

# NGHIÊN CỨU SỰ ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TỚI HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

RESEARCH ON THE EFFECT OF FINANCIAL STRUCTURE ON BUSINESS EFFICIENCY OF VIETNAM STOCK MARKET LISTED COMPANIES

Nguyễn Thị Nguyệt Dung<sup>1,\*</sup>, Bùi Thị Thu Loan<sup>1</sup>

DOI: <https://doi.org/10.57001/huih5804.2023.157>

## TÓM TẮT

Nghiên cứu này nhằm mục tiêu đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả tiến hành phân tích định lượng thông qua mô hình GMM hai bước dựa trên bộ dữ liệu chéo và số liệu theo chuỗi thời gian được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 481 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2012-2020. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng: (i) cấu trúc tài chính thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ (TD) có ảnh hưởng tích cực tới ROA và có mối quan hệ phi tuyến (chữ U) với ROE; (ii) Cấu trúc tài chính thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD) có ảnh hưởng tích cực tới cả ROA và ROE. Dựa trên kết quả nghiên cứu, bài báo đã đề xuất một số hàm ý trong việc nâng cao hiệu quả kinh doanh dưới góc độ sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Từ khóa:** Cấu trúc tài chính, hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp niêm yết, GMM.

## ABSTRACT

The basic objective of this research is assessing the impact of the financial structure on the business efficiency of Vietnam stock market listed companies. To accomplish the research objectives, the authors conducted a quantitative analysis through the GMM models, based on the 2-component data set with cross data and time series data which was collected from financial statements and annual reports of 418 non-financial companies listed in the period of 2012 to 2020. The results show that: (i) The financial structure by the debt ratio (TD) has a positive influence on ROA and has a nonlinear relationship (U-shaped) with ROE; (ii) The financial structure by the short-term debt ratio (STD) has a positive influence on both ROA and ROE. Based on the research results, the article has proposed some implications for improving business efficiency from the perspective of the influence of financial structure of listed companies on the stock market in Vietnam.

**Keywords:** Financial structure, on business efficiency, listed company, GMM.

<sup>1</sup>Khoa Quản lý kinh doanh, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

\*Email: dungntn@hau.edu.vn

Ngày nhận bài: 26/02/2023

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 25/4/2023

Ngày chấp nhận đăng: 25/8/2023

## 1. GIỚI THIỆU

Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp luôn là đối tượng nhận được sự quan tâm từ các nhà nghiên cứu và nhà thực hành chính sách bởi hiệu quả kinh doanh là cơ sở để doanh nghiệp tích lũy vốn để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh cũng như năng lực ứng phó với các cú sốc ngoại sinh từ thị trường. Vấn đề này thực sự có ý nghĩa đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. Các doanh nghiệp niêm yết thường xuyên bị đối mặt với các cú sốc kinh tế. Do đó, đã có khá nhiều nhà khoa học nghiên cứu hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp này. Trong việc nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, các quyết định về cấu trúc tài chính được coi là ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp [1-5]. Tuy nhiên, các công trình khoa học trên chưa có sự đồng thuận về chiều hướng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, ngoài ra, các nghiên cứu về chủ đề này mới chỉ dừng lại ở việc vận dụng hàm tuyến tính và do vậy chưa thể hiện đầy đủ bản chất mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả kinh doanh. Vì vậy, bài viết này được thực hiện nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về hiệu quả kinh doanh dưới góc độ sự ảnh hưởng phi tuyến của cấu trúc tài chính trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Khác với một số công trình nghiên cứu trước đây về ảnh hưởng tuyến tính của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, bài viết này tiếp cận ảnh hưởng phi tuyến của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh theo cách tiếp cận của lý thuyết đánh đổi cũng như mô hình nghiên cứu thực nghiệm của Margairitis & Psillaki [2]. Ngoài ra, nhóm tác giả sử dụng mô hình GMM trong phân tích hồi quy dựa trên cân nhắc về hiện tượng nội sinh và xử lý dữ liệu.

Các phần tiếp theo của nghiên cứu bao gồm (i) Tổng quan nghiên cứu; (ii) các giả thuyết nghiên cứu; (iii) mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu; (iv) Kết quả nghiên cứu thực nghiệm; (iv) Kết luận và khuyến nghị.

