

NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN TỚI KHẢ NĂNG SINH LỜI TRONG CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thanh Hiếu

Viện Kế toán – Kiểm toán, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: hieu39ktqd@gmail.com

Nguyễn Thúy Hằng

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: nth226@gmail.com

Ngày nhận: 24/6/2018

Ngày nhận bản sửa: 20/7/2018

Ngày duyệt đăng: 05/8/2018

Tóm tắt:

Trong nền kinh tế thị trường, quyết định sử dụng nợ hay vốn chủ sở hữu để tài trợ cho hoạt động kinh doanh trong doanh nghiệp là một vấn đề hết sức quan trọng đối với mỗi doanh nghiệp, là yếu tố ảnh hưởng rất lớn đến khả năng sinh lời và rủi ro tài chính mà doanh nghiệp có thể phải đối mặt. Bài viết này xây dựng và kiểm định mô hình tác động của cơ cấu nguồn vốn đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn từ năm 2013-2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) còn tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản lại có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Từ khóa: Nợ, vốn chủ sở hữu, khả năng sinh lợi.

Mã JEL: M41

Impact of Capital Structure on Profitability of Listed Firms in Vietnam

Abstract:

Deciding on the use of debt or equity to finance business operations in an enterprise is a very important issue for every business, which has a big influence on the business profitability and financial risk. This article builds and validates the model of impact of capital structure on the profitability of firms listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange from 2013 to 2017. Empirical evidences show that the short-term debt to total assets ratio has positively impact on return on equity (ROE), while the long-term debt to total assets ratio and total debt to total assets ratio have negatively impacts on return on equity (ROE).

Keywords: Debt, Equity, Profitability.

JEL code: M41

1. Giới thiệu

Tối đa hoá lợi nhuận là mục tiêu, động lực, và đòn bẩy kinh tế mà các doanh nghiệp khi tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh đều muốn hướng tới. Bởi vậy, để đạt được mục đích đó thì các nhà doanh nghiệp phải tìm hiểu, nghiên cứu các nhân tố ảnh

hưởng tới khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Từ đó tiến hành phân tích, đưa ra các biện pháp khắc phục hạn chế các nhân tố tiêu cực, hoặc những nhân tố chủ quan để góp phần nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Nghiên cứu đánh giá sự ảnh hưởng của cơ cấu

nguồn vốn (được đo lường bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) tới khả năng sinh lời (được đo lường bằng chỉ tiêu lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) đã được thực hiện nhiều ở các nước trên thế giới rất đa dạng và phong phú. Tuy nhiên, vẫn có rất nhiều quan điểm trái chiều và chưa thống nhất về chiều tác động của cơ cấu nguồn vốn lên khả năng sinh lời (Kester, 1986; Roden & Lewellen, 1995; Arbabiyan & Safari, 2009). Có những nghiên cứu cho rằng cơ cấu nguồn vốn tác động cùng chiều lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, một số khác cho rằng cơ cấu nguồn vốn tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, hoặc có những nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra không có mối quan hệ ý nghĩa giữa cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả kinh doanh. Do đó, vấn đề này vẫn tiếp tục cần được nghiên cứu để đưa thêm các bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới khả năng sinh lời cho các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán tại Thành phố Hồ Chí Minh.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nhóm những nghiên cứu thực nghiệm cho rằng cơ cấu nguồn vốn (tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) tác động cùng chiều lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Roden & Lewellen (1995) kiểm tra cấu trúc vốn của 48 công ty ở Mỹ trong thời gian 1981-1990, đã thừa nhận mối tương quan thuận giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và khả năng sinh lời. Gần đây, nghiên cứu của Arbabiyan & Safari (2009) về tác động của cơ cấu nguồn vốn lên lợi nhuận thực hiện trên 100 công ty niêm yết của Iran từ năm 2001-2007 cho thấy nợ ngắn hạn và tổng nợ có tương quan dương với ROE; trong khi nợ dài hạn có mối tương quan nghịch với ROE. Các nghiên cứu thực nghiệm trên đều hoàn toàn trùng khớp với lý thuyết của Modigliani & Miller (1958) trong môi trường có thuế thu nhập doanh nghiệp, khi càng gia tăng tỷ số nợ thì khả năng sinh lời càng cao.

