
TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

Bùi Thị Ngọc

Trường Đại học Lao động – Xã hội

Email: buithingoc.ldxh@gmail.com

Nguyễn Thị Thanh Phương

Khoa Kế toán Kiểm toán, Trường Đại học Thương mại

Email: phuong.nt@tmu.edu.vn

Mã bài: JED - 943

Ngày nhận bài: 27/09/2022

Ngày nhận bài sửa: 30/10/2022

Ngày duyệt đăng: 17/02/2023

Tóm tắt

Nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Việt Nam. Hiệu quả kinh doanh được đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và Tobin's Q. Cơ cấu vốn được đo lường bằng hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu và hệ số nợ trên tài sản. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng cân bằng của 116 công ty từ năm 2012 đến năm 2021 với 1160 quan sát và phương pháp hồi quy OLS, FEM, REM. Kết quả cho thấy tác động tuyến tính ngược chiều giữa hệ số nợ trên tài sản với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và Tobin's trong khi đó hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu không tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Từ kết quả nghiên cứu nhóm tác giả cũng đưa ra khuyến nghị nhằm tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh cũng như các giải pháp lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp.

Từ khóa: Cơ cấu vốn, tác động, hiệu quả kinh doanh, ROE, Tobin's Q.

Mã JEL: M41

The impact of capital structure on the performance of listed firms

Abstract

This study aims to evaluate the impact of capital structure on the performance of listed firms in the Vietnamese Stock Exchange. Performance is measured by return on equity (ROE), and Tobin's Q. Capital structure is measured by debt-to-equity ratio and debt-to-asset ratio. The study uses balanced panel data of 116 companies from 2012 to 2021 with 1160 observations and OLS, FEM, and REM regression methods. The results show a negative linear effect between the debt-to-assets ratio and the return on equity and Tobin's, while the debt-to-equity ratio does not impact the business performance. From the research results, the authors also make recommendations to optimize business efficiency and solutions to choose the optimal capital structure of the business.

Keywords: Capital structure, impact, business performance, ROE, Tobin's Q.

JEL Code: M41

1. Giới thiệu

Cơ cấu vốn được tiếp cận theo nhiều cách khác nhau. Các thuật ngữ tiếng Anh như capital structure, finance leverage hay financial structure thường được sử dụng và gọi chung là cơ cấu vốn hoặc cấu trúc vốn hay đòn bẩy tài chính. Cơ cấu vốn phản ánh mức độ sử dụng vốn vay và cổ phần để tài trợ cho việc hình thành tài sản của doanh nghiệp. Việc sử dụng nợ nhiều hay ít sẽ tác động đến hành vi của nhà quản lý cũng như các quyết định tài chính của họ.

Hiệu quả kinh doanh thường được đo lường bằng các chỉ tiêu tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ

suất sinh lời tổng tài sản (ROA) và Tobin's Q. Các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả cao sẽ sử dụng vốn vay nhiều hơn vì tận dụng được lá chắn thuế. Ngược lại, các doanh nghiệp kinh doanh không hiệu quả, các khoản nợ ngày càng tăng dẫn tới nguy cơ phá sản sẽ bắt buộc phải giảm tỷ lệ nợ. Việc sử dụng cấu trúc vốn, nhất là vốn vay không hiệu quả sẽ gây ra hiệu ứng ngược của đòn bẩy tài chính. Do đó, mỗi doanh nghiệp sẽ có những chiến lược về cấu trúc vốn khác nhau.

