

TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH TẠI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH COVID-19

IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON FINANCIAL PERFORMANCE
IN LISTED ENTERPRISES IN VIETNAM IN THE CONTEXT OF COVID-19

Nguyễn Thị Thanh Tâm^{1*}

DOI: <https://doi.org/10.57001/huivh5804.2024.082>

TÓM TẮT

Với bối cảnh cạnh tranh khốc liệt như hiện nay, các doanh nghiệp cần tìm ra các biện pháp để nâng cao hiệu quả tài chính đặc biệt là trong bối cảnh dịch bệnh Covid 19. Bài báo sử dụng phương pháp định lượng với dữ liệu từ báo cáo tài chính của 702 doanh nghiệp niêm yết trên các sàn chứng khoán HNX và HOSE từ năm 2015 đến 2022 nhằm nghiên cứu ảnh hưởng của các biến độc lập là các chỉ tiêu về cơ cấu vốn bao gồm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (DTA), tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (EQA), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA) đến chỉ tiêu hiệu quả tài chính cũng chính là được đo lường gồm tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS). Ngoài ra bài viết sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ tăng trưởng tài sản GROWTH và Quy mô (SIZE) là hai biến kiểm soát trong mô hình. Kết quả cho thấy cơ cấu vốn của doanh nghiệp không có tác động tới ROS. Các biến LDA, SIZE và GROWTH có tác động thuận chiều tới ROA và ROS. Có sự khác nhau về hiệu quả tài chính đối với nhóm ngành sản xuất và phi sản xuất cũng như ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch Covid 19.

Từ khóa: Cơ cấu vốn; doanh nghiệp niêm yết; hiệu quả tài chính.

ABSTRACT

Enterprises need to find ways to improve financial efficiency in the current fierce competition context. Therefore, it is necessary to understand the impact of capital structure on the financial performance of enterprises in the COVID-19 pandemic. The article uses quantitative methods with data from the financial statements of 702 businesses listed on the HNX and HOSE stock exchanges from 2015 to 2022 to analyze the influence of independent indicators. Capital structure includes the ratio of debt to total assets (DTA), the ratio of equity to total assets (EQA), the ratio of long-term debt to total assets (LDA) to financial performance indicators are also measured including return on assets (ROA), return on equity (ROE), return on sales (ROS). In addition, the article uses the asset growth rate indicators GROWTH and Size (SIZE) as two control variables in the model. The results show that the capital structure of the enterprise has no impact on ROS. The variables LDA, SIZE and GROWTH have a positive impact on ROA and ROS. There are differences in financial performance for manufacturing and non-manufacturing industries as well as the negative impact of the Covid-19 pandemic.

Keywords: Capital structure; financial performance; listed enterprises.

¹Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: nguyenthithanhtam@hauivn.edu.vn

Ngày nhận bài: 10/8/2023

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 16/9/2023

Ngày chấp nhận đăng: 25/02/2024

1. GIỚI THIỆU

Cơ cấu vốn cho biết tỷ trọng của các nguồn vốn trong tổng nguồn vốn mà doanh nghiệp có thể huy động, sử dụng để tài trợ mua sắm tài sản và sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Các quyết định về cấu trúc vốn đóng vai trò quan trọng trong việc tối đa hóa giá trị và hiệu quả của mỗi công ty bởi cơ cấu vốn là một trong các yếu tố quyết định đến chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty. Trong quá trình hoạt động kinh doanh đặc biệt là trong bối cảnh dịch bệnh, các doanh nghiệp cần cân nhắc việc sử dụng hợp lý các nguồn vốn để có thể đem lại hiệu quả tài chính tối ưu nhất. Bài báo tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, xem xét mối quan hệ này là tích cực hay tiêu cực. Từ đó, đưa ra những khuyến nghị để xuất giúp các doanh nghiệp nâng cao hiệu quả tài chính trong thời kỳ mới.

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Hiện nay đã có nhiều nghiên cứu cả về lý thuyết và thực nghiệm về ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính ở nhiều quốc gia khác nhau, trong nhiều ngành nghề khác nhau và tại các thời điểm khác nhau. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu thu được không thống nhất và có thể chia thành hai nhóm chính là các nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn có ảnh hưởng

tích cực với hiệu quả tài chính và cấu trúc vốn có ảnh hưởng tiêu cực với hiệu quả tài chính.