Lê Thị Mỹ Phương (2014), khi nghiên cứu 207 công ty niêm yết của ngành xây dựng cho thấy cơ cấu nguồn vốn đều tác động dương tới kết quả hoạt động kinh doanh. Có nghĩa là các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng đang sử dụng một cơ cấu nguồn vốn hợp lý, có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Nhóm những nghiên cứu thực nghiệm cho rằng cơ cấu nguồn vốn (tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) tác động

ngược chiều lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Kester (1986) đã tìm ra mối tương quan nghịch biến giữa cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả kinh doanh các công ty Mỹ và Nhật Bản. Kết quả này giống với các nghiên cứu được thực hiện ở các nước đã phát triển bởi Friend & Lang (1988), Titman & Wessels (1988) cho các công ty ở Mỹ, Ranja & Zingales (1995) cho các nước thuộc G7 và Wald (1999) cho các nước đã phát triển. Wiwattanakantang Yupana (1999) nghiên cứu 270 công ty ở Thái Lan cũng cho rằng cơ cấu nguồn vốn tác động ngược chiều lên hiệu quả kinh doanh.

Booth & cộng sự (2001) phát triển một nghiên cứu nhằm tìm mối tương quan giữa cơ cấu nguồn vốn và khả năng sinh lời của nhiều công ty ở các nước có thị trường tài chính khác nhau. Booth & cộng sự (2001) đi đến kết luận rằng các biến có tác động tới việc lựa chọn cơ cấu nguồn vốn của các công ty ở các nước có thị trường tài chính khác nhau là tương tự nhau. Bên cạnh đó, Booth & cộng sự (2001) cũng kết luận rằng lợi nhuận có mối quan hệ ngược chiều với mức độ sử dụng nợ và quy mô công ty.

Huang & Song (2006) nghiên cứu của 1000 công ty tại Trung Quốc cũng tìm thấy mối tương quan nghịch giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty. Chakraborty (2010) nghiên cứu các công ty Ấn Độ cũng thừa nhận cơ cấu nguồn vốn tác động ngược chiều lên hiệu quả kinh doanh.

Pathak Rajesh (2011) trong nghiên cứu của mình đã nhận thấy rằng đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu này không phù hợp với nhiều nghiên cứu thực tại các nước phương Tây, nhưng lại phù hợp với một vài nghiên cứu thực hiện ở các nước châu Á. Một lý do quan trọng của kết quả mâu thuẫn này là chi phí vay mượn ở các nước đang phát triển cao hơn các nước phát triển.

Abul (2012), trong nghiên cứu của mình về các công ty trong lĩnh vực kỹ thuật ở Pakistan, đã cho thấy đòn bẩy tài chính có mối quan hệ nghịch với hiệu quả hoạt động đo lường bởi tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA), tổng lợi nhuận biên (GPM) và Tobin's Q. Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động đo lường bởi tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) là nghịch biến nhưng tác động không đáng kể.

Tại Việt Nam hiện nay, cũng đã có một số nghiên cứu về đánh giá cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp như Doãn Thùy Dương & Đinh Thế Hùng (2014). Nghiên cứu này lấy dữ liệu của 235 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2009-2013. Kết quả chỉ ra rằng hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu (tổng nợ dài hạn/ tổng vốn chủ sở hữu) và hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (tổng nợ/ tổng vốn chủ sở hữu) tương quan âm với khả năng sinh lời - được đo lường bằng ROE và tỷ suất lợi nhuận trên cổ phần (EPS). Đồng quan điểm với nghiên cứu trên, Phan Thanh Hiệp (2016), với đề tài nghiên cứu chuyên sâu về vấn đề cơ cấu nguồn vốn đối với 95 doanh nghiệp thuộc nhóm ngành công nghiệp Việt Nam giai đoạn 2007-2013, đã chỉ ra doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì càng có xu hướng sử dụng nợ nhiều vốn vay hơn trong tổng tài sản, và doanh nghiệp càng có khả năng sinh lời tốt thì họ lại có xu hướng giảm tỷ trọng nợ trên tổng tài sản chứ không có xu hướng vay nợ nhiều hơn để tận dụng lợi ích lá chắn thuế.

Nhóm những nghiên cứu thực nghiệm thừa nhận tác động hỗn hợp giữa cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Abor (2005) đã nghiên cứu về sự ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn lên mức sinh lợi công ty niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Ghana trong suốt thời kỳ 5 năm (1998-2002). Tác giả này đã phát hiện ra có ý nghĩa tương quan thuận giữa tỷ số nợ ngắn hạn trên tài sản và ROE, và cho rằng các công ty sử dụng nhiều nợ ngắn hạn trong việc tài trợ cho hoạt động kinh doanh của họ. Mặt khác, nợ ngắn hạn rất được chuộng đối với các công ty Ghana, khoảng 85% nợ ngắn hạn trong tổng nợ. Trong khi đó, những kết quả cũng đã cho thấy có mối quan hệ nghịch giữa tỷ số nợ dài hạn trên tài sản và ROE.

