likelihood Ratio và Hausman để xác định lựa chọn mô hình phù hợp. Sử dụng phương pháp ước lượng ngẫu nhiên FGLS để chữa lỗi phương sai thay đổi và tự tương quan. Cuối cùng, kết quả sẽ được thảo luận, từ đó đưa ra kết luận.

Bảng 1. Các biến trong mô hình nghiên cứu

STT	Ký hiệu	Biến nghiên cứu	Cách tính	Kỳ vọng dấu
Biến phụ thuộc				
1	TLEV	Phản ánh cấu trúc vốn của DN (%)	Tổng nợ/Tổng tài sản	
Biến độc lập				
1	ROA	Khả năng sinh lời của DN (Lần)	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	-
2	TANG	Tài sản cố định của DN (Lần)	Tài sản cố định/Tổng tài sản	+
3	GROW	Cơ hội tăng trưởng của DN (%)	(Doanh thu năm saudoanh thu năm trước)/doanh thu năm trước	+
4	TAX	Thuế suất thuế TNDN (%)	Thuế thu nhập DN/Lợi nhuận trước thuế	-
5	NTDS	Tám chắn thuế từ khấu hao (Lần)	Chi phí khấu hao/Tổng tài sản	-
6	LIQ	Thanh khoản (lần)	Tài sản ngắn hạn/tổng nợ ngắn hạn	-

Nguồn: Tác giả tổng hợp

4. Kết quả

Sau khi thống kê mô tả, tác giả tiến hành phân tích tương quan các biến. Phân tích tương quan các biến cho kết quả ma trận tương quan, hệ số tương quan các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 0.8 nên các biến đều phù hợp để đưa vào chạy mô hình hồi quy. Các hệ số này đồng biến theo từng cặp.

Kết quả hồi quy mô hình OLS, FEM và REM: (Bảng 2)

Để lựa chọn mô hình nào phù hợp, tiến hành so sánh giữa mô hình OLS với FEM thông qua kiểm định F- Test và mô hình FEM với REM thông qua kiểm định Hausman - Test.

Dựa vào kết quả kiểm định F-Test, giá trị P-Value là $0.000 < 0.05$. Nên bác bỏ giả thuyết

Bảng 2. Kết quả hồi quy mô hình Pooled OLS, FEM, REM

Biến độc lập		Pooled OLS	FEM	REM
ROA	Hệ số Beta	-57.412	-30.230	-33.286
	Độ lệch chuẩn	18.484	11.461	11.582
	Giá trị t	-3.11	-2.64	-2.87
	Trị số P	0.002(***)	0.009(***)	0.004(***)
TANG	Hệ số Beta	26.765	-6.720	-0.486
	Độ lệch chuẩn	6.694	5.861	5.698
	Giá trị t	4	-1.15	-0.09
	Trị số P	0.000(***)	0.253	0.932
GROW	Hệ số Beta	0.134	0.061	0.067
	Độ lệch chuẩn	0.044	0.023	0.023
	Giá trị t	3	2.62	2.83
	Trị số P	0.003(***)	0.01(**)	0.005(***)
TAX	Hệ số Beta	-0.377	-0.263	-0.320
	Độ lệch chuẩn	0.177	0.116	0.116
	Giá trị t	-2.12	-2.25	-2.76
	Trị số P	0.035(**)	0.026(**)	0.006(***)
NTDS	Hệ số Beta	-5.421	-4.592	-5.610
	Độ lệch chuẩn	2.885	2.216	2.174
	Giá trị t	-1.88	-2.07	-2.58
	Trị số P	0.062	0.04(**)	0.01(**)
LIQ	Hệ số Beta	-1.322	-0.629	-0.732
	Độ lệch chuẩn	0.177	0.139	0.138
	Giá trị t	-7.46	-4.51	-5.29
	Trị số P	0.000(***)	0.000(***)	0.000(***)

Chú thích:

(***) hệ số P_value nhỏ hơn 0.01, (**) hệ số P_value nhỏ hơn 0.05, (*) hệ số P_Value nhỏ hơn 0.1

Nguồn: Tác giả thực hiện

H0. Tức là mô hình FEM hiệu quả hơn mô hình Pooled OLS.

Sau khi lựa chọn được mô hình FEM phù hợp, tiếp tục kiểm định Hausman - test để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM. Giá trị Prob sau khi thực hiện kiểm định Hausman là 0.000 nhỏ hơn 0.05 nên bác bỏ giả thuyết H0, điều này cho thấy mô hình FEM phù hợp với mẫu dữ liệu hơn so với mô hình REM.

Tiếp tục thực hiện các kiểm định cần thiết về phương sai đồng nhất, tự tương quan giữa các phần dư và đa cộng tuyến của các biến trong mô hình FEM được chọn.

Sau khi kiểm định các khuyết tật trong mô hình FEM thì mô hình bị khuyết như đa cộng tuyến và tương quan chuỗi. Nhưng lại có khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tương quan chuỗi. Việc mô hình bị khuyết tật này là do nhược điểm của dữ liệu dạng bảng với số cá thể quan sát lớn trong chuỗi thời gian ngắn thường phát sinh hiện tượng phương sai sai số thay đổi và rất khó khắc phục vấn đề này.