## 2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

### • Các nghiên cứu lý thuyết

Lý thuyết tín hiệu cho rằng, việc doanh nghiệp sử dụng cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ cao cho phép thị trường diễn giải các thông tin về chiến lược của doanh nghiệp, cũng như hiệu quả kinh doanh của các dự án. Các thông tin này được phản ánh vào giá trị của doanh nghiệp theo hướng tích cực. Bởi lẽ, theo tính kỷ luật của nợ, việc sử dụng nợ buộc doanh nghiệp phải tuân thủ các quy ước nghiêm ngặt từ phía người cho vay, làm giảm bớt sự tùy tiện trong quản lý, hướng các nhà quản lý hoạt động vì lợi ích nói chung hơn là sự tập trung vào các đặc quyền cá nhân, từ đó làm gia tăng hiệu quả kinh doanh [6].

Lý thuyết cấu trúc vốn M&M cho rằng, trong thị trường có sự hiện diện của thuế, việc sử dụng nợ sẽ giúp doanh nghiệp được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Do đó, việc sử dụng nợ cũng tạo ra ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần của doanh nghiệp có quan hệ thuận chiều với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu mà không phụ thuộc vào việc doanh nghiệp có chịu thuế hay không chịu thuế. Đây là nguyên nhân khiến các doanh nghiệp sử dụng nhiều vốn vay hơn để tăng hiệu quả vốn cổ phần [7].

Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng khi doanh nghiệp sử dụng cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ cao, một mặt làm hạn chế dòng tiền tự do, mặt khác làm gia tăng sự lo ngại về rủi ro mất khả năng thanh toán. Kết quả là, các doanh nghiệp có thể sẽ từ bỏ các dự án có khả năng sinh lời cao nhưng tiềm ẩn nhiều rủi ro. Bên cạnh đó, khi tỷ lệ nợ ở mức cao, các chủ nợ được xem là rủi ro hơn các cổ đông, họ có thể sẽ yêu cầu nhà quản lý phải từ bỏ dự án tiềm ẩn rủi ro [8]. Ngoài ra, trong nghiên cứu của mình, Reid cho rằng, các doanh nghiệp đáp ứng nhu cầu tài chính của họ theo thứ tự ưu tiên, cụ thể, ưu tiên đầu tiên là nguồn tài trợ có sẵn trong doanh nghiệp thông qua phần lợi nhuận giữ lại, tiếp đến là các khoản nợ và cuối cùng là vốn cổ phần. Bởi, việc sử dụng nguồn vốn nội bộ sẽ giúp doanh nghiệp tránh được các khoản chi phí gián tiếp, đồng thời, giảm thiểu nguy cơ rủi ro tài chính [9].

Lý thuyết đánh đổi tĩnh cho rằng đòn bẩy tài chính tối ưu phản ánh một sự đánh đổi lợi ích về thuế của nợ vay và chi phí kiệt quệ tài chính. Cụ thể, khi doanh nghiệp càng có nhiều lợi ích từ lá chắn thuế thì chi phí kiệt quệ tài chính càng gia tăng, khiến doanh nghiệp có thể phải đối mặt với tình trạng khó có thể đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính đúng hạn. Vì vậy, bên cấp vốn sẽ yêu cầu một tỷ lệ lợi nhuận cao để bù đắp các rủi ro có thể xảy ra, và như vậy sẽ làm gia tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Khi đó, cấu trúc tài chính được xem là tối ưu khi gia tăng lượng vay tới ngưỡng mà lợi ích cận biên của lá chắn thuế cân bằng với chi phí kiệt quệ tài chính cận biên [10].

Lý thuyết đánh đổi động cho rằng, có sự hiện diện của chi phí vốn hóa cổ phần trong lựa chọn mô hình của cơ cấu vốn tối ưu động. Điều này cho thấy rằng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp trên thực tế không phải luôn trùng khớp

cấu trúc tài chính tối ưu. Nói cách khác, doanh nghiệp xác định một biên độ dao động cho tỷ số nợ. Trong mô hình của cấu trúc tài chính tối ưu động, quyết định tài trợ phụ thuộc cụ thể vào tài trợ cận biên mà doanh nghiệp dự đoán trong giai đoạn tới. Dần dần, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp sẽ tiệm cận cấu trúc tài chính tối ưu [11].