Có nhiều yếu tố tác động tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp, trong đó cấu trúc vốn có ảnh hưởng quan trọng. Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh đến nay vẫn còn nhiều kết luận trái chiều. Cụ thể, một số nghiên cứu thực nghiệm về cơ cấu vốn cho thấy doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao thường có kết quả kinh doanh tốt hơn như nghiên cứu của Chowdhury & Chowdhury (2010). Kết quả này phù hợp với lý thuyết của Modigliani & Miller (1963) trong trường hợp có thuế khi cho rằng vay nợ tạo ra lá chắn thuế giúp tối đa hóa hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu khác, đặc biệt tại các nước đang phát triển như Jordan, Ghana, Nam Phi, Ấn Độ... của Dawar (2014) cho thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu này cho rằng vay nợ làm tăng rủi ro phá sản và do vậy tỷ lệ nợ cao sẽ làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tại các nền kinh tế mới nổi. Tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Le (2015) đưa ra bằng chứng về tác động ngược chiều của tỷ lệ nợ đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này tác giả tập trung làm rõ tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012-2021. Qua đó đề xuất các giải pháp nhằm tìm kiếm cấu trúc vốn tối ưu ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Watson & Head (2007) cho rằng cơ cấu vốn phản ánh giá trị của các khoản nợ mà doanh nghiệp sử dụng so với phần vốn chủ sở hữu. Nói cách khác, cơ cấu vốn cho biết tổng giá trị của doanh nghiệp được chia ra như thế nào giữa các bên chủ nợ và chủ sở hữu hay cổ đông. Các chỉ tiêu phản ánh cơ cấu vốn gồm: Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu; Tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu; Tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng vốn sử dụng; Tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn/Vốn chủ sở hữu.

2.1.1. Chỉ tiêu phản ánh cơ cấu vốn

Thứ nhất, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Chỉ tiêu này cho biết tỷ lệ tài sản được tài trợ bằng nguồn vốn vay, qua đó thể hiện mức độ sử dụng các nguồn vốn vay của doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ trên tài sản hay còn gọi là hệ số nợ trên tài sản phản ánh mức độ độc lập về tài chính của doanh nghiệp đối với chủ nợ.

Thứ hai, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu. Chỉ tiêu này cho biết tỷ lệ giữa hai nguồn vốn cơ bản mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho hoạt động của mình là nợ và vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu phản ánh cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Thứ ba, tỷ lệ tự tài trợ. Chỉ tiêu này cho biết mức độ tự chủ tài chính của doanh nghiệp. Tỷ lệ này được đo lường bằng Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn. Tỷ lệ tự tài trợ càng lớn chứng tỏ nguồn vốn của doanh nghiệp được tài trợ nhiều từ nguồn vốn thực góp của các cổ đông.

2.1.2. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Nghiên cứu về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp có nhiều quan điểm khác nhau. Phillips & Sipahioğlu (2004) sử dụng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) đại diện cho hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên, chỉ tiêu ROA đối với các công ty cổ phần có sự khác biệt lớn và phụ thuộc nhiều vào đặc điểm ngành nghề kinh doanh. Bên cạnh đó, chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) được sử dụng khá phổ biến nhằm phản ánh hiệu quả hoạt động kinh doanh trong nhiều nghiên cứu như Abor (2005). Ngoài ra, việc đánh giá hiệu quả kinh doanh còn xem xét đến tác động của giá thị trường của cổ phiếu bằng việc sử dụng chỉ tiêu Tobin's Q như trong các nghiên cứu của Jiraporn & Liu (2008), Le (2015). Nếu như chỉ tiêu ROE phản ánh kết quả kinh doanh trong quá khứ dựa vào số liệu trên báo cáo tài chính thì chỉ tiêu Tobin's Q còn phản ánh thêm sự kỳ vọng trong tương lai của nhà đầu tư. Do vậy, nghiên cứu này sẽ sử dụng hai chỉ tiêu là ROE và Tobin's Q để đánh giá hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết.

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu được tính bằng lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân. Chỉ tiêu ROE cho biết một đồng vốn của chủ sở hữu sẽ đem lại bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế.

Tobin's Q được xác định bằng giá trị thị trường của doanh nghiệp/Giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Chỉ tiêu Tobin's Q phụ thuộc vào lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai từ vốn hóa thị trường của doanh nghiệp.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

Jiraporn & Liu (2008) nghiên cứu 1.900 công ty niêm yết trên từ 1990 đến 2004 đã đưa ra bằng chứng chứng minh cơ cấu vốn không có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Các nghiên cứu của Phillips & Sipahioglu (2004) đối với 43 công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Anh cũng đưa ra kết luận tương tự.