Joshua Abor đã nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính công ty thông qua khả năng sinh lời của 22 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Ghana trong 5 năm từ 1998 - 2002. Kết quả nghiên cứu chỉ ra có mối quan hệ tích cực đáng kể giữa tỷ suất tổng nợ trên tổng tài sản (DTA) và ROE (Abor, 2005). Berger và Di Patti (2006) cũng tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa cơ cấu vốn và hiệu quả công ty như Abor, mối quan hệ này được nghiên cứu trên mẫu gồm 7.320 ngân hàng thương mại của Mỹ từ 1990 - 1995. Margaritis và Psillaki (2010) đã nhận ra mối quan hệ tích cực giữa đòn bẩy và hiệu quả tài chính sau khi nghiên cứu một mẫu bao gồm các công ty có tỷ lệ tăng trưởng cao và thấp tại Pháp từ năm 2003 - 2005. Theo Cheng và cộng sự (2010), nếu đòn bẩy ở mức vừa phải thì cơ cấu vốn ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả công ty. Park và Jang (2013) nghiên cứu dữ liệu của 308 công ty nhà hàng từ năm 1995-2008 đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa cơ cấu vốn và hiệu quả công ty, nợ có hiệu quả trong việc sử dụng làm giảm dòng tiền tự do và tăng lợi nhuận của công ty. Ebrati và cộng sự (2013) nghiên cứu 85 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Tehran từ 2006 - 2011 và kết quả cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả công ty được đo lường bởi ROE, Giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (Market Value of Equity/Book Value of Equity-MBVR), Tổng giá thị trường của vốn chủ và giá trị sổ sách của nợ với giá trị sổ sách của tài sản ((Market Value of Equity + Book Value of Debt)/Book Value of Assets)-Tobin's Q. Nirajini và Priya (2013) cũng chỉ ra ảnh hưởng tích cực của cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính sau khi nghiên cứu báo cáo tài chính 77 công ty ở Sri Lanka từ năm 2006 - 2010 ở các chỉ tiêu ROA, ROE, tỷ suất lợi nhuận trên vốn lao động (Return on Capital Employed - ROCE), lợi nhuận biên gộp (Gross Profit Margin - GPM), lợi nhuận biên ròng (Net Profit Margin - NPM). Javed và cộng sự (2014) nghiên cứu 63 công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Karachi-Pakistan từ năm 2007 - 2011 thì cơ cấu vốn ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả đo lường bởi ROA, tỷ lệ nợ trên tài sản (Debt over Assets- DTA) có tác động cùng chiều đến ROE; LDA có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (Return on Sales - ROS). Theo Bui Van Thuy (2016) thì ROE có quan hệ cùng chiều với SIZE, GROWTH. Theo Salim và Yadav (2012) đã nghiên cứu hiệu quả kinh doanh của 237 công ty tại Malaysia từ năm 1995 - 2011 dưới góc độ tài chính và thị trường đã đưa ra các kết quả như sau: LDA có mối quan hệ cùng chiều với ROA ở ngành tiêu dùng; GROWTH, SIZE có tác động cùng chiều với hiệu quả kinh doanh.

Trong nghiên cứu của Abor (2005), kết quả đã chỉ ra có mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ suất nợ dài hạn trên tổng tài sản-LDA và ROE. Antoniou, Guney và Paudyal (2008) nghiên cứu tại hai nền kinh tế, nền kinh tế định hướng theo thị trường vốn (Anh và Mỹ) và nền kinh tế theo định hướng ngân hàng (Pháp, Đức, Nhật Bản) để xác định cơ cấu vốn, đã chỉ ra mối quan hệ tiêu cực giữa gia tăng lợi nhuận, cơ hội tăng trưởng và lợi nhuận trên cổ phiếu với đòn bẩy. Soumadi và Hayajneh (2012) nghiên cứu 76 công ty ở

Jordan bao gồm cả các công ty có đòn bẩy tài chính cao và đòn bẩy tài chính thấp và chỉ ra rằng cơ cấu vốn có ảnh hưởng tiêu cực đối với hiệu quả công ty. Ebrati và cộng sự (2013) chỉ ra có mối quan hệ tiêu cực giữa cơ cấu vốn với tỷ suất lợi nhuận trên tài sản-ROA. Theo Hasan và cộng sự (2014) thì cơ cấu vốn có mối quan hệ tiêu cực với ROA và không có ý nghĩa kê về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả công ty khi đo lường bằng ROE và Tobin's Q. Theo Tariq, Javed và cộng sự (2014) tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản (Equity over Assets - EQA) và tỷ lệ nợ dài hạn trên tài sản LDA có tác động ngược chiều đến ROE; DTA và EQA có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (Return on Sales-ROS). Theo nghiên cứu của Bui Van Thuy (2016) thì ROE có quan hệ nghịch chiều với LDA và DTA. Theo Salim và Yadav (2012) thì hiệu quả kinh doanh đo bằng ROE cho thấy tỷ lệ DTA và LDA có quan hệ ngược chiều với ROE; LDA và DTA có mối quan hệ ngược chiều với ROA ở ngành trồng rừng.

