

NGHIÊN CỨU TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI TRƯỚC VÀ TRONG THỜI KỲ COVID-19

Chu Thị Thu Thủy*

Nhận bài: 09/06/2021; Nhận kết quả bình duyệt: 27/06/2022; Chấp nhận đăng: 12/08/2022

©2022 Trường Đại học Thăng Long

Tóm tắt

Mục tiêu của nghiên cứu là xác định ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị của các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trước và trong giai đoạn đại dịch Covid 19. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xác định cấu trúc vốn tối ưu cho các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Nghiên cứu ứng dụng phương pháp hồi quy bảng với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14. Mẫu nghiên cứu được sử dụng gồm 314 công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ quý I năm 2018 đến quý IV năm 2020. Nghiên cứu cho thấy đại dịch Covid 19 làm dịch chuyển cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội theo hướng giảm sử dụng nợ và giá trị của công ty này có xu hướng tăng trong thời kỳ Covid. Nghiên cứu cũng đã xác định tỷ trọng nợ tối ưu trung bình là khoảng 47,17%.

Từ khóa: Cấu trúc vốn; Công ty cổ phần niêm yết; Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội; giá trị công ty.

1. Giới thiệu

Đại dịch Covid 19 và những nỗ lực ngăn chặn sự lây lan của dịch Covid 19 đã ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế toàn cầu nói chung và nền kinh tế Việt Nam nói riêng, cụ thể tăng trưởng GDP từ giảm từ 7,08% năm 2018 xuống còn 2,58% năm 2021.

Đại dịch Covid – 19 tác động mạnh mẽ đến dòng tiền của các doanh nghiệp, mặc dù giải ngân tín dụng của các ngân hàng cho các doanh nghiệp trong các giai đoạn này vẫn được duy trì và giúp các doanh nghiệp vượt qua khó khăn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp cũng nên có những thay đổi linh hoạt trong cấu trúc tài chính để đạt được sự tăng trưởng bền vững.

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty được nghiên cứu trong nhiều thập kỷ qua với các lý thuyết tài chính như lý thuyết M và M, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết phát tín hiệu và lý thuyết định thời điểm thị trường. Đây cũng là nền tảng cho các nghiên cứu thực

nghiệm về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty.

Các nghiên cứu về cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam tập trung vào nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp trong điều kiện nền kinh tế bình thường như nghiên cứu của Đặng Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến (2014), Lê Đạt Chí (2013), Chu Thị Thu Thủy (2019); Chu Thị Thu Thủy (2020)....Tuy nhiên, nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp trong thời kỳ trước và sau Covid 19 tại Việt Nam chưa có nhiều, vì vậy câu hỏi nghiên cứu của Tác giả đặt ra là : i/ Covid 19 có ảnh hưởng khác biệt đến tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty trước và trong thời kỳ COVID-19?, ii/ Cấu trúc vốn tối ưu của công ty là bao nhiêu?

2. Cơ sở lý thuyết

Theo nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958), quyết định về cấu trúc vốn của các công ty không ảnh hưởng đến giá

* Trường Đại học Thăng Long

trị của các công ty. Nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958) dựa trên giả định rằng thị trường hiệu quả, không phát sinh chi phí giao dịch và bỏ qua các yếu tố về thuế. Tuy nhiên, trên thực tế, luôn tồn tại sự bất cân xứng về mặt thông tin, vấn đề về chi phí đại diện, thuế và chi phí phá sản, do đó một số nhà nghiên cứu đã chứng minh rằng lý thuyết của Modigliani và Miller (1958) là không phù hợp để xác định cấu trúc vốn của các công ty trong thực tế. Lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết thời điểm thị trường nghiên cứu cấu trúc vốn trong điều kiện thông tin bất cân xứng, phát sinh chi phí đại diện, chi phí phá sản và các yếu tố thuế.