Amjed (2007) đã nghiên cứu thực nghiệm các công ty niêm yết trong ngành dệt may tại Pakistan để tìm ra sự tác động của cơ cấu nguồn vốn lên mức sinh lợi. Dữ liệu bao gồm báo cáo tài chính của 100 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Karachi trong giai đoạn 1999-2004. Mức sinh lợi được đo lường qua chỉ số ROE, cơ cấu nguồn vốn là các tỷ lệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản và tổng nợ trên tổng tài sản. Kết quả chỉ ra rằng tỷ số nợ ngắn hạn có ý nghĩa và tương quan thuận với mức sinh lợi. Việc sử dụng nhiều nợ

ngắn hạn trong cơ cấu nguồn vốn sẽ làm gia tăng lợi nhuận. Tuy nhiên, nợ dài hạn thì có ý nghĩa và tác động ngược lại với nợ ngắn hạn. Nợ dài hạn làm gia tăng chi phí (kể cả chi phí gián tiếp và trực tiếp), vì thế nợ dài hạn càng cao thì mức sinh lợi càng thấp. Kết quả cũng chỉ ra rằng không có mối quan hệ giữa tổng nợ trên tổng tài sản và ROE.

Rehman & cộng sự (2012) nghiên cứu tác động của cấu trúc nợ lên khả năng sinh lợi của các công ty trong ngành dệt ở Pakistan. Tác giả đã chọn ngẫu nhiên 17 công ty trong ngành dệt và sử dụng phương pháp bình quân nhỏ nhất. Mức sinh lợi được đo lường qua chỉ số ROE còn cơ cấu nguồn vốn đo lường bằng các tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA), nợ dài hạn trên tổng tài sản trên tổng tài sản (LAD) và tổng nợ trên tổng tài sản (DA). Kết quả chỉ ra rằng có mức ý nghĩa và tương quan thuận giữa nợ ngắn hạn và ROE, tuy nhiên giữa nợ dài hạn và tổng nợ thì không có ý nghĩa tương quan với ROE.

Nhóm những nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng không có mối quan hệ ý nghĩa giữa cơ cấu nguồn vốn (tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Một vài nghiên cứu chỉ ra rằng không có mối quan hệ ý nghĩa giữa cơ cấu nguồn vốn (tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) và hiệu quả hoạt động kinh doanh. Ebaid (2009) nghiên cứu tác động của tỷ số nợ lên hiệu quả hoạt động của công ty bằng việc đưa ra ba thước đo mức sinh lợi đó là tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA), tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận gộp biên (GM). Kết quả nghiên cứu dựa trên dữ liệu của các công ty niêm yết tại Ai Cập trong thời gian từ năm 1997 đến năm 2005. Tác giả đưa ra kết quả nghiên cứu nợ ngắn hạn và tổng nợ tương quan ngược chiều với ROA nhưng mức ý nghĩa rất yếu, trong khi đó nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ không có ý nghĩa với ROE và GM.

Eikelish (2007) cũng tiến hành khảo sát tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp tại các Tiểu vương quốc A-Rập thống nhất. Ông thu thập dữ liệu từ các báo cáo tài chính của công ty thực phẩm niêm yết giai đoạn từ năm 1996 đến năm 2000. Trong bài nghiên cứu, Eikelish sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định cấu trúc tài chính bao gồm chi phí lãi vay, rủi ro kinh doanh của các doanh nghiệp. Các yếu tố để xác định cấu trúc tài chính bao gồm chi phí lãi vay, rủi ro kinh doanh của công ty, chỉ số

tăng trưởng, lợi nhuận. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu không tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp.

Prahalathan (2011) nghiên cứu tác động của tỷ lệ nợ trên tổng tài sản lên mức sinh lợi của công ty, trường hợp nghiên cứu thực nghiệm cho các công ty đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Colombo (Srilanka) với mẫu là 65 công ty trong thời kỳ 2003-2007. Kết quả chỉ ra rằng tỷ số nợ ngắn hạn, dài hạn và tổng nợ không có ý nghĩa với ROE và ROA.

Như vậy, tổng quan các công trình nghiên cứu đã thực hiện có thể rút ra một số nhận xét như sau:

Thứ nhất, các nghiên cứu thực nghiệm từ các nền kinh tế cho ta thấy đề tài này đã được nghiên cứu nhiều ở các nước trên thế giới rất đa dạng và phong phú. Tuy nhiên, vẫn có rất nhiều quan điểm trái chiều và hỗn hợp về tác động của tỷ lệ nợ trên tổng tài sản lên hiệu quả hoạt động kinh doanh, cụ thể ở đây là chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE.