Ngoài các nghiên cứu đã tổng hợp ở trên còn có các nghiên cứu khác bàn về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả công ty như theo tổng quan nghiên cứu của Javed và cộng sự (2014), các nghiên cứu chỉ ra cơ cấu vốn có mối quan hệ tích cực, tiêu cực đối với hiệu quả tài chính của công ty, trong một số trường hợp nhất định đo lường theo chỉ tiêu hiệu quả cụ thể thì không có ý nghĩa thống kê để kết luận về mối quan hệ này.

Như vậy các nhà nghiên cứu đã quan tâm nghiên cứu đến ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ở các phạm vi nghiên cứu khác nhau và kết quả thu được cũng khác nhau có tác động cùng chiều và ngược chiều. Các nghiên cứu được thực hiện ở các ngành nghề, theo các phương pháp nghiên cứu, thời gian và không gian khác nhau. Kế thừa ý tưởng từ các nghiên cứu trước, đồng thời chọn lọc, bổ sung và có những điều chỉnh phù hợp, tác giả lựa chọn nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết đầu tiên nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra vào năm 1958 (M&M theory) (Modigliani và Miller, 1958). M&M chỉ ra về mặt lý thuyết rằng việc lựa chọn cấu trúc vốn gồm nợ/vốn chủ sở hữu không có tác động tới giá trị doanh nghiệp trên cơ sở một số giả định gồm: (i) thị trường hoàn hảo; (ii) thị trường là đầy đủ; (iii) các doanh nghiệp có thể được phân loại thành các nhóm rủi ro tương đương nhau trong đó rủi ro kinh doanh là giống nhau đối với các doanh nghiệp trong cùng nhóm; (iv) tất cả các nhà đầu tư có chung lòng tin về thị trường chứng khoán; (v) tất cả các nhà đầu tư đều hợp lý. Những phân tích và giả định của M&M tạo ra nền tảng cho hầu hết các phân tích về quyết định cấu trúc vốn sau này. Điều này có nghĩa là nó định hình hướng nghiên cứu vào các giả định mà M&M đưa ra.

Lý thuyết ủy nhiệm (Agency theory) của Jensen và Meckling (1976), đã đưa ra khái niệm chi phí đại diện (Agency cost) và nghiên cứu bản chất của chi phí đại diện phát sinh do nợ và vốn chủ sở hữu, đưa đến sự ra đời lý thuyết về chi phí đại diện. Lý thuyết này dự báo rằng để kiểm soát chi phí đại diện do dòng tiền tự do gây ra thì các công ty có tài sản sinh lời cao sẽ sử dụng phần lớn lợi nhuận để thanh toán nợ.

Lý thuyết đánh đổi (Trade off theory) của Miller (1977) xây dựng lý thuyết cấu trúc vốn trong đó đưa thuế thu nhập cá nhân vào mô hình. Theo đó thì cung và cầu nợ công ty phụ thuộc vào cả tỷ suất thuế thu nhập cá nhân và công ty. Miller (1977) sử dụng phân tích cân bằng để cho thấy các điều kiện mà công ty sẽ có xu hướng không sử dụng nợ hoặc 100% nợ. Trong phân tích của Miller (1977), các nhà đầu tư bị ảnh hưởng bởi thuế ẩn đối với lãi suất trái phiếu đô thị, loại thuế không áp trực tiếp. Điều này được phản ánh với mức lợi suất thấp hơn đối với trái phiếu đô thị so với lãi suất trái phiếu công ty. Do vậy, lãi suất thấp hơn đối với trái phiếu đô thị phản ánh loại thuế ẩn và ảnh hưởng tới cân bằng tổng quát của Miller.

Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory) của Myers và Majluf (1984) đưa ra với giả định ban đầu đó là công ty đang hoạt động có cơ hội tăng trưởng nên cần thêm nhu cầu vốn đầu tư. Do vấn đề về thông tin bất đối xứng nên nhà đầu tư không biết giá trị thực của tài sản hiện tại hay triển vọng của công ty nên họ không thể định giá chính xác cổ phiếu được phát hành để tài trợ cho hoạt động đầu tư mới. Việc công bố phát hành cổ phiếu có thể là tin tốt cho nhà đầu tư nếu nó cho thấy cơ hội tăng trưởng có giá trị hiện tại ròng (NPV) dương. Nhưng nó cũng có thể là tin xấu nếu ban giám đốc công ty cố tình phát hành giá cổ phiếu quá cao. Tuy nhiên cũng có thể có công ty sẽ có cổ phiếu bị định giá quá thấp nên việc phát hành cổ phiếu ở mức giá thấp sẽ làm cho giá trị dịch chuyển từ cổ đông hiện hữu sang cổ đông mới. Nếu giám đốc hành động vì lợi ích của cổ đông hiện hữu, họ sẽ từ chối phát hành cổ phiếu với giá thấp trừ khi giá trị cơ hội tăng trưởng mới có thể bù đắp cho phần giá trị mà cổ đông hiện hữu bị thiệt. Do vậy, lý thuyết thứ tự ưu tiên đối với việc sử dụng nguồn vốn sẽ là nguồn vốn nội bộ như lợi nhuận giữ lại, rồi sau đó đến các khoản nợ ít rủi ro nhất, tiếp đó là các chứng khoán lưỡng tính và cuối cùng mới đến việc dùng nguồn vốn qua phát hành cổ phiếu.

Dựa trên nền tảng các lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả công ty, có nhiều các nghiên cứu được thực hiện để kiểm tra ảnh hưởng của các quyết định cơ cấu vốn đến hiệu quả công ty đã được các nhà nghiên cứu thực hiện (Abor, 2005; Berger và Di Patti, 2006; Antoniou và cộng sự, 2008; Margaritis và Psillaki, 2010; Cheng và cộng sự, 2010; Soumadi và Hayajneh, 2012; Park và Jang, 2013; Ebrati và cộng sự, 2013; Nirajini và Priya, 2013; Hasan và cộng sự, 2014; Javed và cộng sự, 2014;...) trong đó có nghiên cứu đã chỉ ra có mối quan hệ tích cực giữa cơ cấu vốn và hiệu quả tài chính của công ty nhưng cũng có nghiên cứu chỉ ra có mối quan hệ tiêu cực giữa cơ cấu và hiệu quả hoạt động của công ty

khi nghiên cứu các công ty ở các quốc gia khác nhau và trong những lĩnh vực hoạt động khác nhau.

Giả thuyết nghiên cứu

Qua quá trình tổng quan tài liệu, nghiên cứu đưa ra các giả thuyết nghiên cứu cụ thể như sau:

H1: Hệ số nợ (DTA) có tác động thuận chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (+).

H2: Hệ số nợ dài hạn (LDA) có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (-).

H3: Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (EQA) có tác động thuận chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (+).

H4: Quy mô của doanh nghiệp có tác động thuận chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (+).

H5: Tốc độ tăng trưởng của tài sản có tác động thuận chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (+).

3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng 3 chỉ tiêu để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp gồm ROA, ROE, ROS.

Trong đó, cấu trúc tài chính được đo lường bởi 3 chỉ tiêu cơ bản là DTA, LDA và EQA

Bảng 1. Các biến số trong mô hình nghiên cứu

Chỉ tiêu	Mã biến	Cách đo lường
Biến phụ thuộc		
Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu
Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu	ROS	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng doanh thu thuần
Biến độc lập		
Hệ số nợ	DTA	Hệ số nợ = Tổng nợ / Tổng tài sản
Hệ số nợ dài hạn	LDA	Hệ số nợ dài hạn = Tổng nợ dài hạn / Tổng tài sản
Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu	EQA	Hệ số vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản= Vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản
Biến kiểm soát		
Quy mô của doanh nghiệp	SIZE	Logarit của doanh thu thuần
Tốc độ tăng trưởng của tài sản	GROWTH	(Tài sản cuối kỳ - Tài sản đầu kỳ)/ Tài sản đầu kỳ
Giai đoạn trước và sau covid 19	Covid19	1 - Giai đoạn trong khi xảy ra Covid19 0 - Giai đoạn trước khi xảy ra Covid19
Ngành nghề kinh doanh	NNSX	1 - Nếu DN sản xuất 0 - Nếu DN phi sản xuất

Dựa vào một số nghiên cứu thực nghiệm được trình bày trong phần tổng quan nghiên cứu và các giả thuyết nghiên

cứu được đưa ra ở trên, phương trình nghiên cứu được xây dựng như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DTA_{it} - \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 EQA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DTA_{it} - \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 EQA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$ROS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DTA_{it} - \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 EQA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_{it} \quad (3)$$