Theo lý thuyết đánh đổi, cấu trúc vốn được xây dựng dựa trên cơ sở đánh đổi lợi ích lá chắn thuế từ nợ và chi phí phá sản kỳ vọng (Kraus và Litzenberger (1973)). Lý thuyết đánh đổi hữu ích trong việc giải thích lý do các công ty duy trì cấu trúc vốn bao gồm cả nợ và vốn chủ sở hữu. Với mỗi phần trăm nợ tăng thêm, lá chắn thuế gia tăng đồng thời cũng gia tăng chi phí kiệt quệ tài chính. Khi giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính đúng bằng giá trị hiện tại của lá chắn thuế gia tăng thì tài trợ bằng nợ không đem lại lợi ích cho công ty. Do đó các công ty luôn cố gắng duy trì cấu trúc vốn hợp lý để cân bằng được những lợi ích về thuế và chi phí kiệt quệ tài chính (Myer (1977)).

Lý thuyết trật tự phân hạng được sử dụng để giải thích tác động ngược chiều giữa mức sử dụng nợ và khả năng sinh lời. Ngoài ra, sự thay đổi của giá khi công ty cổ phần phát hành thêm cổ phiếu thường mới cũng được minh chứng trong lý thuyết trật tự phân hạng. Theo lý thuyết trật tự phân hạng thì các nhà quản lý ưa thích sử dụng nguồn vốn nội bộ. Kết quả là các công ty ưa thích sử dụng nợ hơn là vốn chủ sở hữu (Myer (2001)). Lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên giả định rằng ban quản trị công ty biết về hoạt động tương lai của công ty hơn các nhà đầu tư bên ngoài, do đó quyết định tài chính của công ty cho biết dòng tiền

trong tương lai của công ty. Vì vậy, phát hành cổ phần mới là ưu tiên cuối cùng do hai nguyên nhân chủ yếu: Thứ nhất, phát hành cổ phần mới truyền tải những thông tin không thuận lợi về dòng tiền. Thứ hai, phát hành cổ phần mới làm tăng cung cổ phần và tạo ra hiện tượng giảm giá cổ phiếu. Lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng rất hữu ích trong giải thích cấu trúc vốn của công ty trong thị trường vốn bán hoàn hảo, tuy nhiên trong thị trường vốn không hoàn hảo, lý thuyết định thời điểm thị trường phù hợp hơn trong xác định cấu trúc vốn của công ty.

Theo lý thuyết thời điểm thị trường, các quyết định phát hành thêm vốn chủ sở hữu mới của các công ty phụ thuộc vào hiệu quả của thị trường (Lucas và McDonald (1990), Korajczyk và các cộng sự (1991)). Các nhà quản lý luôn cố gắng khai thác các nhận thức sai về thị trường khi quyết định phát hành cổ phần để tối thiểu hoá chi phí vốn. Lý thuyết thời điểm thị trường giúp các nhà quản trị xác định được thời gian thích hợp nhất để phát hành thêm cổ phiếu mới hoặc thời điểm tốt nhất để chào bán cổ phiếu ra công chúng lần đầu (IPO) (Miglo, (2010)), Chu Thị Thu Thủy (2020).

3. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm về giá trị công ty và cấu trúc vốn

Giá trị công ty bao gồm hai phần là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (đại diện thông qua giá cổ phiếu thường) và giá trị thị trường của khoản nợ. Theo nghiên cứu của Rouwenhost (1999) thì các công ty có tỷ lệ nợ thấp hơn có lợi tức cổ phiếu cao hơn. Tuy nhiên, theo Harris & Raviv (1991) chỉ ra rằng phản ứng tích cực của các nhà đầu tư đối với tăng tỷ lệ nợ trong các công ty. Nguyên nhân chủ yếu là do các nhà đầu tư cho rằng các công ty có khả năng tăng trưởng tích cực trong tương lai, trong khi đó nếu các công ty tuyên bố phát hành cổ phiếu thường để huy động vốn (giảm tỷ lệ nợ, tăng vốn chủ sở hữu) thì xu hướng lợi tức cổ phiếu giảm. Nghiên cứu của Tiltman & Wessels (1988) cũng phân