Kết quả ước lượng mô hình bằng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) với mô hình có phương sai sai số thay đổi và tương quan chuỗi. Phương trình hồi quy mô hình nghiên cứu có dạng:

$$\begin{aligned} TLEV = & 37.411 - 22.379ROA \\ & + 10.589TANG + 0.044GROW \\ & - 0.286TAX - 8.577NTDS - 1.290LIQ \end{aligned}$$

Kết quả cho thấy tất cả các yếu tố được xác định ban đầu gồm: ROA (Khả năng sinh lời của DN); TANG (Tài sản cố định của DN); GROW (Cơ hội tăng trưởng của DN); TAX (Thuế suất

thuế thu nhập DN); NTDS (Tấm chắn thuế từ khấu hao); LIQ (Thanh khoản) đều ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN ngành Truyền thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả về dấu tác động đúng với kỳ vọng. Kết quả cho thấy, mức độ tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn của các DN ngành Truyền thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo thứ tự giảm dần như sau: ROA với hệ số Beta là 22,739; TANG với hệ số Beta là 10,589; NTDS với hệ số Beta là 8,577; LIQ với hệ số Beta là 1,290; TAX với hệ số Beta là 0,286 và cuối cùng là GROW với hệ số Beta là 0,044.

5. Kết luận

Với mục tiêu của đề tài, tác giả dựa vào kết quả nghiên cứu đã tìm ra được các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN ngành Truyền thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy thứ tự tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn của các DN ngành Truyền thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo thứ tự giảm dần như sau: ROA với hệ số Beta là 22,739; TANG với hệ số Beta là 10,589; NTDS với hệ số Beta là 8,577; LIQ với hệ số Beta là 1,290; TAX với hệ số Beta là 0,286 và cuối cùng là GROW với hệ số Beta là 0,044. Từ kết quả nghiên cứu, mong muốn các DN tính toán tỷ lệ nợ tối ưu và đặc biệt cần cải thiện sử dụng vốn vay hiệu quả. Nghiên cứu cung cấp thêm kết quả làm rõ hơn cơ sở lý luận cấu trúc vốn, cụ thể về các nhân tố tác động và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đối với DN ngành Truyền thông ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Lương Thị Thúy Diễm, Phạm Nguyên Như Uyên, Nguyễn Thị Thắm, Nguyễn Thị Kim Liên, Nguyễn Thị Thùy và Phạm Bảo Thi (2020). Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty logistics niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Tài chính*, 725 (Kỳ 2). 41-43.
2. Trần Việt Dũng và Bùi Đan Thanh (2019). Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, số 226/2019.
3. Lê Thắm Dương, Bùi Đan Thanh và Lê Thị Hân (2020). Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN ngành thực phẩm trên thị trường chứng khoán. *Tạp chí Tài chính*, 725, 108-111.

4. Nguyễn Thị Thúy Hạnh (2018). Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty sản xuất thương mại Việt Nam. *Tạp chí khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 14(1), 142-152.
5. Hoàng Thị Kim Thoa (2021). Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành bất động sản niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Quản lý và Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế*.
6. Khaki, Akin. (2020). Factors affecting the capital structure: New evidence from GCC countries. *Journal of International Studies*, 13(1), 9-27. DOI:10.14254/2071-8330.2020/13-1/1.
7. Mng, J.C.P., Rahman, M. and Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore, and Thailand. *Cogent Economics and Finance*, 5: 1418609.
8. Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
9. Muhammad Mahmud, Gobind M. Herani, A. W. Rajar and Wahid Farooqi. (2019). Economic Factors Influencing Corporate Capital Structure in Three Asian Countries: Evidence from Japan, Malaysia, and Pakistan. *Indus Journal of Management and Social Sciences*, 3(1), 9-17.

Ngày nhận bài: 1/4/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 1/5/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 10/5/2022

Thông tin tác giả:

NGUYỄN NGỌC THỊ KIM LOAN

Giảng viên Trường Đại học Lạc Hồng

FACTORS AFFECTING THE CAPITAL STRUCTURE OF LISTED MEDIA COMPANIES IN VIETNAM

● **NGUYEN NGOC THI KIM LOAN**

Lecturer, Lac Hong University

ABSTRACT:

This study's data is collected from 30 listed media companies from 2016 to 2021. In this study, six factors are proposed and estimated with all three research models, including Pooled OLS model, Fixed Effects Model (FEM) model, and Random Effects Model (REM) model. Data is processed by STATA 14.0 software. The study's results show that the FEM model is the most suitable research model. The factors affecting the capital structure of listed media companies are listed in descending order of impact level as follow: Return on Assets (ROA), Tangible assets, Depreciation tax shield, Liquidity, Corporate income tax rate, and Growth potential of the company.

Keywords: structural capital, listed media companies, stock market.