Nghiên cứu của Chowdhury & Chowdhury (2010) về tác động của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Bangladesh được thực hiện với bộ dữ liệu từ 77 doanh nghiệp phi tài chính trong 10 năm từ 1994 đến 2003. Bằng việc đưa vào mô hình nhiều biến kiểm soát khác nhau như: Thu nhập trên mỗi cổ phiếu, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà nước, vòng quay tài sản cố định, hệ số thanh toán ngắn hạn, đòn bẩy hoạt động, tốc độ tăng trưởng doanh thu, quy mô doanh nghiệp, nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng tích cực của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp. Khidmat & Rehman (2014) đã nghiên cứu trên 9 công ty ngành hóa học niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Pakistan từ năm 2001 đến 2009 với biến phụ thuộc là ROA, đại diện cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời được sử dụng trong nghiên cứu, gồm tỷ số khả năng thanh toán nhanh, tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn, tỷ lệ nợ trên VCSH và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Kết quả phân tích mô hình hồi quy cho thấy rằng các tỷ số khả năng thanh toán có tác động cùng chiều và các nhân tố còn lại có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết luận ủng hộ quan điểm trên được tìm thấy trong các nghiên cứu tại Việt Nam của Trần Thị Kim Oanh (2016), các nghiên cứu của nước ngoài như Titman & Wessels (1988).

Nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ quan điểm cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp như Singh và Faircloth (2005), họ cho rằng tỷ lệ vay nợ cao sẽ làm giảm các khoản đầu tư trong tương lai và từ đó có ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và khả năng tăng trưởng trong tương lai. Kết quả tương tự được tìm thấy trong nghiên cứu của Dawar (2014), Le (2015).

Một số nghiên cứu khác đã chứng minh tác động cùng chiều và ngược chiều của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh như Abor (2005). Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy OLS, kết quả nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng tích cực của nợ ngắn hạn đến hiệu quả kinh doanh và ảnh hưởng ngược chiều của nợ dài hạn đến hiệu quả kinh doanh trong nhóm các doanh nghiệp này. Sivathaasan & các cộng sự (2013) đã tiến hành nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của tất cả các công ty sản xuất niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Colombia, Sri Lanka giai đoạn từ 2008 - 2012. Các nhân tố ảnh hưởng gồm cấu trúc tài sản, cấu trúc vốn, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng; các biến phụ thuộc đại diện cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp là ROE và ROA. Nghiên cứu cho thấy chỉ có cấu trúc vốn có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các công ty, trúc tài sản, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê với ROE và ROA.

Từ nghiên cứu tổng quan nhóm tác giả đã đặt ra giả thuyết nghiên cứu

H1: Cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn năm 2012 - 2021.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu định lượng nhằm xác định ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sử dụng phần mềm STATA 16 để tiến hành phân tích thông qua các phương pháp hồi quy gồm: Phương pháp bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM), phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM). Để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp, tác giả tiến hành thực hiện các kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier và kiểm định Hausman.

Đặc điểm mẫu nghiên cứu: Phương pháp chọn mẫu thuận tiện gồm 116 công ty niêm yết đảm bảo có đủ dữ liệu từ 2012-2021. Nghiên cứu này không nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực tài chính đặc thù như ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán do cách thức huy động vốn và cơ cấu vốn của nhóm doanh nghiệp này có tính chất đặc biệt. Dựa vào bộ số liệu thứ cấp có được từ

Bảng 1: Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Nội dung	Tiêu chí	Số lượng	Tỷ lệ
Sàn giao dịch	Hà Nội	54	46.55%
	Hồ Chí Minh	62	53.45%
Quy mô doanh nghiệp	Doanh nghiệp lớn	73	62.93%
	Doanh nghiệp nhỏ và vừa	43	37.07%
Thời gian hoạt động	< 10 năm	25	21.55%
	10 - 30 năm	54	46.55%
	> 30 năm	37	31.90%
Tổng		116	100%

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả khảo sát.

