

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: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHI PHÍ ĐẠI DIỆN

IMPACT OF FINANCIAL STRUCTURE ON BUSINESS EFFICIENCY OF LISTED COMPANIES ON THE STOCK MARKET IN VIETNAM: ROLE OF AGENCY COSTS

Nguyễn Thị Nguyệt Dung^{1,*}, Nguyễn Bá Lăng²

DOI: <http://doi.org/10.57001/huih5804.2025.213>

TÓM TẮT

Bài báo này nhằm mục tiêu đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của chi phí đại diện trong mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để thực hiện mục tiêu này, nhóm tác giả tiến hành phân tích định lượng thông qua mô hình GMM dựa trên bộ dữ liệu được thu thập từ 563 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2021. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng: (i) Cấu trúc tài chính có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh; (ii) Chi phí đại diện có vai trò điều tiết mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả kinh doanh. Trong đó, hiệu suất sử dụng tổng tài sản có vai trò điều tiết tăng sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu có vai trò điều tiết giảm ảnh hưởng này.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính, hiệu quả kinh doanh, chi phí đại diện.

ABSTRACT

This article aims to evaluate the impact of financial structure on business efficiency. At the same time, the paper analyzes the regulatory role of agency costs in the relationship between financial structure and business efficiency of listed companies on Vietnam's stock market. The authors conducted a quantitative analysis through the GMM model. The data was collected from 563 enterprises listed on the stock market in Vietnam in 2012-2021. Research results show that: (i) Financial structure has a positive impact on business efficiency; (ii) Agency costs play an important role in mediating the relationship between financial structure and business performance. In particular, the asset performance increases the impact of financial structure on business efficiency, but the ratio of general & administration expenses to total revenue reduces this influence.

Keywords: Financial structure, listed company, agency costs.

¹Trường Kinh tế, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

²Trường Ngoại ngữ - Du lịch, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: dungntn@hauai.edu.vn

Ngày nhận bài: 20/02/2025

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 01/4/2025

Ngày chấp nhận đăng: 28/6/2025

1. GIỚI THIỆU

Đối với mỗi doanh nghiệp, việc duy trì hoạt động kinh doanh hiệu quả, đáp ứng tốt mong đợi của các nhà đầu

tư thực sự là áp lực lớn đối với nhà quản trị doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp không duy trì hiệu quả kinh doanh ở mức tốt, có thể dẫn tới tình trạng các nhà đầu tư không

đầu tư cho doanh nghiệp, thậm chí, họ còn có thể xem xét rút cổ phần hoặc thoái vốn. Kết quả là doanh nghiệp có thể phải đối mặt với tình trạng thiếu vốn và làm giảm uy tín của doanh nghiệp trên thị trường. Ngược lại, nếu doanh nghiệp duy trì hoạt động kinh doanh hiệu quả, là cơ sở để doanh nghiệp tích lũy vốn, tái đầu tư mở rộng hoạt động kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh. Chính vì vậy, hiệu quả kinh doanh luôn nhận được sự quan tâm chú ý của bản thân các doanh nghiệp và các nhà đầu tư, và đã có khá nhiều nhà khoa học nghiên cứu về chủ đề này. Trong các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, các quyết định về cấu trúc tài chính được coi là yếu tố ảnh hưởng đáng kể [1, 2]. Tuy nhiên, các nhà khoa học trên chưa có sự đồng thuận về chiều hướng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Hơn nữa, phần lớn các nghiên cứu này đều là các nghiên cứu riêng lẻ của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, mà chưa xem xét đến vai trò điều tiết của chi phí đại diện trong mối quan hệ này, đặc biệt là dưới thang đo Hiệu suất sử dụng tổng tài sản và Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu. Vì vậy, bài báo này được thực hiện nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về vai trò của chi phí đại diện trong mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh, với bối cảnh là các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài báo này là cơ sở giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp nâng cao hiệu quả kinh doanh trong điều kiện luôn tồn tại mâu thuẫn giữa ủy quyền và người đại diện của doanh nghiệp, làm phát sinh chi phí đại diện.

