

---

# ĐÒN BẢY TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM KHI CÓ ĐIỀU TIẾT BỞI QUY MÔ DOANH NGHIỆP

**Lê Hoàng Vinh**

*Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: vinhlh@uel.edu.vn*

**Phạm Thu Phương**

*Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh*

*Email: phuongpt17404c@st.uel.edu.vn*

Mã bài: JED - 92

Ngày nhận: 02/4/2021

Ngày nhận bản sửa: 23/4/2021

Ngày duyệt đăng: 05/02/2022

## **Tóm tắt:**

*Bài viết xác định sự điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp đối với tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, sử dụng phương pháp ước lượng GMM hệ thống 2 bước dựa trên bộ dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán và các thông kê giao dịch cổ phiếu của 515 doanh nghiệp. Kết quả ước lượng khẳng định rằng đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, đồng thời quy mô doanh nghiệp góp phần làm tác động này trở nên mạnh mẽ hơn. Kết quả nghiên cứu gợi ý, khuyến nghị các doanh nghiệp chú trọng mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp với đòn bẩy tài chính nhằm đảm bảo mục tiêu hiệu quả tài chính.*

**Từ khóa:** Đòn bẩy tài chính, Hiệu quả tài chính, Quy mô doanh nghiệp.

**Mã JEL:** G30, G32, G39

## **Financial leverage and financial performance of listed firms in Vietnam with firm size as a moderating variable**

### **Abstract:**

*This paper investigates the impact level of financial leverage on financial performance of non-financial listed firms with firm size as a moderating variable. GMM was employed to process data that were collected from audited financial statements and stock prices of 515 listed firms. The results show that financial leverage has a negative impact on financial performance, and this impact becomes stronger when firm size is added. Based on the findings, some suggestions are proposed for getting expected financial performance.*

**Keywords:** Financial leverage, financial performance, firm size.

**JEL Codes:** G30, G32, G39

## **1. Giới thiệu**

Một trong những lợi ích cơ bản từ quyết định vay nợ là lá chắn thuế từ lãi vay, góp phần gia tăng hiệu quả tài chính thể hiện qua tác động gia tăng giá trị doanh nghiệp, mối quan hệ này được khẳng định bởi Lý thuyết M&M của Modigliani & Miller (1958). Tuy nhiên, căn cứ chức năng phân phối của tài chính, doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán lãi vay không tùy thuộc kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh (Ngô Kim Phương & cộng sự, 2021), nguyên lý quản trị tài chính doanh nghiệp cho rằng quyết định vay nợ sẽ hình thành đòn bẩy tài chính (Arnold, 2013; Horne & Wachowicz, 2008; Brealey & cộng sự, 2008). Đòn bẩy tài

---

chính có thể góp phần gia tăng hoặc suy giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, được giải thích bởi mô hình EBIT-EPS bàng quan (Horne & Wachowicz, 2008) và lý thuyết M&M (Ngô Kim Phượng & cộng sự, 2021; Brealey & cộng sự, 2008).

Lý thuyết lợi thế kinh tế vì quy mô cho rằng doanh nghiệp có thể tiết kiệm chi phí hơn cùng với sự gia tăng quy mô doanh nghiệp (Moore, 1959), qua đó tính hiệu quả của đòn bẩy tài chính được đảm bảo và tác động gia tăng hiệu quả tài chính; tuy nhiên lý thuyết bất lợi kinh tế vì quy mô gợi ý mối quan hệ ngược lại (Canback & cộng sự, 2006). Theo Lý thuyết đại diện, quy mô doanh nghiệp càng lớn sẽ giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin, tính hiệu quả của quyết định người quản lý về việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ đáng tin cậy hơn, qua đó càng làm gia tăng hiệu quả tài chính doanh nghiệp (Dawar, 2014). Một số ít nghiên cứu gần đây đã quan tâm đến sự điều tiết của quy mô doanh nghiệp đối với tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp, tuy nhiên kết quả nghiên cứu cũng chưa nhất quán, Ochieng' Wayongah & Mule (2019) cho rằng sự tồn tại của quan hệ điều tiết theo hướng giảm nhẹ, trong khi Meshack & cộng sự (2020) và Santosa (2020) đưa ra kết luận ngược lại. Bên cạnh đó, nhóm tác giả chưa tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ điều tiết này cho trường hợp các doanh nghiệp Việt Nam. Vì vậy, mục tiêu của bài viết này là cung cấp bằng chứng về sự điều tiết của yếu tố quy mô doanh nghiệp đối với tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam.

