

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI THƯƠNG

LUẬN VĂN THẠC SĨ

ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU NỢ ĐẾN
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

Ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số: 8340201

Họ và tên học viên: Lương Thị Kim Ngân

Người hướng dẫn khoa học: TS Nguyễn Thị Hoàng Anh

Thành phố Hồ Chí Minh – năm 2021

LỜI CAM ĐOAN

Tôi cam đoan đây là công trình nghiên cứu của riêng tôi.

Các số liệu, kết quả trong đề tài này nghiên cứu này là trung thực và chưa từng được công bố trong bất kỳ công trình nghiên cứu của tác giả nào khác.

TP. Hồ Chí Minh, ngày ... tháng 05 năm 2021

Học viên

LỜI CẢM ƠN

Đầu tiên em xin gửi lời cảm ơn sâu sắc đến cô Nguyễn Thị Hoàng Anh đã tận tình hướng dẫn và giúp đỡ em trong việc thực hiện đề tài nghiên cứu này.

Đồng thời, em cũng chân thành cảm ơn các thầy cô của trường Đại học Ngoại Thương Cơ sở 2 Thành phố Hồ Chí Minh đã quan tâm, hỗ trợ cũng như đã trang bị cho em những kiến thức nền tảng cần thiết trong thời gian theo học tại trường.

Do thời gian cũng như kiến thức còn hạn chế, bài nghiên cứu còn nhiều thiếu sót, rất mong nhận được những nhận xét và đóng góp ý kiến từ quý thầy cô.

Thành phố Hồ Chí Minh, tháng 05 năm 2021

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN.....	i
LỜI CẢM ƠN.....	ii
DANH MỤC BẢNG BIỂU.....	vi
TÓM TẮT KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	vii
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU.....	1
1.1 Lý do chọn đề tài.....	1
1.2 Tổng quan tình hình nghiên cứu.....	4
1.3 Mục tiêu nghiên cứu.....	8
1.4 Câu hỏi nghiên cứu.....	9
1.5 Đối tượng, phạm vi nghiên cứu.....	9
1.5.1. Đối tượng nghiên cứu.....	9
1.5.2. Phạm vi nghiên cứu.....	9
1.6 Phương pháp nghiên cứu.....	10
1.7 Ý nghĩa của đề tài.....	10
1.8 Bố cục của bài nghiên cứu.....	11
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT.....	13
2.1. Nợ - Cơ cấu nợ của doanh nghiệp.....	13
2.1.1. Định nghĩa.....	13
2.1.2. Phân loại nợ.....	15
2.2. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	16
2.2.1. Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA).....	17
2.2.2. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).....	18
2.2.3. Tobin's Q.....	18

2.3. Các lý thuyết nghiên cứu ảnh hưởng cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	19
2.3.1. Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn.....	20
2.3.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade Off theory)	21
2.3.3. Lý thuyết thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information theory)	22
2.3.4. Lý thuyết tín hiệu (Signalling theory).....	23
2.3.5. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)	24
2.4. Các nghiên cứu thực nghiệm giải thích về mối quan hệ giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	25
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	33
3.1 Thiết kế nghiên cứu	33
3.1.1 Mô hình nghiên cứu	33
3.1.2 Giải thích các biến.....	37
3.2 Giả thuyết nghiên cứu	42
3.3 Nguồn và phương pháp thu thập dữ liệu	43
3.4 Phương pháp phân tích định lượng	43
3.5 Phương pháp hồi quy.....	44
CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	46
4.1 Thống kê mô tả.....	46
4.2 Ma trận hệ số tương quan.....	51
4.3 Các kiểm định.....	53
4.4 Kết quả nghiên cứu.....	55
4.4.1. Mối quan hệ giữa DA và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	55
4.4.2. Mối quan hệ giữa SDA và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.....	57

4.4.3. Mối quan hệ giữa LDA và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ..	59
CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN.....	63
5.1 Kết luận	63
5.2 Khuyến nghị	66
5.2.1. Khuyến nghị đối với doanh nghiệp.....	66
5.2.2. Khuyến nghị đối với các nhà đầu tư	67
5.3 Hạn chế của luận văn và các hướng nghiên cứu tiếp theo	68
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO	70
PHỤ LỤC	75
Phụ lục 1: Thống kê mô tả và ma trận hệ số tương quan	75
Phụ lục 2: Kiểm định khuyết tật cho mô hình.....	76
Phụ lục 3: Kết quả hồi quy	77

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 2.1: Tóm tắt các nghiên cứu trước.....	30
Bảng 3.1: Danh sách biến và cách tính.....	41
Bảng 3.2: Dấu kỳ vọng các biến trong mô hình nghiên cứu	42
Bảng 4.1: Thống kê mô tả.....	46
Bảng 4.2: Bảng tỷ lệ cơ cấu nợ theo ngành	48
Bảng 4.3: Chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q trung bình ngành	49
Bảng 4.4: Các chỉ số trung bình ngành khác	50
Bảng 4.5: Bảng hệ số tương quan giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cơ cấu nợ và các biến đặc điểm của doanh nghiệp	52
Bảng 4.6: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến độc lập (DA) và các biến kiểm soát	53
Bảng 4.7: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến độc lập (SDA) và các biến kiểm soát	54
Bảng 4.8: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến độc lập (LDA) và các biến kiểm soát	54
Bảng 4.9: Kết quả hồi quy giữa DA và hiệu quả hoạt động.....	55
Bảng 4.10: Kết quả hồi quy giữa SDA và hiệu quả hoạt động.....	58
Bảng 4.11: Kết quả hồi quy giữa LDA và hiệu quả hoạt động	60

TÓM TẮT KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Bài nghiên cứu này phân tích ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam, sử dụng dữ liệu thu thập từ 406 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2019. Bài nghiên cứu được thực hiện dựa trên các lý thuyết nền tảng về cơ cấu nợ như lý thuyết M&M, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết thông tin bất cân xứng, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tín hiệu.

Kết quả của bài nghiên cứu cho thấy cơ cấu nợ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Từng tỷ lệ nợ khác nhau sẽ có mức tác động khác nhau đến các chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động như ROA, ROE và Tobin's Q. Trong đó, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản đều có biến động ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, các biến kiểm soát khác như quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tuổi doanh nghiệp, tài sản cố định và cổ tức lại có tác động dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và đều mang ý nghĩa thống kê cao.

Dựa trên những kết quả đạt được trong bài nghiên cứu, tác giả đưa ra một số khuyến nghị dành cho các nhà quản trị và các nhà đầu tư nhằm đưa ra được những quyết định chính xác.

CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

Trong chương này, tác giả sẽ giới thiệu về đề tài nghiên cứu, lý do chọn đề tài và tổng quan tình hình nghiên cứu. Dựa trên đề tài đã chọn, tác giả sẽ xác định mục tiêu, câu hỏi, đối tượng, phạm vi và phương pháp nghiên cứu phù hợp. Cuối cùng là nêu lên ý nghĩa của đề tài và bố cục bài nghiên cứu.

1.1 Lý do chọn đề tài

Theo thống kê của Tổng Cục Thống Kê, tại thời điểm 31/12/2019, cả nước có 758.610 doanh nghiệp đang hoạt động (tăng 43.855 doanh nghiệp so với năm 2018). Có thể thấy ngày càng nhiều doanh nghiệp được thành lập, kéo theo tính cạnh tranh để tồn tại của các doanh nghiệp ngày càng cao hơn. Sau khi duy trì được hoạt động kinh doanh ổn định, các doanh nghiệp thường bắt đầu quan tâm hơn về việc mở rộng hoạt động kinh doanh và gia tăng lợi nhuận đạt được. Để có thể mở rộng hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp cần chuẩn bị một nguồn vốn vững chắc cũng như các phương án gia tăng nguồn vốn một cách nhanh chóng và kịp thời. Nguồn vốn của các doanh nghiệp được hình thành từ hai nguồn chính là vốn chủ sở hữu và các khoản nợ phải trả (ngắn hạn và dài hạn). Vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn thường được dùng để đầu tư vào tài sản cố định của doanh nghiệp như nhà xưởng, máy móc thiết bị phục vụ quá trình sản xuất,... Các khoản nợ phải trả ngắn hạn sẽ thường được doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh thường ngày của doanh nghiệp.

Ngày nay, các doanh nghiệp không còn ngại khi nhắc đến vấn đề vay nợ. Việc sử dụng nợ không chỉ đáp ứng cho nhu cầu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp mà còn giúp doanh nghiệp hưởng được lợi ích tối đa từ lá chắn thuế. Trong những năm gần đây, một số doanh nghiệp lớn, có uy tín trên thị trường tiếp cận nguồn vốn vay thông qua việc phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần sử dụng nợ một cách “khôn ngoan” và có cơ cấu vốn vay phù hợp với tổng tài sản của doanh nghiệp nhằm tránh những sự cố không mong muốn khi không kiểm soát được nợ.

Trong thực tế, đã có không ít doanh nghiệp không thể kiểm soát được nợ. Trong những năm gần đây, tình trạng vỡ nợ xảy ra khá nhiều trên thế giới. Tỷ lệ vỡ

nợ trên thế trong những năm gần đây tăng khá cao. Tờ Nikkei Asia Review dẫn số liệu do S&P Global công bố, có đến 223 công ty đã vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2020, gấp đôi con số năm 2019 (chủ yếu là ở ngành năng lượng và ngành hàng tiêu dùng). Cụ thể, theo dữ liệu do S&P Global tổng hợp các công ty được xếp hạng tín nhiệm, các vụ vỡ nợ ở Mỹ vào năm 2020 đã tăng 80% so với năm trước, lên đến con số 143 vụ. Trong khi các vụ vỡ nợ ở châu Âu tăng 2,8 lần lên 42 vụ và tỷ lệ vỡ nợ ở các nền kinh tế mới nổi, bao gồm cả Trung Quốc, tăng 30% lên 28 vụ. Báo cáo của S&P Global cho biết, một trong những nguyên nhân khiến các vụ vỡ nợ gia tăng là do nợ vay của các doanh nghiệp đang tăng vọt. Số liệu của S&P Global cho thấy, dù lãi suất đang ở mức thấp nhất trong lịch sử nhưng số lượng các công ty bị vỡ nợ vẫn không ngừng gia tăng do số lượng các công ty vay nợ tại Mỹ và châu Âu tăng đáng kể trong những năm qua.

Ngoài ra, các vụ vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp cũng đang lan rộng ở Trung Quốc. Kể từ tháng 11/2020, tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp bị hoãn hoặc hủy bỏ là hơn 200 tỷ nhân dân tệ (khoảng 30,5 tỷ USD). Tại Trung Quốc, Tsinghua Unigroup thuộc sở hữu của Tập đoàn Thanh Hoa của Đại học Thanh Hoa đang gặp phải vấn đề vỡ nợ trái phiếu. Vào ngày 10/12/2020, Unigroup tuyên bố không thể trả nợ gốc cho 450 triệu USD trái phiếu đến hạn, kéo theo vi phạm chéo với các khoản nợ khác trị giá 2 tỷ USD. Trước đó 1 tháng, Unigroup cũng đã tuyên bố không trả được 1,3 tỷ nhân dân tệ (tương đương 198,6 triệu USD) trái phiếu trong nước. Sự việc làm chao đảo thị trường nợ doanh nghiệp tại Trung Quốc khi công ty tuyên bố đang gặp vấn đề về thanh khoản.

Theo báo cáo của Chính phủ gửi Quốc hội, trong báo cáo hợp nhất của các tập đoàn, tổng công ty năm 2019 có tổng số nợ phải trả là 1,44 triệu tỉ đồng. Báo cáo cho thấy, cơ cấu nợ phải trả của các tập đoàn, tổng công ty gồm nợ vay từ ngân hàng, huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp và nợ nước ngoài. Nợ vay ngắn hạn và dài hạn từ các ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng trong nước là hơn 429.153 tỉ đồng, tăng 16% so với năm 2018.

Một số tập đoàn, tổng công ty có số nợ vay tương đối lớn như: Tập đoàn Điện lực Việt Nam (117.551 tỉ đồng), Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (166.180 tỉ

đồng), Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam (38.551 tỉ đồng), Tập đoàn Viễn thông quân đội (18.095 tỉ đồng); Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (24.506 tỉ đồng), Tổng công ty xi măng Việt Nam VICEM (9.887 tỉ đồng).

Một số Công ty mẹ thực hiện huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp, lũy kế giá trị trái phiếu doanh nghiệp đã phát hành tính đến 31/12/2019 của các Công ty mẹ là 2.696 tỷ đồng, bao gồm: Công ty mẹ – Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản VN phát hành 2.000 tỷ đồng; Công ty mẹ – Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị phát hành 447 tỷ đồng; Công ty mẹ – TCT Đông Bắc phát hành 249 tỷ đồng.

Cũng trong báo cáo này, khoản nợ khó đòi của các tập đoàn, tổng công ty là 18.251 tỉ đồng, tăng 25% so với năm 2018. Dẫn đầu về nợ thu khó đòi là các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành năng lượng (dầu khí, than) và viễn thông.

Cụ thể, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đang có nợ khó đòi là 7.643 tỉ đồng, Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam (3.719 tỉ đồng), Tập đoàn Viễn thông quân đội (1.527 tỉ đồng), Tổng công ty Viễn thông Mobifone (633 tỉ đồng), Tập đoàn Bưu chính viễn thông Việt Nam (581 tỉ đồng), Tổng công ty Cà phê Việt Nam (413 tỉ đồng), Tổng công ty Thương mại Sài Gòn (395 tỉ đồng), Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (385 tỉ đồng), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (365 tỉ đồng),...

Các nghiên cứu trên thế giới và Việt Nam đều đa số tập trung nhiều vào *cơ cấu vốn* của doanh nghiệp. Cụ thể, các nghiên cứu phân tích về sự thay đổi của tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản sẽ có tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, từ đó đưa ra cấu trúc tài chính tối ưu với mối tương quan giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu. Vốn nợ là nguồn tài chính từ bên ngoài của doanh nghiệp thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, nợ còn đóng vai trò là đòn bẩy tài chính giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phản ánh mối quan hệ giữa lợi ích kinh tế và chi phí mà doanh nghiệp bỏ ra khi muốn có được những lợi ích đó. Ngoài ra, bản thân các thành phần cấu thành tổng nợ (*cơ cấu nợ*) cũng có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thông thường, các

khoản nợ của doanh nghiệp phát sinh từ nhiều nguồn khác nhau như nợ vay, các khoản phải trả nhà cung cấp, phải trả người lao động, nợ thuế, trái phiếu,... Ngoài ra, các khoản nợ phải trả còn được chia thành 2 nhóm theo kỳ hạn nợ: ngắn hạn và dài hạn. Khi có sự thay đổi ở các loại nợ hay kỳ hạn nợ cũng sẽ làm thay đổi cơ cấu nợ của doanh nghiệp. Khi từng thành phần cấu thành nợ thay đổi sẽ có ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp hay không và những thay đổi đó sẽ có tác động tích cực hay tiêu cực? Đây là câu hỏi luôn được đặt ra khi thực hiện các nghiên cứu về cơ cấu nợ. Bên cạnh việc xác định cơ cấu vốn, cơ cấu nợ phù hợp cũng rất quan trọng đối với một doanh nghiệp. Nó không chỉ là nhu cầu tối đa hóa lợi nhuận mà còn ảnh hưởng đến năng lực kinh doanh của doanh nghiệp.

Nhận thấy được tính cấp thiết trong việc nghiên cứu về tác động của cơ cấu vốn nói chung và cơ cấu nợ nói riêng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả quyết định chọn lựa đề tài “*Ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp*” để thực hiện nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường Việt Nam. Nghiên cứu sẽ trả lời các câu hỏi: Cơ cấu vốn nói chung và cơ cấu nợ nói riêng có ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp? Mỗi thành phần trong cơ cấu nợ có phản ánh được thực tế và chính xác về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như thế nào?

1.2 Tổng quan tình hình nghiên cứu

Trên thế giới đã có không ít các lý thuyết nói về ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các lý thuyết này được xem là nền tảng để các tác giả thực hiện các nghiên cứu thực nghiệm. Liên quan đến nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì có một số lý thuyết tiêu biểu như: lý thuyết M&M, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết tín hiệu,...

Lý thuyết M&M của France Modigliani và Merton Miller (1958) đã giải thích về mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của một doanh nghiệp. Lý thuyết này đề cập đến hai mệnh đề quan trọng: Mệnh đề thứ nhất (I) nói về giá trị doanh nghiệp và Mệnh đề thứ hai (II) liên quan đến chi phí sử dụng vốn. Với giả định thị trường hoàn hảo (không có thuế, không có chi phí

giao dịch, không có chi phí phá sản và chi phí khó khăn tài chính, lãi suất vay của các nhân và doanh nghiệp bằng nhau), cơ cấu nợ không có ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp và tỷ số nợ tăng thì chi phí vốn cổ phần cũng tăng theo nhưng chi phí sử dụng vốn vẫn không thay đổi. Ngược lại khi xem xét ở điều kiện thị trường không hoàn hảo (có thuế), doanh nghiệp sử dụng nợ vay hay còn gọi là đòn bẩy tài chính sẽ giúp gia tăng giá trị của doanh nghiệp và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp giảm trong khi doanh nghiệp tăng tỷ số nợ thì chi phí sử dụng vốn cổ phần cũng tăng.

Lý thuyết đánh đổi của Kraus và Litzenberger (1973) ra đời phủ nhận lại lý thuyết M&M. Lý thuyết đánh đổi cho rằng doanh nghiệp chỉ nên duy trì cơ cấu nguồn vốn đúng mức. Ngoài ra, lý thuyết này còn chứng minh được rằng các nhà quản trị doanh nghiệp tin rằng có sự tồn tại của một cấu trúc tài chính tối ưu nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp, dẫn tới hình thành được một tỷ lệ nợ tối ưu khi doanh nghiệp cân bằng được lợi ích và chi phí của nợ vay.

Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng (Myers và Majluf, 1984) không đi tìm cơ cấu vốn tối ưu mà tìm hiểu và đưa ra một thứ tự ưu tiên trong việc lựa chọn nguồn vốn tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết này chứng minh được rằng các doanh nghiệp ưa thích sử dụng nguồn tài trợ bằng vốn bên trong hơn là sử dụng nguồn vốn bên ngoài.

Và khi các nhà đầu tư có quá ít thông tin về doanh nghiệp, trong khi các nhà quản trị lại có quá nhiều thông tin, để tránh việc bất cân xứng thông tin, lý thuyết tín hiệu ra đời. Sự ra đời của lý thuyết tín hiệu giúp các nhà đầu tư nhận biết các tín hiệu về tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp thông qua hành động của các nhà quản trị trong việc sử dụng nợ.