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ KHUÔN KHỔ LÝ THUYẾT

• Các nghiên cứu lý thuyết

Theo lý thuyết tín hiệu, cấu trúc tài chính mà doanh nghiệp đang áp dụng cho phép thị trường diễn giải về chiến lược và hoạt động của doanh nghiệp, các thông tin này được phản ánh vào giá trị của doanh nghiệp. Cụ thể, nếu doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ cao, sẽ phát tín hiệu về sự tích cực của kết quả hoạt động kinh doanh. Bởi, theo tính kỳ luật của nợ, việc sử dụng nợ buộc doanh nghiệp phải tuân thủ các quy ước nghiêm ngặt từ các chủ nợ, 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 [3].

Theo lý thuyết cấu trúc vốn M&M, 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 [4].

Theo lý thuyết người đại diện, 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 khi sử dụng nợ. Nếu khoản nợ vay tạo ra lợi nhuận lớn thì chủ sở hữu đạt được phần lớn lợi ích. Tuy nhiên, nếu khoản đầu tư này thất bại, các chủ nợ sẽ phải tham gia gánh chịu hậu quả [5]. 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. Hay nói cách khác, 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.

• Các nghiên cứu thực nghiệm

- 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 [6]. Hay, hiệu quả kinh doanh là hiệu quả sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp, thể hiện thông qua mối quan hệ giữa kết quả đầu ra và chi phí sử dụng các nguồn lực đầu vào. Để đo lường hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp, một số nhà khoa học đã sử dụng các chỉ tiêu tài chính là tỷ suất sinh lời tổng tài sản - ROA và tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu - ROE [6, 7].

- 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 [8]. 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 [9, 10]. Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc tài chính tập trung 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 này, nhóm tác giả sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ nợ để đo lường cấu trúc tài chính. Ngoài ra, 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 [10, 11].

- Nghiên cứu về chi phí đại diện, theo Jensen và Meckling [5], chi phí đại diện bao gồm 3 loại chi phí: (i) Chi phí giám sát người đại diện của người sở hữu, là những chi phí do chủ sở hữu bỏ ra để giám sát hoạt động của người đại diện, có thể bao gồm các chi phí cho hoạt động kiểm tra, chi phí sa thải hoặc chi phí ký kết hợp đồng bồi hoàn đối với người đại diện; (ii) Chi phí ràng buộc, là chi phí để tạo ra một cơ chế đảm bảo chủ sở hữu sẽ được bồi thường thỏa đáng khi những hành vi của nhà quản lý làm tổn hại đến lợi ích của họ; (iii) Chi phí mất mát tăng thêm, hay còn gọi là tổn thất, là chi phí tương đương bị mất đi do sự bất đồng về lợi ích giữa người ủy quyền và người đại diện. Để đo lường chi phí đại diện, có thể sử dụng các chỉ tiêu sau:

$$\text{Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu (CTR)} = \frac{\text{Chi phí quản lý doanh nghiệp}}{\text{Tổng doanh thu}}$$

Chỉ tiêu này cho biết hiệu quả quản lý chi phí của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này cao chứng tỏ năng lực kiểm soát chi phí quản lý của doanh nghiệp này chưa tốt, hoặc là nhà quản lý đang hưởng quá nhiều lợi ích từ hoạt động quản lý doanh nghiệp, đồng nghĩa với việc, chi phí đại diện của doanh nghiệp cao. Như vậy, chỉ tiêu này có mối quan hệ thuận chiều với chi phí đại diện [12, 13].

$$\text{Hiệu suất sử dụng tài sản (TAU)} = \frac{\text{Tổng doanh thu}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

Chỉ tiêu này cho thấy hiệu quả của nhà quản lý doanh nghiệp trong việc khai thác và sử dụng tài sản. Một doanh nghiệp kiểm soát tốt chi phí đại diện thì hiệu quả sử dụng tổng tài sản sẽ cao. Do đó, chỉ tiêu này tỷ lệ nghịch với chi phí đại diện [12-14].