Bảng 2: Xác định các biến trong mô hình

Mã biến	Tên biến	Công thức xác định
Biến phụ thuộc		
TobinQ	Tobin's Q	Giá trị trường của doanh nghiệp/Giá trị sổ sách của doanh nghiệp
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân
Biến độc lập		
Lie	Hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu
Lia	Hệ số Nợ/Tài sản	Nợ phải trả/Tổng tài sản
Size	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
Liq	Hệ số thanh toán nhanh	(Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn
Inv	Vòng quay hàng tồn kho	Giá vốn hàng bán/Hàng tồn kho bình quân

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp.

nền tảng dữ liệu của Công ty cổ phần StoxPlus, nghiên cứu thu thập được 1160 quan sát của 116 công ty.

3.1. Mô hình hồi quy

Mô hình 1: Xem xét tác động của TobinQ năm trước, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ/tài sản tác động đến TobinQ của doanh nghiệp

Mô hình 2: Xem xét tác động của ROE năm trước, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ/tài sản tác động đến ROE của doanh nghiệp

3.2. Phương trình hồi quy

$$\text{TobinQ} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TobinQ}_{it-1} + \alpha_2 \text{Lie}_{it} + \alpha_3 \text{Lia}_{it} + \alpha_4 \text{Size}_{it} + \alpha_5 \text{Liq}_{it} + \alpha_6 \text{Inv}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{it-1} + \beta_2 \text{Lie}_{it} + \beta_3 \text{Lia}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Liq}_{it} + \beta_6 \text{Inv}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