Trong đó: $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ và β_5 là các tham số ước lượng u_{it} là sai số ngẫu nhiên.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài báo sử dụng phương pháp nghiên cứu tài liệu tổng quan, nghiên cứu định lượng với dữ liệu từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên các sàn chứng khoán Việt Nam. Việc thu thập dữ liệu được thực hiện trên cơ sở dữ liệu báo cáo tài chính được công bố của 702 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán HNX và HOSE từ năm 2015 đến 2022 của Vietstock và Finpro, sau khi đã loại bỏ các quan sát bị lỗi và các biến ngoại lai. Nghiên cứu sử dụng ba mô hình hồi quy cho dữ liệu trên phần mềm STATA bao gồm: Mô hình hồi quy bình phương tối thiểu dạng gộp (Mô hình Pooled OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed effect model - FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random effect model - REM). Sau đó nghiên cứu thực hiện các kiểm định phương sai thay đổi (Xttest 3), kiểm định hiện tượng tự đa cộng (thông qua hệ số VIF), hiện tượng tự tương quan với mô hình được lựa chọn được thực hiện và mô hình vẫn tìm ra các khuyết tật của mô hình. Cuối cùng sau nghiên cứu lựa chọn sử dụng mô hình GLS (Generalized Least Squares) và các khuyết tật của mô hình sẽ được khắc phục để đảm bảo độ tin cậy của kết quả hồi quy.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. Kết quả thống kê mô tả

Nghiên cứu được thực hiện với dữ liệu của 5081 quan sát của 702 doanh nghiệp niêm yết từ năm 2015 đến năm 2022 trên hai sàn chứng khoán là HNX và HOSE thu thập trên Finpro và xử lý dữ liệu trên phần mềm STATA. Trong đó số quan sát trên sàn HNX là 2351 quan sát và trên sàn HOSE là 2730 quan sát. Số lượng doanh nghiệp hàng năm trong dữ liệu nghiên cứu được thể hiện ở bảng 2.

Bảng 2. Thống kê mô tả các quan sát

V5	V4		Total
	HNX	HOSE	
2015	279	328	607
2016	289	329	618
2017	291	339	630
2018	299	350	649
2019	303	352	655
2020	302	347	649

2021	301	349	650
2022	287	336	623
Total	2351	2730	5081

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Đồng thời thông kê mô tả cho các biến trong mô hình nghiên cứu với các chỉ tiêu cơ bản cũng được thực hiện với kết quả thể hiện ở bảng 3.

Bảng 3. Kết quả thống kê mô tả các biến

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
ROA	5,081	0,0616257	0,0666395	-0,23	0,49
ROE	5,081	0,1215371	0,1101916	-0,25	0,55
ROS	5,081	0,0427948	2,293765	-114,1053	27,03893
DTA	5,081	0,4679896	0,2159664	0,0201971	0,900831
LDA	5,081	0,088686	0,1241635	0	0,5929079
EQA	5,081	0,5318898	0,2159127	0,099169	0,9798029
SIZE	5,081	27,55774	1,543374	23,95043	31,9056
GROWTH	5,081	0,1405168	0,4248464	-0,8420501	13,34284

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Dữ liệu thống kê cho thấy, trong số 5081 quan sát, các doanh nghiệp có tỷ lệ khả năng sinh lời (ROA) trung bình là 6,616%, tỷ lệ ROE là 12,15%, tỷ lệ ROS là 4,28%, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (DTA) là 46,8%, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA) là 8,86% và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (EQA) là 53,19%. Kết quả thống kê cũng cho thấy tỷ lệ tăng trưởng trung bình của tài sản hàng năm là 14,05%.

4.2. Thực hiện hồi quy đa biến

Bước 1: Thực hiện hồi quy mô hình (1) (2) (3): biến phụ thuộc là ROA, ROE, ROS và các biến độc lập là DTA, LDA, EQA, SIZE và GROWTH

Kết quả hồi quy bằng phương pháp OLS, FEM, REM cho kết quả được thể hiện như ở bảng 4.

Đồng thời sau khi thực hiện kiểm định Hausman test đều cho kết quả mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, mô hình FEM sẽ kiểm tra các khuyết tật bằng các kiểm định như: hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật thì sẽ khắc phục bằng phương pháp GLS.

Bước 2: Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan như trong bảng 5.

Với kết quả trên thì mô hình có khuyết tật là hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nên bài viết sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này.