3. CÁC GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Theo cách tiếp cận của lý thuyết tín hiệu, lý thuyết cấu trúc vốn và một số nghiên cứu thực nghiệm, cấu trúc tài chính có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh [1, 2].

H₁: Tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh

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. Vì vậy, trong mô hình hồi quy, nhóm tác giả lựa chọn tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD) là biến độc lập.

H₂: Tỷ lệ nợ ngắn hạn có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh.

Bên cạnh việc phát triển những vấn đề lý thuyết về chi phí đại diện, các học giả cũng đề xuất một số biện pháp

để quản lý hiệu quả chi phí đại diện, một trong số đó là để xuất tăng tỷ lệ nợ trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Nợ tăng lên sẽ làm giảm chi phí đại diện hay giảm mâu thuẫn giữa người quản lý và chủ sở hữu do việc vay nợ sẽ thúc ép nhà quản lý chịu áp lực phải chi trả lãi và nợ vay trong tương lai. Sự kiểm soát và sức ép từ phía chủ nợ sẽ khiến cho việc sử dụng vốn đầu tư vào những dự án thiếu hiệu quả, hoặc tình trạng lãng phí từ dự án sẽ giảm bớt. Vì vậy, việc gia tăng nợ như là một biện pháp để giảm thiểu chi phí đại diện. Sau Jensen, một số nhà khoa học khác cũng tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa cơ cấu nợ và chi phí đại diện. Cụ thể, việc sử dụng nợ sẽ buộc các nhà quản lý có ít đặc quyền và từ đó ít lợi ích hơn, từ đó sẽ làm giảm chi phí đại diện của doanh nghiệp, làm gia tăng lợi nhuận và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp [15, 16]. Bên cạnh đó, khi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp tăng, trong điều kiện tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu có xu hướng giảm xuống, sẽ mang lại hiệu ứng là hiệu quả kinh doanh có xu hướng tăng lên [17]. Điều này cũng được giải thích thông qua khía cạnh là, chủ nợ của các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao sẽ quan tâm nhiều hơn tới việc giám sát nhà quản lý để đảm bảo vốn của họ không bị đầu tư lãng phí vào các dự án không có khả năng sinh lời, và do vậy, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ có cơ hội được gia tăng. Hay nói cách khác là, tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu giảm, sẽ là gia tăng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra, các nhà khoa học trên cho rằng, trái ngược với tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu, hiệu suất sử dụng tổng tài sản tăng, sẽ là gia tăng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh.

Như vậy, có thể thấy vai trò của chi phí đại diện trong mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

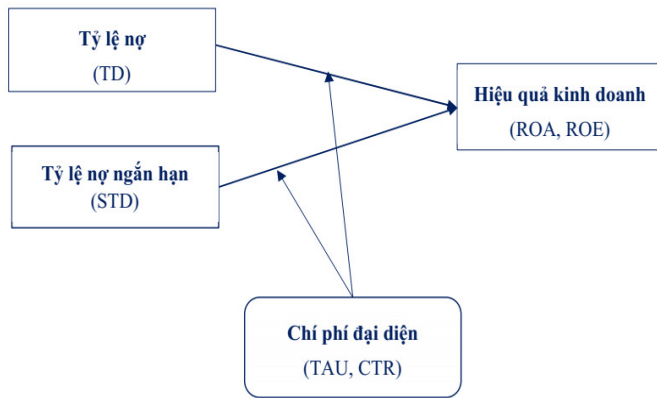
Giả thuyết H₃: Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu có vai trò điều tiết giảm ảnh hưởng của cấu trúc tài chính lên hiệu quả kinh doanh.

Giả thuyết H₄: Hiệu suất sử dụng tài sản có vai trò điều tiết tăng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính lên hiệu quả kinh doanh.

4. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

4.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở tổng quan các lý thuyết nền tảng và các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, cùng với những lập luận về vai trò điều tiết của chi phí đại diện, nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như hình 1.