Lý thuyết người đại diện cho rằng, mâu thuẫn lợi ích luôn tiềm ẩn giữa các bên liên quan, trong đó có mâu thuẫn giữa chủ nợ và chủ sở hữu doanh nghiệp. Nếu khoản đầu tư từ nợ tạo ra lợi nhuận lớn thì chủ sở hữu đạt được hầu hết lợi ích từ khoản đầu tư. Tuy nhiên, nếu khoản đầu tư này thất bại, các chủ nợ sẽ phải tham gia gánh chịu hậu quả. Để làm nhẹ mâu thuẫn này, các chủ nợ sẽ cung cấp ít nợ hơn so với nhu cầu của doanh nghiệp. Hệ quả này được xem như vấn đề chi phí người đại diện của việc huy động nợ. Đối với vấn đề này, Jensen và Meckling lập luận rằng, một cấu trúc tối ưu có thể đạt được bằng việc đánh đổi chi phí người đại diện của nợ để lấy lợi ích của nợ do đó, hàm ý rằng những doanh nghiệp có ít cơ hội tăng trưởng, tăng trưởng chậm hoặc thậm chí tăng trưởng âm sẽ có nhiều nợ vay hơn [10].

### • Các nghiên cứu thực nghiệm

- Nghiên cứu về hiệu quả kinh doanh, Venkatraman và Vasudevan cho rằng, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là việc sử dụng kết hợp các nguồn lực để thực hiện các mục tiêu kinh tế của doanh nghiệp [12]. Hay, hiệu quả kinh doanh là hiệu quả sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp, thể hiện thông qua mối quan hệ giữa doanh thu và chi phí sử dụng các nguồn lực đầu vào [13].

Để đánh giá hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp, việc sử dụng các chỉ tiêu tài chính là hết sức cần thiết và quan trọng [14]. Cụ thể, một số nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu lợi nhuận trên doanh thu - ROS, tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư - ROI [14], hay chỉ tiêu Tobin's Q [15-17]. Tuy nhiên, chỉ tiêu tỷ suất sinh lời tổng tài sản - ROA và tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu - ROE, là hai chỉ tiêu được sử dụng phổ biến hơn cả [13, 17]. Bởi lẽ, chỉ tiêu ROA là thước đo khá chính xác khi muốn đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. ROA không chỉ là chỉ tiêu đo lường tốt nhất hiệu quả của toàn bộ tài sản được đầu tư trong kỳ mà còn thể hiện khả năng sinh lời của chủ sở hữu cũng như chủ nợ của doanh nghiệp. Do đó, ROA có vai trò quan trọng đối với cả người sở hữu và người điều hành doanh nghiệp. Chỉ tiêu ROE phản ánh mỗi đồng vốn mà các chủ sở hữu đầu tư thu được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Do vậy, ngoài chỉ tiêu ROA, chỉ tiêu ROE cũng được coi là chỉ tiêu quan trọng trong việc đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, bởi mục tiêu quan trọng nhất của tổ chức kinh tế chính là tối đa hóa lợi ích cho các chủ sở hữu.

- Về cấu trúc tài chính, đã có rất nhiều nhà khoa học nghiên cứu khi xem xét tình hình tài chính doanh nghiệp và các kết quả nghiên cứu đã có sự đồng thuận ở mức độ nhất định. Cụ thể, cấu trúc tài chính được xem là sự tương tác giữa khả năng sẵn sàng cung cấp tài chính từ các tổ chức tài trợ bên ngoài với sự ưu tiên sử dụng hình thức huy động vốn bên trong doanh nghiệp [18], hay cấu trúc tài chính là sự kết

hợp của nợ và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các loại tài sản của mình [19]. Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc tài chính kiểm tra các quyết định tài chính xoay quanh các quyết định liên quan đến nợ và vốn chủ sở hữu. Vì vậy, trong phạm vi nghiên cứu của bài báo, cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp được tập trung vào tỷ lệ nợ. Đây cũng là chỉ tiêu được sử dụng trong hầu hết các thang đo cấu trúc tài chính [18, 21-23].

Khi nghiên cứu cấu trúc tài chính, thì khía cạnh kỳ hạn nợ cũng được coi là một chỉ báo hết sức quan trọng phản ánh quyết định tài chính trong việc lựa chọn nguồn vốn. Trong một số nghiên cứu thực nghiệm, tỷ lệ nợ ngắn hạn cũng được coi là thang đo tốt khi đo lường cấu trúc tài chính [3, 23-25].

- Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh cũng đã nhận được khá nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu.

Theo cách tiếp cận của lý thuyết người đại diện, lý thuyết tín hiệu và lý thuyết cấu trúc vốn, nghiên cứu thực nghiệm của Salim và Yadav đã chỉ ra ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh là ảnh hưởng tích cực. Khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay với mức độ cao sẽ làm gia tăng hiệu quả của tài sản bởi tính kỷ luật của nợ, từ đó làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Đồng thời, doanh nghiệp có những lợi ích từ lá chắn thuế [1].

Ngược lại với quan điểm trên, theo cách tiếp cận của lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu thực nghiệm tại các nền kinh tế phát triển và nền kinh tế mới nổi, các nhà khoa học đã chỉ ra, cấu trúc tài chính với tỷ lệ cao không mang lại hiệu quả kinh doanh cho doanh nghiệp cao do các dự án đã bị từ bỏ [3-5]. Hay nói cách khác, cấu trúc tài chính có ảnh hưởng tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh.

Quá trình tổng quan các công trình nghiên cứu lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, cấu trúc tài chính có ảnh hưởng đáng kể hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các công trình trước đây đều chủ yếu vận dụng hàm tuyến tính để nghiên cứu sự ảnh hưởng này, do vậy chưa phản ánh đúng bản chất của mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh. Bởi lẽ, trong thực tế, nhiều doanh nghiệp lớn và thành công sử dụng mức nợ vay ít nhưng hiệu quả kinh doanh tốt, giá trị doanh nghiệp vẫn tăng cao hay ngược lại. Hơn nữa, theo Myers có một lý do lớn khiến các doanh nghiệp không thể tài trợ hoàn toàn bằng nợ vay là vì, mặc dù những lợi ích của là chắn thuế, thì việc tài trợ bằng nợ vay cũng phát sinh nhiều chi phí phá sản hay chi phí kiệt quệ tài chính [8], do vậy cần có sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí. Kết quả là ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh là ảnh hưởng phi tuyến.

Cơ sở lý thuyết quan trọng nhất ủng hộ mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là lý thuyết đánh đổi. Những tranh luận về mối quan hệ đa hướng giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh đã dẫn đến sự ra đời của lý thuyết đánh đổi. Lý thuyết này cho rằng cấu trúc tài chính tối ưu phản ánh sự

đánh đổi giữa lợi ích của lá chắn thuế với chi phí phá sản. Cụ thể, một doanh nghiệp sẽ thiết lập tỷ lệ nợ mục tiêu bằng cách cân bằng lợi ích từ là chắn thuế với chi phí phá sản trên mọi giá trị của doanh nghiệp và dần dần điều chỉnh về mục tiêu đó. Nhiệm vụ của nhà quản trị tài chính là phải biết lựa chọn chi phí cơ hội khi đánh đổi giữa chi phí và lợi ích để đạt được cấu trúc tài chính tối ưu. Vận dụng lý thuyết này, Margairitis và Psillaki đã chỉ ra tác động phi tuyến của cấu trúc tài chính lên hiệu quả kinh doanh thông qua khả năng sinh lời [2].

Hơn nữa, các công trình nghiên cứu mới chỉ tập trung vào tỷ lệ nợ và chưa xem xét tới tính kỳ hạn của nợ. Việc xem xét mô hình chỉ có 1 biến có thể dẫn tới hiện tượng thiếu biến, làm sai lệch kết quả hồi quy. Hơn nữa, khi xác định tỷ lệ nợ, có thể thấy tỷ lệ nợ được xác định bằng tổng của tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ dài hạn, nên việc đưa cả tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ dài hạn vào mô hình nghiên cứu sẽ làm sai lệch kết quả.