Hiện nay đa phần các nghiên cứu tập trung về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, chưa có nhiều nghiên cứu chi tiết về ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu chủ yếu tập trung phân tích thay đổi của tổng nợ trong tổng tài sản nhưng chưa phân tích

được sự thay đổi của các loại nợ hay kỳ hạn nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Kết quả bài nghiên cứu của Wei Xu (2005) đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc chỉ ra rằng có mối quan hệ chặt chẽ giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và cơ cấu tài chính như sau: (i) hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ; (ii) khi tỷ lệ nợ nằm trong khoảng từ 24,52% đến 51,13% thì hiệu quả hoạt động có mối quan hệ phương trình bậc hai và ba với tỷ lệ nợ.

Onaolapo và Kajola (2010) đã thực hiện nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động được đo lường bằng ROA, ROE. Các biến độc lập được đưa vào mô hình là tỷ lệ nợ, quy mô doanh nghiệp tính theo tài sản, tỷ lệ tài sản cố định, tốc độ tăng trưởng, vòng quay tài sản, số năm hoạt động và lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp. Mẫu nghiên cứu bao gồm 30 doanh nghiệp được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Nigeria từ năm 2001 đến năm 2007. Kết quả cho thấy tỷ lệ nợ và tỷ lệ tài sản cố định có tương quan nghịch với hiệu quả hoạt động tài chính trong khi vòng quay tài sản có tương quan dương. Những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp đồ uống, thực phẩm, hóa học, in ấn và xuất bản, công nghiệp thuốc lá, máy tính và thiết bị văn phòng có ảnh hưởng mạnh đến hoạt động tài chính.

Zeitun và Tian (2007) đã xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trên khía cạnh tài chính (các chỉ số tài chính dựa trên sổ sách, báo cáo tài chính của các doanh nghiệp) và khía cạnh thị trường. Dữ liệu được thu thập từ 167 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Thị trường chứng khoán tại Jordan thuộc 16 lĩnh vực kinh doanh khác nhau, từ năm 1989 đến năm 2003. Với khía cạnh tài chính, tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) được sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động. Dưới góc độ thị trường, hiệu quả hoạt động được thay thế bởi Tobin's Q. Kết quả bài nghiên cứu như sau: (i) các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động bao gồm tỷ lệ nợ, tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp, lĩnh vực kinh doanh, tỷ trọng tài sản cố định, trong đó tỷ lệ nợ có tác động mạnh nhất; (ii) các yếu tố có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động bao gồm

tốc độ tăng trưởng tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp và thuế; (iii) tỷ trọng tài sản cố định có tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh. Doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định cao thì hiệu quả tài chính thấp do doanh nghiệp đầu tư quá nhiều vào tài sản cố định mà kết quả kinh doanh không được cải thiện; (iv) các yếu tố của lĩnh vực kinh doanh có tác động mạnh đến hoạt động tài chính trong một số lĩnh vực bất động sản, dịch vụ giáo dục, xăng dầu và thuốc lá.

Bên cạnh đó, cũng có một số bài nghiên cứu về nợ và lợi nhuận của doanh nghiệp. Theo Sercu và các tác giả (2006) nghiên cứu về mối quan hệ giữa biến hóa lợi nhuận và nợ đối với các doanh nghiệp tại Bỉ đã có kết quả như sau: (i) Có mối liên hệ dương giữa việc biến hóa lợi nhuận và đòn bẩy tài chính; (ii) Các công ty có xu hướng biến hóa lợi nhuận để đối phó với các khoản vay ngân hàng hơn là để đối phó với các khoản tín dụng thương mại từ các nhà cung cấp.

Hay như kết quả nghiên cứu của Chou và các tác giả (2010) nghiên cứu về mối quan hệ giữa hành vi biến hóa lợi nhuận và kỳ hạn nợ (ngắn, trung và dài hạn) của doanh nghiệp chỉ ra rằng những công ty thực hiện việc biến hóa lợi nhuận nhiều thường phát hành nợ với kỳ hạn dài để tránh sự giám sát từ bên ngoài và chi phí vay nợ cao.

Có thể thấy rằng phần lớn các nghiên cứu trên thế giới đều cho kết quả rằng nợ sẽ có ảnh hưởng đến lợi nhuận, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, đã có không ít tác giả nghiên cứu về tác động của nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, hay sự thay đổi của cơ cấu vốn có ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay không?

Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiều (2010) nghiên cứu phân tích mối qua hệ giữa giá trị doanh nghiệp (đo lường bằng chỉ số Tobin's Q) và cấu trúc vốn của 159 doanh nghiệp phi tài chính đang niêm yết trên SGD chứng khoán TP.HCM từ năm 2006 đến năm 2009. Kết quả hồi quy cho thấy có mối liên hệ chặt chẽ giữa giá trị doanh nghiệp và cấu trúc tài chính của doanh nghiệp: (i) Giá trị doanh nghiệp có mối liên hệ bậc 3 với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu; (ii) Khi tỷ lệ nợ tăng và nhỏ hơn 105% thì giá trị doanh nghiệp tăng cùng chiều, nhưng khi tỷ lệ nợ lớn hơn 105% thì

xảy ra biến động ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và giá trị doanh nghiệp; (iii) Cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp là khi tỷ lệ nợ là 105%. Kết quả này là một bằng chứng hỗ trợ mạnh mẽ cho lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn.

Nguyễn Thị Diệu Chi (2018) đã thực hiện nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc nợ đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp dịch vụ tại Việt Nam. Mẫu dữ liệu được thu thập từ 116 doanh nghiệp dịch vụ đang niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 đến năm 2016. Kết quả của bài nghiên cứu chỉ ra rằng cấu trúc nợ trong ngắn hạn và dài hạn đều có tác động tiêu cực đến chỉ số ROA của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê 1% và độ tin cậy 99%.

Tuy nhiên các nghiên cứu trên đã được thực hiện khá lâu trước đó và mẫu dữ liệu của các nghiên cứu trên chỉ là một phần nhỏ, chưa mang tính đại diện toàn bộ cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Những nghiên cứu trên tập trung chủ yếu vào cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Bài nghiên cứu này của tác giả sẽ sử dụng các nghiên cứu trước đây làm nền tảng và phát triển thêm nghiên cứu về cơ cấu nợ của doanh nghiệp. Bên cạnh việc nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn (tức là tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản), tác giả sẽ đi sâu vào nghiên cứu cơ cấu nợ (các loại nợ hoặc kỳ hạn nợ) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do đó, bài nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá sâu sắc hơn về tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam với số liệu được cập nhật mới hơn. Dựa trên kết quả nghiên cứu, doanh nghiệp sẽ hiểu rõ được ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động, từ đó lựa chọn được cơ cấu nợ phù hợp cho hoạt động của doanh nghiệp. Còn đối với nhà đầu tư sẽ có thể chọn lựa được những doanh nghiệp ổn định và tiềm năng để đưa qua quyết định đầu tư.

1.3 Mục tiêu nghiên cứu

Với mục tiêu là tìm hiểu ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, bài nghiên cứu sẽ tập trung tìm hiểu các nội dung chính sau:

- (i) Nghiên cứu tổng quan mối liên hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

- (ii) Nghiên cứu thực nghiệm mối liên hệ giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong đó lưu ý đến mức độ tác động của các kỳ hạn nợ.
- (iii) Đưa ra các khuyến nghị cho các doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

1.4 Câu hỏi nghiên cứu

Dựa trên mục tiêu đã đặt ra, bài nghiên cứu được thực hiện thông qua việc trả lời các câu hỏi sau:

- Cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam hay không?
- Cơ cấu nợ (thể hiện qua kỳ hạn nợ) có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam hay không?

1.5 Đối tượng, phạm vi nghiên cứu

1.5.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.5.2. Phạm vi nghiên cứu

Các nghiên cứu về cơ cấu nợ thường tập trung vào các loại nợ (nợ trái phiếu, nợ vay ngân hàng,...) và kỳ hạn nợ. Hiện nay thị trường tài chính ở Việt Nam chưa phát triển nên hình thức phát hành trái phiếu chưa được phổ biến. Các doanh nghiệp chủ yếu sử dụng vốn vay ngân hàng để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Do vậy, bài viết này giới hạn phạm vi nghiên cứu về cơ cấu nợ ở kỳ hạn nợ.

Số liệu nghiên cứu được thu thập trong khoảng thời gian 10 năm, từ năm 2010 đến năm 2019.

Thông tin dữ liệu nghiên cứu lấy từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán và báo cáo thường niên của 406 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX).

1.6 Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng để kiểm tra những giả thuyết nghiên cứu được đề ra. Mẫu dữ liệu được thập từ số liệu hàng năm của 406 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (từ 8 nhóm ngành khác nhau), cụ thể là các số liệu được thu thập thủ công từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán và báo cáo thường niên từ Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội, các Công ty chứng khoán, website chính thức của các doanh nghiệp và một số website khác như CafeF, Vietstock,... Số liệu từ các doanh nghiệp lĩnh vực tài chính như ngân hàng, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm,... sẽ bị loại bỏ khỏi nghiên cứu do có sự khác biệt về khoản mục trên bảng cân đối kế toán và hoạt động kinh doanh, đầu tư so với các doanh nghiệp còn lại. Cuối cùng, số liệu thu thập được sẽ được đưa về dạng bảng và tính toán bằng mô hình hồi quy đa biến theo phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất OLS. Việc xử lý số liệu được hỗ trợ bằng phần mềm STATA 14 và Microsoft Excel.

1.7 Ý nghĩa của đề tài

Kết quả của đề tài này không chỉ có ý nghĩa quan trọng về mặt khoa học mà còn là công cụ ứng dụng hiệu quả vào thực tiễn.

Về khía cạnh khoa học, kết quả của bài viết đóng góp thêm cơ sở lý luận cho nghiên cứu về cơ cấu vốn nói chung và cơ cấu nợ nói riêng ở các doanh nghiệp. Bài nghiên cứu làm rõ được ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, đặc biệt là tại Việt Nam với nguồn dữ liệu được cập nhật mới (từ năm 2010 đến năm 2019). Ngoài ra, kết quả bài nghiên cứu cũng góp phần thu hút hơn sự quan tâm về mối liên hệ giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đối với những người làm về nghiên cứu và học thuật trong lĩnh vực tài chính. Thông qua đó, kết quả nghiên cứu này giúp xây dựng nền tảng lý thuyết về tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được vững chắc hơn.

Về khía cạnh thực tiễn, bài nghiên cứu sẽ giúp trả lời câu hỏi cơ cấu vốn nói chung và cơ cấu nợ nói riêng có ảnh hưởng không và ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dựa trên những cơ sở lý thuyết và kết quả

của nghiên cứu sẽ giúp ích cho nhà đầu tư hơn trong việc đánh giá sức khỏe tài chính của doanh nghiệp nhằm đưa ra những quyết định đầu tư chính xác hơn.

1.8 Bộ cục của bài nghiên cứu

Bài nghiên cứu có kết cấu 5 chương, cụ thể như sau:

Chương 1: Giới thiệu đề tài nghiên cứu

Ở chương mở đầu này, người viết trình bày về tính cấp thiết của đề tài, tổng quan tình hình nghiên cứu. Từ đó làm rõ được mục tiêu, câu hỏi, đối tượng và phạm vi nghiên cứu. Sau cùng là đưa ra phương pháp nghiên cứu phù hợp và nêu được ý nghĩa của đề tài.

Chương 2: Cơ sở lý thuyết

Trong chương 2, bài viết sẽ giới thiệu những định nghĩa, khái niệm về cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trình bày một số lý thuyết, học thuyết về cơ cấu nợ có liên quan đến nội dung nghiên cứu.

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết đã nêu ở chương 2, người viết đưa ra các giả thuyết và xây dựng mô hình nghiên cứu phù hợp và khả thi cho thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, chương 3 còn miêu tả về phương pháp thu thập dữ liệu, giải thích các biến đưa vào trong mô hình.

Chương 4: Kết quả nghiên cứu

Chương này tóm tắt dữ liệu đã thu thập được, lập ma trận hệ số tương quan các biến trong mô hình, trình bày kết quả hồi quy, thảo luận về mối liên hệ giữa các biến và chấp nhận những giả thuyết đã đưa ra.

Chương 5: Kết luận

Ở chương cuối cùng này, người viết kết luận những vấn đề đã nêu trong bài nghiên cứu, từ đó đưa ra một số khuyến nghị phù hợp từ kết quả có được. Trình bày những hạn chế gặp phải trong quá trình nghiên cứu và gợi ý thêm cho các nghiên cứu sau này.

Tóm lại trong bối cảnh nền kinh tế hiện tại, các doanh nghiệp tại Việt Nam ngày càng vay nợ nhiều để phục vụ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Tuy nhiên vấn đề vỡ nợ cũng xuất hiện khá nhiều trên thế giới trong những năm gần đây. Một trong những nguyên nhân vỡ nợ chủ yếu của doanh nghiệp là do nợ vay tăng cao. Thấy được tính cấp thiết của vấn đề trên, tác giả quyết định thực hiện nghiên cứu thực nghiệm về tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Việc xác định rõ hàng mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu giúp tác giả có hướng đi chính xác trong quá trình thực hiện nghiên cứu thực nghiệm. Tác giả sử dụng phương pháp phân tích bằng mô hình hồi quy đa biến theo phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất OLS để thấy được mức độ tác động trực tiếp của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, tác giả lựa chọn sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2019 để có được kết quả thực nghiệm đáng tin cậy và mang tính tham khảo cao cho các doanh nghiệp đang hoạt động ở Việt Nam.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Ở chương này, trong mục 2.1 sẽ trình bày những khái niệm cơ bản liên quan đến nợ và cơ cấu nợ của doanh nghiệp. Mục 2.2 sẽ trình bày các đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua việc đo lường một số tỷ số tài chính. Nội dung các cơ sở lý thuyết liên quan đến nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động kinh doanh sẽ được trình bày trong mục 2.3. Ngoài ra, mục 2.4 sẽ giới thiệu một số nghiên cứu trước đây về cơ cấu vốn nói chung và cơ cấu nợ nói riêng và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

2.1. Nợ - Cơ cấu nợ của doanh nghiệp

2.1.1. Định nghĩa

Nguồn vốn của một doanh nghiệp được hình thành từ hai nguồn chính là nợ phải trả và vốn chủ sở hữu để phục vụ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tùy thuộc vào từng loại hình doanh nghiệp, mức độ chấp nhận rủi ro, uy tín doanh nghiệp, kế hoạch sản xuất kinh doanh,... mà lựa chọn tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu phù hợp để đạt được hiệu quả hoạt động tốt nhất cũng như làm gia tăng giá trị của doanh nghiệp.

Theo sách Tài chính doanh nghiệp căn bản, NXB Lao động xã hội, “Cơ cấu vốn (capital structure) là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty.” (Nguyễn Minh Kiều, 2011). Tỷ lệ này phản ánh mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp để tài trợ cho tổng tài sản và thể hiện nợ chiếm bao nhiêu phần trăm trong tổng nguồn vốn (do tổng tài sản bằng tổng nguồn vốn).

Vốn chủ sở hữu là phần vốn tự có của doanh nghiệp. Đối với doanh nghiệp nhà nước, nguồn vốn tự có này chính là vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước. Còn đối với các công ty cổ phần và công ty trách nhiệm hữu hạn, nguồn vốn tự có này được hình thành từ phần vốn góp ban đầu của các cổ đông để thành lập doanh nghiệp. Các doanh nghiệp cổ phần có thể huy động thêm nguồn vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu. Thông thường, phần vốn chủ sở hữu sẽ được các doanh nghiệp sử dụng để đầu tư vào tài sản cố định (như nhà xưởng, máy móc thiết bị,...).

Nợ phải trả bao gồm phần nợ vay và các khoản nợ phải trả nhà cung cấp, người lao động,... Nợ vay là một trong những nguồn vốn rất quan trọng đối với doanh nghiệp trong các hoạt động sản xuất kinh doanh thường ngày. Đây là nguồn giúp doanh nghiệp đáp ứng được những nhu cầu về vốn trong ngắn hạn hoặc dài hạn một cách nhanh chóng và tức thời. Tuy nhiên, khi sử dụng nợ vay, doanh nghiệp cần đảm bảo sử dụng đúng mục đích, quản lý tốt và hợp lý các kỳ trả nợ (gốc và lãi) tránh để nguồn vốn này trở thành gánh nặng của doanh nghiệp trong quá trình hoạt động. Còn đối với các khoản nợ phải trả nhà cung cấp, người lao động,... doanh nghiệp cũng không nên chiếm dụng quá nhiều hoặc quá lâu để tránh ảnh hưởng đến uy tín của doanh nghiệp.

Tỷ số này nếu quá thấp cho thấy doanh nghiệp ít sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Điều này cho thấy tình hình sức khỏe tài chính của doanh nghiệp khá tốt, khả năng tự chủ tài chính cao và còn có thể vay thêm nếu bị thiết hụt về nguồn vốn. Tuy nhiên nó lại phản ánh doanh nghiệp chưa tận dụng tốt đòn bẩy tài chính và làm mất nhiều cơ hội giảm thuế từ việc sử dụng nợ vay.

Trái lại, nếu tỷ số này quá cao thì thể hiện doanh nghiệp đã sử dụng quá nhiều nợ. Việc sử dụng quá nhiều nợ khiến doanh nghiệp dần bị phụ thuộc và giảm khả năng tự chủ tài chính.

Với những doanh nghiệp sử dụng nợ vay sẽ phát sinh chi phí lãi vay, chi phí này sẽ được đưa vào mục chi phí tài chính của doanh nghiệp khi hạch toán và phần chi phí này sẽ được cộng vào chi phí trước khi tính thuế. Nhờ vậy doanh nghiệp sẽ được giảm một phần tương ứng trong thuế thu nhập phải nộp (còn được gọi là lá chắn thuế). Việc sử dụng nợ một mặt giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp, mang lại lợi ích nhiều hơn cho cổ đông, nhưng mặt khác làm gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Do vậy, vấn đề quản lý nợ là điều các doanh nghiệp rất chú trọng. Doanh nghiệp cần có một cơ cấu nợ phù hợp với tình hình hoạt động của mình.

Cơ cấu nợ là một phần trong cơ cấu vốn. Các tác giả thường lựa chọn phân tích cơ cấu nợ theo 2 hướng sau: phân tích theo thành phần cấu thành nợ và phân tích theo kỳ hạn nợ. Phân tích thành phần cấu thành nợ là xem xét các loại nợ doanh

nghiệp thường sử dụng như nợ nhà cung cấp, nợ vay, nợ thuế, nợ người lao động, trái phiếu,... Còn phân tích theo kỳ hạn nợ là phân chia nợ thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Theo Abor (2005) và Gill (2011), cơ cấu nợ là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn theo tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Hay theo Mesquita và Lara (2003) cho rằng, cơ cấu nợ là sự kết giữa nợ ngắn hạn thường xuyên và nợ dài hạn để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp.