tích tác động dài hạn của các vấn đề gia tăng vốn cổ phần mới đối với các công ty và kết luận rằng các đợt chào bán cổ phiếu công khai làm cho giá trị cổ phiếu thường giảm xuống. Sự giảm giá của cổ phiếu này liên quan đến trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu (Hovakimian & các cộng sự, 2004). Theo Mayer & Sussman (2005) thì những tác động của huy động vốn chủ sở hữu hoặc vốn nợ đối với giá cổ phiếu là chủ yếu do hiệu ứng của các thông tin chứ không phải là do sự thay đổi cấu trúc vốn của các công ty. Nguyên nhân chủ yếu là do sự bất cân xứng thông tin của nhà đầu tư cụ thể: Khi công ty phát hành cổ phần mới để huy động vốn, các nhà đầu tư cho rằng các nhà quản lý tài chính trong công ty không có khả năng huy động được các khoản nợ do sự không chắc chắn về dòng lợi tức đạt được trong tương lai (Welch, 2004). Kết quả là giá cổ phiếu có xu hướng giảm xuống bất kể cấu trúc vốn có kết quả như thế nào (Wald, 1999). Giner & Reverte (2001) đã chỉ ra rằng các nhà đầu tư thường có phản ứng tiêu cực với các thông tin về sự sụt giảm tỷ lệ nợ so với tỷ lệ nợ mục tiêu (tối ưu) của công ty. Ebaid (2009) sử dụng ba phương pháp tính cấu trúc vốn khác nhau để xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, kết quả không như mong đợi, Tác giả không chứng minh được tác động của cấu trúc vốn đến xu hướng thay đổi giá cổ phiếu. Akintoye (2008) nghiên cứu các công ty chứng khoán niêm yết trên thị trường chứng khoán Nigeria cũng chỉ ra rằng cấu trúc vốn không có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu.

Như vậy, mối quan hệ giữa giá trị công ty và cấu trúc vốn trong cả lý thuyết và thực tế vẫn có những điểm chưa thống nhất. Có những nghiên cứu ủng hộ lý thuyết M và M cho rằng cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị công ty và ngược lại. Một số nghiên cứu khác lại chỉ ra ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị công ty theo các lý thuyết phát tín hiệu, lý thuyết thời điểm thị trường, lý thuyết trật tự phân hạng hoặc lý thuyết đánh đổi

4. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được mô tả dưới dạng 2 phương trình toán học như sau:

Phương trình (1): Nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty trước và trong thời kỳ Covid:

$$EV_{1i,t} = a_0 + a_1*DA_{i,t} + a_2*SIZE_{i,t} + a_3*EPS_{i,t} + a_4*COVID_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

Phương trình (2): Nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty (tác động cận biên với biến giá DA*Covid)

$$EV_{1i,t} = a_0 + a_1*DA_{i,t} + a_2*SIZE_{i,t} + a_3*EPS_{i,t} + a_4*DA_COVID_{i,t} + a_5*SIZE_COVID_{i,t} + a_6*EPS_COVID_{i,t} + a_7*COVID_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

Phương trình (3): Xác định cấu trúc vốn tối ưu của công ty

$$EV_{1i,t} = a_0 + a_1*DA_{i,t} + a_2*DA^2_{i,t} + a_3*COVID_{i,t} + u_{i,t} \quad (3)$$

Các biến nghiên cứu: Trên cơ sở các nghiên cứu và các lý thuyết liên quan, các biến nghiên cứu được định nghĩa và đo lường cụ thể trong bảng 1.