### 3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở vận dụng lý thuyết đánh đổi và nghiên cứu thực nghiệm của Margairitis và Psillaki [2], nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính lên hiệu quả kinh doanh. Hơn nữa, tác giả nhận thấy tồn tại vấn đề nội sinh trong mô hình nghiên cứu. Cụ thể, tỷ lệ nợ ngắn hạn là 1 thành phần của tỷ lệ nợ, nên xuất hiện sự tương quan giữa 2 biến độc lập trong mô hình nghiên cứu. Chính vì vậy, phương pháp GMM đã được lựa chọn để hồi quy dữ liệu nghiên cứu vì tính ưu việt của mô hình này trong việc giải quyết vấn đề nội sinh, đảm bảo kết quả nghiên cứu là đáng tin cậy. Mô hình nghiên cứu cụ thể như sau:

##### Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 TD_{it} + \alpha_3 TD_{it}^2 + \alpha_4 STD_{it} + \alpha_5 STD_{it}^2 + \alpha_6 Size_{it} + \alpha_7 Age_{it} + \alpha_8 GR_{it} + \epsilon_{it}$$

##### Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 TD_{it} + \beta_3 TD_{it}^2 + \beta_4 STD_{it} + \beta_5 STD_{it}^2 + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 GR_{it} + \epsilon_{it}$$

Ngoài các biến độc lập như đã luận giải ở trên, tác giả đưa vào mô hình biến trễ  $ROA_{it-1}$  (mô hình 1) và biến trễ  $ROE_{it-1}$  (mô hình 2) để nghiên cứu ảnh hưởng của hiệu quả kinh doanh kỳ liền trước tới kỳ hiện tại.

Thang đo các biến trong mô hình được trình bày trong bảng 1.

Bảng 1. Tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Mô tả	Đo lường	Giải thuyết nghiên cứu
<i>Biến phụ thuộc</i>			
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$	

ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$	
<i>Biến độc lập</i>			
TD	Tỷ lệ nợ	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$	Ảnh hưởng phi tuyến
STD	Tỷ lệ nợ ngắn hạn	$\frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$	Ảnh hưởng phi tuyến
<i>Biến kiểm soát</i>			
Size	Quy mô doanh nghiệp	$\text{Logarit}(\text{tổng tài sản})$	
Age	Tuổi niêm yết	$\ln(\text{Năm nghiên cứu} - \text{Năm niêm yết})$	
GR	Tăng trưởng của doanh nghiệp	$\frac{\text{Doanh thu năm nay} - \text{Doanh thu năm trước}}{\text{Doanh thu năm trước}}$	

(Nguồn: Tổng hợp của tác giả)

**3.2. Phương pháp nghiên cứu**

Để tiến hành phân tích định lượng, tác giả sử dụng phần mềm STATA trong phân tích dữ liệu bảng với mô hình moment tổng quát 2 bước để xử lý hiện tượng nội sinh của mô hình. Hơn nữa, S-GMM cũng giúp các tác giả xác định được các hệ số ước lượng vững, phân phối chuẩn.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 769 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong thời gian 14 năm (2007-2020), các dữ liệu nghiên cứu được cung cấp bởi FiinGroup. Để đảm bảo tính cân bằng của dữ liệu bảng, những doanh nghiệp không đáp ứng yêu cầu do khuyết thiếu thông tin có thể làm ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu sẽ bị loại bỏ. Cuối cùng, tác giả đã lựa chọn mẫu gồm 481 doanh nghiệp niêm yết trong thời gian 9 năm nghiên cứu (2012-2020), tương ứng với 4.329 quan sát.

Các doanh nghiệp phù hợp với tiêu chí chọn mẫu và được phân nhóm theo các ngành nghề kinh doanh theo tiêu chuẩn ICB cấp 1 và được phân bố theo 08 nhóm ngành như được trình bày tại bảng 2.

Bảng 2. Cơ cấu mẫu nghiên cứu theo ngành

Mã ngành	Tên ngành	Số doanh nghiệp	Tỷ lệ (%)
1	Công nghệ thông tin	25	5,21
2	Công nghiệp	197	41,04
3	Dầu khí	4	0,83

4	Dịch vụ tiêu dùng	44	9,17
5	Được phẩm và y tế	24	5,00
6	Hàng tiêu dùng	71	14,79
7	Nguyên vật liệu	77	16,04
8	Tiền ích cộng đồng	39	8,13
	<b>Tổng số</b>	<b>481</b>	<b>100,00</b>

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

**4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM**

**4.1. Thống kê mô tả**

Thống kê mô tả trong bảng 3 cho thấy, giá trị của mỗi biến trong mô hình dao động khá lớn. Với biến độc lập TD, khoảng cách từ 0,0032 đến 0,9706, giá trị trung bình là 0,4865, nghĩa là trong 481 doanh nghiệp trong 9 năm được nghiên cứu, cấu trúc tài chính thông qua tỷ lệ nợ trung bình là 48,65%. Biến độc lập STD, khoảng cách rất lớn, từ 0,0029 đến 0,8327, giá trị trung bình của STD là 0,4201. Với biến phụ thuộc ROA, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -0,6455 đến 0,4792, giá trị trung bình là 0,0639. Với biến phụ thuộc ROE, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -3,6740 đến 0,9539, giá trị trung bình là 0,1038.