Bước 3: Thực hiện hồi quy GLS với biến phụ thuộc là ROA, ROE, ROS

Bảng 4. Kết quả hồi quy về tác động của cơ cấu vốn đến ROA, ROE, ROS

	OLS			FEM			REM		
	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS	ROA	ROE	ROS
DTA	-0,218**	-0,523	-0,29	-0,213*	-0,507**	-0,139	-0,218**	-0,523**	-0,29
	[-1,98]	[-2,46]	[-0,05]	[-1,92]	[-2,36]	[-0,02]	[-1,98]	[-2,46]	[-0,05]
LDA	-0,0536***	-0,0726***	0,577*	-0,0697***	-0,101***	1,428**	-0,0536***	-0,0726***	0,577*
	[-5,79]	[-4,22]	[1,66]	[-6,49]	[-4,88]	[2,49]	[-5,79]	[-4,22]	[1,66]
EQA	-0,123	-0,519**	-0,276	-0,133	-0,526**	-0,613	-0,123	-0,519**	-0,276
	[-1,11]	[-2,45]	[-0,05]	[-1,20]	[-2,45]	[-0,10]	[-1,11]	[-2,45]	[-0,05]
SIZE	0,000377	0,00295	0,0273	-0,00603***	-0,0148***	0,0318	0,000377	0,00295	0,0273
	[0,37]	[1,63]	[0,92]	[-3,63]	[-4,60]	[0,36]	[0,37]	[1,63]	[0,92]
GROWTH	0,0221***	0,0388***	0,0271	0,0236***	0,0429***	0,00231	0,0221***	0,0388***	0,0271
	[14,64]	[13,37]	[0,36]	[15,04]	[14,14]	[0,03]	[14,64]	[13,37]	[0,36]
_cons	0,220*	0,562***	-0,483	0,401***	1,049***	-0,57	0,220*	0,562***	-0,483
	[1,94]	[2,58]	[-0,09]	[3,38]	[4,56]	[-0,09]	[1,94]	[2,58]	[-0,09]
N	5081	5081	5081	5081	5081	5081	5081	5081	5081
R-sq				0,094	0,051	0,051			

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Bảng 5. Kết quả kiểm định khuyết tật của các mô hình

Kiểm định	Biến phụ thuộc		Kết quả
Phương sai thay đổi (Xttest3)	ROA	Prob > chi2 = 0,0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
	ROE	Prob > chi2 = 0,0000	Prob > F = 0,0000
	ROS	Prob > chi2 = 0,0000	Prob > F = 0,0000
Đa cộng tuyến	ROA	VIF < 2	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
	ROE	VIF < 2	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
	ROS	VIF < 2	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	ROA	Prob > F = 0,0000	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
	ROE	Prob > F = 0,0000	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
	ROS	Prob > F = 0,0000	Không có hiện tượng đa cộng tuyến

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Bảng 6. Kết quả mô hình hồi quy GLS

	(1)	(2)	(3)
	ROA	ROE	ROS
DTA	-0,0111	-0,246	-0,162
	[-0,07]	[-0,93]	[-0,03]

LDA	-0,0345***	-0,0493***	0,36
	[-4,45]	[-3,60]	[1,24]
EQA	0,106	-0,224	-0,0581
	[0,70]	[-0,84]	[-0,01]
SIZE	0,00369***	0,00893***	0,0353
	[5,95]	[8,16]	[1,52]
GROWTH	0,0197***	0,0373***	0,0196
	[9,68]	[10,37]	[0,26]
_cons	-0,0907	0,109	-0,858
	[-0,60]	[0,40]	[-0,15]
N	5081	5081	5081
t statistics in brackets			
* p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01			

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Dựa vào kết quả chạy GLS đối với các biến ROA, ROE, ROS như bảng trên với 5081 quan sát có kết quả như sau: Đối với ROA và ROE biến DTA và EQA hệ số P cho thấy 2 biến này không có ý nghĩa thống kê, có nghĩa là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (DTA), tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (EQA) không có tác động tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Chỉ có biến tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản (LDA), quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tốc độ tăng trưởng của tài sản (GROWTH) có tác động tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (ROA, ROE).

Biến tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản (LDA) có tác động ngược chiều tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, có nghĩa là khi giá trị tài sản của doanh nghiệp càng lớn thì có nghĩa là doanh nghiệp sẽ bị giảm bớt vốn lưu động trong sản xuất kinh doanh từ đó làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu trước đó của Abor (2005), Hasan và cộng sự (2014), Salim và Yadav (2012) nhưng cũng đồng thời trái chiều với một số nghiên cứu đã chỉ ra tỷ lệ tài sản trên tổng tài sản (LDA) có ảnh hưởng thuận chiều hoặc không ảnh hưởng tới ROA và ROE (Nirajini và Priya, 2013; Bui Van Thuy, 2016; Ebrati và cộng sự, 2013). Điều này cũng có thể được giải thích do dữ liệu nghiên cứu được thực hiện bao gồm cả dữ liệu khi xảy ra dịch bệnh Covid 19 dẫn tới thay đổi cơ cấu vốn cũng như hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có những thay đổi đáng kể.