Các cổ đông của doanh nghiệp thường muốn doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ vì khi sử dụng tốt đòn bẩy tài chính sẽ làm tăng khả năng sinh lợi (tăng giá trị doanh nghiệp). Tuy nhiên nếu nợ quá cao thì doanh nghiệp sẽ dễ đối mặt với các rủi ro tài chính, điều đó là điều các cổ đông không hề mong muốn. Ngược lại, các chủ nợ lại thích những doanh nghiệp có tỷ lệ thấp để luôn đảm bảo được khả năng thanh toán nợ. Để đánh giá một cách khác quan và chính xác tỷ lệ nợ của doanh nghiệp là thấp hay cao thì nên so sánh với tỷ lệ nợ của ngành.

2.1.2. Phân loại nợ

Theo Thông tư 200/2014/TT-BTC tại Điều 112 quy định về hướng dẫn lập và trình bày bảng cân đối kế toán năm, dựa vào tính chất của kỳ hạn, các khoản nợ phải trả của doanh nghiệp được chia làm hai loại như sau:

– Nợ phải trả ngắn hạn:

Đây là các khoản tiền mà doanh nghiệp đang chiếm dụng hoặc đi vay chưa trả cho các cá nhân, đơn vị khác có kỳ hạn trả nợ dưới một năm tính từ thời điểm lập báo cáo tài chính hoặc trong một chu kỳ kinh doanh. Nợ phải trả ngắn hạn thường bao gồm: các khoản phải trả nhà cung cấp; các khoản nợ vay ngân hàng ngắn hạn; các khoản nợ dài hạn đến hạn thanh toán; các khoản phải trả người lao động; các khoản phải nộp thuế, nộp nhà nước và các khoản phải trả khác,...

Để giảm thiểu rủi ro cho các khoản nợ ngắn hạn khi đến hạn thanh toán, nợ ngắn hạn thường dùng để bổ sung những nhu cầu vốn ngắn hạn của doanh nghiệp hoặc thường được sử dụng để đầu tư cho các tài sản ngắn hạn.

– Nợ phải trả dài hạn:

Đây là các khoản nợ mà doanh nghiệp vay hoặc nợ các cá nhân, đơn vị khác có thời hạn thanh toán lớn hơn một năm kể từ thời điểm lập báo cáo tài chính hoặc lớn hơn một chu kỳ kinh doanh. Nợ dài hạn thường bao gồm các khoản vay trung và dài hạn từ ngân hàng và các tổ chức tín dụng; phát hành trái phiếu.

Ngoài vốn chủ sở hữu thì nguồn nợ vay dài hạn này cũng là nguồn rất quan trọng dùng để đầu tư vào tài sản cố định hoặc các hoạt động đầu tư dài hạn khác của doanh nghiệp.

2.2. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp luôn là sự quan tâm hàng đầu của các nhà quản trị cũng như nhà đầu tư. Hiện nay, việc đánh giá sự phát triển của một doanh nghiệp chủ yếu thông qua việc đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo Giáo trình Quản trị kinh doanh, NXB Đại học Kinh tế quốc dân, “Hiệu quả kinh doanh là phạm trù phản ánh trình độ lợi dụng các nguồn lực để đạt được các mục tiêu kinh doanh xác định. Chỉ các doanh nghiệp kinh doanh mới nhắm vào mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận và vì thế mới cần đánh giá hiệu quả kinh doanh.” (Nguyễn Thành Độ, 2012). Việc đo lường hiệu quả hoạt động của một doanh nghiệp thường dựa trên việc đánh giá các nhóm chỉ tiêu sau:

- Nhóm chỉ tiêu đo lường hiệu quả sản xuất – kinh doanh: doanh thu, số lượng khách hàng mới, tình hình công nợ với khách hàng và nhà cung cấp,...
- Nhóm chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính: các chỉ tiêu tài chính tính toán từ báo cáo tài chính, các tỷ số sinh lời, các tỷ số thanh khoản,...
- Nhóm chỉ tiêu đo lường hiệu quả xã hội và môi trường: tham gia vào các hoạt động cộng đồng, các hoạt động bảo vệ môi trường,...

Có rất nhiều chỉ tiêu được đưa ra để đánh giá hiệu quả hoạt động của một doanh nghiệp. Trong đó, nhóm chỉ tiêu tài chính là nhóm chỉ tiêu phổ biến nhất và được sử dụng rất nhiều trong các nghiên cứu trước đây khi muốn đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Theo Short và Keasey (1999), việc đánh giá hiệu quả hoạt động nên đánh giá dựa trên nhóm chỉ tiêu sinh lời như ROA, ROE. Tuy nhiên, nghiên cứu của Morck, Shleifer và Vishny (1988) lại sử dụng chỉ số Tobin's Q để phản ánh giá trị thị trường so với giá trị sổ sách của doanh nghiệp trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi được đo lường bằng ROA, ROE là các chỉ số như được tính dựa trên giá trị sổ sách trong báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của doanh nghiệp. Trong khi đó, nếu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ số Tobin's Q thì hiệu quả hoạt động được phản ánh một cách thực tế hơn thông qua giá trị thị trường.

Trong bài nghiên cứu này, tác giả sẽ sử dụng tổng hợp các chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q để đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp một cách đa dạng, tổng quan và chính xác nhất.

2.2.1. Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA)

ROA (Return on Assets) – là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, được đo lường bằng công thức sau:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Bình quân tổng tài sản}} \times 100\%$$

Chỉ số ROA phản ánh một đồng vốn của doanh nghiệp đầu tư vào tài sản sẽ mang lại bao nhiêu lợi nhuận. ROA càng cao thể hiện hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp càng tốt.

ROA của từng công ty đều có sự khác nhau và phụ thuộc khá nhiều vào kết quả kinh doanh trong kỳ cũng như ngành nghề sản xuất kinh doanh. Các doanh nghiệp ngành dịch vụ, thương mại, du lịch,... tỷ số này thường rất cao. Ngược lại, các doanh nghiệp ngành công nghiệp, sản xuất,.. lại thường có tỷ số thấp hơn. Do các doanh nghiệp ở những ngành này ngoại trừ các chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp,.. còn phải gánh thêm các khoản chi phí khấu hao từ các máy móc, thiết bị trong quá trình sản xuất, dẫn đến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ không cao. Vì vậy, khi so sánh ROA, cần lưu ý so sánh với bình quân ngành hoặc

so sánh với các công ty cùng ngành nghề, có sự tương đồng và sử dụng số liệu ít nhất ba năm để có được kết quả chính xác hơn.

2.2.2. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)

ROE (Return on Equity) – là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, được xác định bằng tỷ số sau:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Bình quân vốn chủ sở hữu}} \times 100\%$$

Tỷ số ROE giúp đo lường khả năng sinh lời của mỗi đồng vốn của cổ đông thường khi mang đi đầu tư. ROE càng cao càng thể hiện công ty sử dụng vốn cổ đông thường một cách hiệu quả.

Khi đánh giá chỉ số ROE, cần lưu ý điều sau:

- Nếu ROE < Lãi vay ngân hàng chứng tỏ lợi nhuận doanh nghiệp tạo ra chỉ để trả lãi vay ngân hàng => Doanh nghiệp hoạt động không có hiệu quả.
- Nếu ROE > Lãi vay ngân hàng thì cần phải đánh giá thêm về việc vốn vay ngân hàng đã được doanh nghiệp sử dụng hiệu quả hay chưa để có thêm nhiều thông tin đánh giá khả năng gia tăng thêm ROE trong tương lai.

Trong nghiên cứu của Bowman và Haire (1975) cũng đánh giá hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp thông qua tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

2.2.3. Tobin's Q

Tobin's Q được xem là công cụ đánh giá khá tốt về hiệu quả tài chính đối với các doanh nghiệp niêm yết, được phát minh bởi Jame Tobin, người từng đạt giải Nobel về kinh tế. Hiểu một cách đơn giản nhất, hệ số Tobin's Q thể hiện mối quan hệ giữa giá trị thị trường và giá trị nội tại. Hệ số Tobin's Q được tính bằng giá trị thị trường của một doanh nghiệp chia cho chi phí thay thế tài sản của doanh nghiệp đó. Trên thực tế, chi phí thay thế của tổng tài sản rất khó để đo lường nên các nhà phân tích đã tính hệ số này bằng công thức sau:

Tobin's Q =

$$\frac{\text{Giá trị thị trường của VCSH} + \text{Giá trị thị trường của nợ phải trả}}{\text{Giá trị sổ sách của VCSH} + \text{Giá trị sổ sách của nợ phải trả}}$$

Tuy nhiên chúng ta thường giả định rằng giá trị thị trường của nợ phải trả bằng giá trị sổ sách của nợ phải trả. Khi đó, Tobin's Q được tính theo công thức sau:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị thị trường của VCSH}}{\text{Giá trị sổ sách của VCSH}}$$

Trong đó, giá trị thị trường của VCSH = số lượng cổ phiếu đang lưu hành x giá cổ phiếu (tại một thời điểm xác định).

Nếu hệ số Tobin's Q củ doanh nghiệp nằm trong khoảng từ 0 đến 1 có nghĩa là chi phí để thay thế tài sản của một công ty lớn hơn giá trị cổ phiếu của công ty. Điều này nói lên rằng cổ phiếu của doanh nghiệp đang bị định giá thấp hơn giá trị thực tế của nó. Ngược lại, khi hệ số Tobin's Q lớn hơn 1, điều này thể hiện rằng cổ phiếu của một công ty đắt hơn chi phí thay thế tài sản của công ty, đồng nghĩa cổ phiếu của doanh nghiệp được định giá quá cao.

Nếu như ROA và ROE là những tỷ số thể hiện kết quả sản xuất kinh doanh và phản ánh khả năng sinh lợi của doanh nghiệp đã đạt được trong quá khứ, thì hệ số Tobin's Q cho thấy hiệu quả trong tương lai của doanh nghiệp vì nó phản ánh được đánh giá của thị trường về tiềm năng sinh lợi của doanh nghiệp. Ngoài ra, các chỉ số ROA, ROE hoàn toàn được tính toán một cách chủ quan dựa trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp. Còn hệ số Tobin's Q được tính toán khách quan hơn khi sự quyết định chủ yếu nằm ở sự thay đổi của thị trường.

2.3. Các lý thuyết nghiên cứu ảnh hưởng cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Cơ cấu nợ là một phần trong cơ cấu vốn. Cơ cấu vốn tập trung nghiên cứu tổng nợ trên tổng tài sản, còn cơ cấu nợ đi vào phân tích chi tiết hơn, nghiên cứu từng thành phần nợ hoặc kỳ hạn nợ. Để tìm hiểu về mối liên hệ giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả đã thực hiện nghiên cứu dựa trên một số lý thuyết nền có liên quan đến vấn đề cần nghiên cứu.

Bài nghiên cứu trình bày một số các lý thuyết thể hiện sự liên kết giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như: lý thuyết M&M, lý thuyết đánh đổi (Trade Off theory), lý thuyết thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information theory), lý thuyết tín hiệu (Signalling theory) và lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order theory). Nội dung của những lý thuyết này cũng có những phân tích liên quan đến cơ cấu nợ của doanh nghiệp. Lý thuyết M&M giải thích về mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của một doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi lại cho rằng các nhà quản trị doanh nghiệp tin rằng có sự tồn tại của một cấu trúc tài chính tối ưu nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp, dẫn tới hình thành được một tỷ lệ nợ tối ưu khi doanh nghiệp cân bằng được lợi ích và chi phí của nợ vay. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng không đi tìm cơ cấu vốn tối ưu mà tìm hiểu và đưa ra một thứ tự ưu tiên trong việc lựa chọn nguồn vốn tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết này chứng minh được rằng các doanh nghiệp ưa thích sử dụng nguồn tài trợ bằng vốn bên trong hơn là sử dụng nguồn vốn bên ngoài. Lý thuyết thông tin bất cân xứng chỉ ra rằng có hiện tượng thừa thông tin ở một bên và bên còn lại sẽ thiếu thông tin trong một cuộc giao dịch, thông thường các nhà quản trị là sẽ bên có nhiều thông tin còn các nhà đầu tư sẽ ngược lại. Sự ra đời của lý thuyết tín hiệu với mục đích hạn chế sự bất cân xứng thông tin, các nhà đầu tư có thể nhận được thêm nhiều thông tin thông qua các tín hiệu phát ra từ các nhà quản trị trong việc sử dụng nợ của doanh nghiệp.

2.3.1. Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn

Hai nhà nghiên cứu France Modigliani và Merton Miller đã đưa ra lý thuyết về cơ cấu vốn trong bài báo “The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment”, Tạp chí American Economic Review số 48, tháng 6 năm 1958 (được gọi tắt là Lý thuyết M&M). Lý thuyết M&M được cho là lý thuyết hiện đại giải thích được mối quan hệ giữa giá trị doanh nghiệp, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Trong lý thuyết này đề cập đến hai mệnh đề quan trọng: Mệnh đề thứ nhất (I) nói về giá trị doanh nghiệp và Mệnh đề thứ hai (II) liên quan đến chi phí sử dụng vốn.

Lý thuyết M&M giả định thị trường hoàn hảo: Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân; Không có chi phí giao dịch; Không có chi phí phá sản và chi phí khó khăn tài chính; Lãi suất vay tiền đối với cá nhân và doanh nghiệp như nhau, thông tin hoàn hảo. Dựa trên các giả định đã nêu, M&M chỉ ra nội dung mệnh đề I thể hiện cơ cấu nợ không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Điều này đồng nghĩa với việc cho dù cơ cấu vốn của doanh nghiệp có thay đổi thì giá trị của doanh nghiệp vẫn không thay đổi. Xét theo góc độ của các cổ đông có nghĩa là việc thay đổi cơ cấu vốn không mang lại lợi ích cho họ. Nội dung mệnh đề II cho rằng khi doanh nghiệp gia tăng tỷ số nợ thì chi phí vốn cổ phần cũng tăng theo nhưng chi phí sử dụng vốn vẫn không thay đổi.

Lý thuyết M&M dựa trên giả định thị trường hoàn hảo. Tuy nhiên, trên thực tế, thị trường không hoàn hảo. M&M (1961) đã nói lỏng giả định không có thuế và nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nợ khi thị trường có thuế. Mệnh đề I cho rằng giá trị doanh nghiệp có sử dụng nợ vay bằng giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ vay cộng với hiện giá của lá chắn thuế. Từ đó chứng minh được rằng việc doanh nghiệp sử dụng nợ vay hay còn gọi là đòn bẩy tài chính giúp gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Ngược lại với mệnh đề II trong trường hợp không có thuế, mệnh đề II trong trường hợp có thuế thể hiện rằng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp giảm trong khi doanh nghiệp tăng tỷ số nợ thì chi phí sử dụng vốn cổ phần cũng tăng.

2.3.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade Off theory)

Các lý thuyết tiếp theo đã nói lỏng các giả định khác của lý thuyết M&M. Lý thuyết đánh đổi được phát triển bởi Kraus và Litzenberger (1973), sau đó được tiếp tục nghiên cứu bởi Myers (1984). Trong một số trường hợp việc sử dụng nợ vay không mang lại lợi ích (bằng không hoặc âm) khi doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả hoặc bị mất khả năng thanh toán (có nguy cơ phá sản). Khi gặp phải các tình huống không thuận lợi tổng kinh doanh dẫn đến nguy cơ phá sản, doanh nghiệp thường phải đối mặt với các chi phí khánh kiệt như chi phí pháp lý, chi phí tài chính và các thiệt hại khác do vỡ nợ khiến cho các nhà quản trị doanh nghiệp bỏ qua các cơ hội đầu tư sinh lợi khác (theo Myers, 1977). Các doanh nghiệp chỉ nên vay nợ đến tỷ lệ mà khoản lợi từ thuế sinh ra từ việc vay nợ bằng với khoản chi phí khánh

kiệt tài chính sinh ra từ việc vay nợ. Vì vậy, các nhà quản trị phải cân nhắc sự đánh đổi giữa lợi ích nhận được từ lá chắn thuế và chi phí khánh kiệt tài chính để lựa chọn cấu trúc tài chính phù hợp.

Lý thuyết đánh đổi ra đời trái ngược hoàn toàn với lý thuyết M&M. Trong khi lý thuyết M&M cho rằng doanh nghiệp nên sử dụng nhiều nợ vay nhằm làm tăng giá trị doanh nghiệp thì lý thuyết đánh đổi lại nói rằng doanh nghiệp chỉ nên duy trì cơ cấu nguồn vốn đúng mức.

Dựa theo lý thuyết đánh đổi, các nhà quản trị doanh nghiệp tin rằng có sự tồn tại của một cấu trúc tài chính tối ưu nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp. Từ đó hình thành được một tỷ lệ nợ tối ưu khi cân bằng được lợi ích và chi phí của nợ vay. Lợi ích khi doanh nghiệp sử dụng nợ chính là lợi ích từ lãi vay và lá chắn thuế.

Bên cạnh đó, lý thuyết đánh đổi cũng chỉ ra rằng tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp khác ngành thì khác nhau. Những doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao và tài sản hữu hình an toàn thì sẽ có tỷ lệ nợ mục tiêu cao hơn. Trái lại, các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi thấp và ít tài sản hữu hình thì sẽ ưu tiên lựa chọn tỷ lệ nợ thấp.

2.3.3. Lý thuyết thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information theory)

Khái niệm về thông tin bất cân xứng được giới thiệu lần đầu tiên bởi Akerlof George A. vào năm 1970. Akerlof cho rằng người mua có ít thông tin hơn về sản phẩm nên có thể có lựa chọn đối nghịch. Người mua nghĩ rằng nếu người bán đồng ý bán theo giá người mua đề xuất thì đồng nghĩa giá mua đã đưa ra cao hơn giá trị thật của sản phẩm. Việc này dẫn đến giá cả của sản phẩm trên thị trường bị đánh giá thấp khi người mua và người bán không có cùng mức độ thông tin

Theo Kyle (1985), thông tin bất cân xứng trên thị trường chứng khoán xảy ra khi một hoặc nhiều nhà đầu tư sở hữu được thông tin riêng hoặc có nhiều thông tin công bố hơn về một công ty so với các nhà đầu tư còn lại. Nói một cách khác, thông tin bất cân xứng là một hiện tượng thường gặp trên thị trường. Trong một cuộc giao dịch khi các chủ thể cố tình che giấu thông tin, dẫn đến một bên có đầy đủ thông tin

và bên còn lại thiếu những thông tin quan trọng trong việc đưa ra các quyết định đầu tư.