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Variable	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
ROA	-0,6455	0,4792	0,0639	0,0711
ROE	-3,6740	0,9539	0,1038	0,1769
TD	0,0032	0,9706	0,4865	0,2140
STD	0,0029	0,8327	0,4201	0,2057
Size	23,3303	33,2978	27,1098	1,5259
Age	9	21	11,0431	2,5265
GR	-0,9322	127,4579	0,1762	2,5271

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

**4.2. Kết quả kiểm định ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh**

Kết quả hồi quy mô hình GMM hai bước cho thấy:

Chỉ số Hansen test có Prob > chi2 là 0,125 (mô hình 1), và 0,097 (mô hình 2), đều > 0,05, nghĩa là mô hình đã khắc phục được hiện tượng nội sinh.

Kết quả kiểm định Arellano-Bond test với kết quả chỉ số AR(2) = 0,177 (mô hình 1) và 0,206 (mô hình 2), đều > 0,05, nghĩa là mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho kết quả: hệ số phóng đại phương sai của các biến đều VIF < 3, các hệ số tương quan cặp đều < 0,8, nghĩa là các biến trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Như vậy kết quả hồi quy mô hình 1 và mô hình 2 là hoàn toàn đáng tin cậy do đã khắc phục được các khiếm khuyết của mô hình. Các kết quả ước lượng được trình bày tại bảng 4.

Bảng 4. Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh

Biến	Mô hình 1 (ROA)		Mô hình 2 (ROE)	
	Hệ số $\alpha$	Độ lệch chuẩn	Hệ số $\beta$	Độ lệch chuẩn
ROA <sub>t-1</sub>	0,0288**	0,0121		
ROE <sub>t-1</sub>			0,0265**	0,0049
TD	0,1510**	0,0421	-0,1848***	0,0192
TD <sup>2</sup>	0,0032	0,0026	0,2038*	0,0751
STD	0,0675***	0,0083	0,0342***	0,0068
STD <sup>2</sup>	0,0046	0,0032	0,1209	0,0651
Size	-0,0512**	0,0111	-0,0513***	0,0219
GR	0,0161*	0,0202	0,0346**	0,0083
Age	0,0177**	0,0312	0,0136**	0,0037
Hàng số	-0,7387	0,0388	0,0677	0,0229
Số quan sát		4,329		4,329
Số nhóm		481		481
AR(2) test (Prob > z)		0,177		0,206
Hansen test (Prob > chi2)		0,125		0,097

\*\*\*, \*\*, \* thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

- Ảnh hưởng thuận chiều của biến trễ tới hiệu quả kinh doanh là khá nhỏ, hệ số tương quan tương ứng là 0,0288 với mức ý nghĩa 5% (mô hình 1) và 0,0265 với mức ý nghĩa 5% (mô hình 2). Kết quả này cho thấy, hiệu quả kinh doanh kỳ trước có ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh kỳ này, tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng là không lớn. Ngoài ra, kết quả này còn hàm ý rằng, tốc độ điều chỉnh hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian nghiên cứu là khá thấp, khiến ảnh hưởng riêng phần của hiệu quả kinh doanh kỳ trước tới kỳ này khá nhỏ.

- Ảnh hưởng của tỷ lệ nợ (TD) tới hiệu quả kinh doanh thông qua ROA không có ý nghĩa thống kê ở dạng phi tuyến, bởi hệ số  $\alpha_3$  không có ý nghĩa thống kê. Hệ số  $\alpha_2 = 0,1510$  (mức ý nghĩa 5%) cho thấy tỷ số nợ (TD) ảnh hưởng tuyến tính thuận chiều tới ROA. Kết quả này ủng hộ quan điểm về ảnh hưởng tích cực của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh theo lý thuyết người đại diện, đó là, khi doanh nghiệp sử dụng nợ với tỷ lệ cao, doanh nghiệp buộc phải tuân thủ các ràng buộc và các quy định nghiêm ngặt từ các chủ nợ, khiến các nhà quản lý tập trung cho lợi ích chung của doanh nghiệp, và kết quả là làm gia tăng hiệu quả kinh doanh. Đồng thời, việc sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được thuế thu nhập doanh nghiệp, làm gia tăng lợi nhuận sau thuế, và từ đó gia tăng hiệu quả kinh doanh. Như vậy, kết quả nghiên cứu tại 481 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã ủng hộ lý thuyết tín hiệu của Spence [6] và lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller [7]. Đồng thời, kết quả nghiên cứu đã cho thấy sự đồng thuận với kết quả nghiên cứu của các nhà