Thứ hai, các nghiên cứu trước về đề tài này ở Việt Nam khi bàn đến cơ cấu nguồn vốn thì chỉ mới nghiên cứu về tỷ lệ nợ dài hạn, nhưng số liệu thống kê thực tế cho thấy tỷ lệ các công ty sử dụng nợ ngắn hạn ở Việt Nam là rất lớn nhưng chưa được nghiên cứu.

Như vậy, bài viết này tác giả sẽ bổ sung thêm nhân tố mới (nợ ngắn hạn) vào mô hình nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam để cung cấp thêm bằng chứng về ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới khả năng sinh lời của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Thứ nhất, hệ số nợ trên tổng tài sản hữu giúp nhà đầu tư có một cái nhìn khái quát về sức mạnh tài chính, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp và làm thế nào doanh nghiệp có thể chi trả cho các hoạt động. Về nguyên tắc, hệ số này càng nhỏ, có nghĩa là nợ phải trả chiếm tỷ lệ nhỏ so với tổng tài sản hay tổng nguồn vốn thì doanh nghiệp ít gặp khó khăn hơn trong tài chính. Hệ số này càng cao thể hiện cơ cấu nguồn vốn càng rủi ro của doanh nghiệp, khả năng gặp khó khăn trong việc trả nợ hoặc phá sản của doanh nghiệp càng lớn. Đã có nhiều nghiên cứu kiểm định mối quan hệ này. Theo công trình nghiên cứu của Friend & Lang (1988), Rajan & Zingales (1995), Wald (1999), Wiwattanakantang Yupana (1999), Titman & Wessels (1988) cho rằng hệ số nợ tỉ lệ nghịch với khả năng sinh lời, tức là khi tăng hệ số nợ lên thì sẽ làm cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp giảm xuống.

Vậy đối với các doanh nghiệp niêm yết trên sàn

Bảng 1: Các biến trong mô hình

Các chỉ tiêu	Cách tính
Biến phụ thuộc (ROE)	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu = $\frac{LNST}{Vốn\ chủ\ sở\ hữu}$
Biến độc lập	Tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD) = $\frac{Nợ\ ngắn\ hạn}{Tổng\ tài\ sản}$
+ STD	
+ LTD	Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD) = $\frac{Nợ\ dài\ hạn}{Tổng\ tài\ sản}$
+ TD	Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (TD) = $\frac{Tổng\ nợ\ phải\ trả}{Tổng\ tài\ sản}$
Biến kiểm soát	
+ Tang	Tỷ lệ tài sản cố định (Tang) = $\frac{Nguyên\ giá\ TSCĐ}{Tổng\ tài\ sản}$
+ SG	Tốc độ tăng trưởng (SG) = $\frac{DTT_t - DTT_{t-1}}{DTT_{t-1}}$
+ Size	Quy mô công ty (Size) = Logarit tự nhiên của tổng tài sản
+ Liq	Khả năng thanh toán hiện thời (Liq) = $\frac{TSNH}{Nợ\ ngắn\ hạn}$

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Giá trị trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
ROE	0,1213	0,1130	1,5609	-1,6022	0,1792
STD	0,3574	0,3238	0,9720	0,00047	0,2099
LTD	0,1199	0,0526	0,9574	0	0,1528
TD	0,4774	0,4998	0,9835	0,00047	0,2188
TANG	0,1870	0,1165	0,9408	0	0,2072
SG	0,5464	0,1069	74,6015	-1,0392	3,4887
SIZE	27,7407	27,7132	32,9960	20,593	1,4736
LIQ	4,3432	1,6272	2.121,488	0,05003	53,1798

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

chúng khoản Hồ Chí Minh ở Việt Nam, khả năng sinh lời và cơ cấu nguồn vốn có mối quan hệ như thế nào? Do đó, tác giả đưa ra giả thuyết thứ nhất.

H1: Có mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa hệ số nợ và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh.