Hình 1. Mô hình nghiên cứu

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

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

Biến	Mô tả	Đo lường
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	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$
TD	Tỷ lệ nợ	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$
STD	Tỷ lệ nợ ngắn hạn	$\frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$
TAU	Hiệu suất sử dụng tài sản	$\frac{\text{Tổng doanh thu}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$
CTR	Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu	$\frac{\text{Chi phí quản lý doanh nghiệp}}{\text{Tổng doanh thu}}$
Size	Quy mô doanh nghiệp	$\ln(\text{Tổng tài sản})$
Age	Tuổi niêm yết	Năm nghiên cứu - Năm niêm yết
GR	Tăng trưởng của doanh nghiệp	$\frac{\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}}{\text{Doanh thu}_{t-1}}$

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

4.2. Phương pháp nghiên cứu

Trong quá trình tổng quan tài liệu, nhóm tác giả nhận thấy tồn tại vấn đề nội sinh trong mô hình nghiên cứu. Cụ thể: (i) 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; (ii) tỷ lệ nợ sẽ làm giảm chi phí đại diện, nên xuất hiện sự tương quan giữa biến độc lập và biến điều tiết trong mô hình nghiên cứu. Chính vì vậy, nhóm tác giả sử dụng phương pháp GMM 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. Ngoài ra, mô hình được sử dụng phân tích thực chất có tính tới yếu tố tự hồi quy phân phối trễ, do vậy ROA_{t-1} và ROE_{t-1} được sử dụng với tư cách là biến độc lập. Tuy nhiên, kết quả xử lý dữ liệu thử cho thấy, mặc dù ROA_{t-1} và ROE_{t-1} ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê tới ROA_t và ROE_t , nhưng hệ số hồi quy khá nhỏ (xấp xỉ 0). Do vậy, nhóm tác giả bỏ biến trễ ROA_{t-1} và ROE_{t-1} khỏi mô hình nghiên cứu.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 769 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian 15 năm (2007-2021). 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 nên những doanh nghiệp này bị loại bỏ. Cuối cùng, nhóm tác giả đã lựa chọn mẫu gồm 563 doanh nghiệp niêm yết trong thời gian 10 năm nghiên cứu (2012-2021).

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả trong bảng 2 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 0,4823. Biến độc lập STD, khoảng cách rất lớn, từ 0,0029 đến 0,8327, giá trị trung bình của STD là 0,4196. Trong 2 biến điều tiết, biến TAU có dao động lớn hơn, khoảng cách từ 0,0192 đến 12,7335, giá trị trung bình là 1,2867. Với biến phụ thuộc ROA, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -0,6455 đến 0,4792, giá trị trung bình là 0,0662. Với biến phụ thuộc ROE, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -3,6740 đến 0,9539, giá trị trung bình là 0,1071. Số liệu về dài biến thiên lớn và độ lệch chuẩn của các chỉ tiêu được đưa vào mô hình nghiên cứu có độ phân tán cao.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Variable	Min	Max	Mean	Std. Dev.
ROA	-0,6455	0,4792	0,0662	0,0713
ROE	-3,6740	0,9539	0,1071	0,1781
TD	0,0032	0,9706	0,4823	0,2122
STD	0,0029	0,8327	0,4196	0,2034
TAU	0,0192	12,7335	1,2867	1,1044
CTR	0,4740	0,9676	0,7472	0,1698
Size	23,3303	33,2978	27,4298	1,6126
Age	10	22	11,9244	2,7852
GR	-0,9322	127,4579	0,1762	2,7120

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

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

Mô hình nghiên cứu thể hiện ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh được viết lại dưới dạng toán học:

Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \alpha_1 TD_{it} + \alpha_2 STD_{it} + Size_{it} + Age_{it} + GR_{it} + \varepsilon$$

Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \beta_1 TD_{it} + \beta_2 STD_{it} + Size_{it} + Age_{it} + GR_{it} + \varepsilon$$

Kết quả hồi quy mô hình GMM hai bước (bảng 3) cho thấy chỉ số Hansen test có Prob > chi2 là 0,179 (mô hình 1), và 0,186 (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) = 0,281 (mô hình 1), và 0,293 (mô hình 2), đều > 0,05, nghĩa là mô hình không có hiện tượng tự tương quan. Đồng thời, 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 < 0,7, 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.