khoa học như [1, 2]... khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả kinh doanh.

- Ảnh hưởng của tỷ lệ nợ lên hiệu quả kinh doanh thông qua chỉ tiêu ROE có ý nghĩa thống kê ở dạng phi tuyến, hệ số  $\beta_2 = -0,848$  (với mức ý nghĩa 1%) và hệ số  $\beta_3 = 0,2038$  (với mức ý nghĩa 10%). Hay nói cách khác, sự ảnh hưởng này tuân theo dạng parabol (chữ U) và điểm cực tiểu nằm bên phải trục tung với giá trị hoành độ của cực tiểu là dương 0,4460 (44,6%). Điều đó có nghĩa là khi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp ở mức dưới 44,6%, sẽ có ảnh hưởng ngược chiều tới ROE, và khi mức nợ của doanh nghiệp đạt trên 44,6%, mức nợ càng cao, càng có tác dụng khuếch đại ROE. Kết quả này phù hợp kết quả nghiên cứu của Margairitis & Psillaki (2010).

- Ảnh hưởng của tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD) tới hiệu quả kinh doanh thông qua ROA và ROE không có ý nghĩa thống kê ở dạng phi tuyến, bởi hệ số  $\alpha_5$  và  $\beta_5$  không có ý nghĩa thống kê. Kết quả cho thấy, tỷ lệ nợ ngắn hạn tới có ảnh hưởng thuận chiều tới ROA và ROE với hệ số hồi quy lần lượt là 0,0675 và 0,0342 (cùng với mức ý nghĩa 1%). Kết quả nghiên cứu đã cho thấy sự đồng thuận với kết quả nghiên cứu [3, 23-25].

Đối với các biến kiểm soát, kết quả nghiên cứu cho thấy sự phù hợp với các kết quả nghiên cứu trước đó như [2, 3], cụ thể như sau:

- Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tiêu cực tới ROA và ROE, điều này thể hiện hiệu quả kinh doanh giảm theo quy mô, hay nói cách khác, các doanh nghiệp niêm yết có quy mô nhỏ hoạt động hiệu quả hơn các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn trong 481 doanh nghiệp được nghiên cứu.

- Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp (thông qua tốc độ tăng trưởng của doanh thu) có ảnh hưởng tích cực tới ROA và ROE, kết quả này có ý nghĩa thống kê do tốc độ tăng trưởng của doanh thu cao thể hiện doanh nghiệp đang mở rộng thị trường, tạo cơ hội cho việc tạo ra lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp.

- Tuổi niêm yết của doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực tới ROA và ROE, có thể thấy, tuổi niêm yết thể hiện sự trưởng thành của doanh nghiệp, một số doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu hơn, năng lực kiểm soát chi phí tốt hơn, và trong các trường hợp mở rộng thị trường, tốc độ tăng của chi phí thường thấp hơn tốc độ tăng của doanh thu, nên tạo ra giá trị cao hơn.

## 5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp nghiên cứu định lượng với dữ liệu bảng được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 481 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2012-2020, nghiên cứu đã cho thấy tỷ lệ nợ có mối quan hệ tuyến tính thuận chiều với ROA, có mối quan hệ phi tuyến (chữ U) với ROE, điểm cực tiểu nằm bên phải trục tung với giá trị đỉnh là dương tại 0,4460; ảnh hưởng của tỷ lệ nợ ngắn hạn tới ROA và ROE là ảnh hưởng thuận chiều. Các phát hiện từ nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp có cơ