Trên thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư là những người chủ sở hữu của doanh nghiệp còn các nhà quản trị là những đại diện được các nhà đầu tư ủy quyền và giao trọng trách điều hành doanh nghiệp. Trên thực tế, những nhà quản trị chính là người nắm nhiều thông tin về tình hình và triển vọng phát triển của doanh nghiệp hơn những người có quyền sở hữu bị tách rời khỏi quyền quản lý là các nhà đầu tư. Như vậy, theo Kaplan và Atkinson (1998) thông tin bất cân xứng xảy ra khi có sự chênh lệch, khác biệt về lượng thông tin giữa bên đại diện và bên ủy quyền.

Khi doanh nghiệp có nhu cầu về nguồn vốn, các nhà quản trị sẽ có nhiều thông tin hơn trong việc lựa chọn phát hành thêm cổ phiếu hoặc trái phiếu hoặc vay nợ ngân hàng để phù hợp với tình hình hoạt động hay cũng nhưng có chi phí sử dụng phù hợp với những dự án sắp tới hay không. Khi đó, các nhà đầu tư và ngân hàng sẽ là những bên thiếu thông tin về những dự án của doanh nghiệp dẫn đến dễ đưa ra những quyết định sai lầm nếu chỉ dựa vào những thông tin mà doanh nghiệp cung cấp.

2.3.4. Lý thuyết tín hiệu (Signalling theory)

Lý thuyết tín hiệu được nhắc đến từ những năm 70 của thế kỷ XX. Đến năm 1973, Spence tiến hành nghiên cứu thị trường lao động và đưa ra lý thuyết tín hiệu thông qua kết quả của nghiên cứu, người lao động muốn tìm được việc làm cần phát tín hiệu, nghĩa là cung cấp thông tin cá nhân đến thị trường lao động để bộc lộ khả năng của mình.

Bini và các cộng sự (2010) cho rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao sẽ cung cấp tín hiệu thông qua các thuyết minh nhằm tăng sức cạnh tranh của mình. Như vậy, lý thuyết tín hiệu được phát triển dựa trên nền tảng thông tin bất cân xứng, nghĩa là khi có sự bất cân xứng thông tin thì bên có nhiều giữ thông tin cần phát tín hiệu cho bên ít thông tin nhằm đạt được một mục tiêu nào đó.

Nhà quản lý có được nhiều thông tin của doanh nghiệp do họ là người điều hành, nếu họ cố tình che giấu thì có thể sẽ gây ảnh hưởng đến quyết định của cổ

đông, từ đó gây bất lợi cho cổ đông. Doanh nghiệp không phát tín hiệu hoặc phát tín hiệu không chính xác ra bên ngoài thì có thể ảnh hưởng đến quyết định và gây tổn thất đối với các bên liên quan. Trong thực tế, doanh nghiệp vì muốn giảm thuế nên thường công bố thông tin báo cáo tài chính sai lệch, đặc biệt là chỉ tiêu lợi nhuận, dẫn đến số tiền thuế nộp cho nhà nước sẽ không phản ánh đúng thực tế tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, các chủ nợ hay nhà đầu tư có thể sẽ đưa ra quyết định sai lầm về vấn đề giải ngân hay đầu tư.

Việc phân tích, đánh giá cơ cấu vốn và cơ cấu nợ của doanh nghiệp sẽ giúp các nhà đầu tư có thêm nhiều thông tin và nhận được tín hiệu về tình hình tài chính cũng như hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Từ đó, các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định chính xác và có lợi cho bản thân hơn.

Như vậy, theo lý thuyết tín hiệu, để giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin, các doanh nghiệp cần phát tín hiệu cho các bên liên quan, tuy nhiên, các doanh nghiệp thường có xu hướng phát tín hiệu có lợi cho bản thân công ty để che giấu những yếu kém và gia tăng sức cạnh tranh của công ty, nhằm thu hút vốn đầu tư. Nói cách khác, lý thuyết tín hiệu giải thích việc nhà quản lý có thể vận dụng các công cụ để cung cấp thông tin có lợi nhất về doanh nghiệp cho các nhà đầu tư.

2.3.5. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)

Nghiên cứu của Donaldson (1961) là những viên gạch đầu tiên trong việc xây dựng lý thuyết trật tự phân hạng, hay còn được gọi là lý thuyết thứ tự tăng vốn. Đến năm 1984, Myers và Majluf đã thực hiện những nghiên cứu sâu hơn để hoàn thiện lý thuyết này. Khác với những lý thuyết trước đây, lý thuyết này không đi tìm cơ cấu vốn tối ưu mà tìm hiểu và đưa ra một thứ tự ưu tiên trong việc lựa chọn nguồn vốn tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết trật tự phân hạng chỉ ra rằng các nhà quản trị thường ưu tiên sử dụng các nguồn tài trợ đầu tư theo thứ tự: đầu tiên là vốn nội bộ (hay còn gọi là lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp), kế đến là nợ vay và cuối cùng là vốn chủ sở hữu (phát hành cổ phần thường mới). Như vậy, lý thuyết này chứng minh được rằng các doanh nghiệp ưa thích sử dụng nguồn tài trợ bằng vốn bên trong hơn là sử dụng nguồn vốn bên ngoài.

Lý thuyết trật tự phân hạng được hình thành dựa trên sự ảnh hưởng của thông tin bất cân xứng lên các quyết định đầu tư và tài trợ của doanh nghiệp. Thông tin bất cân xứng dẫn đến có sự lựa chọn giữa vốn tài trợ nội bộ hoặc vốn tài trợ bên ngoài, giữa phát hành chứng khoán nợ hoặc chứng khoán vốn. Lý thuyết này cho rằng các nhà quản trị có nhiều thông tin về tiềm năng, rủi ro và giá trị của các dự án mà doanh nghiệp thực hiện hơn là các nhà đầu tư bên ngoài.

Khi doanh nghiệp không còn khả năng vay nợ bên ngoài thì phương án phát hành vốn cổ phần mới sẽ được lựa chọn, tức tình hình kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp khiến cho các chủ nợ hiện hữu và các nhà quản trị doanh nghiệp lo lắng. Lý thuyết này giải thích được vì sao các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao thì thường có tỷ lệ nợ thấp hơn. Điều đó không phải vì tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp đó thấp mà do họ không sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài nhiều. Còn đối với các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp thì sử dụng nợ nhiều hơn do họ không có đủ nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh.

Vì vậy, lý thuyết trật tự phân hạng chứng minh được mối tương quan nghịch trong ngành giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính. Thông thường, các doanh nghiệp thường đầu tư theo mức tăng trưởng của ngành. Do đó, tỷ lệ đầu tư sẽ tương tự nhau trong cùng một ngành. Với tỷ lệ chi trả cổ tức cho sẵn và không thể linh hoạt được thì các doanh nghiệp sinh lợi ít nhất sẽ có ít nguồn vốn nội bộ hơn và sẽ phải vay mượn thêm.

2.4. Các nghiên cứu thực nghiệm giải thích về mối quan hệ giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Trên thế giới, đã có khá nhiều nghiên cứu về tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tương tự tại Việt Nam, trong thập kỷ gần đây, không ít các tác giả thực hiện nghiên cứu về tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hầu hết các nghiên cứu đều cho kết quả khá đồng nhất rằng cơ cấu vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Theo nghiên cứu về cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp của Gleason và các cộng sự (2000) tại 14 quốc gia châu Âu với mẫu dữ liệu từ 198 nhà

bán lẻ năm 1994. Trong đó, hiệu quả hoạt động được đo lường bằng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trước thuế, thu nhập của mỗi nhân viên và tăng trưởng doanh số bán hàng. Cơ cấu vốn được đo lường bằng tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động

Zeitun và cộng sự (2007) nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Jordan bằng phương pháp hồi quy. Dữ liệu được thu thập từ Sở giao dịch chứng khoán Amman của 167 doanh nghiệp niêm yết tại Jordan giai đoạn 1989 – 2003. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đáng kể đến hiệu quả hoạt động của công ty khi đo lường bằng giá trị sổ sách (ROA) và giá trị thị trường (Tobin's Q).

Bài nghiên cứu của Trần Thị Tuấn Anh và cộng sự (2017) đã phân tích tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam bằng phương pháp hồi quy phân vị. Dữ liệu của bài nghiên cứu được thu thập từ 100 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 2012 – 2016. Kết quả thực nghiệm cho thấy rằng: Đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với từng mức độ tác động khác nhau. Trong điều kiện các yếu tố khác giống nhau, đòn bẩy tài chính sẽ tác động ít tiêu cực hơn đối với các doanh nghiệp có ROE ở phân vị thấp, và việc gia tăng của đòn bẩy tài chính sẽ gây suy giảm ROE nhiều hơn ở những doanh nghiệp ở phân vị cao. Ngoài ra, quy mô doanh nghiệp, hệ số lợi nhuận ròng, hiệu suất sử dụng tổng tài sản đều tác động tích cực (mang dấu dương) đến hiệu quả doanh nghiệp ở tất cả các phân vị và có ý nghĩa ở mức 1%. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu, ngành nghề và thời gian hoạt động của doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê.

Khi hầu hết các nghiên cứu về cơ cấu vốn đã chứng minh được tác động của tổng nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu tiếp tục phân tích sâu hơn về cơ cấu nợ. Các bài nghiên cứu thực nghiệm ra đời nhằm đánh giá tác động của cơ cấu nợ (từng thành phần nợ hoặc kỳ hạn nợ) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Paolo Colla và các cộng sự (2009) đã thực hiện nghiên cứu về các mô hình và các yếu tố quyết định cơ cấu nợ. Mẫu dữ liệu thu thập từ 3.332 doanh nghiệp niêm yết công khai tại Hoa Kỳ, trong giai đoạn 2001 đến 2007 (tổng cộng 14.242 quan sát). Đầu tiên, kết quả cho thấy rằng cơ cấu nợ thay đổi đáng kể giữa các công ty chưa được xếp hạng và được xếp hạng và trên nhiều loại xếp hạng tín dụng. Các doanh nghiệp lớn và có chất lượng tín dụng cao có xu hướng tiếp cận với các nguồn tài chính khác nhau, trong khi các doanh nghiệp nhỏ và chưa được xếp hạng hoàn toàn dựa vào thuê vốn hoặc nợ ngân hàng để tài trợ. Hơn nữa, bài nghiên cứu còn cho thấy rằng hầu hết các thành phần nợ được kiểm tra có liên quan đáng kể với mức độ đòn bẩy. Các yếu tố phổ biến được biết đến để giải thích cấu trúc vốn, chẳng hạn như khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng, có xu hướng ảnh hưởng rất khác nhau đến các loại nợ khác nhau. Cuối cùng, tác giả chỉ ra rằng trái phiếu, trái phiếu cao cấp và trái phiếu đặc biệt được sử dụng thường xuyên nhất để đáp ứng thiếu hụt tài chính của doanh nghiệp. Từ đó kết luận rằng việc lựa chọn cơ cấu nợ cũng là một quyết định tài chính quan trọng.

Rehman và các cộng sự (2012) nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dệt may tại Pakistan, với mẫu dữ liệu 17 doanh nghiệp ngành dệt may đã niêm yết (ban đầu mẫu chỉ sử dụng 7 doanh nghiệp, sau này bổ sung thêm 10 doanh nghiệp) được chọn ngẫu nhiên trong giai đoạn từ năm 2003 đến năm 2007. Hiệu quả hoạt động trong bài nghiên cứu này được đo lường bằng chỉ số ROE. Các biến độc lập lần lượt được đưa vào mô hình là tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tổng nợ. Ngoài ra, mô hình trong bài nghiên cứu còn được kiểm soát bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp. Từ kết quả có thể thấy rằng nợ chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty khi doanh số bán hàng cao (doanh thu đạt đến hàng tỷ rupee) và không ảnh hưởng đến các công ty có doanh thu thấp (doanh thu ở mức tính bằng triệu rupee). Nguyên nhân dẫn đến sự khác nhau này có thể do dữ liệu thu thập cho nghiên cứu không bao gồm tất cả các công ty trong ngành dệt may. Kết quả còn cho thấy nếu doanh thu của các công ty cao thì các khoản nợ ngắn hạn sẽ không hoạt động. Tuy nhiên, trong trường hợp các công ty có doanh thu nhỏ, các khoản nợ ngắn hạn rất hữu ích,

vì chúng có tác động rất mạnh, tích cực và đáng kể đến lợi nhuận. Ngoài ra, bài nghiên cứu còn chứng minh được có tồn tại mối quan hệ tiêu cực giữa các khoản nợ dài hạn và khả năng sinh lời, điều này ngụ ý rằng quyết định liên quan đến cấu trúc vốn phải được đưa ra trong khi xem xét quy mô bán hàng.

Nwude E.C. và các cộng sự (2016) đã có nghiên cứu xem xét về tác động của cấu trúc nợ đối với hoạt động của các công ty tại Nigeria trong giai đoạn 2001 – 2012 từ số liệu của 43 doanh nghiệp. Nghiên cứu này chỉ ra rằng cơ cấu nợ thích hợp có ý nghĩa quan trọng đối với thu nhập của một doanh nghiệp. Dựa theo các kết quả từ việc ước tính mô hình cho thấy cấu trúc nợ tác động cùng chiều và đáng kể đối với thu nhập của công ty trong thời kỳ đang được xem xét. Kết quả của nghiên cứu phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, với sự hiện diện của thông tin bất cân xứng, một doanh nghiệp được tài trợ bởi các nguồn vốn bên trong tốt hơn sử dụng nguồn vốn bên ngoài. Do đó, các vấn đề về thông tin bất cân xứng có thể làm tăng chi phí tài chính bên ngoài, dẫn đến việc phân bổ tín dụng có thể không đạt được một cách tối ưu. Để đảm bảo lợi ích thông thường của tỷ lệ đòn bẩy, các doanh nghiệp cần cân bằng sự đánh đổi giữa lợi ích có được từ nợ vay và chi phí phá sản. Nói một cách khác, các doanh nghiệp cần phải lựa chọn cơ cấu nợ nhất định để đạt được kết quả kinh doanh tốt hơn.

Trong nghiên cứu của Denis Davydov (2016) sử dụng dữ liệu của 700 doanh nghiệp thương mại niêm yết thuộc các thị trường mới nổi BRIC (bao gồm 4 quốc gia: Brazil, Nga, Ấn Độ và Trung Quốc) trong giai đoạn 2003 – 2012 để kiểm tra tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp được lựa chọn trong mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp có sử dụng nợ vay ngân hàng và phát hành trái phiếu. Các nguồn nợ khác nhau sẽ có các đặc điểm khác nhau, có thể tác động cùng chiều hoặc ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tỷ lệ vay nợ ngân hàng tỷ lệ thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi được đo lường bằng tỷ số ROA. Tuy nhiên khi được đo lường bằng hệ số Tobin's Q thì nợ vay lại có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả bài nghiên cứu còn chỉ ra rằng hệ số Tobin's Q của các doanh nghiệp có nợ vay ngân hàng sẽ thấp hơn so với các doanh nghiệp có nợ công.

Tuy nhiên đó là mối quan hệ phi tuyến tính. Khi nợ vay ngân hàng chiếm khoảng 70% tổng nợ dài hạn của doanh nghiệp thì mối quan hệ của nợ vay và việc định giá thị trường sẽ chuyển sang tỷ lệ thuận với nhau.

Nguyễn Thị Diệu Chi (2018) đã thực hiện nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc nợ đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp dịch vụ tại Việt Nam. Mẫu dữ liệu được thu thập từ 116 doanh nghiệp dịch vụ đang niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 đến năm 2016. Kết quả của bài nghiên cứu chỉ ra rằng cấu trúc nợ trong ngắn hạn và dài hạn đều có tác động tiêu cực đến chỉ số ROA của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê 1% và độ tin cậy 99%. Điều này phản ánh các doanh nghiệp ngành dịch vụ tại Việt Nam trong giai đoạn này sử dụng quá nhiều nợ dẫn đến việc xuất hiện những ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nói một cách khác, sử dụng nợ vay càng nhiều thì hiệu quả tài chính của doanh nghiệp càng giảm do chi phí lãi vay tăng. Ngoài ra, lãi suất cho vay cũng ảnh hưởng tiêu cực đến ROA. Đối với các biến kiểm soát khác trong mô hình như tốc độ tăng trưởng, thời gian hoạt động và số lượng thành viên trong ban lãnh đạo cũng có tác động đến hiệu quả của doanh nghiệp nhưng không mang ý nghĩa thống kê.

Trong chương 2 này, tác giả đã trình bày một số khái niệm cơ bản và phân loại nợ theo tính chất kỳ hạn. Tác giả lựa chọn đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua các chỉ số tài chính được tính dựa trên giá trị sổ sách như ROA và ROE hoặc được tính dựa trên giá trị thị trường như Tobin's Q. Ngoài ra, bài nghiên cứu được thực hiện dựa trên một số lý thuyết tài chính nền tảng liên quan đến mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động như Lý thuyết M&M, Lý thuyết đánh đổi, Lý thuyết thông tin bất cân xứng, Lý thuyết tín hiệu và Lý thuyết trật tự phân hạng. Cuối cùng, tác giả trình bày và hệ thống lại một số nghiên cứu của các tác giả khác ở Việt Nam và thế giới liên quan đến cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đây là cơ sở để tác giả lựa chọn các biến phù hợp để đưa vào mô hình ở chương sau.

Bảng 2.1: Tóm tắt các nghiên cứu trước

Tác giả	Đối tượng nghiên cứu	Kết quả
Gleason và các cộng sự (2000)	Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> • Có mối quan hệ tiêu cực.
Zeitun và các cộng sự (2007)	Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> • Có mối liên hệ tiêu cực đáng kể khi đo lường bằng ROA và Tobin's Q.
Paolo Colla và các cộng sự (2009)	Các mô hình và các yếu tố quyết định cơ cấu nợ	<ul style="list-style-type: none"> • Lựa chọn cơ cấu nợ cũng là một quyết định tài chính quan trọng. • Cơ cấu nợ thay đổi đáng kể giữa các công ty chưa được xếp hạng và được xếp hạng và trên nhiều loại xếp hạng tín dụng. • Các doanh nghiệp lớn và có chất lượng tín dụng cao có xu hướng tiếp cận với các nguồn tài chính khác nhau. • Các doanh nghiệp nhỏ và chưa được xếp hạng hoàn toàn dựa vào thuê vốn hoặc nợ ngân hàng để tài trợ. • Trái phiếu, trái phiếu cao cấp và trái phiếu đặc biệt được sử dụng thường xuyên nhất để đáp ứng thiếu hụt tài chính của doanh nghiệp.
Rehman và các cộng sự (2012)	Cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dệt may	<ul style="list-style-type: none"> • Nợ chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty khi doanh số bán hàng cao (doanh thu đạt đến hàng tỷ rupee) và không ảnh hưởng đến các công ty có doanh thu thấp (doanh thu ở mức tính bằng triệu rupee). • Nếu doanh thu của các công ty cao thì các khoản nợ ngắn hạn sẽ không hoạt động. • Các công ty có doanh thu nhỏ, các khoản nợ ngắn hạn rất hữu ích, vì chúng có tác động rất mạnh, tích cực và đáng kể đến lợi nhuận. • Tồn tại mối quan hệ tiêu cực giữa các khoản nợ dài hạn và khả năng sinh lời.