Trong đó biến quy mô và tăng trưởng có tác động thuận chiều có nghĩa rằng doanh nghiệp có quy mô càng lớn và tốc độ tăng trưởng của tài sản càng cao thì hiệu quả tài chính càng tăng. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây đã thực hiện ở cả trong và ngoài nước.

Đối với biến LDA hệ số của biến này mang dấu âm ở ba mô hình và nó có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong mô hình (1) và (2). Điều này cho thấy tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản có tác động nghịch chiều đến ROE và ROA, chứng tỏ việc sử dụng tài sản dài hạn của các doanh nghiệp chưa thực sự hiệu quả. Riêng đối với biến ROS, kết quả chạy hồi quy GLS cho thấy tất cả các nhân tố đều không có tác động.

Kết quả chạy mô hình hồi quy cũng cho thấy tất cả các nhân tố đều không có ý nghĩa thống kê với biến ROS, điều này có nghĩa rằng không có sự tác động của các chỉ tiêu về cơ cấu vốn tới tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS).

4.3. Kiểm định sự khác biệt về ảnh hưởng của các chỉ tiêu cơ cấu vốn tới ROA, ROE trong giai đoạn trước và sau Covid 19

Trong những năm vừa qua, đại dịch Covid 19 xảy ra và lan rộng trên toàn thế giới đã ảnh hưởng rất lớn tới tình hình tài chính của rất nhiều nền kinh tế trong đó có Việt Nam, nghiên cứu thực hiện phân tích có hay không sự ảnh hưởng của Covid 19 đến kết quả hoạt động của các doanh nghiệp. Kết quả thống kê mô tả như bảng 6 cho thấy được trong 5081 quan sát có 3159 quan sát với dữ liệu trước Covid 19 và 1922 quan sát trong và sau khi Covid 19 xảy ra.

Bảng 7. Kết quả thống kê mô tả biến Covid 19

Covid 19	Freq.	Percent	Cum.
0	3,159	62,17	62,17
1	1,922	37,83	100
Total	5,081	100	

Kết quả thực hiện kiểm định phi tham số, kết quả cho thấy giá trị P < 0,05 nên chúng ta có thể bác bỏ giả thuyết H0 và chấp nhận giả thuyết H1 có nghĩa là có sự khác biệt về ROA và ROE trong giai đoạn trước và trong giai đoạn Covid. Đồng thời kết quả cũng cho thấy được giai đoạn trước Covid

doanh nghiệp có hiệu quả tài chính cao hơn giai đoạn trong Covid 19. Kết quả được thể hiện ở bảng 8.

Bảng 8. Kết quả kiểm định phi tham số với biến ROA

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test			
Covid 19	Obs	Rank sum	Expected
0	3159	8371520,5	8027019
1	1922	4539300,5	4883802
Combined	5081	12910821	12910821
Unadjusted variance		2,57E+09	
Adjustment for ties		-12991065	
Adjusted variance		2,56E+09	
H0: ROA(covid19==0) = ROA(covid19==1)			
z	= 6,811		
Prob > z	= 0,0000		

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Bảng 9. Kết quả kiểm định phi tham số với biến ROE

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test			
Covid 19	Obs	Rank sum	Expected
0	3159	8371520,5	8027019
1	1922	4539300,5	4883802
Combined	5081	12910821	12910821
Unadjusted variance		2,57E+09	
Adjustment for ties		-3127290,5	
Adjusted variance		2,57E+09	
H0: ROE(covid19==0) = ROE(covid19==1)			
z	= 7,694		
Prob > z	= 0,0000		

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

4.4. Kiểm định sự khác biệt về ảnh hưởng ngành nghề kinh doanh giữa doanh nghiệp sản xuất và doanh nghiệp phi sản xuất

Kết quả thống kê ở bảng 10 cho thấy trong 5081 doanh nghiệp trong mẫu quan sát có 1.693 doanh nghiệp sản xuất và 3.388 doanh nghiệp phi sản xuất.

Bảng 10. Kết quả thống kê mô tả doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất

NNSX	Freq.	Percent	Cum.
0	3388	66,68	66,68
1	1693	33,32	100
Total	5,081	100	

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Thực hiện kiểm định phi tham số cho thấy kết quả cho thấy có sự khác biệt về ROA và ROE giữa đặc điểm ngành

nghe kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất và doanh nghiệp phi sản xuất. Trong đó, các doanh nghiệp sản xuất có hiệu quả tài chính cao hơn so với các doanh nghiệp phi sản xuất.