Thứ hai, trong tổng số tiền vay nợ của doanh nghiệp có thể chia thành hai loại là nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Về mặt lý thuyết, khi sử dụng nợ ngắn hạn các công ty phải thường xuyên lặp lại vòng quay trả nợ cũ và vay nợ mới. Lãi suất trong ngắn hạn thì có thể thay đổi trong thời gian ngắn đối với trường hợp cần vốn khẩn cấp gây ra sự bất ổn trong tâm lý sử dụng vốn. Còn đối với nợ dài hạn thì lãi suất ổn định trong thời gian dài. Theo nghiên cứu của Abor (2005), khi nghiên cứu số liệu thực tế trên sàn chứng khoán của Ghana trong giai đoạn 1998-2003 đã chỉ ra rằng hệ số nợ ngắn hạn tỷ lệ thuận với hiệu quả kinh doanh; trong khi hệ số nợ dài hạn tỷ lệ nghịch với hiệu quả kinh doanh. Để giải thích cho kết luận này Abor (2005) cho rằng nợ ngắn hạn tuy rủi ro lớn nhưng chi phí vay nợ tương đối thấp. Ngược lại, nợ dài hạn có rủi ro ít hơn nhưng lãi suất ổn định, nên ngay cả khi không có nhu cầu vốn thì công ty vẫn phải trả khoản lãi định kỳ nên chi phí vay nợ tương

đối cao. Trong bối cảnh ở Việt Nam, để xác định ảnh hưởng của cơ cấu nợ ngắn hạn và cơ cấu nợ dài hạn tới khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu tiếp theo:

H2: Có mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa hệ số nợ ngắn hạn và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh.

H3: Có mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa hệ số nợ dài hạn và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh..

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu ảnh hưởng cơ cấu nguồn vốn tới khả năng sinh lời:

$$ROE_{i,t} = 0 + 1 STD_{i,t} + 2 LTD_{i,t} + 3 TD_{i,t} + 4 Tang_{i,t} + 5 SG_{i,t} + 6 Size_{i,t} + 7 Liq_{i,t} + i_{i,t} \quad (1)$$

Dữ liệu nghiên cứu: các dữ liệu nghiên cứu là các dữ liệu được tổng hợp chủ yếu từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán và công bố của 326 công ty niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh trong 5 năm (từ năm 2013 đến năm 2017).

Bài viết đã thực hiện các kiểm định về sự phù hợp của mô hình và sự tuân thủ các giả thiết hồi quy xem xét xem liệu mô hình có vi phạm các giả thiết hồi quy (phương sai sai số không đổi, các phần dư độc

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

	ROE	STD	LTD	TD	TANG	SG	SIZE	LIQ
ROE	1							
STD	0,43837	1						
LTD	-0,58672	-0,30416	1					
TD	-0,49735	0,74680	0,40639	1				
TANG	0,02084	-0,25649	0,32194	-0,02125	1			
SG	0,01370	-0,03758	-0,01864	-0,04906	-0,08672	1		
SIZE	-0,11793	0,20506	0,17578	0,31940	-0,01791	-0,07451	1	
LIQ	0,02088	-0,08549	-0,03220	-0,10448	-0,03565	0,03433	-0,08852	1

Bảng 4: Kết quả kiểm định khuyết tật đa cộng tuyến của mô hình

Variable	Variance	VIF	VIF
C	0,126464	384,3013	NA
STD	0,019569	10,21791	2,619764
LTD	2,86E-05	1,027459	1,009878
TD	0,017953	15,04705	2,612582
TANG	0,008936	2,116295	1,165869
SG	2,75E-05	1,041531	1,016578
SIZE	0,000172	403,9518	1,135973
LIQ	1,18E-07	1,024312	1,017521

lập, không có tự tương quan).

Sự phù hợp của mô hình được xác định thông qua giá trị thống kê F thu được sau các ước lượng: khi giá trị Prob (F-statistic) < 0,1 được coi là mô hình phù hợp.

Giả thiết về phương sai sai số không đổi được kiểm định thông qua kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey. Nếu giá trị Prob.F thu được sau kiểm định này < 0,1 thì kết luận mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi và cần phải khắc phục.

Đối với giả thiết về tự tương quan, vận dụng quy tắc kiểm định tự tương quan thông qua hệ số Durbin Watson (DW) như sau: (i) Nếu $1 < DW < 3$: mô hình không có tự tương quan, (ii) Nếu $0 < DW < 1$: mô hình có tự tương quan dương, (iii) Nếu $3 < DW < 4$: mô hình có tự tương quan âm.

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Từ kết quả Bảng 2, ta thấy giá trị trung bình của tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các công ty niêm yết trên Sàn chứng khoán Hồ Chí Minh là 0,121353 tương đương với 12,1353%, giá trị lớn nhất của chỉ tiêu này là 1,5609 (156,09%), giá trị nhỏ nhất là -1,6022 (-160,22%) với độ lệch chuẩn là 0,1792 (17,92%). Trong giai đoạn này, giá trị trung bình của 3 biến độc lập STD, LTD và TD là 0,3574; 0,1199 và 0,4774. Từ các giá trị này ta có thể nhận thấy các công ty niêm yết trên Sàn chứng khoán Hồ Chí Minh có xu hướng ưu tiên sử dụng nợ ngắn hạn hơn nợ dài hạn.