it-1: Biến phụ thuộc được xem như biến quan sát của công ty i với độ trễ 1 năm

it = Biến quan sát của công ty i tại thời điểm t

i = 1, 2, ... 116 công ty

t = 1, 2, ... 10 năm

4. Kết quả nghiên cứu và bàn luận

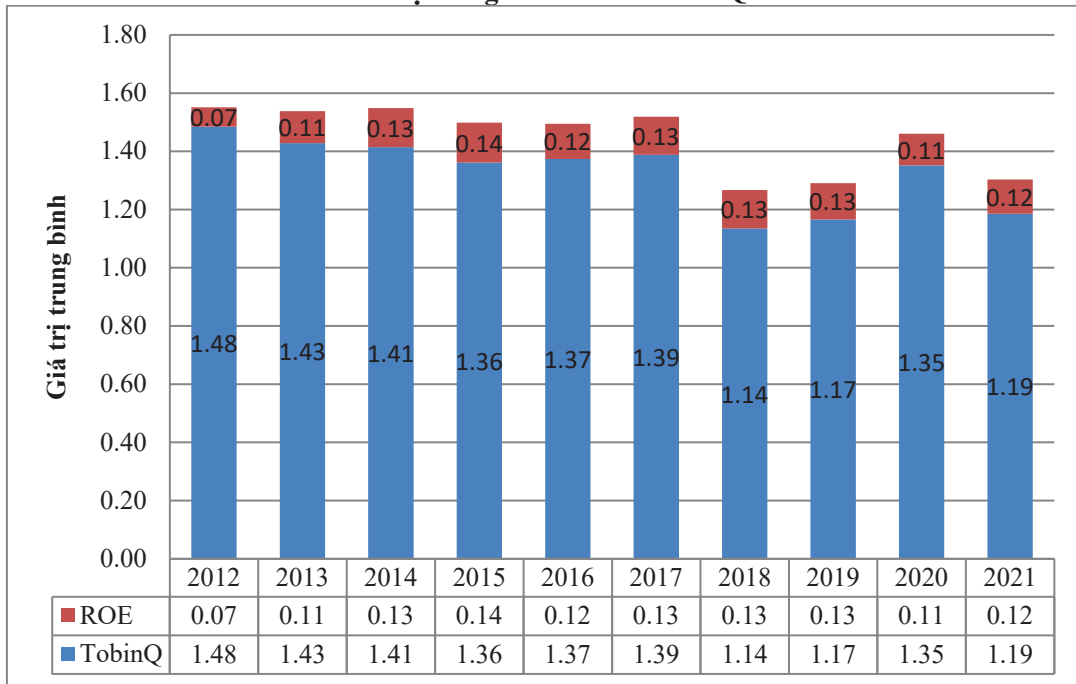
4.1. Thống kê mô tả

Giá trị trung bình và Tobin's Q của biến phụ thuộc được mô tả qua Hình 1.

Hình 1 cho thấy, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) giá trị trung bình dao động từ 0.07 – 0.14. Trong đó, năm 2012 ROE thấp nhất (0.07), năm 2015 ROE cao nhất (0.14). Đối với hiệu quả kinh doanh được tính bằng hệ số Tobin's Q, giá trị trung bình đạt từ 1.14 - 1.18, trong đó Tobin's Q lớn nhất là năm 2012 (1.48), thấp nhất là năm 2018 (1.14).

Tobin's Q trung bình đạt 1.41, trong đó giá trị nhỏ nhất là 0.07 và cao nhất là 11.14. Về chỉ tiêu ROE, giá trị trung bình đạt 0.11, giá trị nhỏ nhất là -7.50 và giá trị lớn nhất là 1.56.

Hình 1: Giá trị trung bình của Tobin's Q và ROE



Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Stata.

Bảng 3: Giá trị trung bình của các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
I. Biến phụ thuộc					
TOBINQ	1,160	1.417	1.045	0.070	11.149
ROE	1,160	0.118	0.267	7.503	1.561
II. Biến độc lập					
Lie	1,160	2.713	3.082	3.082	60.893
Lia	1,160	0.710	2.078	0.115	0.893
Size	1,160	27.060	1.606	20.596	32.647
Liq	1,160	1.479	3.198	0.055	78.709
Inv	1,160	45.200	556.514	0.724	142.581

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Stata.

Về cơ cấu vốn, phần lớn các công ty duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (Lia) khá cao (0.71), giá trị thấp nhất (0.11), giá trị cao nhất (0.89). Đối với hệ số nợ/vốn chủ sở hữu (Lie) giá trị trung bình 2.7, trong đó hệ số thấp nhất đạt 1.01 và hệ số cao nhất đạt 60.89.

Quy mô doanh nghiệp (Size) được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, có giá trị trung bình là 27 (tương ứng 500 tỷ đồng), giá trị lớn nhất 32.64 (tương ứng với 150.000 tỷ đồng). Hệ số thanh toán nhanh (Liq) giá trị trung bình là 1.47. Vòng quay hàng tồn kho (Inv), có giá trị trung bình là 45. Tóm lại, chỉ tiêu ROE và Tobin'Q của các công ty có xu hướng tăng, trong khi tỷ trọng nguồn tài trợ từ nợ phải trả giảm dần qua các năm.

4.2. Kết quả hồi quy

Trước tiên, tác giả sử dụng phương pháp OLS để hồi quy cho dữ liệu bảng. Thực hiện các kiểm định khuyết tật của mô hình OLS cho thấy vẫn còn tồn tại một số khuyết tật. Vì vậy, tác giả thực hiện phương pháp hồi quy cố định (FEM) và phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM). Từ kết quả chạy mô hình FEM và REM tác giả kiểm định Hausman để so sánh lựa chọn mô hình. Với kết quả $Prob > chi2 = 0,000$ có $P_value = 0,000 < \alpha = 5\%$ ở cả hai mô hình do đó đủ cơ sở để bác bỏ giả thiết H_0 . Trong trường hợp này ước lượng tác động cố định (FEM) là phù hợp hơn so với ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM), bởi vậy

mô hình FEM được chọn.