Bảng 3. Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh

Biến	Mô hình 1 (ROA)		Mô hình 2 (ROE)	
	Hệ số α	Độ lệch chuẩn	Hệ số β	Độ lệch chuẩn
TD	0,4623***	0,2136	0,5253***	0,1161
STD	0,3982***	0,1076	0,4258***	0,1097
Size	0,0471**	0,0291	0,0579**	0,0128
GR	0,0271**	0,0312	0,0136**	0,0037
Age	-0,3421*	0,0989	0,0677**	0,0229
Hằng số	0,0877	0,0302	0,0923	0,0231
Số quan sát		5 630		5 630
Số nhóm		563		563
AR(2) test (Prob > z)		0,281		0,293
Hansen test (Prob > chi2)		0,179		0,186

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

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

Ảnh hưởng của tỷ lệ nợ (TD) tới hiệu quả kinh doanh thông qua ROA và ROE cùng mức ý nghĩa 1%, hệ số hồi quy là 0,4623 và 0,5253. Kết quả này cho thấy tỷ số nợ (TD) ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh.

Tương tự như vậy, ảnh hưởng của Tỷ lệ nợ ngắn hạn tới ROA và ROE cũng là ảnh hưởng tích cực với mức ý nghĩa 1%, hệ số hồi quy α_2 là 0,3892; β_2 là 0,4258.

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 tín hiệu và lý thuyết cấu trúc vốn, đó là, 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. Đồng thời, kết quả nghiên cứu đã cho thấy sự đồng thuận với kết quả nghiên cứu của các nhà khoa học [1, 2, 10, 11].

5.3. Kết quả kiểm định vai trò điều tiết của chi phí đại diện trong mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh

Trên cơ sở mô hình gốc về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, cùng với những luận giải về vai trò điều tiết của chi phí đại diện (AC) trong mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả kinh doanh, nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh với sự điều tiết của chi phí đại diện như sau:

Mô hình 3:

$$ROA_{it} = \alpha_1 TD_{it} + \alpha_2 STD_{it} + \alpha_3 AC_{it} + \alpha_4 TD_{it} \times AC_{it} + \alpha_5 STD_{it} \times AC_{it} + Size_{it} + Age_{it} + GR_{it} + \varepsilon$$

Mô hình 4:

$$ROE_{it} = \beta_1 TD_{it} + \beta_2 STD_{it} + \beta_3 AC_{it} + \beta_4 TD_{it} \times AC_{it} + \beta_5 STD_{it} \times AC_{it} + Size_{it} + Age_{it} + GR_{it} + \varepsilon$$

Đặt

$$REG1_i = TD_{it} \times AC_{it}$$

$$REG2_i = STD_{it} \times AC_{it}$$

Trong đó, AC: Chi phí đại diện, AC gồm 2 thang đo TAU và CTR.

Mô hình nghiên cứu cuối cùng sẽ có dạng

Mô hình 5:

$$ROA_{it} = \alpha_1 TD_{it} + \alpha_2 STD_{it} + \alpha_3 AC_{it} + \alpha_4 REG1_{it} + \alpha_5 REG2_{it} + Size_{it} + Age_{it} + GR_{it} + \varepsilon$$

Mô hình 6:

$$ROE_{it} = \beta_1 TD_{it} + \beta_2 STD_{it} + \beta_3 AC_{it} + \beta_4 REG1_{it} + \beta_5 REG2_{it} + Size_{it} + Age_{it} + GR_{it} + \varepsilon$$

Các kết quả ước lượng được trình bày tại bảng 4.