Bảng 11. Kết quả kiểm định phi tham số với biến ROA

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test			
Covid 19	Obs	Rank sum	Expected
0	3388	8112797,5	8608908
1	1693	4798023,5	4301913
Combined	5081	12910821	12910821
Unadjusted variance		2,43E+09	
Adjustment for ties		-12272756	
Adjusted variance		2,42E+09	
H0: ROA(NNSX==0) = ROA(NNSX==1)			
z	= -10,091		
Prob > z	= 0,0000		

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Bảng 12. Kết quả kiểm định phi tham số với biến ROE

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test			
Covid 19	Obs	Rank sum	Expected
0	3388	8960221	8608908
1	1693	3950600	4301913
Combined	5081	12910821	12910821
Unadjusted variance		2,43E+09	
Adjustment for ties		-50.666663	
Adjusted variance		2,43E+09	
H0: ROS(NNSX==0) = ROS(NNSX==1)			
z	= 7,128		
Prob > z	= 0,0000		

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

5. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

Nghiên cứu được thực hiện với 5081 quan sát của 702 doanh nghiệp từ năm 2015 - 2022 của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam để phân tích cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp (ROA, ROE, ROS). Trong quá trình nghiên cứu, để lựa chọn mô hình phù hợp tác giả đã thực hiện kiểm định OLS, FEM, REM và thực hiện kiểm định các khuyết tật của mô hình. Sau cùng đã lựa chọn mô hình GLS để khắc phục các khuyết tật của mô hình. Kết quả cho thấy cơ cấu vốn của doanh nghiệp không có tác động tới ROS. Các biến LDA, SIZE và GROWTH có tác động thuận chiều tới ROA và ROS. Ngoài ra cũng có sự khác nhau đối với các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành sản xuất và phi sản xuất thì hiệu quả tài chính cũng khác nhau. Mặt khác đối với giai đoạn trước Covid 19 hiệu quả tài chính hơn so với giai đoạn trong và sau covid19. Điều này cho thấy sự tác động tiêu cực của Covid 19 đến hiệu quả hoạt động

tài chính của doanh nghiệp, làm cho hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp giảm xuống.

Với kết quả như trên, để nâng cao hiệu quả tài chính của mình các doanh nghiệp cần tập trung vào các nguồn vốn dài hạn, việc sử dụng các nguồn vốn dài hạn sẽ giúp doanh nghiệp ổn định được tình hình tài chính, từ đó đầu tư vào sản xuất kinh doanh để nâng cao hiệu quả hoạt động. Đồng thời doanh nghiệp cần có kế hoạch để mở rộng quy mô hoạt động, quy mô doanh nghiệp càng lớn thì càng dễ thu hút sự quan tâm và đầu tư của các nhà đầu tư, các doanh nghiệp trong và ngoài nước, khi nguồn đầu tư có doanh nghiệp càng có cơ hội gia tăng tài sản của mình, có thể đầu tư vào các tài sản cố định có công nghệ hiện đại, từ đó càng làm gia tăng hiệu quả của doanh nghiệp.

Để thực hiện được những điều trên thì bản thân doanh nghiệp cũng cần xây dựng kế hoạch và chiến lược kinh doanh phù hợp. Về phía nhà nước, sau khi đại dịch Covid 19 diễn ra, để giúp các doanh nghiệp phục hồi kinh tế, nhà nước cần thực hiện các biện pháp giúp cho các doanh nghiệp vay được các nguồn vốn trung dài hạn với lãi suất ưu đãi để doanh nghiệp có điều kiện tập trung nguồn lực nhằm nâng cao giá trị tài sản và quy mô doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The journal of risk finance*, 6(5), 438-445.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(1), 59-92.
- Berger, A. N., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
- Bui Van Thuy (2016). Capital structure impact to operational efficiency of the company on the stock market Vietnam. *Journal of Science, Lac Hong University*, 5, 95-100.
- Cheng, Y.S., Liu, Y.P., & Chien, C.Y. (2010). Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500.
- Ebrati, M. R., Emadi, F., Balasang, R. S., & Safari, G. (2013). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7(4), 1-8.
- Hasan, M. B., Ahsan, A. M., Rahaman, M. A., & Alam, M. N. (2014). Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 184.
- Javed, T., Younas, W., & Imran, M. (2014). Impact of capital structure on firm performance: Evidence from Pakistani firms. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 3(5), 28.
- Jenson, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.

Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

Nirajini, A., & Priya, K. (2013). Impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(5), 1-9.

Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.

Soumadi, M. M., & Hayajneh, O. S. (2012). Capital structure and corporate performance empirical study on the public Jordanian shareholdings firms listed in the Amman stock market. *European Scientific Journal*, 8(22), 173-189.

AUTHOR INFORMATION

Nguyen Thi Thanh Tam

Faculty of Accounting - Auditing, Hanoi University of Industry, Vietnam