Sau khi chọn được mô hình FEM, tác giả kiểm định các khuyết tật của mô hình như: Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến cho kết quả các hệ số VIF đều < 2 , do vậy không có hiện tượng đa cộng tuyến. Kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier để kiểm định phương sai sai số thay đổi, kiểm định Wooldridge test và kiểm định Modified Wald để kiểm tra hiện tượng tự tương quan. Kết quả cho thấy mô hình FEM có $\text{Prob} > F = 0.1189 > 5\%$, Modified Wald $\text{Prob} > \chi^2 = 0.1287 > 5\%$ nên mô hình không có hiện tượng tự tương quan, không có hiện tượng phương sai thay đổi. Do vậy, mô hình FEM là mô hình cuối cùng được lựa chọn.

Bảng 4: Tác động của cơ cấu vốn đến TobinQ (mô hình 1)

	(OLS) TobinQ	(FEM) TobinQ	(REM) TobinQ
LTobinQ	0.778***	0.556***	0.778***
	[36.12]	[16.28]	[36.12]
Lie	0.0656	0.572	0.0656
	[0.09]	[0.77]	[0.09]
Lia	-0.0567*	-0.538**	-0.0567**
	[-0.08]	[-0.72]	[-0.08]
Size	0.0233*	0.0997***	0.0233*
	[1.57]	[2.47]	[1.57]
Liq	0.00120	-0.00931	0.00120
	[0.19]	[-0.11]	[0.19]
Inv	0.00694	0.00093	0.00694
	[0.19]	[0.43]	[0.19]
_cons	-0.370	-2.685**	-0.370
	[-0.48]	[-2.05]	[-0.48]
N	1160	1160	1160
R-sq	0.574	0.253	
hausman Prob>chi2 = 0.0000 Prob>F = 0.0000			
Ghi chú: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.			

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Stata.

Kết quả chi tiết trong bảng dưới đây, hệ số hồi quy của mô hình có ý nghĩa như sau (bảng 4):

Kết quả hồi quy ở bảng 4 và 5 cho thấy các biến trễ 1 năm đều có tác động tới biến phụ thuộc. Cụ thể, hệ số Tobin's Q năm trước có tác động thuận chiều tới Tobin's Q năm sau với độ tin cậy 99%, mức độ tác động khá lớn. Kết quả phân tích chỉ ra khi Tobin's Q năm trước tăng 1% thì Tobin's Q năm sau tăng 0.556%. Ngược lại, ROE năm trước có tác động ngược chiều với ROE năm sau với độ tin cậy 90%, tuy nhiên mức độ tác động rất nhỏ (-0.044).

Hệ số Lie (Hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu) trong mô hình (1) và (2) đều không có ý nghĩa thống kê, chứng tỏ

Bảng 5: Tác động của cơ cấu vốn đến ROE (mô hình 2)

	(OLS) ROE	(FEM) ROE	(REM) ROE
LROE	0.0974***	-0.0441*	0.0413*
	[4.67]	[-1.86]	[1.95]
Lie	0.0633	0.204	0.117
	[0.44]	[1.47]	[0.85]
Lia	-0.0645*	-0.217**	-0.121**
	[-0.45]	[-1.55]	[-0.88]
Size	0.0188***	0.0271***	0.0210***
	[6.57]	[3.81]	[5.97]
Liq	0.00298**	0.00490***	0.00358***
	[2.24]	[3.03]	[2.59]
Inv	0.00475	0.00551	0.00595
	[0.64]	[0.66]	[0.78]
_cons	-0.462***	-0.796***	-0.565***
	[-2.87]	[-3.18]	[-3.35]
N	1160	1160	1160
R-sq	0.098	0.059	
hausman Prob>chi2 = 0.0000 Prob>F = 0.0000			
Ghi chú: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Hệ số trong ngoặc đơn thể hiện giá trị thống kê t.			