## 2. Cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm

Hiệu quả doanh nghiệp (Firm performance) là vấn đề luôn được quan tâm bởi các nhà quản lý, người cho vay và cổ đông, là thước đo sự thành công hay thất bại của các doanh nghiệp, có thể tiếp cận dưới góc độ tài chính và phi tài chính (Venkatraman & Ramanujam, 1986). Theo đó hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp trong bài viết này được tiếp cận theo hướng giá trị thị trường (market value) với sự đại diện của chỉ số Tobin's Q, gắn liền với mục tiêu cuối cùng của các quyết định tài chính trong quản lý doanh nghiệp.

Quyết định vay nợ hình thành đòn bẩy tài chính (financial leverage) với kỳ vọng tăng thêm giá trị doanh nghiệp, Định đề I của Lý thuyết M&M trong điều kiện có thuế cho rằng gia tăng mức độ sử dụng trong cơ cấu vốn tạo nên đòn bẩy tài chính cao hơn sẽ tác động gia tăng giá trị doanh nghiệp (Modigliani & Miller, 1958). Mở rộng hơn so với Lý thuyết M&M, Lý thuyết đánh đổi trong cơ cấu vốn cho rằng doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính phải chấp nhận sự đánh đổi giữa lợi ích từ khoản tiết kiệm thuế với chi phí kiệt quệ tài chính (Brealey & cộng sự, 2008), theo đó hiệu quả tài chính đại diện bởi giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ phi tuyến theo dạng hình chữ U ngược với đòn bẩy tài chính.

Gill & Obradovich (2012) sử dụng dữ liệu từ 333 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán New York giai đoạn 2009-2011, và Zuhroh (2019) sử dụng dữ liệu của 31 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia giai đoạn 2012-2016, đều đúc kết rằng đòn bẩy tài chính tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp đại diện bởi Tobin's Q. Về tác động của quy mô doanh nghiệp đến giá trị doanh nghiệp, Gill & Obradovich (2012) tìm thấy kết quả cùng chiều, trong khi đó Zuhroh (2019) kết luận rằng tác động trực tiếp không đảm bảo ý nghĩa thống kê, mà thay vào đó là tác động gián tiếp thông qua sự can thiệp bởi đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, Zuhroh (2019) chưa giải thích sự thiếu nhất quán về tác động của đòn bẩy tài chính đến giá trị doanh nghiệp, và Gill & Obradovich (2012) cũng chưa giải thích sự khác biệt kết quả ước lượng tác động của quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính đến giá trị doanh nghiệp giữa doanh nghiệp sản xuất với doanh nghiệp dịch vụ, hay Gill & Obradovich (2012) và Zuhroh (2019) đều chưa xem xét các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp có thể điều tiết mối quan hệ tác động này.

Tifow & Sayilir (2015) đưa ra kết luận về sự tồn tại tác động ngược chiều của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính cũng như giá trị doanh nghiệp đại diện bởi chỉ số Tobin's Q dựa trên dữ liệu 130 doanh nghiệp sản xuất niêm yết tại Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2008-2013. Đúc kết tương tự cũng được tìm thấy từ nghiên cứu của Mule & cộng sự (2015) với bộ dữ liệu 53 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Nairobi từ 2010 đến 2014, Singh & Bansal (2016) khi phân tích trường hợp 58 doanh nghiệp thuộc ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Quốc gia và Sở giao dịch chứng khoán Bombay tại Ấn Độ trong giai đoạn 2007-2016, Ahmed & cộng sự (2018) căn cứ trường hợp 100 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Karachi giai đoạn 2005-2014, Baseri & Hakaki (2018) với phạm vi nghiên cứu 73 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tehran từ năm 2001 đến năm 2016, Dey & cộng sự (2018) khi ước lượng cho trường hợp 48 doanh nghiệp tại Bangladesh giai đoạn 2001-2017.

---

Ngoại trừ Singh & Bansal (2016) không quan tâm đến khả năng giải thích của yếu tố quy mô doanh nghiệp đối với hiệu quả tài chính cũng như giá trị doanh nghiệp, các nghiên cứu thực nghiệm vừa đề cập trên đều quan tâm sự tác động này, tuy nhiên kết quả lại không nhất quán, trong đó Tifow & Sayilir (2015), Mule & cộng sự (2015), Baseri & Hakaki (2018) chỉ ra tác động ngược chiều nhưng không đảm bảo ý nghĩa thống kê, Dey & cộng sự (2018) khẳng định tác động cùng chiều nhưng vẫn không đảm bảo ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, các nghiên cứu này chỉ xem xét sự tác động độc lập của các yếu tố, trong khi đó Lý thuyết lợi thế kinh tế vì quy mô và Lý thuyết đại diện đều cho rằng doanh nghiệp có thể đảm bảo và gia tăng hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính nhờ quy mô doanh nghiệp lớn hơn, từ đó cải thiện và gia tăng hiệu quả tài chính, hay Ferri & Jones (1979) đã xác định rằng các doanh nghiệp lớn có thể vay nợ dễ dàng hơn và lãi suất thấp hơn.

Vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp đối với tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp đã bắt đầu được quan tâm trong vài nghiên cứu gần đây, nhưng không nhiều, chưa tìm thấy nghiên cứu thực nghiệm cho trường hợp doanh nghiệp Việt Nam, và những đúc kết lại trái ngược nhau, chẳng hạn Ochieng' Wayongah & Mule (2019) cho rằng quy mô doanh nghiệp làm giảm nhẹ tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính đối với trường hợp 47 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Nairobi (Kenya) giai đoạn 2012-2018, trong khi đó Meshack & cộng sự (2020) xem xét 53 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Nairobi (Kenya) giai đoạn 2010-2017 và Santosa (2020) phân tích 110 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia đều kết luận rằng quy mô doanh nghiệp sẽ làm đòn bẩy tài chính tác động mạnh hơn lên hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Theo đó, bài viết sẽ tiếp tục khai thác đối tượng nghiên cứu này dựa trên dữ liệu của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, kỳ vọng cung cấp thông tin tham khảo hữu ích cho thực tiễn quản lý tài chính tại các doanh nghiệp, đồng thời bổ sung bằng chứng thực nghiệm nhằm khẳng định giá trị khoa học chặt chẽ và đáng tin cậy của vấn đề nghiên cứu.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Giả thuyết nghiên cứu**

Căn cứ lược khảo lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm có liên quan, bài viết xác định các giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính khi có điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp đối với trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam.

##### *3.1.1. Tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính*

Doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với rủi ro tăng thêm khi sử dụng đòn bẩy tài chính, và hiệu quả tài chính sẽ giảm nếu quản trị rủi ro không tốt. Căn cứ thang bảng 5 cấp độ quản trị rủi ro tương ứng với giá trị doanh nghiệp của Deloitte, nhóm tư vấn quản trị rủi ro của đơn vị này cho rằng các doanh nghiệp Việt Nam chỉ đạt mức độ 2 – rời rạc (Thùy Linh, 2016), và tương ứng giá trị doanh nghiệp chỉ đạt mức thấp, kết hợp bằng chứng thực nghiệm từ nghiên cứu của Tifow & Sayilir (2015), Mule & cộng sự (2015), Singh & Bansal (2016), Ahmed & cộng sự (2018), Baseri & Hakaki (2018), Dey & cộng sự (2018) đúc kết rằng đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, theo đó bài viết đưa ra giả thuyết thứ nhất như sau:

*Giả thuyết H<sub>1</sub>: Đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.*

##### *3.1.2. Tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính khi có sự điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp*

So với các doanh nghiệp nhỏ, doanh nghiệp lớn thường dễ dàng chấp nhận rủi ro hơn, theo đó quy mô doanh nghiệp có thể trở thành động cơ vay nợ nhiều hơn, và tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính sẽ càng lớn hơn khi có sự điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp. Mối quan hệ điều tiết này cũng được khẳng định bởi nghiên cứu thực nghiệm của Meshack & cộng sự (2020) và Santosa (2020). Vì vậy, bài viết đưa ra giả thuyết thứ hai như sau:

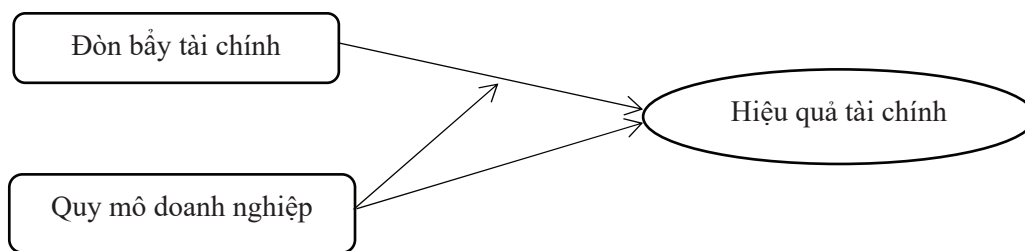
*Giả thuyết H<sub>2</sub>: Quy mô doanh nghiệp làm gia tăng tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.*

#### **3.2. Mô hình nghiên cứu**

Với giả thuyết nghiên cứu được xác định tại mục 3.1, kết hợp tham khảo các bằng chứng thực nghiệm tại mục 2, điển hình là nghiên cứu của Ochieng' Wayongah & Mule (2019), Meshack & cộng sự (2020) và Santosa (2020), bài viết xác định mô hình nghiên cứu cho trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm

yết tại Việt Nam gồm biến phụ thuộc là hiệu quả tài chính (FP), biến độc lập là đòn bẩy tài chính (FL), biến tương tác quy mô doanh nghiệp với đòn bẩy tài chính (FL\*SIZE) theo Hình 1.