4.2. Phân tích tương quan

Tỷ suất lợi nhuận ROE có quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ ngắn hạn với hệ số 0,43837 và ngược chiều với 2 chỉ tiêu tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản biểu hiện ở hệ số tương quan âm giữa các biến này là -0,58672 và -0,49735. Đây là một tỷ lệ tương quan ở mức trung bình chứng tỏ các hệ số nợ có tác động đến tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE và vấn đề này sẽ được kiểm định cụ thể hơn trong phần sau của bài nghiên cứu. Ngoài ra, từ bảng số liệu ta có thể thấy các biến còn lại tương quan với nhau khá thấp chứng tỏ mức độ độc lập giữa các biến là cao (Bảng 3).

4.3. Các kiểm định của mô hình

Kiểm định đa cộng tuyến

Xem xét kết quả hệ số VIF tại Bảng 4, ta thấy các giá trị VIF của tất cả các biến độc lập và biến kiểm soát đều nhỏ hơn 5, vì vậy mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi – Kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey ta thu được giá trị với Prob(F) = 0,6458 > 0,05 nên suy ra mô hình không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Kiểm định bỏ sót biến

Trong kiểm định bỏ sót biến tác giả sử dụng kiểm định Ramsey và thu được kết quả với Prob(F) = 0,2391 > 0,05 nên suy ra mô hình không có hiện tượng bỏ sót biến.

Bảng 5: Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	17,1392	Prob. F(7,1622)	0,6458
Obs*R-squared	112,2624	Prob. Chi-Square(7)	0,1124
Scaled explained SS	133,8216	Prob. Chi-Square(7)	0,3654

Bảng 6: Bảng kết quả kiểm định bỏ sót biến

Ramsey RESET Test			
Equation: UNTITLED			
Specification: ROE C STD LTD TD TANG SG SIZE LIQ			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	1,17774	1621	0,2391
F-statistic	1,387071	(1, 1621)	0,2391
Likelihood ratio	1,394176	1	0,2377
F-test summary:			
	Sum of Sq,	df	Mean Squares
Test SSR	0,743834	1	0,743834
Restricted SSR	870,0253	1622	0,53639
Unrestricted SSR	869,2815	1621	0,536262
Unrestricted SSR	869,2815	1621	0,536262
LR test summary:			
	Value	df	
Restricted LogL	-1801,202	1622	
Unrestricted LogL	-1800,505	1621	

Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Kết quả thu được tại Bảng 7 cho thấy giá trị Prob (F-statistic) = 0,000 nên kết luận mô hình nghiên cứu là phù hợp.

4.4. Ước lượng mô hình

Từ Bảng 7 ta thấy tất cả các biến STD (Tỷ lệ nợ ngắn hạn), LTD (Tỷ lệ nợ dài hạn), TD (Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản), Tang (tỷ lệ tài sản cố định), SG (tốc độ tăng trưởng doanh thu), Size (Quy mô công ty), Liq (khả năng thanh toán hiện thời), đều có ảnh hưởng tới ROE. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của công ty do có mức ý nghĩa Prob < 5% với các biến giải thích 63,245% sự thay đổi của ROE. Trong đó, hai biến độc lập LDE và DE đều tác động ngược chiều đến ROE.

4.5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Với mức ý nghĩa 5%, các biến độc lập trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê lớn và mô hình hồi quy là phù hợp. Dựa vào các lý thuyết cổ điển và tân cổ điển cũng như dựa phân tích dữ liệu các báo cáo tài chính của 326 công ty niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh thì ta nhận thấy lợi

nhuận có mối quan hệ mật thiết với cơ cấu nguồn vốn. Cụ thể, khi các chỉ tiêu về cơ cấu nguồn vốn thay đổi thì có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận. Trong bài nghiên cứu này tác giả sử dụng ba biến độc lập là tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản. Trong đó, tỷ lệ nợ ngắn hạn tác động cùng chiều đến ROE còn 2 biến còn lại có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE. Khi công ty sử dụng nhiều nợ, đặc biệt là nợ dài hạn, thì theo tâm lý của nhà đầu tư có nghĩa là công ty đang đối mặt với những rủi ro tài chính, gây ra những trở ngại nhất định trong việc ra quyết định của nhà đầu tư. Điều này sẽ khiến cho lợi nhuận kỳ vọng của doanh nghiệp giảm xuống.