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Stata.

hệ số Lie chưa ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh. Trong các nghiên cứu khác cơ cấu nợ có ảnh hưởng khá lớn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu này phù hợp với các kết luận của Jiraporn & Liu (2008), Phillips & Sipahioglu (2004).

Hệ số Lia (Hệ số nợ/Tổng tài sản) tác động ngược chiều đến Tobin's Q (-0,538) và ROE (-0,217) với độ tin cậy 95%. Khi các yếu tố khác không đổi, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng thêm 1% thì Tobin's Q giảm 0,538% và ROE giảm 0,217%. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lời tốt sẽ có xu hướng ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các kế hoạch kinh doanh. Do đó, doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời cao sẽ có xu hướng sử dụng nợ vay ít hơn. Một số nghiên cứu ủng hộ quan điểm trên như Titman & Wessels (1988), Singh và Faircloth (2005), Dawar (2014).

Quy mô doanh nghiệp (Size), trong mô hình (1) và (2) đều có tác động thuận chiều đến Tobin's Q và ROE, mức độ tác động lần lượt là 0.097 và 0.027. Điều này cho thấy khi quy mô tài sản tăng thì các chỉ số Tobin's Q và ROE cũng tăng. Những doanh nghiệp có quy mô lớn thường có quá trình hình thành và phát triển lâu dài, độ tín nhiệm cao trên thị trường. Do vậy, các doanh nghiệp này có lợi thế hơn trong việc đi vay nợ từ các ngân hàng. Các nghiên cứu của Titman & Wessels (1988) cũng đưa ra bằng chứng ủng hộ mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô doanh nghiệp và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả này trái với nghiên cứu của Sivathaasan & các cộng sự (2013).

Hệ số thanh toán nhanh (Liq) trong mô hình 1 không có tác động đến chỉ tiêu Tobin's Q nhưng trong mô hình (2) lại có tác động thuận chiều với ROE (0.004). Thông thường, doanh nghiệp có khả năng thanh khoản cao là những doanh nghiệp có giá trị của tài sản ngắn hạn lớn hơn giá trị của nợ phải trả. Khả năng thanh toán tốt hơn nên doanh nghiệp có xu hướng sử dụng ít nợ hơn so với các doanh nghiệp khác. Kết luận này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Deesomsak & cộng sự (2004).

Vòng quay hàng tồn kho (Inv) trong hai mô hình đều không có ý nghĩa thống kê, chứng tỏ hệ số vòng quay hàng tồn kho của doanh nghiệp không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh. Nghiên cứu này cùng kết luận với Sivathaasan & các cộng sự (2013).

5. Kết luận và khuyến nghị

Nhìn chung, các doanh nghiệp có hệ số Tobin's Q càng cao thì lợi ích từ việc huy động nợ vay càng giảm. Do vậy, đối với các doanh nghiệp có hệ số Tobin's Q cao nên ưu tiên huy động vốn từ phát hành cổ phiếu do lợi thế từ giá cổ phiếu cao có thể huy động được lượng vốn lớn với chi phí huy động thấp hơn. Đối với chỉ tiêu ROE, cơ cấu vốn có ảnh hưởng đáng kể. Theo đó, ROE của doanh nghiệp có thể được tối đa hóa khi doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản dao động quanh mức tối ưu là 32%-37%. So sánh với tỷ lệ nợ trung bình của toàn thị trường là 70% cho thấy phần lớn các doanh nghiệp đang duy trì tỷ lệ nợ vượt ngưỡng tối ưu. Điều này phần nào lý giải kết quả ngược chiều có ý nghĩa thống kê cao trong mô hình hồi quy tuyến tính giữa cơ cấu vốn và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE. Từ kết quả nghiên cứu, chúng tôi đề xuất một số giải pháp sau:

Lựa chọn cơ cấu vốn hợp lý: Mỗi công cụ huy động vốn doanh nghiệp phải bỏ ra những chi phí nhất định. Đối với công cụ nợ, doanh nghiệp cần chi trả lãi vay, đối với công cụ vốn, doanh nghiệp cần đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư thông qua mức cổ tức được chi trả hoặc sự lớn mạnh hơn của doanh nghiệp trong tương lai. Do vậy, chính sách về cơ cấu vốn cần dung hòa lợi ích giữa các cổ đông, Hội đồng quản trị, ban điều hành và các chủ nợ. Trong quá trình lựa chọn nhà quản trị cần hoạch định cơ cấu vốn phù hợp với đặc điểm riêng của từng công ty và phù hợp với từng giai đoạn phát triển của công ty.