**Hình 1. Mô hình nghiên cứu**



Ngoài ra, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp còn được giải thích bởi sự tác động của nhiều yếu tố khác, theo đó bài viết đưa vào biến kiểm soát là quy mô doanh nghiệp (SIZE) (Dey & cộng sự, 2018; Mule & cộng sự, 2015; Baseri & Hakaki, 2018; Tifow & Sayilir, 2015), lợi nhuận (PROF) (Singh & Bansal, 2016, Zuhroh, 2019), và hiệu quả tài chính năm trước liền kề (LagFP) (Kharabsheh & cộng sự, 2017).

Bên cạnh đó, Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng doanh nghiệp có khả năng sinh lời thấp sẽ vay nợ nhiều hơn, và góc độ người cho vay cho rằng hiệu quả tài chính trong quá khứ phát tín hiệu rào cản sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Kharabsheh & cộng sự (2017) khẳng định sự tồn tại quan hệ tác động hai chiều giữa mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trong cơ cấu vốn và hiệu quả doanh nghiệp. Lý thuyết đại diện cũng cho rằng doanh nghiệp lớn sẽ giảm thông tin bất cân xứng và dễ tiếp cận vốn ngoài hơn, hiệu quả tài chính trong quá khứ, quy mô doanh nghiệp cũng có thể tác động đến đòn bẩy tài chính, từ đó có cơ sở nghi ngờ đòn bẩy tài chính có thể là biến nội sinh. Roodman (2009) cho rằng một số hời quy có thể bị ảnh hưởng bởi những biến động hoặc thay đổi trong quá khứ, mà biến trễ của biến phụ thuộc là một ví dụ, tác giả này cũng đã chỉ ra công cụ ước tính thích hợp và khả dụng là dựa trên độ trễ của các biến công cụ. Theo đó, bài viết nhận thấy sự cần thiết trong việc đưa biến độc lập đòn bẩy tài chính đồng thời là biến nội sinh, và đưa vào mô hình biến trễ một kỳ của hiệu quả tài chính để giải quyết vấn đề nội sinh.

Như vậy, mô hình hồi quy nhằm xác định tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam khi có điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp được cụ thể như sau:

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * FL_{i,t} + \beta_2 * (FL * SIZE)_{i,t} + \beta_3 * LagFP_{i,t-1} + \beta_4 * SIZE_{i,t} + \beta_5 * PROF_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Trong đó:  $\beta$  là hệ số hồi quy,  $i$  và  $t$  tương ứng với từng doanh nghiệp và từng năm,  $\epsilon$  là sai số.

### 3.3. Đo lường các biến

- FP và LagFP được đo lường bởi chỉ số Tobin's Q (Gill & Obradovich, 2012; Zuhroh, 2019; Dey & cộng sự, 2018; Mule & cộng sự, 2015; Ahmed & cộng sự, 2018; Baseri & Hakaki, 2018; Singh & Bansal, 2016; Tifow & Sayilir, 2015; Ochieng' Wayongah & Mule, 2019; Meshack & cộng sự, 2020; Santosa, 2020; Zuhroh, 2019), dữ liệu được lấy từ bảng cân đối kế toán và thông tin thị trường được thống kê tương ứng.

$$Tobin's Q = \frac{\text{Giá trị sổ sách của nợ} + \text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng giá trị tài sản theo sổ sách}}$$

- FL được đo lường bởi tỷ số nợ (Dey & cộng sự, 2018; Meshack & cộng sự, 2020; Baseri & Hakaki, 2018; Tifow & Sayilir, 2015; Kharabsheh & cộng sự, 2017), dữ liệu được lấy từ bảng cân đối kế toán.

$$\text{Tỷ số nợ} = \frac{\text{Nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

- SIZE được đo lường bởi logarit của doanh thu thuần (Tifow & Sayilir, 2015, Mule & cộng sự, 2015; Meshack & cộng sự, 2020; Zuhroh, 2019), được tính từ báo cáo kết quả kinh doanh.