Như vậy, kết quả thu được cho thấy bài viết đã nhất quán với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Abor (2005), Amjed (2007), Arbabiyan & Safari (2009) khi kết luận có ý nghĩa tương quan thuận giữa tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản với ROE. Kết quả nghiên cứu cũng nhất quán với Mahfuzah & Raj (2012) khi kết luận tỷ lệ nợ dài hạn có mối tương quan nghịch với ROE. Đối với mối quan hệ tương quan nghịch của tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản

Bảng 7: Kết quả kiểm định sự phù hợp của mô hình

R-squared	0,63245
F-statistic	15,38682
Prob(F-statistic)	0,0000

Bảng 8: Kết quả ước lượng mô hình hồi quy

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3,3617	0,3556	9,4531	0,3546
STD	0,1940	0,1399	1,3871	0,0024
LTD	-0,0266	0,0053	4,9791	0,0000
TD	-0,1687	0,1340	1,2590	0,0012
TANG	0,1371	0,0945	1,4503	0,0126
SG	0,0039	0,0052	0,7350	0,0425
SIZE	-0,1106	0,0131	-8,4235	0,0000
LIQ	0,0006	0,0003	1,7503	0,0165

và ROE, thì đồng quan điểm với Abor (2005), Arb-
abiyan & Safari (2009); nhưng lại không có ý nghĩa
đối với nghiên cứu thực nghiệm Amjed (2007).

Bên cạnh đó, với hệ số xác định = 0,63245 cho
thấy các nhân tố tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn,
tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ tài sản cố định,
khả năng thanh toán hiện thời, tốc độ tăng trưởng
doanh thu, quy mô công ty giải thích được 63,245%
sự biến đổi của tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở
hữu ROE. Còn lại, 36,755% sự thay đổi của ROE
sẽ được giải thích bởi các nhân tố bên trong doanh
nghiệp không được đưa vào mô hình và các biến bên
ngoài doanh nghiệp.

4.6. Một số đề xuất và khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn tác
động hỗn hợp lên tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp;
cụ thể, trong ngắn hạn gia tăng sử dụng nợ làm tăng
tỷ suất sinh lời, nhưng trong dài hạn khi tỷ lệ nợ
dài hạn tăng thì tác động làm giảm tỷ suất sinh lời
của doanh nghiệp. Điều này cho thấy các doanh
nghiệp chưa có chiến lược kinh doanh dài hạn hợp lý.
Nguyên nhân là do việc phát hành huy động nhiều
vốn cổ phần nhưng việc sử dụng vốn không hiệu quả
đã làm gia tăng chi phí và giảm hiệu quả của việc
sử dụng vốn, việc đầu tư quá nhiều, dàn trải vào các
lĩnh vực hoạt động không phải là sở trường của công
ty. Chính vì thế, các công ty nên phát huy việc huy
động nợ dài hạn để đầu tư vào chiến lược phát triển
doanh nghiệp nhằm tăng trưởng trong tương lai, từ
đó nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, các công ty nên khai thác thêm các
kênh huy động vốn. Các doanh nghiệp Việt Nam vẫn
có truyền thống đi vay ngân hàng hoặc phát hành
thêm cổ phiếu để tài trợ cho các hoạt động của công
ty. Tuy nhiên, việc phát hành thêm cổ phiếu hay vay
nợ đều đòi hỏi doanh nghiệp phải làm nhiều thủ tục,
chi phí cao và bị chi phối bởi tình hình kinh tế cũng

như các tín hiệu của thị trường chứng khoán. Công
ty có thể tìm kiếm nguồn vốn tài trợ bằng cách phát
hành trái phiếu, vay nợ từ nguồn phi ngân hàng hay
thương lượng chính sách nợ tốt từ các nhà cung cấp
để chủ động nguồn cung tiền.

Hơn nữa, các doanh nghiệp nên ưu tiên sử dụng
nguồn tự có trước khi vay nợ hay phát hành thêm cổ
phần sẽ làm thu nhập cổ đông cao hơn, giá trị của
doanh nghiệp cũng được gia tăng. Phát hành thêm
cổ phần sẽ làm pha loãng giá trị cổ phiếu, gia tăng áp
lực chi trả cổ tức cho các cổ đông. Vay nợ sẽ làm gia
tăng chi phí lãi vay và bị phụ thuộc vào ngân hàng,
đôi khi các ngân hàng can thiệp vào một số quyết
định trong thanh toán. Tuy nhiên, cần phải cân nhắc
giữa chi phí lãi vay với chi phí thuế để có quyết định
phù hợp.