Giả thuyết nghiên cứu:

Dữ liệu nghiên cứu: Dữ liệu nghiên cứu là 314 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ quý I/2018 đến quý IV/2021 (tương ứng với 5024 quan sát trong mẫu). Dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Trong báo cáo tài chính của các công ty tác giả thu thập các dữ liệu về nợ phải trả, tổng vốn, lợi nhuận sau thuế, thu nhập trên cổ phần thường, tiền và các khoản tương đương tiền. Trên cơ sở đó tính toán các chỉ tiêu đo lường cấu trúc vốn, quy mô công ty, EPS. Dữ liệu vốn hoá của các công ty cuối mỗi quý được tác giả thu thập trên trang web chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Dữ liệu này được sử dụng để tính toán giá trị của các công ty (EV). Trong quá trình thu thập thông tin, tác giả loại bỏ những công ty thiếu thông tin (đây là những công ty

mới niêm yết hoặc huỷ niêm yết) nên số lượng các công ty được thu thập và sử dụng trong nghiên cứu là 314 công ty niêm yết trong giai đoạn từ quý I năm 2018 đến

quý IV năm 2021 (tương ứng với 5024 quan sát). Thống kê mô tả các biến nghiên cứu được trình bày chi tiết trong Bảng 2.

Bảng 1. Định nghĩa và thước đo các biến trong mô hình

Ký hiệu	Tên biến	Đo lường	Nghiên cứu
DA	Cấu trúc vốn	Nợ phải trả/ Tổng tài sản	Rajan & Zingales (1995), Fama và French (2002), Kayhan & Titman (2007), Baker và Wurgler (2002); Chu Thị Thu Thủy (2019), Chu Thị Thu Thủy (2020)
EV1	Giá trị Công ty	Vốn hoá thị trường + Nợ phải trả - Tiền và các khoản tương đương tiền	Arzac (2005)
COVID	Biến giả ảnh hưởng của COVID	Nhận giá trị 0 trước giai đoạn COVID và nhận giá trị 1 trong giai đoạn COVID	Haque (2021)
SIZE	Quy mô công ty	Log(tổng tài sản)	Rajan & Zingales (1995)
EPS	Hiệu quả tài chính	(Lợi nhuận sau thuế - Cổ tức cổ phần ưu đãi)/Số lượng cổ phần thường đang lưu hành	Islam và các cộng sự (2014)
DA_COVID		DA*COVID	Nghiên cứu tác động cận biên
SIZE_COVID		SIZE*COVID	Nghiên cứu tác động cận biên
EPS_COVID		EPS*COVID	Nghiên cứu tác động cận biên

Nguồn: Tổng hợp của Tác giả từ các nghiên cứu trước

Bảng 2 cung cấp dữ liệu chi tiết về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu, trong đó giá trị công ty (EV1) có giá trị trung bình là 7.177,98 tỷ đồng với giá trị lớn nhất là 23.372,15 tỷ đồng và giá trị nhỏ nhất là -2.224,92 tỷ đồng. EV1 là mức giá lý thuyết mà nhà đầu

tư phải trả nếu mua toàn bộ công ty. EV trừ giá trị tiền và các khoản tương đương tiền nên EV có thể âm nếu giá trị tiền và các khoản tương đương tiền của doanh nghiệp lớn hơn giá trị vốn hoá và nợ phải trả hoặc EV dương nếu giá trị vốn hoá và nợ phải trả lớn hơn tiền và các khoản tương đương tiền trong doanh nghiệp.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

<i>Biến</i>	<i>Đơn vị tính</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Giá trị nhỏ nhất</i>	<i>Giá trị lớn nhất</i>
EV1	Tỷ đồng	7.177,98	1.806,43	-2.224,92	23.372,15
DA	Lần	0,48	0,24	0,0004936	0,99
SIZE	Log(tổng tài sản)	11,62	0,60	10,098	13,44
EPS	Đồng/cổ phần	1.740,74	2.937,75	-8.268,00	51.408,00
COVID	Không có	0,5	0,50	0	1

Nguồn: Dữ liệu được Tác giả xử lý với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14