- PROF được đo lường bởi suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Arnold, 2013; Horne & Wachowicz, 2008;

Brealey & cộng sự, 2008), được tính từ báo cáo kết quả kinh doanh và bảng cân đối kế toán.

$$\text{Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$$

### 3.4. Dữ liệu nghiên cứu và phương pháp ước lượng

Bài viết sử dụng dữ liệu thứ cấp, được thu thập từ các báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán của 515 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh trong giai đoạn từ năm 2015 đến 2019, đảm bảo tính nhất quán của báo cáo tài chính được thực hiện theo quy định của Bộ Tài chính (2014), và tất cả doanh nghiệp này đều có đầy đủ báo cáo tài chính trong thời gian nghiên cứu 5 năm; bên cạnh đó, bài viết còn sử dụng dữ liệu thống kê giao dịch để xác định giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Tất cả dữ liệu được trích xuất từ Hệ thống FiinPro của Công ty cổ phần tập đoàn FiinGroup (Việt Nam).

Bài viết kết hợp sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng, trong đó kết quả nghiên cứu được xác định bởi phương pháp định lượng, cụ thể sử dụng phương pháp ước lượng mô men tổng quát (GMM, Generalized Method of Moments) theo đề xuất của Hansen (1982) và lựa chọn ứng dụng GMM hệ thống (System GMM) của Arellano & Bover (1995) và Blundell & Bond (1998). Đồng thời, hai kiểm định về tính hợp lý của các biến công cụ trong mô hình GMM theo đề xuất của Roodman (2009) cũng được triển khai, bao gồm kiểm định nội sinh của Sargan (1958) và/hoặc Hansen (1982) và kiểm định tự tương quan của Arellano – Bond (1991). Tất cả các xử lý dữ liệu đều dựa trên sự hỗ trợ của của phần mềm Microsoft Excel và phần mềm Stata 14.

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả các biến được tóm tắt tại Bảng 1, trong đó tất cả biến trong mô hình nghiên cứu đều có 2.575 quan sát đến từ 515 doanh nghiệp trong thời gian 5 năm nên dữ liệu nghiên cứu có dạng bảng cân bằng (Balanced panel data).

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến**

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
FP	2.575	1,0421	0,6149	0,0813	7,8426
FL	2.575	0,4824	0,2265	0,0041	1,0914
SIZE	2.575	5,7807	0,7365	1,7099	8,2832
PROF	2.575	0,1233	0,1805	-2,6317	4,1944

*Nguồn: Xử lý dữ liệu nghiên cứu bởi phần mềm Stata 14.0.*

Theo Bảng 1, FP trung bình là 1,0421 cho thấy các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam tạo ra được giá trị thị trường vượt trội hơn so với giá trị sổ sách, chứng tỏ doanh nghiệp quản trị tài chính thành công, hiệu quả, tuy nhiên mức độ không cao và mức độ phân tán khá cao với độ lệch chuẩn FD là 0,6149 và khoảng biến thiên của FP rất lớn, từ mức 0,0813 (Công ty cổ phần Khoáng sản Lào Cai năm 2015) đến mức 7,8426 (Công ty cổ phần Cảng An Giang năm 2018). FL trung bình là 0,4824 cho thấy các doanh nghiệp có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính thấp, và thấp nhất là trường hợp Công ty cổ phần Công nghệ Sài Gòn Viễn Đông năm 2019, cao nhất là Công ty cổ phần Tập đoàn Kỹ nghệ gỗ Trường Thành năm 2019 và đây cũng là trường hợp duy nhất có FL lớn 1, bởi vì lỗ sau thuế làm vốn chủ sở hữu âm. Ngoài ra, Bảng 1 còn cho thấy các doanh nghiệp có sự đa dạng về quy mô, nhìn chung đều đảm bảo kinh doanh có lãi sau thuế.

### 4.2. Ma trận tương quan

Kết quả xác định ma trận hệ số tương quan giữa các biến được tóm tắt tại Bảng 2.

Theo Bảng 2, biến FL tương quan ngược chiều với biến FP cho thấy biến động đòn bẩy tài chính có quan hệ ngược chiều với biến động hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp, hàm ý rằng doanh nghiệp càng gia tăng mức độ tài trợ bằng nợ trong cơ cấu vốn sẽ giảm hiệu quả tài chính, điều này cũng xuất phát từ mâu

**Bảng 2. Ma trận tương quan giữa các biến**

	FP	FL	SIZE	PROF
FP	1,000			
FL	-0,1093	1,000		
SIZE	0,1271	0,3545	1,000	
PROF	0,2395	-0,0405	0,2319	1,000

Nguồn: Xử lý dữ liệu nghiên cứu bởi phần mềm Stata 14.0.

thuần cơ bản là tính không hiệu quả khi sử dụng nợ, trong khi đó biến SIZE và PROF đều tương quan cùng chiều với biến FP cho thấy biến động quy mô doanh nghiệp và biến động khả năng sinh lời thuận chiều với biến động hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

Ngoài ra, biến SIZE và biến FL tương quan cùng chiều với nhau với hệ số tương quan là 0,3545, cao nhất trong ma trận hệ số tương quan, lý giải rằng doanh nghiệp lớn thường được sự quan tâm hơn và sự lớn mạnh trên thị trường giúp các doanh nghiệp này dễ dàng tiếp cận với vốn vay. Các hệ số tương quan giữa FL với SIZE, FL với PROF và SIZE với PROF tại Bảng 2 đều có giá trị tuyệt đối thấp hơn 0,8, cho thấy mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng (Gujarati, 2011).