Tác giả	Đối tượng nghiên cứu	Kết quả
Nwude E.C và các cộng sự (2016)	Cấu trúc nợ và hiệu quả hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> • Cơ cấu nợ thích hợp có ý nghĩa quan trọng đối với thu nhập của một doanh nghiệp. • Cấu trúc nợ tác động cùng chiều và đáng kể đối với thu nhập của công ty. • Các vấn đề về thông tin bất cân xứng có thể làm tăng chi phí tài chính bên ngoài.
Denis Davydov (2016)	Cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> • Tỷ lệ vay nợ ngân hàng tỷ lệ thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi được đo lường bằng tỷ số ROA. • Khi được đo lường bằng hệ số Tobin's Q thì nợ vay lại có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. • Hệ số Tobin's Q của các doanh nghiệp có nợ vay ngân hàng sẽ thấp hơn so với các doanh nghiệp có nợ công. • Khi nợ vay ngân hàng chiếm khoảng 70% tổng nợ dài hạn của doanh nghiệp thì mối quan hệ của nợ vay và việc định giá thị trường sẽ chuyển sang tỷ lệ thuận với nhau.
Trần Thị Tuấn Anh và cộng sự (2017)	Đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động	<ul style="list-style-type: none"> • Có mối liên hệ âm giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. • Đòn bẩy tài chính sẽ tác động ít tiêu cực hơn đối với các doanh nghiệp có ROE ở phân vị thấp • Quy mô doanh nghiệp, hệ số lợi nhuận ròng, hiệu suất sử dụng tổng tài sản đều tác động tích cực đến hiệu quả doanh nghiệp ở tất cả các phân vị và có ý nghĩa ở mức 1%.

Tác giả	Đối tượng nghiên cứu	Kết quả
Nguyễn Thị Diệu Chi (2018)	Cấu trúc nợ và hiệu quả tài chính	<ul style="list-style-type: none"> • Cấu trúc nợ trong ngắn hạn và dài hạn đều có tác động tiêu cực đến chỉ số ROA của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê 1%. • Lãi suất cho vay cũng ảnh hưởng tiêu cực đến ROA. • Tốc độ tăng trưởng, thời gian hoạt động và số lượng thành viên trong ban lãnh đạo cũng có tác động đến hiệu quả của doanh nghiệp nhưng không mang ý nghĩa thống kê.

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Trong chương này, tác giả sẽ xây dựng mô hình nghiên cứu dựa trên các nghiên cứu trước đây, đưa ra các giả thuyết nghiên cứu để xác định mức độ tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, tác giả cũng sẽ giới thiệu và giải thích cách tính các biến độc lập, biến phụ thuộc và biến kiểm soát có trong mô hình. Ngoài ra, tác giả trình bày thêm về bộ dữ liệu được sử dụng để phân tích, nguồn và phương pháp thu thập dữ liệu, giới thiệu phương pháp phân tích định lượng được sử dụng trong bài nghiên cứu này.

3.1 Thiết kế nghiên cứu

3.1.1 Mô hình nghiên cứu

Đã có không ít tác giả thực hiện nghiên cứu để tìm hiểu về tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nhìn chung, các mô hình đều sử dụng biến phụ thuộc là các tỷ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, biến độc lập đại diện cho tỷ lệ nợ và biến kiểm soát sẽ bao gồm các đặc điểm của doanh nghiệp, của ngành.

Nền tảng của các nghiên cứu cơ cấu vốn thường sử dụng dạng mô hình tổng quát sau:

$$\text{Firm performance} = b_0 + b_1x_{i,t} + b_2z_{i,t} + \mu$$

Trong đó x là các biến về cơ cấu vốn, z là các biến kiểm soát.

Dựa theo mô hình dạng tổng quát trên, Trần Thị Tuấn Anh (2017) thực hiện kiểm định mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với mẫu dữ liệu 100 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2016, trong đó:

Hiệu quả hoạt động (Firm performance) đo bằng **ROE**, là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, được tính bằng Lợi nhuận ròng trên Vốn chủ sở hữu.

b_0 là các hệ số tự do của mô hình.

b_1, b_2 là các hệ số hồi quy của mô hình.

μ là sai số ngẫu nhiên.

Biến độc lập x đo lường bằng **LEV**, là tỷ lệ đòn bẩy tài chính, được đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản.

Các biến kiểm soát z được sử dụng trong mô hình:

- **GROWTH** là tốc độ tăng trưởng doanh thu, tính bằng logarit tự nhiên của Doanh thu kỳ sau trên Doanh thu kỳ trước.
- **SIZE** là quy mô của doanh nghiệp, đo lường bằng logarit của tổng tài sản.
- **INDUST** là biến giả về ngành của doanh nghiệp.
- **NETPROF** là hệ số lợi nhuận ròng, được tính bằng Lợi nhuận sau thuế trên Tổng doanh thu.
- **TURN** là vòng quay tổng tài sản, được tính bằng Doanh thu thuần trên Tổng tài sản bình quân.
- **AGE** là thời gian doanh nghiệp hoạt động kể từ khi thành lập.

Ngoài ra, Trần Thị Tuấn Anh và cộng sự (2017) còn sử dụng phương pháp hồi quy phân vị. Trong đó, các phân vị được chọn để thực hiện hồi quy là 0,10 – 0,25 – 0,5 – 0,75 – 0,90. Đây cũng là các phân vị thường dùng trong các nghiên cứu thực nghiệm.

Trên cơ sở mô hình nghiên cứu về ảnh hưởng của cơ cấu vốn, nhiều nghiên cứu đã xây dựng mô hình nghiên cứu về cơ cấu nợ (Nwude và các cộng sự, 2016) với mẫu dữ liệu của 43 doanh nghiệp niêm yết tại Nigeria giai đoạn 2001 – 2012, trong đó:

Hiệu quả hoạt động (firm performance) là biến phụ thuộc, đo lường bằng chỉ số **ROA** của doanh nghiệp.

$x_{i,t}$ là các biến độc lập, được mở rộng để đo các thành phần, kỳ hạn nợ khác nhau, lần lượt đưa vào trong mô hình gồm:

- **STDR** là tỷ lệ nợ vay ngắn hạn của doanh nghiệp i trong thời gian t , được đo lường bằng tổng nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản.

- **LTDR** là tỷ lệ nợ vay dài hạn của doanh nghiệp i trong thời gian t , được đo lường bằng tổng nợ vay dài hạn trên tổng tài sản.
- **TDR** là tỷ lệ tổng nợ của doanh nghiệp i trong thời gian t , được đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản.

$z_{i,t}$ là các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm:

- **SIZE** là biến đại diện cho quy mô của doanh nghiệp.
- **AGE** là biến đại diện cho thời gian hoạt động của doanh nghiệp.

Ngoài ra, trong nghiên cứu của Denis Davydov (2016) về cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại 4 thị trường mới nổi lớn (Brazil, Nga, Ấn Độ và Trung Quốc) với mẫu dữ liệu là 700 doanh nghiệp thương mại niên yết đã đưa ra mô hình sau:

$$\text{PERF}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{BD}_{i,t-1} + \beta_n \text{X}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} \alpha_k \text{FIRM}_i^k + \sum_{k=1}^{n-1} \delta_k \text{COUNTRY}_i^k + \sum_{y=2004}^{2012} \omega_y \text{YEAR}_i^y + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó,

PERF là biến đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được đo lường bằng tỷ số ROA hoặc logarit tự nhiên của Tobin's Q.

BD là tỷ lệ nợ ngân hàng, được tính bằng các khoản vay ngân hàng trên tổng các khoản vay chịu lãi dài hạn.

X là nhóm biến kiểm soát bao gồm:

- **Size** là quy mô của doanh nghiệp, đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.
- **Leverage** là đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản.
- **Interest coverage** là tỷ lệ bao trả lãi vay được đo lường bằng thu nhập trước lãi vay và thuế trên tổng chi phí lãi vay.
- **Liquidity** là tính thanh khoản của tài sản

- **Sale growth** là tốc độ tăng trưởng doanh thu, đo lường bằng doanh thu năm sau trừ doanh thu năm trước trên doanh thu năm trước.

FIRM và **COUNTRY** là biến giả đại diện cho doanh nghiệp và quốc gia tương ứng.

YEAR là biến giả đại diện cho các năm tài chính.

Với mẫu dữ liệu 116 doanh nghiệp dịch vụ niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010 – 2016, Nguyễn Thị Diệu Chi (2018) đánh giá tác động của cấu trúc nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong đó:

ROA là chỉ số được dùng để phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đo lường bằng thu nhập ròng trên tổng tài sản.

Các biến độc lập lần lượt đưa vào mô hình gồm:

- **SD** là cấu trúc nợ ngắn hạn, đo lường bằng tổng nợ ngắn hạn bình quân trên tổng tài sản bình quân.
- **LD** là cấu trúc nợ dài hạn, đo lường bằng tổng nợ dài hạn bình quân trên tổng tài sản bình quân.
- **TD** là cấu trúc tổng nợ, đo lường bằng tổng nợ bình quân trên tổng tài sản bình quân.

Các biến kiểm soát bao gồm:

- **SIZE** là quy mô doanh nghiệp, đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.
- **AS** là cơ cấu tài sản, đo lường bằng tổng tài sản dài hạn bình quân trên tổng tài sản bình quân.
- **LQ** là khả năng thanh toán, đo lường bằng tổng tài sản ngắn hạn bình quân trên tổng nợ ngắn hạn bình quân.
- **GRW** là tốc độ tăng trưởng doanh thu qua các năm của doanh nghiệp.
- **YR** là số năm thành lập của doanh nghiệp.
- **MA** là năng lực quản lý của các nhà quản trị doanh nghiệp, đo lường bằng số lượng thành viên ban lãnh đạo.

- **RATE** là lãi suất thị trường, đo lường vàng tỷ lệ lãi xuất cho vay bình quân trên thị trường.

Từ những mô hình đã được thực hiện trong những nghiên cứu trước đây, tác giả đã lựa chọn các dữ liệu để đưa vào mô hình hồi quy sau:

$$\begin{aligned} \text{PERFORM}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DEBTSTRUCTURE}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{GROWTH}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{AGE}_{i,t} + \beta_5 \text{TANG}_{i,t} + \beta_6 \text{DIV}_{i,t} + \beta_7 \text{YEARDUMMY}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{INDUSTRYDUMMY}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Trong đó:

PERFORM_{i,t} là biến phụ thuộc phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp i trong thời gian t, được đo lường bằng ROA, ROE và Tobin's Q.

DEBTSTRUCTURE là biến độc lập thể hiện cho cơ cấu nợ của doanh nghiệp, lần lượt được đo lường bằng các tỷ số sau:

- **DA** là biến đại diện cho tỷ lệ tổng nợ phải trả của doanh nghiệp.
- **SDA** là biến đại diện cho tỷ lệ các khoản nợ và vay ngắn hạn.
- **LDA** là biến đại diện cho tỷ lệ các khoản nợ và vay dài hạn.

SIZE là biến thể hiện quy mô của doanh nghiệp.

GROWTH là biến thể hiện tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp.

AGE là biến thể hiện tuổi của doanh nghiệp.

TANG là tỷ lệ tài sản cố định của doanh nghiệp.

DIV là tỷ lệ cổ tức của doanh nghiệp i chi trả trong năm t.

YEARDUMMY là biến giả về năm.

INDUSTRYDUMMY là biến giả ngành hoạt động của doanh nghiệp.

3.1.2 Giải thích các biến

3.1.2.1. Biến phụ thuộc:

Trong mô hình đã xây dựng ở trên, ROA, ROE và Tobin's Q là ba đại lượng được sử dụng để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

ROA: Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản, được tính bằng công thức sau:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$$

ROE: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, đo lường bằng công thức:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Tobin's Q: là thước đo giá trị thực của doanh nghiệp, đa phần hoặc toàn bộ tài sản của doanh nghiệp được sử dụng để tạo ra doanh thu và lợi nhuận, được xác định dựa trên công thức sau:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị thị trường của VCSH}}{\text{Giá trị sổ sách của VCSH}}$$

3.1.2.2. Biến độc lập:

DA – tỷ lệ tổng nợ phải trả của doanh nghiệp được tính như sau:

$$\text{DA} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

SDA – tỷ lệ các khoản nợ và vay ngắn hạn của doanh nghiệp được đo lường theo công thức sau:

$$\text{SDA} = \frac{\text{Nợ và vay ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$$

LDA – tỷ lệ các khoản nợ và vay dài hạn của doanh nghiệp được tính theo công thức sau:

$$\text{LDA} = \frac{\text{Nợ và vay dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$$

3.1.2.3. Biến kiểm soát:

SIZE – biến kiểm soát đại diện cho quy mô của doanh nghiệp. Có nhiều quan điểm khác nhau trong việc đo lường quy mô của doanh nghiệp. Theo Abor (2005), quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng doanh thu và

kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn thường hoạt động hiệu quả hơn. Đặng Thị Quỳnh Anh và cộng sự (2014) đo lường quy mô doanh nghiệp bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản và cũng chứng minh được rằng quy mô doanh nghiệp có tương quan dưới với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên trong nghiên cứu của Trần Đình Nguyên Khôi và cộng sự (2006) lại đo lường quy mô doanh nghiệp bằng logarit tự nhiên của tổng số lao động tại doanh nghiệp. Trong bài nghiên cứu này, tác giả đo lường quy mô doanh nghiệp bằng Logarit tự nhiên của tổng tài sản doanh nghiệp.

GROWTH – biến kiểm soát đại diện cho tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp và được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm tăng trưởng doanh thu qua các năm theo công thức sau:

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}}{\text{Doanh thu}_{t-1}}$$

Tốc độ tăng trưởng doanh thu là một trong những yếu tố hàng đầu được xem xét khi các nhà đầu tư đang có ý định chọn lựa doanh nghiệp để đầu tư sinh lợi. Abor (2005), Đặng Thị Quỳnh Anh và cộng sự (2014), Nguyễn Thị Diệu Chi và cộng sự (2018) đưa ra kết quả rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Nói cách khác, khi tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp hoạt động càng có hiệu quả, giúp gia tăng giá trị của doanh nghiệp.

AGE – biến kiểm soát đại diện cho số tuổi của doanh nghiệp, thời gian doanh nghiệp đó tồn tại trên thị trường, được tính từ năm thành lập đến năm hiện tại. Ghafoorifard và các cộng sự (2014) thực hiện nghiên cứu ảnh hưởng của tuổi doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết tại Iran đã chỉ ra mối quan hệ tương quan dương giữa 2 yếu tố này. Tương tự, nghiên cứu của Osunsan và các cộng sự (2015) tại Uganda cũng cho kết quả tuổi của doanh nghiệp tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Akben (2016) khi nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết từ năm 2005 đến năm 2014 tại Thổ Nhĩ Kỳ

lại cho kết quả tuổi doanh nghiệp tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

TANG – biến kiểm soát đại diện cho tỷ lệ tài sản cố định của doanh nghiệp, được đo lường bằng tài sản cố định trên tổng tài sản. Việc sử dụng và quản lý tài sản cố định cũng có ảnh hưởng rất nhiều đối với doanh nghiệp, đặc biệt là lợi nhuận và hiệu quả hoạt động. Các doanh nghiệp trong những lĩnh vực khác nhau sẽ có giá trị tài sản cố định khác nhau. Ibam (2007) chứng minh được rằng việc đầu tư vào tài sản cố định có tác động đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhưng còn bị phụ thuộc vào ngành nghề hoạt động. Các doanh nghiệp sản xuất thì thường sẽ đầu tư nhiều vào tài sản cố định hơn là các doanh nghiệp dịch vụ, thương mại. Okwo và cộng sự (2012) thực hiện nghiên cứu đối với các doanh nghiệp tại Nigeria từ năm 1999 đến năm 2009 đã cho thấy rằng tài sản cố định có tác động tích cực đến lợi nhuận biên của doanh nghiệp.

DIV – biến kiểm soát đại diện cho tỷ lệ chi trả cổ tức, được đo lường bằng cổ tức trên tổng tài sản. Chính sách chi trả cổ tức ở mỗi doanh nghiệp là một trong những công cụ thu hút các nhà đầu tư, giúp gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Trong các nghiên cứu của Uwuigbe và cộng sự (2012); John, Akinyomi (2014) chỉ ra rằng việc chi trả cổ tức quan trọng và có tác động tích cực đến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp.

YEARDUMMY – biến giả năm.

INDUSTRYDUMMY – biến giả về ngành mà doanh nghiệp đang hoạt động.

Bảng 3.1 Danh sách biến và cách tính

Tên biến	Định nghĩa	Cách tính
<i>Biến phụ thuộc</i>		
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$
ROE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$
TOBINQ	Giá trị thị trường của doanh nghiệp trên chi phí thay thế vốn	$\frac{\text{Giá trị thị trường của VCSH}}{\text{Giá trị sổ sách của VCSH}}$
<i>Biến độc lập</i>		
DA	Cơ cấu nợ của doanh nghiệp	$\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$
SDA	Tỷ lệ các khoản nợ và vay ngắn hạn	$\frac{\text{Nợ và vay ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$
LDA	Tỷ lệ các khoản nợ và vay dài hạn	$\frac{\text{Nợ và vay dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$
<i>Biến kiểm soát</i>		
SIZE	Quy mô của doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
GROWTH	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	$\frac{\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}}{\text{Doanh thu}_{t-1}}$
AGE	Số tuổi của doanh nghiệp	
TANG	Tỷ lệ tài sản cố định	$\frac{\text{TSCĐ}}{\text{Tổng tài sản}}$
DIV	Tỷ lệ chia cổ tức	$\frac{\text{Cổ tức}}{\text{Tổng tài sản}}$
YEARDUMMY	Biến giả năm	
INDUSTRYDUMMY	Biến giả ngành	

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

3.2 Giả thuyết nghiên cứu

Trong tổng nguồn vốn, ngoài vốn chủ sở hữu thì các khoản nợ phải trả (trong đó nợ vay chiếm phần lớn) là một nguồn lực giúp cho các doanh nghiệp trong các hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong trường hợp vốn chủ sở hữu không đủ để đáp ứng nhu cầu vốn của doanh nghiệp thì vay nợ để hoạt động nhằm tránh lỗ mất các cơ hội kinh doanh tốt. Do đó, tác giả đưa ra giả thuyết cứu: Cơ cấu nợ có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó, các thành phần chính trong khoản mục nợ phải trả (phân theo kỳ hạn) cũng sẽ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

- Giả thuyết 1: Tổng nợ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
- Giả thuyết 2: Nợ và vay ngắn hạn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
- Giả thuyết 3: Nợ và vay dài hạn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 3.2 Dấu kỳ vọng các biến trong mô hình nghiên cứu

	ROA	ROE	TOBINQ
DA	+	+	+
SDA	+	+	+
LDA	+	+	+
SIZE	+	+	+
GROWTH	+	+	+
AGE	+/-	+/-	+/-
TANG	+/-	+/-	+/-
DIV	+	+	+

Nguồn: Tác giả tự tổng

3.3 Nguồn và phương pháp thu thập dữ liệu

Mẫu nghiên cứu: Tác giả lựa chọn 406 doanh nghiệp đã niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM – HOSE và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội – HNX). Mẫu nghiên cứu này không sử dụng số liệu của các doanh nghiệp có hoạt động trong lĩnh vực tài chính (ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư, ...). Do các doanh nghiệp này có tình hình tài chính và hoạt động mang tính đặc thù của ngành nên báo cáo tài chính có sự khác biệt so với các doanh nghiệp ngành khác.