Các CTCP niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội có tỷ số nợ là 0,48 lần (trung bình 1 đồng vốn của công ty được hình thành từ 0,48 đồng nợ phải trả) với giá trị lớn nhất là 0,99 lần và giá trị nhỏ nhất là 0,0004936 lần. Thu nhập trên cổ phần thường (EPS) trung bình là 1.740,74 đồng/cổ phần với giá trị lớn nhất là 51.408 đồng/cổ phần và giá trị nhỏ nhất là -8268 đồng/cổ phần. EPS được tính toán trên cơ sở lợi nhuận sau thuế nên nếu công ty có kết quả kinh doanh thua lỗ thì EPS đạt giá trị âm, ngược lại nếu công ty hoạt động hiệu quả, lợi nhuận sau thuế dương thì EPS đạt giá trị dương. EPS thể hiện 1 đồng vốn cổ phần thường sẽ tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận. Vì vậy, EPS cũng là thước đo cho hiệu quả tài chính của các công ty.

5. Kết quả nghiên cứu

Trước khi đi vào phân tích hồi quy, tác giả tiến hành kiểm định Hausman, tự tương quan, đa cộng tuyến và phương sai sai số thay đổi (Bảng 3). Kết quả Bảng 3 cho thấy hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến trong mô hình nhỏ hơn 2 và hệ số Tolerance đều lớn hơn 0,1 nên các biến trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy nhiên, kết quả kiểm định tự tương quan Wooldridge cho thấy hệ số P-value nhỏ hơn 5% nên trong mô hình có hiện tượng tự tương quan. Hơn nữa, kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi Breusch & Pagan Lagrangian Multiplier cho hệ số P-value nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bảng 3. Kiểm định Hausman, đa cộng tuyến, tự tương quan và phương sai sai số thay đổi

	DA	EPS	SIZE
VIF	1,21	1,02	1,22
Tolerance	0,8298	0,9784	0,8214
Kiểm định Hausman			
Prob>chi2 = 0.1876			
<i>Mô hình Random effects phù hợp trong phân tích hồi quy</i>			
Kiểm định tự tương quan:			
Prob > F = 0.0000			
Kiểm định phương sai sai số thay đổi:			
Prob > chibar2 = 0.0000			

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14

Để khắc phục hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và hiện tượng nội sinh tác giả sử dụng phương pháp dữ liệu bảng động GMM. Kết quả hồi quy các mô hình được trình bày trong bảng 4.

Bảng 4. Kết quả hồi quy

Biến	Mô hình 1 Giá trị công ty trước giai đoạn COVID	Mô hình 2 Giá trị công ty trong giai đoạn COVID	Mô hình 3 Giá trị công ty	Mô hình 3 Cấu trúc vốn tối ưu
Hằng số	- 6596,016 ***	-13699,66 ***	-5350,026 ***	998,9803 ***
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
DA	-546,068***	-742,9193***	-293,1342 ***	-3649,225***
	(0,003)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
DA ²				3867,829***
				(0,000)
EPS	0,0126157	0,0464344**	0,0152756 ***	
	(0,388)	(0,0160)	(0,0029)	
SIZE	628,165***	1252,455 ***	508,8099 ***	
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	
COVID	Nhận giá trị 0	Nhận giá trị 1	-3494,65***	72,51778***
			(0,000)	0,000
DA_COVID			-266,4768 ***	
			(0,000)	
SIZE_COVID			321,872***	
			(0,000)	
EPS_COVID			0,0143056	
			(0,193)	
Số quan sát	2512	2512	5024	5024
Số nhóm	314	314	314	314
Số biến công cụ	28	93	120	120
Arellano-Bond test for AR(1)	Pr > z = 0,178	Pr > z = 0,116	Pr > z = 0,962	Pr > z = 0,974
Arellano-Bond test for	Pr > z = 0,169	Pr > z = 0,191	Pr > z = 0,112	Pr > z = 0,114