#### 4.3. Kết quả hồi quy và thảo luận

Kết quả ước lượng theo phương pháp system-GMM 2 bước, hiệu quả trong việc khắc phục phương sai thay đổi và tự tương quan, đồng thời với kiểm định nội sinh của Hansen (1982) và kiểm định tự tương quan của Arellano – Bond (1991), được tổng hợp trong Bảng 3.

**Bảng 3. Kết quả ước lượng theo system-GMM 2 bước**

Biến	Hệ số $\beta$	Sai số	t	P>t
LagFP(-1)	0,9857***	0,0218	45,16	0,000
FL	-7,1247**	2,8672	-2,48	0,013
SIZE	-0,6202***	0,2377	-2,61	0,009
FL*SIZE	1,3062**	0,5196	2,51	0,012
PROF	-0,1608***	0,0522	-3,08	0,002
_cons	3,3310***	1,2645	2,63	0,009
Số biến công cụ			32	
Số doanh nghiệp/Số quan sát			515/2575	
Kiểm định Arellano-Bond AR (2)			0,8340	
Kiểm định Hansen về tính phù hợp của biến công cụ			0,1630	

\*\* Mức ý nghĩa 5%, \*\*\* Mức ý nghĩa 1%

Nguồn: Xử lý dữ liệu nghiên cứu bởi phần mềm Stata 14.0.

Bảng 3 cho thấy đòn bẩy tài chính (biến FL), quy mô doanh nghiệp (biến SIZE) và khả năng sinh lời (biến PROF) đều tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, hiệu quả tài chính năm trước (biến độ trễ một kỳ LagFP) tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính năm nay, và biến tương tác FL\*SIZE chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp làm tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính trở nên mạnh hơn, tất cả các mối quan hệ vừa đề cập đều đảm bảo mức ý nghĩa thống kê 1% hoặc 5%. Kiểm định Arellano-Bond AR (2) có P-value là 0,834, lớn hơn 0,05, cho thấy không có hiện tượng tự tương quan bậc 2. Đồng thời, Kiểm định Hansen cho kết quả P-value là 0,163, lớn hơn 0,1, chứng tỏ biến công cụ là ngoại sinh, không có tương quan với sai số, hay nói cách khác rằng biến công cụ được sử dụng là phù hợp.

##### 4.3.1. Tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính

Hệ số hồi quy của biến FL là -7,1247, cho thấy đòn bẩy tài chính tác động lớn nhất so với các biến còn

---

lại trong mô hình, và ngược chiều đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm tại Việt Nam. Như vậy, quyết định sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư của doanh nghiệp chưa thực sự đem lại hiệu quả, có thể giải thích rằng các doanh nghiệp chưa giải quyết tốt bài toán cân đối chi phí vay nợ và lợi ích có thể được tạo ra từ các khoản mục tài sản. Kết quả này phù hợp kỳ vọng theo giả thuyết H<sub>1</sub>, cung cấp thêm bằng chứng ủng hộ kết luận của Tifow & Sayilir (2015), Mule & cộng sự (2015), Singh & Bansal (2016), Ahmed & cộng sự (2018), Baseri & Hakaki (2018), Dey & cộng sự (2018).

#### *4.3.2. Vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp đối với tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính*

Kết quả ước lượng biến tương tác FL\*SIZE có hệ số hồi quy là 1,3062, khẳng định rằng yếu tố quy mô doanh nghiệp có ý nghĩa điều tiết theo hướng gia tăng thêm tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, phù hợp với kỳ vọng theo giả thuyết H<sub>2</sub>. Cụ thể, khi chưa có sự điều tiết của quy mô doanh nghiệp, nếu đòn bẩy tài chính gia tăng sẽ tác động giảm hiệu quả tài chính; khi tính đến sự ảnh hưởng điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp thì đòn bẩy tài chính dù vẫn tăng một lượng như trước nhưng hiệu quả tài chính lúc này sẽ giảm một lượng lớn hơn so với khi chưa tính đến sự điều tiết. Nói cách khác, khi giảm đòn bẩy tài chính thì hiệu quả tài chính sẽ gia tăng, và sự điều tiết của quy mô doanh nghiệp sẽ dẫn đến đòn bẩy tài chính dù giảm cũng một lượng như vừa đề cập thì hiệu quả tài chính trong trường hợp này lại được gia tăng thêm một lượng nhiều hơn so với mức gia tăng khi chưa có điều tiết. Kết quả này là bằng chứng thực nghiệm đóng góp vào lý thuyết tính kinh tế nhờ quy mô và lý thuyết đại diện, và ủng hộ các kết luận từ nghiên cứu thực nghiệm của Meshack & cộng sự (2020) và Santosa (2020).