5. Kết luận

Việc doanh nghiệp lựa chọn cấu trúc vốn được
xem xét dựa trên việc phân tích các nhân tố ảnh
hưởng, mức độ tác động cụ thể. Các nghiên cứu
thực nghiệm đã có những ý kiến trái ngược nhau về
sự ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng của từng nhân
tố do sự khác nhau giữa phương pháp luận và quan
điểm giữa các học giả. Trong bài viết này, với bằng
chứng thực nghiệm đã chỉ ra rằng tỷ lệ nợ ngắn hạn
trên tổng tài sản tác động cùng chiều đến ROE, tỷ lệ
nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản có tác
động ngược chiều đến ROE. Bài viết còn một số hạn
chế như chưa xem xét đến tác động của cấu trúc vốn
cho từng ngành vì mỗi ngành có một đặc thù riêng,
có quá trình phát triển và chu kỳ kinh doanh khác
nhau để từ đó có được những nhận định về việc sử
dụng nợ tác động như thế nào đến hiệu quả của do
anh nghiệp hoạt động ở những ngành khác nhau. Các
nghiên cứu trong tương lai nên có sự phân ngành các
doanh nghiệp để kết quả nghiên cứu mang tính khái
quát cao hơn.

Tài liệu tham khảo:

- Abor, J. (2005), 'The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana', *Journal of Rick Finance*, 6(5), 438-447.
- Abu-Rub, N. (2012), 'Capital structure and firm performance; evidence from palestine stock exchange', *Journal of Money, Investment and Banking*, 23, 109-117.
- Arbabiyan, A. & Safari, M. (2009), 'The effects of capital structure and profitability in the listed firms in Tehran Stock Exchange', *Journal of Management Perspective*, 33, 159-175.
- Booth, L., Aivanzian, V., Hunt, A. & Maksimovic, D. (2001), 'Capital structure in developing countries', *Journal of Finance*, 56, 87-130.
- Chakraborty, I. (2010), 'Capital structure in an emerging stock market: The case of India', *Research in International Business and Finance*, 24, 295-314.
- Doãn Thùy Dương & Đinh Thế Hùng (2014), 'Cấu trúc nguồn vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số đặc biệt T12/2014, 30-37.
- Ebaid, I.E. (2009), 'The impact of capital - structure choice on firm performance empirical evidence from Egypt', *The Journal of Rick Finance*, 10(50), 477-487.
- ElKelish, Walaa Wahid (2007), 'Financial structure and firm value: empirical evidence from the United Arab Emirates', *International Journal of Business Research*, 7, 69-76.
- Friend, I. & Lang, L.H.P. (1988), 'An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure', *Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Huang, S. & Song, F.M. (2006), 'The determinants of capital structure: evidence from China', *China Economic Review*, 17, 14-35.
- Kester, W. (1986), 'Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations', *Financial Management*, 15, 5-16.
- Lê Thị Mỹ Phương (2014), 'Nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các công ty ngành xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán', *Tạp chí Tài chính*, 598, 79-80.
- Mahfuzah, S. & Raj, Y. (2012), 'Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies', *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American Economic Review*, 48, 120-127.
- Pathak Rajesh (2012), 'The role of ownership structure in firm performance: A study of Indian Manufacturing company', *The IUP Journal of Corporate Governance*, 11(3), 36-47.
- Phan Thanh Hiệp (2016), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp công nghiệp: Nghiên cứu từ mô hình GMM', *Tạp chí Tài chính*, 1, 47-51.
- Prahalathan B, Dr. RPC Ranjani (2011), 'The Impact of capital Structure–Choice on Firm Performance: Empirical Investigation of Listed companies in Colombo Stock Exchange, Sri Lanka', *International Journal of Research Commerce Management*, 2.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995), 'What do we know about capital structure? Some evidence from international data', *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rehman, W.U., Fatima, G. & Ahmad, M. (2012), 'Impact of debt structure on profitability in Textile industry of Pakistan', *Int.J.EcoRes.*, 312, 61-70.
- Roden, D. & Lewenllen, W. (1995), 'Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts financial management', *Financial Management*, 24, 76-87.
- Titman, S. & Wessel, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', *Journal of Finance*, 1(43), 1-19.
- Wald, J. (1999), 'How firm characteristics affect capital structure: an international comparison', *Journal of Financial Research*, 22, 161-87.
- Wiwattanakantang, Yupana (1999), 'An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms', *Pacific Basin Finance Journal*, 7(3-4), 371-403.