Biến	Mô hình 1 Giá trị công ty trước giai đoạn COVID	Mô hình 2 Giá trị công ty trong giai đoạn COVID	Mô hình 3 Giá trị công ty	Mô hình 3 Cấu trúc vốn tối ưu
AR(2) in first differences				
Hansen test	Prob > chi2 = 0,247	Prob > chi2 = 0,582	Prob > chi2 = 0,220	Prob > chi2 = 0,375
P-Value của mô hình	Prob > chi2 = 0,000	Prob > chi2 = 0,000	Prob > chi2 = 0,000	Prob > chi2 = 0,000
“*”; “**”; “***” có ý nghĩa tại mức 10%; 5% và 1%, giá trị trong ngoặc tương ứng với P-value				

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14

Kết quả hồi quy (bảng 4) theo phương pháp GMM cho thấy kiểm định tự tương quan AR1 và AR2 của cả bốn mô hình đều cho giá trị Pvalue lớn hơn mức ý nghĩa 5% nên mô hình không có tự tương quan bậc 1 và bậc 2. Kiểm định Hanset test cho thấy các giá trị P-value đều lớn hơn mức ý nghĩa 5% nên mô hình các biến công cụ có hiệu lực, đồng thời các giá trị Pvalue của mô hình đều nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% nên mô hình có thể sử dụng để giải thích sự thay đổi của giá trị công ty trước và trong thời kỳ COVID-19.

Kết quả hồi quy (bảng 4) đã chứng minh được cơ cấu vốn có tác động tiêu cực đến giá trị công ty trước và trong giai đoạn COVID-19 với hệ số hồi quy đều âm. Tuy nhiên, trong giai đoạn COVID 19, khi công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội tăng sử dụng nợ sẽ làm giá trị công ty giảm nhiều hơn so với trước thời kỳ COVID 19 (bảng 4). Theo kết quả hồi quy trong mô hình 1 và mô hình 2 thì trong thời kỳ COVID-19, khi tỷ số nợ của công ty tăng 1% (0,01 lần) thì giá trị công ty trung bình giảm nhiều hơn trước thời kỳ COVID-19 khoảng 1,968513 tỷ đồng. Trong mô hình 3 khi xét đồng thời đến tác động của biến COVID đến độ dốc của DA bằng phương pháp dịch chuyển cả tung độ gốc và độ dốc cho thấy khi các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong thời kỳ COVID_19 tăng tỷ số nợ 0,01 đơn vị

(1%) thì giá trị công ty giảm trung bình khoảng 37,61 tỷ đồng. Điều này hoàn toàn phù hợp cả về lý thuyết về thực tế. Trong thời kỳ COVID-19, giãn cách xã hội ảnh hưởng không nhỏ đến dòng tiền và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Các công ty giữ nguyên mức độ sử dụng nợ đối mặt với rủi ro kinh doanh nhiều hơn so với các công ty giảm tỷ trọng nợ. Về lý thuyết, các công ty sử dụng đòn bẩy quá cao dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc tài chính và tăng rủi ro tài chính, đặc biệt trong thời kỳ khủng hoảng, rủi ro phá sản của công ty này gia tăng, kỳ vọng của nhà đầu tư đối với cổ phiếu của công ty giảm dẫn đến giá trị công ty có xu hướng sụt giảm.

Mặt khác, kết quả hồi quy (bảng 4) cho thấy, trước giai đoạn COVID-19, EPS không có tác động đến giá trị công ty, tuy nhiên trong giai đoạn COVID- 19 thì EPS có tác động tích cực đến giá trị của công ty. Trong giai đoạn COVID-19, khi EPS tăng 1 đồng/cổ phần thì giá trị công ty trung bình tăng 0,0464344 tỷ đồng. Có thể thấy rằng, trong giai đoạn COVID-19, các nhà đầu tư cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội quan tâm nhiều đến hiệu quả tài chính của các công ty hơn so với trước thời kỳ COVID -19.