#### *4.3.3. Tác động của các yếu tố khác đến hiệu quả tài chính*

Bảng 3 còn tìm ra rằng quy mô doanh nghiệp tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, kết quả này cung cấp bằng chứng thực nghiệm ủng hộ kết luận của Tifow & Sayilir (2015), Mule & cộng sự (2015), Baseri & Hakaki (2018), Zuhroh (2019). Vấn đề chưa hiệu quả có thể đến từ bất lợi kinh tế về quy mô, khi các doanh nghiệp mở rộng quá mức so với khả năng quản trị rủi ro, dẫn đến thâm hụt dòng tiền và tạo nên sự yếu kém về hiệu quả tài chính.

Đồng thời, Bảng 3 cũng bổ sung thêm rằng yếu tố khả năng sinh lời tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, theo đó dù doanh nghiệp ghi nhận hoạt động kinh doanh có lãi, và khoản lãi sau thuế gia tăng vẫn tác động giảm hiệu quả tài chính, mối quan hệ này thường là do doanh nghiệp không đảm bảo được chất lượng lãi ròng, doanh nghiệp không tạo ra được dòng tiền hoạt động tương xứng và khi đó lãi ghi nhận chỉ đơn giản là con số trên sổ sách, doanh nghiệp không thể sử dụng để tái đầu tư, chia lãi hay thực hiện các trách nhiệm tài chính với các chủ thể có liên quan.

### **5. Kết luận và gợi ý, khuyến nghị**

Sử dụng phương pháp ước lượng System GMM, bài viết đã xác định được rằng đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, và tác động này mạnh hơn khi có điều tiết bởi yếu tố quy mô doanh nghiệp đối với trường hợp các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Theo đó, bài viết khuyến nghị các doanh nghiệp cần phối hợp chặt chẽ và phù hợp giữa đòn bẩy tài chính với quy mô doanh nghiệp để có thể gia tăng hiệu quả tài chính.

Kết quả nghiên cứu gợi ý rằng doanh nghiệp không chỉ quan tâm đến mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, mà còn phải xem xét đến quan hệ cân đối giữa hiệu quả đầu tư với chi phí sử dụng nợ để đảm bảo hiệu quả tài chính gia tăng nhờ đòn bẩy, nếu hiệu quả các khoản đầu tư tăng thêm ở mức thấp thì cần hạn chế vay nợ và thay vào đó chuyển sang phương án gia tăng vốn chủ sở hữu tài trợ cho các khoản đầu tư tăng thêm. Nếu hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính không được đảm bảo, để giảm bớt thiệt hại, sụt giảm đáng kể hiệu quả tài chính thì nhà quản lý có thể thực hiện điều chỉnh giảm quy mô doanh nghiệp. Ngoài ra, để đảm bảo hiệu quả tài chính gia tăng, các doanh nghiệp phải đảm bảo chất lượng lãi ròng thông qua thực hiện quản trị dòng tiền hoạt động cũng như khoảng cách biệt tài chính giữa dòng tiền với lợi nhuận, và doanh nghiệp cần tăng cường các biện pháp quản trị rủi ro phù hợp với xu hướng thay đổi quy mô doanh nghiệp.