Dữ liệu nghiên cứu: Các số liệu được thu thập thủ công từ báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán và báo cáo thường niên từ Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội, các Công ty chứng khoán, website chính thức của các doanh nghiệp và một số website khác như CafeF, Vietstock,... Việc sử dụng thông tin trên báo cáo tài chính có kiểm toán giúp cho việc thu thập dữ liệu được chính xác hơn.

Kỳ nghiên cứu: Nghiên cứu sử dụng số liệu trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết được thu thập của mẫu trong khoảng thời gian 10 năm, từ năm 2010 đến năm 2019.

Dựa trên những thông tin trên, tác giả thu thập được mẫu dữ liệu với 3.287 quan sát. Tuy nhiên, để hạn chế sự sai lệch trong kết quả hồi quy gây ra bởi các giá trị bất thường, tác giả tiến hành kỹ thuật winsorize. Khi đó, mẫu dữ liệu của bài nghiên cứu còn lại 3.286 quan sát.

3.4 Phương pháp phân tích định lượng

Mô hình hồi quy đa biến theo phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Squares – OLS) được sử dụng để xác định ảnh hưởng của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong đó, biến phụ thuộc lần lượt được đo lường bằng chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q. Các biến độc lập bao gồm các biến đại diện cho tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Bên cạnh đó, mô hình còn sử dụng các biến kiểm soát như quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng doanh thu, số năm thành lập, tỷ lệ tài sản cố định, tỷ lệ chia cổ tức của doanh nghiệp, biến giả năm và biến

giả ngành. Các biến phụ thuộc, biến độc lập và biến kiểm soát lần lượt được được giải thích cụ thể trong các mục 3.1.2.1, 3.1.2.2 và 3.1.2.3.

3.5 Phương pháp hồi quy

Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng để kiểm tra các giả thuyết nghiên cứu đã đặt ra ở trên. Các dữ liệu sau khi thu thập được đưa về dạng bảng. Trước hết, việc phân tích dữ liệu bắt đầu bằng bước thống kê mô tả bộ dữ liệu (bao gồm: giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất) của 406 doanh nghiệp (3.287 quan sát). Bên cạnh đó, tác giả còn phân chia các doanh nghiệp theo ngành để so sánh giá trị trung bình của các biến đưa vào mô hình nhằm xem xét sự khác biệt trong việc sử dụng nợ và hiệu quả hoạt động của các nhóm ngành trong mẫu dữ liệu. Để loại bỏ các giá trị bất thường không mong muốn (có thể làm sai lệch kết quả) trong bài nghiên cứu, tác giả sử dụng kỹ thuật winsorize bách phân vị ở mức 1 – 99.

Tiếp theo, tác giả kiểm tra sự tương quan của các biến độc lập được đưa vào mô hình hồi quy thông qua việc tính và xem xét các hệ số tương quan giữa các cặp biến. Ngoài ra, để đảm bảo không có hiện tượng đa cộng tuyến xuất hiện trong bài nghiên cứu, tác giả thực hiện kiểm định bằng hệ số phóng đại phương sai VIF. Bước kiểm tra sự tương quan giữa các biến độc lập và kiểm định hệ số VIF để đảm bảo rằng kết quả của mô hình không bị chệch và có ý nghĩa thống kê. Thực tế chỉ ra rằng, nếu hệ số tương quan cặp giữa các biến độc lập lớn hơn 0,8 hoặc hệ số VIF > 2 thì vấn đề đa cộng tuyến sẽ trở nên nghiêm trọng.

Phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (Ordinary Least Squares – OLS) là một trong các phương pháp hồi quy phổ biến được sử dụng để ước lượng mối tương quan giữa các biến trong các phương trình hồi quy. Trong bài nghiên cứu này, dữ liệu sau khi thu thập được đưa về dạng bảng nên sẽ sử dụng mô hình hồi quy POOL (Pooled model). Dạng phương trình hồi quy tổng quát như sau:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \mu_{it} \quad (i \in N, t = 1, \dots, T)$$

Trong đó,

y_{it} là biến phụ thuộc của đối tượng i trong thời gian t .

X_{it} là biến độc lập của đối tượng i trong thời gian t .

α là hệ số tự do của phương trình.

β là hệ số hồi quy của các biến độc lập.

μ là sai số ngẫu nhiên trong mô hình.

Theo định lý Gauss-Markov, nếu mô hình hồi quy thỏa mãn các giả thiết sau đây thì ước lượng OLS sẽ là ước lượng tuyến tính, không chệch, tốt nhất (trong các ước lượng không chệch) của các tham số.

Giả thiết 1: Các biến độc lập là phi ngẫu nhiên.

Giả thiết 2: Các biến độc lập không có tương quan với phần dư (μ_{it}).

Giả thiết 3: Các phần dư không có sự tự tương quan với nhau.

Giả thiết 4: Phương sai phần dư không đổi

Giả thiết 5: Các phần dư có giá trị trung bình 0.

Giả thiết 6: Các phần dư có phân phối chuẩn.

Tóm lại, dựa trên những cơ sở lý thuyết và kết quả của các nghiên cứu trước đã được giới thiệu ở chương trước, tác giả đã chọn lựa các biến cần để xây dựng mô hình hồi quy đa biến với các biến độc lập là cơ cấu nợ của doanh nghiệp, biến phụ thuộc là các chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động cùng với một số biến kiểm soát là đặc điểm của doanh nghiệp trong chương 3. Các giả thuyết về tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được tác giả kỳ vọng là các tác động tích cực. Cũng trong chương này, tác giả trình bày mô tả chi tiết về các biến được đưa vào mô hình và nguồn dữ liệu thu thập được báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, từng bước trong phương pháp phân tích số liệu đã thu thập được giải thích rất chi tiết và cụ thể.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Trong chương này, tác giả sẽ trình bày thống kê mô tả và kiểm định đa cộng tuyến của mô hình. Ngoài ra, chương này cũng trình bày ước lượng mô hình hồi quy và thảo luận về các kết quả nghiên cứu. Từ đó, rút ra các kết luận về mối quan hệ giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 4.1: Thống kê mô tả

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	3.286	0,05648	0,06763	-0,12598	0,32916
ROE	3.286	0,11098	0,12471	-0,42059	0,45426
TOBINQ	3.286	0,76826	0,50542	0,13121	3,23199
DA	3.286	0,52828	0,21154	0,06859	0,91358
SDA	3.286	0,41791	0,20609	0,05615	0,85934
LDA	3.286	0,10926	0,13383	0,00013	0,56895
SIZE	3.286	27,37009	1,42515	24,06938	31,07415
GROWTH	2.891	0,09798	0,33719	-0,63643	1,73882
AGE	3.286	18,24133	10,85148	4	56
TANG	3.286	0,27974	0,21574	0,00476	0,86601
DIV	3.286	0,02905	0,03949	0	0,22845

Đây là bảng thống kê mô tả các biến về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROA, ROE, TOBINQ), các biến cơ cấu nợ (DA, SDA, LDA), các biến đặc điểm của doanh nghiệp (SIZE, GROWTH, AGE, TANG, DIV) trong mẫu các công ty được nghiên cứu. Các biến này đã được giải thích chi tiết ở bảng mô tả biến trong

chương 3. Mẫu của bài nghiên cứu này bao gồm các doanh nghiệp Việt Nam đã niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HXN) và Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ 2010 – 2019 (không bao gồm các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính như ngân hàng, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, ...). Các biến phụ thuộc (ROA, ROE, TOBINQ), các biến độc lập (DA, SDA, LDA) và biến kiểm soát (GROWTH, TANG, AGE) trong bài nghiên cứu này đã được tác giả xử lý qua kỹ thuật winsorize bách phân vị ở mức 1-99 (at 1st and 99th).

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

Bảng 4.1 trình bày kết quả thống kê mô tả về các biến trong mô hình dựa trên bộ dữ liệu mẫu mà tác giả thu thập được. Dựa vào bảng 4.1, có thể thấy cơ cấu nợ của các doanh nghiệp trong mẫu như sau: tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản trung bình là 52,828%, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản trung bình khoảng 41,791% và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản trung bình khoảng 10,926%. Trong mẫu dữ liệu, nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp cao gấp 4 lần so với nợ dài hạn. Có thể thấy các doanh nghiệp tại Việt Nam sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn hẳn so với nợ dài hạn.

Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có chỉ số ROA trung bình tương đối thấp, chỉ ở mức 5,65%, chỉ số ROE trung bình của mẫu ở mức 11,09% và chỉ số Tobin's Q trung bình ở mức 0,76826. Có thể thấy chỉ số Tobin's Q trung bình mẫu qua các năm nhỏ hơn 1, điều này thể hiện rằng kỳ vọng của nhà đầu tư đối với sự phát triển của các doanh nghiệp Việt Nam trong tương lai là chưa cao. Nguyên nhân có thể xuất phát từ hậu quả của cuộc khủng hoảng kinh tế giai đoạn 2007 – 2009. Chỉ số ROA dao động trong khoảng từ -12,59% đến 32,92%, chỉ số ROE dao động khá lớn trong khoảng từ -42,06% đến 45,43%. Trong khi chỉ số Tobin's Q dao động khá nhiều từ 0,13121 đến 3,23199.

Theo như bảng 4.1, các doanh nghiệp trong mẫu có độ tuổi trung bình là 18,24 tuổi. Trong đó doanh nghiệp có độ tuổi nhỏ nhất là 4 năm và doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu nhất tính đến hiện tại là 56 năm. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp trong mẫu là khoảng 9,8%/năm. Tuy nhiên do mẫu lấy ngẫu

nhiên nhiều doanh nghiệp từ 8 ngành khác nhau nên tốc độ tăng trưởng thấp nhất trong mẫu là $-63,64\%/năm$ và cao nhất là $173,9\%/năm$.

Bảng 4.2: Bảng tỷ lệ cơ cấu nợ theo ngành

Nhóm Ngành	Tên nhóm ngành	Số quan sát	Tỷ lệ tổng nợ phải trả	Tỷ lệ nợ ngắn hạn	Tỷ lệ nợ dài hạn
1	Công nghệ thông tin	76	0,51400	0,46106	0,07012
2	Công nghiệp	1.467	0,58416	0,45017	0,12310
3	Dầu khí	36	0,51274	0,37264	0,14011
4	Dịch vụ tiêu dùng	288	0,38394	0,31990	0,06404
5	Hàng tiêu dùng	549	0,48339	0,41619	0,06719
6	Nguyên vật liệu	504	0,53457	0,41417	0,12039
7	Tiện ích công cộng	221	0,51008	0,30411	0,20597
8	Y tế	145	0,44939	0,38425	0,06515

Đây là bảng tỷ lệ tổng nợ phải trả, tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn của các doanh nghiệp theo trung bình ngành trong mẫu dữ liệu. Kết quả trong bảng được tính từ dữ liệu thô chưa qua xử lý winsorize.

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Từ số liệu bảng 4.2. ta có thể thấy tổng nợ trung bình ở các nhóm ngành nằm trong khoảng 38% đến 58% tổng tài sản của doanh nghiệp. Trong đó, có 3 nhóm ngành có tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản dưới 50% là ngành dịch vụ tiêu dùng (38,39%), ngành y tế (44,94%) và hàng tiêu dùng (48,34%). Tuy nhiên, xét về hiệu quả hoạt động tại bảng 4.3, chỉ số ROA (ngành dịch vụ tiêu dùng là 6,93%, ngành y tế là 6,89% và ngành hàng tiêu dùng là 6,62%) và Tobin's Q (ngành dịch vụ tiêu dùng là 0,91782, ngành y tế là 1,06940 và ngành hàng tiêu dùng là 1,01747) của 3 nhóm ngành này tương đối tốt hơn so với các ngành còn lại. Tất cả nhóm

ngành đều có tỷ lệ nợ ngắn hạn cao hơn nhiều so với tỷ lệ nợ dài hạn. Điều này thể hiện các doanh nghiệp ưa thích sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ vào các hoạt động sản xuất kinh doanh. Ngành công nghệ thông tin sử dụng nợ ngắn hạn nhiều nhất trong các ngành, chiếm 46,11% tổng tài sản của doanh nghiệp. Ngành sử dụng nhiều nợ dài hạn nhất trong mẫu dữ liệu là ngành tiện ích công cộng với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản là 20,59%.

Bảng 4.3: Chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q trung bình ngành

Nhóm Ngành	Tên nhóm ngành	Số quan sát	ROA trung bình ngành	ROE trung bình ngành	Tobin's Q trung bình ngành
1	Công nghệ thông tin	76	4,17%	9,09%	0,60485
2	Công nghiệp	1.467	4,51%	8,84%	0,64883
3	Dầu khí	36	5,97%	14,32%	0,56703
4	Dịch vụ tiêu dùng	288	6,93%	10,07%	0,91782
5	Hàng tiêu dùng	549	6,62%	10,76%	1,01747
6	Nguyên vật liệu	504	5,77%	11,40%	0,79016
7	Tiện ích công cộng	221	6,91%	14,12%	0,85951
8	Y tế	145	6,89%	12,22%	1,06940

Đây là bảng chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q trung bình ngành của mẫu dữ liệu. Kết quả trong bảng được tính từ dữ liệu thô chưa qua xử lý winsorize.

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q có sự khác biệt ở các nhóm ngành khác nhau (Bảng 4.3). Trong mẫu dữ liệu của nghiên cứu này, chỉ số ROA trung bình của mỗi ngành dao động từ 4% đến 7%. Trong đó, ngành dịch vụ tiêu dùng có chỉ số ROA cao nhất (6,93%). Xét về chỉ số ROE, ngành dầu khí có chỉ số này tốt nhất (14,32%) và thấp nhất là ngành công nghiệp (8,84%). Về chỉ số thị trường, ngành hàng tiêu

dùng và y tế được đánh giá tốt với chỉ số Tobin's Q lần lượt là 1,01747 và 1,06940. Trong khi đó, chỉ số Tobin's Q của ngành công nghệ thông tin là 0,60485 và ngành công nghiệp là 0,64883. Điều này phản ánh 2 nhóm ngành này không được thị trường đánh giá tốt và có tiềm năng phát triển nhiều trong tương lai.

Bảng 4.4: Các chỉ số trung bình ngành khác

Nhóm Ngành	Tên nhóm ngành	Số quan sát	Quy mô doanh nghiệp	Tốc độ tăng trưởng	Tuổi doanh nghiệp	Tài sản cố định	Cổ tức
1	Công nghệ thông tin	76	27,85	16,46%	17,92	0,16821	0,02023
2	Công nghiệp	1.467	27,26	10,19%	18,32	0,26615	0,02408
3	Dầu khí	36	29,72	9,97%	21,06	0,30928	0,02229
4	Dịch vụ tiêu dùng	288	26,13	7,13%	17,25	0,30806	0,04911
5	Hàng tiêu dùng	549	27,71	10,22%	20,49	0,23047	0,03523
6	Nguyên vật liệu	504	27,65	11,06%	18,51	0,31410	0,02856
7	Tiện ích công cộng	221	27,87	10,03%	13,48	0,41600	0,04238
8	Y tế	145	27,06	13,51%	17,69	0,27955	0,03141

Đây là bảng chỉ số quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tuổi doanh nghiệp, tài sản cố định và cổ tức trung bình ngành của mẫu dữ liệu. Kết quả trong bảng được tính từ dữ liệu thô chưa qua xử lý winsorize.

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Xét về quy mô tài sản của các doanh nghiệp trong mẫu, các doanh nghiệp Việt Nam được lựa chọn có logarit tự nhiên tổng tài sản được đo lường từ 24,07 đến 31,07. Quy mô của doanh nghiệp phân theo nhóm ngành tương đối đồng đều và không quá khác biệt. Dựa theo thông tin trong bảng 4.4, tốc độ tăng trưởng của nhóm ngành công nghệ thông tin là 16,46%, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng trung bình của các nhóm ngành khác. Ngành dịch vụ tiêu dùng có tốc độ tăng

trường thấp nhất, chỉ khoảng 7,13%. Độ tuổi của các doanh nghiệp ngành tiện ích công cộng tương đối thấp so với các ngành còn lại (các ngành còn lại có thời gian hoạt động trung bình từ 17 đến 21 tuổi).

Các doanh nghiệp trong mẫu dữ liệu có tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản khoảng 27,97%. Có thể thấy, tài sản cố định tại các doanh nghiệp tại Việt Nam chỉ chiếm khoảng $\frac{1}{4}$ trong tỷ trọng tổng tài sản. Ngành tiện ích công cộng là ngành có tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản là cao nhất khoảng 41,6%, cao hơn hẳn so với tỷ lệ trung bình của mẫu dữ liệu. Điều này tương ứng với việc tỷ lệ nợ dài hạn của nhóm ngành này cao hơn so với các ngành khác (các doanh nghiệp của nhóm ngành này sử dụng nợ dài hạn nhiều để đầu tư vào tài sản cố định). Tỷ lệ chi trả cổ tức của các ngành tương đương nhau, khoảng 2% đến 5% tổng tài sản của doanh nghiệp. Trong đó mức chi trả cổ tức trung bình của mẫu dữ liệu chỉ là 3,19%.