Thêm vào đó, trước và trong thời kỳ COVID-19, các công ty có quy mô lớn có giá

trị công ty cao hơn so với các công ty nhỏ song trong thời kỳ COVID-19 thì các công ty lớn được các nhà đầu tư đánh giá cao hơn do đó ảnh hưởng tích cực của quy mô công ty trong thời kỳ COVID -19 đến giá trị công ty cao hơn so với trước thời kỳ COVID-19, cụ thể trong thời kỳ COVID-19 khi quy mô công ty tăng 1% thì giá trị công ty trung bình tăng cao hơn so với thời kỳ trước COVID 19 khoảng 6,24 tỷ đồng (bảng 4).

Cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc vốn tại đó mà giá trị công ty đạt được giá trị lớn nhất. Như vậy, cấu trúc vốn tối ưu trong mô hình 3 đạt được khi và chỉ khi

$$\frac{dEV_{1,t}}{dDA_{i,t}} = -3649,225 + 2 * 3867,829$$
$$* DA_t = 0 \rightarrow DA_t = 47,17\%$$

Như vậy, để đạt được giá trị công ty lớn nhất, các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch Hà Nội trong giai đoạn quý I/2018 đến quý IV/2021 duy trì tỷ lệ nợ trung bình khoảng 47,17%.

6. Kết luận và thảo luận

Trên cơ sở mẫu nghiên cứu là 314 công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giao đoạn quý I/2018 đến quý IV/2021, nghiên cứu đã chứng minh được dịch COVID-19 có ảnh hưởng khác biệt đến tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Trong thời kỳ COVID-19, việc tăng sử dụng nợ sẽ làm giảm giá trị công ty trung bình nhiều hơn so với trước thời kỳ COVID-19. Hơn nữa, trong thời kỳ COVID-19 ảnh hưởng của hiệu quả tài chính cũng như quy mô công ty đến giá trị công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội mạnh hơn trước thời kỳ COVID-19. Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các công ty nên duy trì tỷ lệ nợ trung bình là 47,17% để đạt được sự tối đa hoá giá trị công ty. Từ kết quả nghiên cứu trên, một số gợi ý về quản trị CTCP niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội như sau: Trong thời kỳ COVID-19 nói riêng và trong giai đoạn có các cú sốc khủng hoảng, các công ty nên

duy trì tỷ lệ nợ thấp để giảm các rủi ro về kinh doanh, giảm áp lực tài chính và gia tăng giá trị công ty. Một số phương pháp thay đổi cấu trúc vốn có thể cân nhắc trong giai đoạn này là sử dụng lợi nhuận để lại để tái đầu tư, phát hành thêm cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi thay thế cho các nguồn vốn vay nhằm đảm bảo an toàn tài chính. Các công ty cổ phần niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội cũng nên cân nhắc tỷ lệ nợ để đạt được mục tiêu tối đa hoá giá trị công ty trong từng thời kỳ. Ngoài ra, nghiên cứu cũng đưa ra một số gợi ý đối với nhà đầu tư: Trong thời kỳ COVID-19, những thông tin hữu ích cần quan tâm khi cân nhắc đầu tư cổ phiếu của công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội là tỷ lệ nợ, hiệu quả tài chính và quy mô công ty. Các nhà đầu tư nên lựa chọn các công ty niêm yết có sự linh hoạt trong thay đổi cấu trúc vốn (giảm sử dụng nợ), các công ty có EPS dương và các công ty có quy mô lớn. Với các công ty có mức độ an toàn tài chính cao và dòng tiền ổn định để chi trả các khoản vay, hiệu quả tài chính ổn định nên giá trị công ty được duy trì. Tuy đạt được một số kết quả nhất định song nghiên cứu còn một số hạn chế như chưa đề cập đặc trưng ngành nghề, dữ liệu nghiên cứu chưa sử dụng của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính trong thời kỳ COVID-19. Các hạn chế này gợi ý cho hướng nghiên cứu tiếp theo.