---

## Tài liệu tham khảo

- Ahmed, F., Awais, I. & Kashif, M. (2018), 'Financial leverage and firms' performance: Empirical evidence from KSE-100 Index', *Etikonomi: Jurnal Ekonomi*, 17 (1), 45-56.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991), 'Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations', *Review of Economic Studies*, 58 (2), 277-297.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995), 'Another look at the instrumental variable estimation of error-components models', *Journal of Econometrics*, 68 (1), 29-51.
- Arnold, G. (2013), *Corporate financial management (Fifth edition)*, Pearson Education Limited (England).
- Baseri, S. & Hakaki, A. (2018), 'Analysis of Financial leverage, Operating leverage and Capital Venture Effect on Tobin's Q Ratio of Investment and Holding Companies Listed in Tehran Stock Exchange', *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 3(1), 91-96.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998), 'Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models', *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bộ Tài chính (2014), *Thông tư số 200/2014/TT-BTC, Hướng dẫn chế độ Kế toán Doanh nghiệp*, ban hành ngày 22 tháng 12 năm 2014.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2008), *Principles of Corporate Finance (Ninth edition)*, Mc Graw- Hill International Edition (Singapore).
- Canback, S., Samouel, F. & Price, D. (2006), 'Do diseconomies of scale impact firm size and performance? A theoretical and empirical overview', *Journal of Managerial Economics*, 4(1), 27-70.
- Dawar, V. (2014), 'Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence', *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.
- Dey, R., Hossain, S. & Rahman, R. (2018), 'Effect of corporate financial leverage on financial performance: A study on publicly traded manufacturing companies in Bangladesh', *Asian Social Science*, 14(12), 124-133.
- Ferri, M. & Jones, W. (1979), 'Determinants of financial structure: a new methodological approach', *Journal of Finance*, 34(3), 631-644.
- Gill, A. & Obradovich, J. (2012), 'The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms', *International Research Journal of Finance and Economics*, 91, 1-14.
- Gujarati, D.N (2011), *Econometrics by Example, Paperback, Chương 10: Vấn đề đa cộng tuyến và cỡ mẫu nhỏ*, Bản dịch của Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright (Việt Nam).
- Hansen, L.P. (1982), 'Large sample properties of generalized method of moments estimators', *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
- Horne, V.J.C. & Wachowicz, Jr J.M. (2008), *Fundamentals of Financial Management (13<sup>th</sup> edition)*, Prentice Hall, England.
- Kharabsheh, B., AL-Gharaibeh, M. & Zurigat, Z. (2017), 'Capital Structure and Firm Performance: Dynamic Framework', *International Journal of Economic Research*, 14(16), 473-487.
- Meshack, K., Nyamute, W., Okiro, K. & Duncan, E. (2020), 'The Effect of Capital Structure on Financial Performance with Firm size as a Moderating Variable of Non-Financial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange', *European Scientific Journal*, 16(22), 139-156.
- 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.
- Moore, F. (1959), 'Economies of scale: Some statistical evidence', *Quarterly Journal of Economics*, 73(2), 232-245.
- Mule, K.R., Mukras, M.S. & Nzioka, O.M. (2015), 'Corporate size, profitability and market value: An econometric panel analysis of listed firms in Kenya', *European Scientific Journal*, 11(13), 376-396.
- Ngô Kim Phượng, Lê Hoàng Vinh, Lê Thị Thanh Hà & Lê Mạnh Hưng (2021), *Phân tích tài chính doanh nghiệp (tái bản lần 5)*, Nhà xuất bản Tài chính, Việt Nam.
- Ochieng' Wayongah, D.W. & Mule, R.K. (2019), 'Moderating effect of firm size on the relationship between financial leverage and financial performance of non-financial firms listed in the NSE, Kenya', *International Journal of*



---

*Education and Research*, 7(8), 131-142.

- Roodman, D. (2009), 'How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata', *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Santosa, P.W. (2020), 'The moderating role of firm size on financial characteristics and Islamic firm value at Indonesian equity market', *Business: Theory and Practice*, 21(1), 391-401.
- Sargan, J.D. (1958), 'The estimation of economic relationships using instrumental variables', *Econometrica*, 26(3), 393-415.
- Singh, A.K. & Bansal, P. (2016), 'Impact of Financial leverage On Firm's Performance and Valuation: A Panel Data Analysis', *Indian Journal of Accounting*, 48(2), 73-80.
- Thùy Linh (2016), 'Quản trị rủi ro: Yếu tố quan trọng cho phát triển bền vững', *Vneconomy*, truy cập lần cuối ngày 25 tháng 02 năm 2021, từ <<https://vneconomy.vn/doanh-nhan/quan-tri-rui-ro-yeu-to-quan-trong-cho-phat-trien-ben-vung-2016071802547817.htm>>.
- Tifow, A.A. & Sayilir, O. (2015), 'Capital structure and firm performance: An analysis of manufacturing firms in Turkey', *Eurasian Journal of Business and Management*, 3(4), 13-22.
- Venkatraman, N. & Ramanujam, V. (1986), 'Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches', *Academy of Management Review*, 11(4), 801-814.
- Zuhroh, I. (2019), 'The Effects of Liquidity, Firm Size, and Profitability on the Firm Value with Mediating Leverage', *KnE Social Sciences, The 2nd International Conference on Islamic Economics, Business, and Philanthropy (ICIEBP)*, 203-230.