4.2 Ma trận hệ số tương quan

Theo kết quả trong bảng ma trận hệ số tương quan giữa các biến (bảng 4.5), có cặp biến có tương quan rất gần 0,8 là DA và SDA (0,7864). Điều này thể hiện hai biến này có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Do vậy, khi thực hiện hồi quy, hai biến này không được xuất hiện đồng thời trong phương trình để tránh hiện tượng đa cộng tuyến làm ảnh hưởng đến kết quả của mô hình. Ngoài ra, kết quả từ bảng 4.5 cũng cho thấy rằng, các biến đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROA, ROE, TOBINQ) đều có tương quan âm với các biến đo lường cơ cấu nợ của doanh nghiệp (DA, SDA, LDA). Ngược lại, các biến kiểm soát (SIZE, GROWTH, AGE, TANG, DIV) đa phần có mối tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 4.5: Bảng hệ số tương quan giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, cơ cấu nợ và các biến đặc điểm của doanh nghiệp

	ROA	ROE	TOBINQ	DA	SDA	LDA	SIZE	GROWTH	AGE	TANG	DIV
ROA	1										
ROE	0,8424	1									
TOBINQ	0,6026	0,4321	1								
DA	-0,5061	-0,1858	-0,3734	1							
SDA	-0,3832	-0,1355	-0,3421	0,7864	1						
LDA	-0,2053	-0,0827	-0,0618	0,3580	-0,2932	1					
SIZE	-0,0348	0,0596	0,1105	0,5200	0,0374	0,3304	1				
GROWTH	0,1746	0,2140	0,0415	0,0266	0,0128	0,0236	0,0564	1			
AGE	0,0518	0,0540	0,0740	0,0257	0,0580	-0,0473	0,1132	-0,0447	1		
TANG	0,0276	-0,0156	0,0824	-0,0334	-0,3532	0,4842	0,0609	-0,0359	-0,0655	1	
DIV	0,6941	0,4875	0,5220	-0,4524	-0,3347	-0,1957	-0,1042	-0,0345	0,0468	0,0037	1

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

4.3 Các kiểm định

Trong mô hình hồi quy, nếu các biến độc lập trong mô hình có quan hệ chặt chẽ với nhau sẽ xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Khi xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến, các kết quả hồi quy của mô hình sẽ bị chệch và không có ý nghĩa thống kê. Để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến, tác giả sử dụng hệ số phóng đại phương sai VIF.

Giả thuyết kiểm định:

H_0 : Không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình

H_1 : Có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình

Nếu hệ số VIF < 2 thì các biến trong mô hình được kết luận là không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến. Tuy nhiên trên thực tế, nếu hệ số VIF < 10 thì vẫn được kết luận là không có hiện tượng đa cộng tuyến. Khi đó, giả thuyết H_0 được chấp nhận, bác bỏ giả thuyết H_1 .

Bảng 4.6: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến độc lập (DA) và các biến kiểm soát

Tên biến	VIF	1/VIF
DA	1,33	0,749123
SIZE	1,09	0,919512
GROWTH	1,01	0,991730
AGE	1,02	0,978390
TANG	1,01	0,985933
DIV	1,27	0,789197
Mean VIF	1,12	

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

Kết quả kiểm định ở bảng 4.6, hệ số VIF có giá trị trung bình là 1,12 và giá trị cao nhất là 1,33 (đều nhỏ hơn 2) nên kết luận được rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa biến đo lường tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và các biến phụ thuộc.

Bảng 4.7: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến độc lập (SDA) và các biến kiểm soát

Tên biến	VIF	1/VIF
SDA	1,31	0,762304
SIZE	1,03	0,968793
GROWTH	1,01	0,991600
AGE	1,02	0,975936
TANG	1,17	0,856457
DIV	1,16	0,859270
Mean VIF	1,12	

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

Bảng 4.8: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến độc lập (LDA) và các biến kiểm soát

Tên biến	VIF	1/VIF
LDA	1,54	0,650446
SIZE	1,16	0,859579
GROWTH	1,01	0,991346
AGE	1,02	0,976220
TANG	1,33	0,751115
DIV	1,06	0,946871
Mean VIF	1,19	

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA) và các biến kiểm soát ở bảng 4.7 thể hiện rằng, hệ số VIF trung bình là 1,12 và giá trị lớn nhất cũng bằng 1,31.

Tương tự các kết quả trên, bảng 4.8 cho thấy kết quả kiểm định đa cộng tuyến giữa biến tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản và các biến kiểm soát, hệ số VIF trung bình là 1,19 và giá trị lớn nhất cao nhất là 1,54.

Dựa vào kết quả kiểm định hệ số phóng đại phương sai VIF như trên (bảng 4.6, 4.7 và 4.8), tác giả kết luận chấp nhận giả thuyết H_0 (không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến đưa vào mô hình) và bác bỏ giả thuyết H_1 .

4.4 Kết quả nghiên cứu

4.4.1. Mối quan hệ giữa DA và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Thực hiện mô hình hồi quy bằng phần mềm Stata 14 bằng phương pháp OLS có được kết quả như bảng 4.9. Các ký hiệu ***, **, * thể hiện các hệ số có ý nghĩa thống kê lần lượt là mức 1%, 5% và 10%.

Bảng 4.9: Kết quả hồi quy giữa DA và hiệu quả hoạt động

Tên biến	ROA (1)	ROE (2)	TOBINQ (3)
DA	-0,0874*** (0,00459)	-0,00436 (0,0109)	-0,379*** (0,0400)
SIZE	0,00433*** (0,000638)	0,00850*** (0,00151)	0,0655*** (0,00557)
GROWTH	0,0326*** (0,00244)	0,0807*** (0,00578)	0,0857*** (0,0213)
AGE	0,000306*** (7,82e-05)	0,000656*** (0,000185)	0,00136** (0,000682)
TANG	-0,0132*** (0,00391)	-0,0143 (0,00924)	0,204*** (0,0341)
DIV	0,997*** (0,0231)	1,591*** (0,0545)	5,794*** (0,201)
Constant	-0,0549*** (0,0182)	-0,174*** (0,0430)	-1,406*** (0,159)
Số quan sát	2.891	2.891	2.891
R ²	0,582	0,325	0,429

Standard errors in parentheses

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Bảng 4.9 là kết quả hồi quy OLS để kiểm tra mối quan hệ giữa biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp lần lượt là chỉ số ROA, ROE và TOBINQ; biến độc lập được đưa vào mô hình là tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (DA); các biến kiểm soát đặc trưng cho đặc điểm doanh nghiệp như quy mô doanh nghiệp (SIZE), tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH); tuổi doanh nghiệp (AGE); tỷ lệ TSCĐ của doanh nghiệp (TANG); tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV).

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

Tác động của biến DA – tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản: Kết quả hồi quy cho thấy DA đều có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi đo lường bằng ROA, ROE và Tobin's Q (hệ số hồi quy lần lượt là $-0,0874$; $-0,00436$ và $-0,379$). Giá trị hệ số hồi quy của biến DA ở mô hình có biến phụ thuộc là ROE lại không có ý nghĩa thống kê. Ngược lại, giá trị hệ số hồi quy của biến DA ở mô hình có biến phụ thuộc là ROA và Tobin's Q có ý nghĩa thống kê ở mức cao nhất là 1%. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp sử dụng nợ không hiệu quả. Khi đó, nếu tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp tăng 1% thì lần lượt ROA giảm 0,0874%, ROE giảm 0,00436% và Tobin's Q giảm 0,379%.

Các biến kiểm soát còn lại trong mô hình như SIZE, GROWTH, AGE, DIV có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể khi quy mô của doanh nghiệp tăng 1% thì ROA tăng 0,00433%, ROE tăng 0,00850% và chỉ số Tobin's Q tăng 0,0655% (với mức ý nghĩa 1%). Tương tự khi tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp tăng 1% thì ROA, ROE và Tobin's Q lần lượt tăng 0,0326%, 0,0807% và 0,0857% (với mức ý nghĩa 1%). Tuổi của doanh nghiệp cũng có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động nhưng mức tác động khá nhỏ. Cụ thể khi thời gian thành lập của doanh nghiệp tăng thêm 1 năm thì ROA, ROE và Tobin's Q lần lượt tăng 0,000336, 0,000704 và 0,00121 (với mức ý nghĩa 1%). Tuy nhiên, tài sản cố định lại có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi được đo lường bằng ROA ($-0,0132$) và ROE ($-0,0143$) nhưng lại tác động tích cực khi được đo lường bằng Tobin's Q (0,204). Ngoài ra, việc chia cổ tức của các doanh nghiệp cũng có mối tương quan dương đến hiệu quả hoạt động của

doanh nghiệp ở mức ý nghĩa thống kê cao nhất 1% lần lượt là 0,997, 1,591 và 5,794.

Hệ số xác định (R^2) của mô hình có biến phụ thuộc là ROA và Tobin's Q cao hơn so với mô hình có biến phụ thuộc là ROE. Trong đó hệ số R^2 của mô hình có biến phụ thuộc là ROA khá tốt, cao hơn 50%. Điều này có nghĩa là biến độc lập DA giải thích được 58,2% biến thiên của biến phụ thuộc ROA và 42,9% biến thiên của biến phụ thuộc là TOBINQ. Tuy nhiên mô hình này chỉ giải thích được 32,5% sự biến thiên của ROE.

Kết quả hồi quy ở trên phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, giải thích được vì sao các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao thì thường có tỷ lệ nợ thấp. Hay còn có thể hiểu là đòn bẩy tài chính có mối tương quan nghịch với khả năng sinh lợi. Ngoài ra, kết quả hồi quy cũng góp phần củng cố kết quả của các nghiên cứu trước đây của Majumdar và các cộng sự (1999), Gleason và cộng sự (2000), Wei và các cộng sự (2005), Zeitun & Tian (2007), Trần Thị Tuấn Anh và cộng sự (2017). Từ đó, tác giả có thể kết luận rằng, tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản có mối quan hệ tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi được đo lường bằng ROA, ROE và Tobin's Q. Do vậy giả thuyết 1: Tổng nợ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bị bác bỏ.

4.4.2. Mối quan hệ giữa SDA và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Tổng nợ của doanh nghiệp là sự kết hợp của các khoản nợ ngắn hạn và các khoản nợ dài hạn. Để thấy rõ hơn tác động của nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả đưa thêm biến đo lường tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA) vào mô hình.

Khi đưa biến độc lập SDA vào mô hình hồi quy để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, ta được kết quả hồi quy ở bảng 4.10. Hệ số hồi quy của biến tỷ lệ nợ ngắn hạn SDA ở mô hình có biến phụ thuộc là ROA và Tobin's Q lần lượt là $-0,0695$ và $-0,356$ (ở mức ý nghĩa 1%). Ngược lại, hệ số hồi quy của biến SDA ở mô hình có biến phụ thuộc ROE là số dương. Tuy nhiên hệ số này không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 4.10: Kết quả hồi quy giữa SDA và hiệu quả hoạt động

Tên biến	ROA (4)	ROE (5)	TOBINQ (6)
SDA	-0,0695*** (0,00465)	0,00566 (0,0108)	-0,356*** (0,0398)
SIZE	0,00174*** (0,000635)	0,00834*** (0,00147)	0,0544*** (0,00543)
GROWTH	0,0323*** (0,00250)	0,0807*** (0,00578)	0,0839*** (0,0213)
AGE	0,000309*** (8,00e-05)	0,000647*** (0,000185)	0,00142** (0,000684)
TANG	-0,0312*** (0,00427)	-0,0122 (0,00988)	0,108*** (0,0365)
DIV	1,072*** (0,0226)	1,609*** (0,0523)	6,032*** (0,193)
Constant	0,00387 (0,0186)	-0,175*** (0,0431)	-1,127*** (0,159)
Số quan sát	2.891	2.891	2.891
R²	0,563	0,325	0,427

Standard errors in parentheses

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Bảng 4.10 là kết quả hồi quy OLS để kiểm tra mối quan hệ giữa biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp lần lượt là chỉ số ROA, ROE và TOBINQ; biến độc lập được đưa vào mô hình là tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA); các biến kiểm soát đặc trưng cho đặc điểm doanh nghiệp như quy mô doanh nghiệp (SIZE), tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH); tuổi doanh nghiệp (AGE); tỷ lệ TSCĐ của doanh nghiệp (TANG); tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV).

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

Các biến phụ thuộc trong mô hình như quy mô doanh nghiệp (SIZE), tốc độ tăng trưởng (GROWTH), tuổi doanh nghiệp (AGE) và tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV) đều

có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với mức ý nghĩa cao 1% và 5%. Mặc dù mức độ tác động của quy mô doanh nghiệp và tuổi doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động là khá thấp. Ngoài ra, khi tỷ lệ tài sản cố định tăng 1% thì ROA giảm 0,0312% (mức ý nghĩa 1%) và ROE giảm 0,0122% (không có ý nghĩa thống kê). Nhưng Tobin's Q lại tăng 0,108% với mức ý nghĩa cao nhất là 1%.

Mô hình đo lường bằng ROA vẫn có mức độ biến thiên được giải thích với tỷ lệ khá cao là 56,3% và độ biến thiên là 42,7% nếu đo lường bằng hệ số Tobin's Q. Hệ số xác định (R^2) vẫn là thấp nhất với mức 32,5% khi đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng ROE.

Dựa vào kết quả hồi quy ở bảng 4.10, tác giả bác bỏ giả thuyết 2: Nợ và vay ngắn hạn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Như vậy, nợ và vay ngắn hạn của doanh nghiệp sẽ tác động không tốt đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

4.4.3. Mối quan hệ giữa LDA và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Cuối cùng, một biến độc lập khác được đưa vào mô hình để đo lường mức độ tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA).

Tỷ lệ nợ dài hạn tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể là khi tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản tăng 1% thì ROA giảm 0,0472% (mức ý nghĩa 1%), ROE giảm 0,0280% (không có ý nghĩa thống kê) và Tobin's Q cũng giảm 0,0381% (mức ý nghĩa 1%).

Tương tự với các mô hình hồi quy sử dụng tỷ lệ tổng nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn, khi đo lường mối qua hệ giữa có cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản là tất cả các biến kiểm soát về quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, tuổi doanh nghiệp và tỷ lệ chia cổ tức đều có biến động cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Hệ số xác định (R^2) ở trong 3 mô hình được đo lường bằng ROA, ROE và Tobin's Q lần lượt giảm so với kết quả của các mô hình trước, còn 53,4%, 32,5% và 41,1%. Đồng nghĩa với việc tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản không giải thích được

nhieu về độ biến thiên của hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mặc dù các hệ số hồi quy vẫn có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tuy nhiên hệ số R2 của mô hình sử dụng biến phụ thuộc ROA vẫn tốt hơn so với ROE và Tobin's Q.

Bảng 4.11: Kết quả hồi quy giữa LDA và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Tên biến	ROA (7)	ROE (8)	TOBINQ (9)
LDA	-0.0472*** (0.00824)	-0.0280 (0.0184)	-0.0381 (0.0691)
SIZE	0.00285*** (0.000695)	0.00915*** (0.00156)	0.0543*** (0.00584)
GROWTH	0.0330*** (0.00258)	0.0809*** (0.00577)	0.0865*** (0.0216)
AGE	0.000230*** (8.25e-05)	0.000646*** (0.000185)	0.00106 (0.000692)
TANG	0.00432 (0.00467)	-0.00658 (0.0105)	0.235*** (0.0392)
DIV	1.160*** (0.0224)	1.586*** (0.0502)	6.588*** (0.188)
Constant	-0.0618*** (0.0201)	-0.194*** (0.0450)	-1.313*** (0.169)
Số quan sát	2,891	2,891	2,891
R2	0.534	0.325	0.411

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Bảng 4.11 là kết quả hồi quy OLS để kiểm tra mối quan hệ giữa biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp lần lượt là chỉ số ROA, ROE và TOBINQ; biến độc lập được đưa vào mô hình là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA); các biến kiểm soát đặc trưng cho đặc điểm doanh nghiệp như quy

mô doanh nghiệp (SIZE), tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH); tuổi doanh nghiệp (AGE); tỷ lệ TSCĐ của doanh nghiệp (TANG); tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV).

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata 14

Từ những kết quả hồi quy các mô hình trên, tác giả có kết luận rằng cơ cấu nợ của doanh nghiệp có mối tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi được đo lường bằng cả ba chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q. Trong đó, cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn đều có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bài nghiên cứu này có kết quả tương đồng với nghiên cứu của Nwude (2016) đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Nigeria. Nwude chứng minh được rằng giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động (khi đo lường bằng ROA) của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với nhau. Các hệ số hồi quy trong mô hình của Nwude với biến độc lập tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản là $-0,038$ thấp hơn nhiều hệ số hồi quy của tác giả là $-0,0874$. Tuy nhiên hệ số hồi quy với biến độc lập là tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ dài hạn lần lượt là, $-0,070$ và $-0,076$ lại cao hơn hệ số hồi quy của tác giả ($-0,0695$ và $-0,0472$). Các hệ số hồi quy với biến độc lập ở cả 2 nghiên cứu đều có mức ý nghĩa 1%, mức ý nghĩa cao nhất trong thống kê. Tuy nhiên hệ số xác định (R^2) của Nwude ở cả 3 mô hình đều dưới 10% thấp hơn nhiều so với R^2 của tác giả. Điều này chứng tỏ các biến độc lập trong mô hình của Nwude giải thích sự biến thiên của ROA kém hơn. Ngoài kết quả tương đồng giữa tác động của cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cả hai bài nghiên cứu đều cho kết quả tác động của các biến phụ thuộc trong mô hình như quy mô doanh nghiệp và thời gian hoạt động của doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tương tự, kết quả của bài nghiên cứu này cũng có sự tương đồng với nghiên cứu của Nguyễn Thị Diệu Chi (2018). Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản đều có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với biến phụ thuộc là ROA với hệ số hồi quy lần lượt là $-0,1414$; $-0,0853$ và $-0,1067$. Tuy nhiên mức độ tác động của 2

ngiên cứu có sự khác nhau. Nguyên nhân của sự khác biệt này có thể là do mẫu dữ liệu của Nguyễn Thị Diệu Chi chỉ chọn những doanh nghiệp trong ngành dịch vụ trong khi mẫu dữ liệu của tác giả chọn ngẫu nhiên các doanh nghiệp niêm yết của 8 ngành khác nhau để mẫu dữ liệu được đa dạng. Ngoài ra, quy mô doanh nghiệp ở mô hình cấu trúc nợ ngắn hạn trong nghiên cứu của Nguyễn Thị Diệu Chi có tác động tiêu cực đến ROA (với hệ số hồi quy là $-0,1093$). Trong khi đó, kết quả hồi quy của tác giả lại chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp đều có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động (trong cả 3 mô hình ngắn hạn, dài hạn và tổng nợ). Ngoài ra tác động của tuổi doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động ở 2 nghiên cứu hoàn toàn khác biệt nhau. Mặc dù mức độ tác động của thời gian hoạt động của doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động không mạnh nhưng trong bài nghiên cứu này, kết quả hồi quy cho thấy đây là tác động tích cực. Tuy nhiên nghiên cứu của Nguyễn Thị Diệu Chi lại cho thấy rằng giữa tuổi doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động có mối quan hệ âm.