Tài liệu tham khảo

- [1] Akintoye, I. R. (2008), Efficient Market Hypothesis and Behavioural Finance: A Review of Literature, *European Journal of Social Sciences*, 7(2), 7 – 17
- [2] Arzac E. (2005), *Valuation For Mergers, Buyouts, and Restructuring*, John Wiley & Sons.
- [3] Baker M. & Wurgler J. (2002), Market timing and capital structure, *Journal of Finance*, 57, 1-32.
- [4] Chu Thị Thu Thuỷ (2019), *Cấu trúc vốn và giá cổ phiếu: Nghiên cứu điển hình các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường*

- chứng khoán Việt Nam, Tạp chí kinh tế phát triển 270, 10-19.
- [5] Chu Thị Thu Thủy (2019), Lý thuyết thời điểm thị trường: nghiên cứu điển hình các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Nghiên cứu kinh tế 500 (1), 76-85.
- [6] De Angelo H. & Masulis R. W. (1980), Optimal capital structure under corporate and personal taxation, Journal of financial economics, 8(1), 3-29.
- [7] Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến (2014), Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của DN niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Tp. HCM (HOSE), Tạp Chí Phát triển & Hội nhập, số 18 (28).
- [8] Ebaid, I. E. (2009), The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt', The Journal of Risk Finance, 10(5), 477 – 487
- [9] Giner, B. & Reverte, C. (2001), Valuation implications of capital structure: a contextual approach, European Accounting Review, 10(2), 291-314
- [10] Harris, M. & Raviv, A. (1991), The theory of capital structure, The Journal of Finance, 46(1), 297-356
- [11] Haque S.M (2021), The COVID-19 Impact on Corporate Leverage and Financial Fragility, International Monetary Fund, Vol 2021 (265).
- [12] Hovakimian, A., Opler T & Titman S (2001), The debt-equity choice, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36(1), 1-24.
- [13] Islam, Md & Khan, Tahsan & Choudhury, Tonmoy & Adnan, Ashique & Lecturer, Senior. (2014), How Earning Per Share (EPS) Affects on Share Price and Firm Value. European Journal of Business and Management, Vol 6 (17), 97-108.
- [14] Kayhan A& Titman S (2007), Firms' histories and their capital structures, Journal of Financial Economics, 2007, vol. 83 (1), 1-32.
- [15] Kraus & Litzenberger (1973), A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, The Journal of Finance, Vol 28 (4), 911-922.
- [16] Lê Đạt Chí (2013), Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam, Tạp Chí Phát triển & Hội nhập, số 9 (19).
- [17] Lucas & McDonald (1990), Equity Issues and Stock Price Dynamics, The Journal of Finance, Vol 45(4), 1019-1043.
- [18] Mayer, C. & Sussman, O. (2005), 'A new test of capital structure', the AFA 2005 Philadelphia Meetings, <http://ssrn.com/abstract=643388>
- [19] Miglo A, (2010), The Pecking Order, Trade-Off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure: A Review, SSRN Electronic Journal, Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1629304>.
- [20] Modigliani & Miller (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Vol 48 (3), 261-297.
- [21] Myers, S.C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics, 5, 147-175.
- [22] Myers, S.C. (2001), Capital Structure, The Journal of Economic Perspectives, 15, 81-102
- [23] Korajczyk R.A, Lucas D.J & McDonald R.L (1992), The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues, Review of Financial Studies, Vol 4(4), 685-708.
- [24] Rajan R. & Zingales L. (1995), What do we know about capital structure: Some evidence from international data, Journal of Finance, 50, 1421-1460.
- [25] Rajan R. & Servaes H. (1997), Analyst Following of Initial Public Offerings, The Journal of Finance, 52(2), 507-529.
- [26] Rouwenhost, K.G (1999), Local return factors and turnover in Emerging Stock Markets, The Journal of Finance, 44 (4), 1439 – 1465
- [27] Tiltman, S. & Wessels, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', Journal of Finance, 43, 1-19
- [28] Wald, J. K. (1999), How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. Journal of Financial Research 22(Summer), 161-187

[29] Welch, I. (2004), Capital structure and stock returns, Journal of Political Economy, 112, 106–131