Nâng cao khả năng sinh lời: Hiện nay khuynh hướng kinh doanh đa ngành phát triển nhằm tận dụng các cơ hội tốt. Tuy nhiên, doanh nghiệp nên tập trung nguồn lực vào lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính nhằm phát huy những lợi thế vốn có của mình. Khi nguồn vốn dồi dào, doanh nghiệp mới chuyển sang hoạt động đầu tư khác và cần kiểm soát chặt chẽ về hiệu quả, thời hạn, số tiền đầu tư. Bên cạnh đó, doanh nghiệp nên chú trọng tăng cường khả năng thanh toán nhằm giảm tỷ lệ nợ vay bằng việc rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng hay rút ngắn thời gian luân chuyển hàng tồn kho. Doanh nghiệp có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng bằng cách nâng cao chất lượng sản phẩm, xây dựng chính sách chiết khấu thanh toán, chiết khấu thương mại phù hợp với từng đối tượng khách hàng.

Hạn chế của nghiên cứu: Nghiên cứu này chỉ tập trung vào 116 công ty niêm yết và xem xét hiệu quả kinh doanh thông qua 2 chỉ tiêu là ROE và Tobin'Q. Các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng phạm vi mẫu nghiên cứu, bổ sung các chỉ tiêu tài chính khác như ROA, ROS hay các chỉ tiêu phi tài chính, hoặc nghiên cứu tác động phi tuyến của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh theo từng lĩnh vực, ngành nghề kinh doanh khác nhau.

Tài liệu tham khảo

- Abor, J. (2005), 'The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana', *Journal of Risk Finance*, 6, 438-447.
- Chowdhury, A. & Chowdhury S.P. (2010), 'Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh', *Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.
- Dawar, V. (2014), 'Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence', *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206. DOI: <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004), 'The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region', *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4), 387-405.
- Jiraporn, P. & Liu, Y. (2008), 'Capital structure, Staggered Boards, and firm value', *Financial analysts Journal*, 64(1),

- Khan, M.Y. & Jain, P.K. (1997), *Financial management, second edition*, Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited, New Delhi.
- Khidmat, W.B. & Rehman, M. (2014), 'Impact of liquidity & solvency on profitability chemical sector of Pakistan', *Economics Management Innovation*, 6(3), 34-67.
- Le, T.P.V. (2015), 'Ownership structure, capital structure and firm performance: a study of Vietnamese listed firms', Doctoral dissertation, University of Western Sydney, Australia.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963), 'Corporate income taxes and the cost of capital: a correction', *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Phillips, P.A. & Sipahioglu M.A. (2004), 'Performance implications of capital structure: Evidence from quoted UK organisations with hotel interests', *The Service Industries Journal*, 24(5), 31-51.
- Singh, M. & Faircloth, S. (2005), 'The impact of corporate debt on long term investment and firm performance', *Applied Economics*, 37(8), 875-883.
- Sivathaasan, N., Tharanika, R., Sinthuja, M. & Hanitha, V. (2013), 'Factors determining profitability: a study of selected manufacturing companies listed on Colombo Stock Exchange in Sri Lanka', *European Journal of Business and Management*, 5(27), 99-107.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Trần Thị Kim Oanh (2016), 'Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 235, 6-70.
- Watson, D. & Head, A. (2007), *Corporate Finance: Principles and Practice, fourth edition*, Financial Times Prentice Hall, London.