sở để đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh. Trong đó nhấn mạnh việc gia tăng nợ sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Với các kết quả đạt được, nghiên cứu đã góp phần làm phong phú hơn các tài liệu hiện có về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên, cách tiếp cận của chúng tôi mới chủ yếu tập trung vào nghiên cứu các yếu tố nội tại của doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu trong tương lai cần được mở rộng với việc kiểm tra bổ sung các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát hay khủng hoảng kinh tế trong mô hình phân tích.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Salim M., Yadav R., 2012. *Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies*. Procedia - Social and Behavioral Sciences, 65, p. 156-166.
- [2]. Margaritis D., Psillaki M., 2010. *Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance*. Journal of Banking & Finance, 34, p. 621-632.
- [3]. Abor J., 2007. *Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms*. Corporate Governance, 7(1), p. 83-92.
- [4]. Ahmed S. N., Wang Z., 2012. *Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan*. Corporate Governance, 12(5), p. 629-641.
- [5]. Vithessonthi C., Tongurai J., 2015. *The Effect of Leverage on Performance: Domestically - Oriented vs. Internationally - Oriented Firms*. Research in International Business and Finance, 34.
- [6]. Spence M., 2002. *Signaling in retrospect and the informational structure of markets*. American Economic Review, 92, p. 434-459.
- [7]. Modigliani F., Miller M. H., 1958. *The cost of capital, Coporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review, 48(3), p. 261-297
- [8]. Myers S. C., 1984. *The Capital Structure Puzzle*. The Journal of Finance, 39(3), p. 574-592.
- [9]. Reid G. C., 2003. *Trajectories of Small Business Financial Structure*. Small Business Economics, 20(4), p. 273-285.
- [10]. Jensen M. C., Mecking W. H., 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3(4), p. 305-360.
- [11]. Fischer E.O, Heinkel R., Zechner J., 1989. *Dynamic capital structure choice: Theory and tests*. The Journal of Finance, 44, p. 19-41.
- [12]. Venkatraman N., Vasudevan R., 1986. *Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches*. Academy of Management Review, 11(4), p. 801-814.
- [13]. Berger A.N., R. DeYoung, 1997. *Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks*. Journal of Banking and Finance, 21, p. 849-870
- [14]. Le T., Chizema A., 2011. *State ownership and firm performance: Evidence from Chinese listed firms*. Organizations & Markets in Emerging Economies, 2(2), p. 72-90.
- [15]. Chen Z., Cheung Y., Stourautis A., Wong A., 2005. *Ownership concentration, firm performance and dividend policy in Hong Kong*. Pacific-Basin Finance Journal, 13(4), p. 431-449.
- [16]. Hu Y., Izumida S., 2008. *Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data*. Corporate Governance, 16(4), p. 342-358
- [17]. Tian L., Estrin S., 2008. *Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?*. Journal of Comparative Economics, 36(1), p. 74-89
- [18]. Mohanad H. Y., Ali H., 2020, *Impact of Financial Structure on The Financial Stability: An Empirical Study in A Sample of Iraqi Companies*. International Journal of Psychosocial Rehabilitation, 24(1), p. 1997-2017.
- [19]. Nguyễn Thị Nguyệt Dung, 2022. *Các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Tạp chí Khoa học thương mại, số 163/2022, 61-72.
- [20]. Robb A. M., Robinson D. T., 2010. *The capital structure decisions of startup firms*. Review of Financial Studies, 27(1), p. 153-179.
- [21]. Nazir M.S., Nawaz M.M, Anwar W., Ahmed F., 2010. *Determinants of Stock Price Volatility in Karachi Stock Exchange: The Mediating Role of Corporate Dividend Policy*. International Research Journal of Finance and Economics, 55, p. 100-107.
- [22]. Chowdhury A., Chowdhury S. P., 2010. *Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh*. Business and Economic Horizons, 3, p. 111-122.
- [23]. Kodongo O., Mokoaleli-Mokoteli T., Maina L. N., 2014. *Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya*. African Finance Journal, 17(1), p. 1-20.
- [24]. Efnı Y., 2017. *The Mediating Effect of Investment Decisions and Financing Decisions on The Effect of Corporate Risk and Dividend Policy against Corporate Value*. Investment Management and Financial Innovations, 14(2), p. 27-37.
- [25]. Soares P., 2011. *Determinants of corporate debt maturity in Latin America*. European Business Review, 23(1), p. 45-70.

#### AUTHORS INFORMATION

**Nguyen Thi Nguyet Dzung, Bui Thi Thu Loan**

Faculty of Business Management, Hanoi University of Industry, Vietnam