Bảng 4. Vai trò của chi phí đại diện

Biến	Mô hình 5 (ROA)		Mô hình 6 (ROE)	
	Hệ số α	Độ lệch chuẩn	Hệ số β	Độ lệch chuẩn
TD	0,2121***	0,0713	0,2168***	0,0268
STD	0,1268***	0,0185	0,1672**	0,0216

TAU	0,0692**	0,0129	0,1783**	0,0121
CTR	0,1962***	0,0273	0,3278***	0,0682
REG ₁	0,0914**	0,0178	0,1964**	0,0984
REG ₂	0,0893*	0,0346	0,1593**	0,0241
REG ₂	-0,2486***	0,0678	-0,2534***	0,0946
REG ₂	-0,4436**	0,1002	-0,1897***	0,0213
Size	0,1625***	0,0048	0,3637***	0,0121
Age	-0,1230***	0,0064	-0,2201***	0,0097
GR	-0,1259***	0,0035	-0,5152***	0,0135

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

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

Vai trò điều tiết của cả hai biến chi phí đại diện được thể hiện khá rõ trong mô hình có mức ý nghĩa thống kê. Cụ thể như sau:

- Xét vai trò điều tiết của biến TAU

Trong mô hình 5, REG₁ và REG₂ có hệ số α tương ứng là 0,0914 và 0,0893 (có ý nghĩa thống kê), hệ số hồi quy giữa tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn với ROA lần lượt là 0,2121. Các kết quả này cho thấy khi TAU tăng, sẽ làm tăng thêm mức độ ảnh hưởng của cấu trúc tài chính lên ROA.

Trong mô hình 6, kết quả cũng khá tương đồng, REG₁ và REG₂ có hệ số β tương ứng là 0,1964 và 0,1593 cùng mức ý nghĩa 5%. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy giữa TD và STD với ROE lần lượt là 0,2168 và 0,1672, với mức ý nghĩa 10% và 5%. Kết quả này cho thấy TAU tăng, sẽ làm tăng thêm mức độ ảnh hưởng của cấu trúc tài chính lên ROE.

Như vậy, TAU có vai trò điều tiết tăng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, cụ thể là khi TAU tăng, làm tăng mức độ ảnh hưởng tích cực của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu thực nghiệm trước đó [12-14]. Trong đó, vai trò điều tiết của TAU trong sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới ROE mạnh hơn nhiều so với ROA.

- Xét vai trò điều tiết của biến CTR

Trong mô hình 5, REG₁₂ và REG₂₂ có hệ số α tương ứng là -0,2486 và -0,4436 với mức ý nghĩa lần lượt là 1% và 5%, hệ số hồi quy giữa tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn với ROA lần lượt là 0,2121, cùng có mức ý nghĩa 1%. Các kết quả này cho thấy khi CTR giảm, sẽ làm tăng thêm mức độ ảnh hưởng của TD và STD lên ROA.

Tương tự như vậy, trong mô hình 6, REG₁₂ và REG₂₂ có hệ số β tương ứng là -0,2534 và -0,1897 cùng với mức ý nghĩa 1%. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy giữa TD và STD với ROE lần lượt là 0,2168 và 0,1672, cùng có mức ý nghĩa 10%

và 5%. Kết quả này cho thấy CTR giảm, sẽ làm tăng thêm mức độ ảnh hưởng của TD và STD lên ROE.

Như vậy, CTR có vai trò điều tiết giảm ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, cụ thể, CTR giảm, làm tăng mức độ ảnh hưởng tích cực của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu [12, 13]. Trong đó, mức độ điều tiết của CTR trong sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh còn phụ thuộc vào thang đo ROA, hay ROE.

Tổng hợp các kết quả nghiên cứu được trình bày tại bảng 5. Kết quả này cho thấy, các giả thuyết nghiên cứu đều được chấp nhận.

Bảng 5. Tổng hợp kết quả nghiên cứu

Biến độc lập	Giả thuyết nghiên cứu		Kết quả nghiên cứu		Mức độ phù hợp
	ROA	ROE	ROA	ROE	
Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh					
TD	+	+	+	+	Phù hợp
STD	+	+	+	+	Phù hợp
Vai trò điều tiết của chi phí đại diện					
TAU	(↑)	(↑)	(↑)	(↑)	Phù hợp
CTR	(↓)	(↓)	(↓)	(↓)	Phù hợp

(+): Ảnh hưởng thuận chiều; (-): Ảnh hưởng ngược chiều

(↑): Vai trò làm mạnh lên; (↓): Vai trò làm giảm đi

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

6. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp nghiên cứu định lượng, nghiên cứu cho thấy cấu trúc tài chính có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh, chi phí đại diện có vai trò điều tiết mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả kinh doanh. Trong đó, hiệu suất sử dụng tổng tài sản làm tăng sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu làm giảm sự ảnh hưởng này. Mức độ điều tiết của hiệu suất sử dụng tổng tài sản trong sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới ROE mạnh hơn khá nhiều so với ROA. Ngược lại, mức độ điều tiết của tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu trong sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới ROA mạnh hơn so với ROE.

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. Đồng thời, việc tạo gia tăng hiệu suất sử dụng tổng tài sản và giảm tỷ lệ chi phí doanh nghiệp trên tổng doanh

thu sẽ làm gia tăng tính hiệu quả của sự ảnh hưởng của việc gia tăng nợ tới 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 theo cách tiếp cận chi phí đại diện. 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]. Margaritis D., Psillaki M., "Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance," *Journal of Banking & Finance*, 34, 621-632, 2010.
- [2]. Salim M., Yadav R., "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies," *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166, 2012.
- [3]. Spence M., "Signaling in retrospect and the informational structure of markets," *American Economic Review*, 92, 434 - 459, 2002.
- [4]. Modigliani F., Miller M. H., "The cost of capital, Coporation finance and the theory of investment," *The American Economic Review*, 48(3), 261-297, 1958.
- [5]. Jensen M. C., Mecking W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360, 1976.
- [6]. Berger A.N., DeYoung R., "Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks," *Journal of Banking and Finance*, 21, 849-870, 1997.
- [7]. Tian L., Estrin S., "Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?," *Journal of Comparative Economics*, 36(1), 74-89, 2008.
- [8]. Mohanad H. Y., Ali H., "Impact of Financial Structure on The Financial Stability: An Empirical Study in A Sample of Iraqi Companies," *International Journal of Psychosocial Rehabilitation*, 24(1), 1997-2017, 2020.
- [9]. Robb A. M., Robinson D. T., "The capital structure decisions of startup firms," *Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179, 2010.
- [10]. Kodongo O., Mokoaleli-Mokoteli T., Maina L. N., "Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya," *African Finance Journal*, 17(1), 1-20, 2014.
- [11]. Efni Y., "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), 27-37, 2017.

[12]. Davidson R., Goodwin Stewart J., Kent P., "Internal governance structures and earnings management," *Accounting & Finance*, 45(2), p. 241-267, 2005

[13]. Xu L. C., Zhu T., Lin Y., "Politician control, agency problems and ownership reform Evidence from China," *Economics of Transition*, 13(1), 1-24, 2005.

[14]. Florackis C., Ozkan A., "The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data," *European Financial Management*, 15(3), 497-528, 2009.

[15]. Fleming G., Heaney R., McCosker R., "Agency costs and ownership structure in Australia," *Pacific - Basin Finance Journal*, 13(1), 29-52, 2005.

[16]. Florackis C., Ozkan A., "The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data," *European Financial Management*, 15(3), 497-528, 2009.

[17]. Kokoreva M., Ulugova A., Chapter "Agency costs and capital structure choice in emerging markets" - *Economic and social development: Book of proceedings of the 2nd International Scientific Conference*. Paris, France, 384-396, 2013.

AUTHORS INFORMATION

Nguyen Thi Nguyet Dung¹, Nguyen Ba Lang²

¹School of Economics, Hanoi University of Industry, Vietnam

²School of Languages and Tourism, Hanoi University of Industry, Vietnam