Tóm lại, chương 4 trình bày và bàn luận về kết quả của nghiên cứu thực nghiệm giữa cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dựa theo kết quả mô tả thống kê, các doanh nghiệp trong mẫu có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản là khoảng 52,83%. Trong đó nợ ngắn hạn gấp 4 lần nợ dài hạn. Các chỉ số ROA, ROE và Tobin's Q của mẫu dữ liệu lần lượt là 5,65%, 11,09% và 0,768. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng doanh thu của mẫu ở mức 9,79% và tỷ lệ tài sản cố định khoảng 27,97%, chiếm $\frac{1}{4}$ tổng tài sản của doanh nghiệp. Sau khi thực hiện hồi quy, các tỷ số đại diện cho cơ cấu nợ của doanh nghiệp (tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản hay tỷ lệ nợ) đều có hệ số hồi quy âm với mức ý nghĩa cao. Điều này cho thấy cơ cấu nợ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, các biến kiểm soát còn lại như quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tuổi doanh nghiệp và tỷ lệ chia cổ tức đều có tác động tích cực đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN

Trong chương 4, kết quả nghiên cứu đã thể hiện rõ tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp sử dụng nợ càng nhiều thì hiệu quả hoạt động càng kém. Cụ thể, tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản đều có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Từ những kết quả trên, tác giả sẽ đưa ra kết luận cũng như trình bày một số đề xuất cho các doanh nghiệp về việc sử dụng nợ. Ngoài ra, tác giả cũng sẽ đề cập đến một số hạn chế trong quá trình nghiên cứu.

5.1 Kết luận

Với mục tiêu đã đặt ra là tìm hiểu về tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả đã sử dụng mẫu nghiên cứu với số liệu của 406 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2019 được công bố trong báo cáo tài chính đã kiểm toán và các website Stoxplus, Vietstock,...

Các doanh nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2019 có mức độ sử dụng nợ hơn 50% tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Trong đó, tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm đến hơn 40% tổng tài sản, gấp 4 lần so với tỷ lệ nợ dài hạn của doanh nghiệp. Có thể kết luận rằng, các doanh nghiệp tại Việt Nam ưa thích sử dụng nợ ngắn hạn hơn. Trong các nhóm ngành, ngành công nghiệp là ngành sử dụng nợ cao nhất với 58,42% tổng tài sản. Tiện ích công cộng là ngành có tỷ lệ nợ dài hạn (20,59%) cao hơn hẳn so với các nhóm ngành còn lại. Trong giai đoạn này, ROA của mẫu dữ liệu tương đối thấp, trung bình khoảng 5,6%, cao nhất là ngành dịch vụ tiêu dùng 6,93% và thấp nhất là ngành công nghệ thông tin 4,17%. Về giá trị thị trường, ngành hàng tiêu dùng và y tế được thị trường đánh giá cao hơn các ngành khác và đặt kỳ vọng phát triển trong tương lai với chỉ số Tobin's Q lớn hơn 1.

Xét về quy mô doanh nghiệp, ngành dầu khí có quy mô trung bình ngành lớn nhất, các ngành còn lại có quy mô trung bình tương đương nhau. Bên cạnh đó, nhóm ngành công nghệ thông tin tuy chỉ mới phát triển trong những năm gần đây

nhưng các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành lại hoạt động rất tốt và thu hút được nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư. Tốc độ tăng trưởng của nhóm ngành này đạt hơn 16,46% trong khoảng thời gian 10 năm, tốt nhất trong 8 nhóm ngành của mẫu dữ liệu.

Tác động của nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được nghiên cứu rất nhiều ở các quốc gia khác nhau, ở các khoảng thời gian khác nhau. Hầu hết các kết quả đều chỉ ra rằng việc sử dụng nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Trên thế giới, một số nghiên cứu của Osuji Casmir Chinaemerem & Odita Anthony (2012), Mahfuzah Salim & Raj Yadav (2012), Muhammad Umar, Zaighum Tanveer (2012) thực hiện tại một số quốc gia như Nigeria, Malaysia và Pakistan chỉ ra rằng cấu trúc nợ sẽ có ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Trần Thị Tuấn Anh và cộng sự (2017) và Nguyễn Thị Diệu Chi (2018) cũng cho kết quả tương tự.

Kết quả của bài nghiên cứu cũng không nằm ngoài quy luật chung của các nghiên cứu trước đây. Sau khi tiến hành hồi quy bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất OLS, kết quả chỉ ra rằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ và vay ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ và vay dài hạn trên tổng tài sản đều có mối tương quan âm với hiệu quả của doanh nghiệp đi được đo lường bằng ROA, ROE và Tobin's Q. Các hệ số hồi quy đều đạt mức ý nghĩa 1%. Theo đó, nếu doanh nghiệp sử dụng càng nhiều nợ sẽ làm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng suy giảm. Cơ cấu nợ có tác động đến chỉ số Tobin mạnh hơn tác động đến chỉ số ROA và ROE. Điều này chứng minh rằng, khi cơ cấu nợ của doanh nghiệp thay đổi, giá trị thị trường của doanh nghiệp đo lường bằng Tobin's Q sẽ có ảnh hưởng nhiều hơn.

Nếu như việc sử dụng nợ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động vậy tại sao ngày càng có nhiều sản phẩm hỗ trợ vay mới dành cho doanh nghiệp từ ngân hàng và các doanh nghiệp vẫn tiếp tục vay nợ? Một trong những nguyên nhân xuất phát từ tính đặc thù của giai đoạn 2010 – 2019. Đây là giai đoạn kém phát triển của nền kinh tế, có thể thấy thông qua chỉ số ROA của các doanh nghiệp. Trong mẫu nghiên cứu chỉ số này chỉ khoảng 5,6%, thấp hơn cả lãi suất vay ngân hàng trong

khoảng thời gian này. Nói cách khác, lợi nhuận của doanh nghiệp không đủ để chi trả lãi vay dẫn đến việc càng vay nợ, chi phí lãi vay càng nhiều thì lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp càng giảm. Tuy nhiên từ năm 2020, Việt Nam đã ký một số hiệp định thương mại tự do nhằm phát triển nền kinh tế trong nước. Hy vọng với sự đổi mới từ các hiệp định thương mại tự do, các doanh nghiệp sẽ có nhiều cơ hội kinh doanh cũng như tận dụng tốt lợi ích của việc sử dụng nợ để không bỏ lỡ các cơ hội kinh doanh tốt.

Ngoài ra, các yếu tố kiểm soát còn lại trong mô hình như quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tuổi doanh nghiệp, tỷ lệ tài sản cố định và tỷ lệ chia cổ tức cũng có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê. Cụ thể, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, tuổi doanh nghiệp và tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan dương với kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Về tỷ lệ tài sản cố định, mức độ tác động có thể âm hoặc dương tùy vào từng mô hình hồi quy.

Kết quả của bài nghiên cứu hoàn toàn ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng. Lý thuyết này cho rằng các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vốn nội bộ hơn là vốn vay để đầu tư vào các hoạt động sản xuất kinh doanh và đồng thời có mối tương quan nghịch giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính. Bài nghiên cứu này chứng minh được cơ cấu nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy trong những trường hợp có thể sử dụng vốn nội bộ để hoạt động, các doanh nghiệp sẽ không vay vốn bên ngoài để tránh phát sinh chi phí nợ vay làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng góp phần ủng hộ lý thuyết đánh đổi. Các nhà quản trị cần phải cân nhắc sự đánh đổi giữa lợi ích nhận được từ lá chắn thuế và chi phí khánh kiệt tài chính (khi sử dụng nợ) để lựa chọn cơ cấu nợ phù hợp với hoạt động của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp không nên quá lạm dụng vấn đề vay nợ, chỉ nên duy trì cơ cấu nợ ở tỷ lệ phù hợp với hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

5.2 Khuyến nghị

5.2.1. Khuyến nghị đối với doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu cho thấy cơ cấu nợ (cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn) có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do đó các nhà quản trị cần hết sức thận trọng trong việc sử dụng nợ làm nguồn tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Tác giả có một số khuyến nghị đối với các doanh nghiệp như sau:

Thứ nhất, việc sử dụng nợ nên được điều chỉnh với tỷ trọng hợp lý đối với từng doanh nghiệp cụ thể. Chẳng hạn tổng nợ phải trả của doanh nghiệp không nên vượt quá 70% tổng tài sản để tránh việc mất khả năng kiểm soát nợ. Doanh nghiệp cần đảm bảo tình hình tài chính luôn có tính thanh khoản cao để có đủ khả năng chi trả đối với các khoản nợ có kỳ hạn ngắn, đến hạn thường xuyên. Để đảm bảo tính thanh khoản, mức độ tăng hoặc giảm nợ ngắn hạn và tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp cần có sự tương đồng với nhau. Khi đó, tỷ số thanh khoản hiện thời của doanh nghiệp (giá trị tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn) sẽ luôn được duy trì ở mức ổn định.

Thứ hai, các doanh nghiệp khi sử dụng nguồn nợ vay cũng cần lưu ý đến chi phí sử dụng nợ vay. Chi phí này có ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Nếu không khống chế tốt chi phí lãi vay, doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với áp lực trả nợ, mất khả năng thanh toán và dễ rơi vào tình trạng quá hạn khi các khoản nợ vay ngân hàng đến hạn đồng loạt. Các doanh nghiệp cần xem xét nhiều sản phẩm vay từ nhiều ngân hàng khác nhau để chọn ra ngân hàng có uy tín cao, nhiều dịch vụ hỗ trợ cũng như sản phẩm vay có lãi suất cạnh tranh so với thị trường và kỳ hạn thanh toán phù hợp với tình hình tài chính của doanh nghiệp.

Thứ ba, vấn đề thiếu minh bạch thông tin sẽ dẫn đến nhiều doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí sử dụng nợ (cả nợ vay và phát hành trái phiếu) cao hơn các doanh nghiệp có thông tin minh bạch. Điều này ít nhiều sẽ kìm hãm tốc độ tăng trưởng và làm giảm giá trị doanh nghiệp. Để hạn chế vấn đề này, các nhà quản trị doanh nghiệp nên công bố thông tin của doanh nghiệp một cách thường xuyên và

minh bạch hơn. Điều này giúp tạo niềm tin cho các ngân hàng khi quyết định cho vay và thu hút nhiều nhà đầu tư khi doanh nghiệp phát hành trái phiếu.

Thứ tư, các trường vay nợ để mở rộng quy mô doanh nghiệp không phải là hiếm gặp ở Việt Nam và thế giới. Mặc dù kết quả của bài nghiên cứu này chỉ ra rằng quy mô của doanh nghiệp có tác động tích cực đến hiệu quả sản xuất kinh doanh, thế nhưng vay nợ một cách “mù quáng” để mở rộng quy mô là điều hoàn toàn không được khuyến khích. Các doanh nghiệp chỉ nên vay nợ khi đã và đang có những dự án, kế hoạch kinh doanh mang lại lợi ích cao nhưng lại bị thiếu hụt về nguồn vốn.

Cuối cùng, việc xem xét giữa chi phí sử dụng nợ và lợi ích được mang lại từ chi phí sử dụng đó. Nếu lợi nhuận mang lại nhiều hơn chi phí bỏ ra, doanh nghiệp hoàn toàn nên vay nợ. Ngược lại, nếu lợi nhuận mang lại bằng hoặc ít hơn chi phí nợ vay, doanh nghiệp cần phân tích kỹ tính cần thiết của việc vay nợ. Cân bằng được chi phí sử dụng nợ và lợi nhuận mang lại sẽ giúp doanh nghiệp xây dựng được cơ cấu nợ phù hợp để hoạt động và phát triển lâu dài.

5.2.2. Khuyến nghị đối với các nhà đầu tư

Các nhà đầu tư là các nhân nhỏ lẻ thường đầu tư vào các doanh nghiệp thông qua hai kênh cổ phiếu và trái phiếu. Vì thế, tác giả cũng có một số khuyến nghị dành cho các nhà đầu tư khi muốn đầu tư vào một doanh nghiệp nào đó.

Thứ nhất, xem xét về tình hình tài chính doanh nghiệp luôn là điều tiên quyết trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Đối với các nhà đầu tư mới, cần thận trọng xem xét tốc độ tăng trưởng doanh thu qua các năm, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và khả năng thanh toán hiện hành của doanh nghiệp. Trong thực tế, đôi khi giá cổ phiếu biến động không tương quan với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này dễ làm các nhà đầu tư ngộ nhận doanh nghiệp hoạt động tốt khi thấy giá cổ phiếu tăng nhanh. Nguyên nhân dẫn đến hiện tượng này là do doanh nghiệp niêm yết trên thị trường trong một thời gian dài với giá quá cao hoặc quá thấp làm cho thị giá cổ phiếu không tương quan với kết quả hoạt động kinh doanh.

Thứ hai, đối với cổ phiếu cần xem xét giá trong một khoảng thời gian để đưa ra quyết định đầu tư vào thời điểm thích hợp. Còn đối với trái phiếu, cần xem xét mục đích phát hành của doanh nghiệp là gì? Doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính hay là cần vốn để mở rộng hoạt động kinh doanh.

Thứ ba, các nhà đầu tư nên lựa chọn các doanh nghiệp có tính minh bạch cao trong việc công bố thông tin. Cho dù công ty họ có lớn nhưng việc khai gian, che giấu thông tin; giao dịch nội gián; hoặc cung cấp thông tin kế toán sai là điều không thể chấp nhận. Việc lựa chọn một doanh nghiệp minh bạch giúp các nhà đầu tư luôn an tâm về quyết định của mình.

Cuối cùng, các nhà đầu tư nên lựa chọn các doanh nghiệp có tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính ổn định, có thể chịu đựng và vượt qua được các biến động bất thường của thị trường tài chính. Chẳng hạn như diễn biến phức tạp của dịch COVID-19 trong hơn 1 năm vừa qua, nền kinh tế rơi vào khủng hoảng, không ít các doanh nghiệp phải giải thể. Các doanh nghiệp tốt sẽ đủ khả năng chi trả các khoản nợ đến hạn và duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh.

5.3 Hạn chế của luận văn và các hướng nghiên cứu tiếp theo

Mặc dù kết quả của bài nghiên cứu này tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đây trên thế giới. Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn có một số hạn chế chưa được khắc phục.

Thứ nhất, tổng nợ phải trả của các doanh nghiệp trong bài nghiên cứu chỉ phân thành 2 nhóm theo tính chất kỳ hạn: ngắn hạn và dài hạn. Không được phân chia cụ thể dựa trên nguồn hình thành nợ: nợ nhà cung cấp, nợ vay, nợ thuế, trái phiếu,... Trong đó, nợ vay và nợ nhà cung cấp là hai khoản mục chiếm tỷ trọng cao trong khoản mục nợ phải trả. Sự thay đổi của hai khoản mục này sẽ có tác động đến doanh nghiệp. Ngoài ra, một nguồn hình thành nợ của doanh nghiệp được xem là một trong những hình thức huy động tài trợ xuất hiện nhiều trong những năm gần đây đối với các doanh nghiệp có uy tín tốt trên thị trường là trái phiếu. Bài nghiên cứu này chưa phân tích được sự thay đổi của các thành phần trong khoản mục nợ phải trả cũng như tác động của việc phát hành trái phiếu đến hiệu quả hoạt động của

doanh nghiệp. Do thời gian và nguồn nhân lực hạn chế nên tác giả chưa thu thập được thông tin các doanh nghiệp niêm yết có phát hành trái phiếu hay không và phát hành vào khoảng thời gian nào.

Thứ hai, bài nghiên cứu chưa xem xét đến các yếu tố về nhà quản trị doanh nghiệp. Một số đặc điểm tiêu biểu về các nhà quản trị như độ tuổi, giới tính, trình độ học vấn,... Thực tế, tùy ở độ tuổi, giới tính hay trình độ học vấn của nhà quản trị khác nhau sẽ có ảnh hưởng khác nhau đến quyết định sử dụng nợ của doanh nghiệp. Thông thường, các nhà quản trị nam sẽ ưa thích rủi ro, mạo hiểm hơn các nhà quản trị nữ. Tương tự, các nhà quản trị trẻ tuổi sẽ ưa thích rủi ro hơn các nhà quản trị lớn tuổi. Do vậy, cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng có thể bị ảnh hưởng một phần bởi các yếu tố liên quan đến đặc điểm nhà quản trị.

Thứ ba, yếu tố chi phí sử dụng nợ (lãi suất của các khoản nợ) cũng chưa được đưa vào trong mô hình của bài nghiên cứu. Chi phí sử dụng nợ của từng doanh nghiệp không giống nhau. Chi phí này có ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp và có tác động gián tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi được đo lường bằng ROA và ROE.

Từ những mặt hạn chế trên, các nghiên cứu về cơ cấu nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai cần khắc phục nhiều hơn để có được kết quả toàn diện hơn. Trước hết cần phân chia các thành phần nợ một cách cụ thể hơn, đặc biệt là phần trái phiếu (nếu có thể). Bên cạnh đó thu thập thêm thông tin của nhà quản trị (giới tính, độ tuổi, trình độ học vấn) để xem xét khía cạnh tác động của các yếu tố này đến quyết định sử dụng nợ của doanh nghiệp. Cuối cùng là xem xét chi phí sử dụng vốn vay để đánh giá chính xác nhất tác động của cơ cấu nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**TÀI LIỆU TIẾNG ANH**

Abor, J. (2005), “*The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*”, *The Journal of Risk Finance*, 6(5), pp. 438 – 445.

Akben S.A. (2016), “*Does firm age affect profitability? Evidence from Turkey*”, *International Journal of Economic Sciences*, vol. V, no. 3, pp. 1 – 9.

Akerlof, G.A. (1970), “*The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, pp. 488 – 500.

Bowman, E.H. & Haire, M. (1975), “*A strategic posture toward corporate social responsibility*”, *California Management Review*, vol. 18, pp. 49 – 58.

Chinaemerem, O.C & Anthony, O. (2012), “*The impact of Capital Structure on Financial Performance of Nigerian firms*”, *Arabian Journal of Business and Management Review*, 1(12), pp. 43 – 61.

Chou, D., Lin, J. & Chang, S. (2010), “*The impact of earning management on the choice of debt maturity structure*”, có thể download từ https://editorialexpress.com/cgi_bin/conference/download.cgi?db_name=serc2009&paper_id=113

Colla, P., Ippolito, F, & Li, K. (2010), “*Debt structure and Debt Specialization*”, *SSRN Electronic Journal*.

Davydov, D. (2016), “*Debt structure and corporate performance in emerging markets*”, *Research in International Business and Finance* 30, pp. 299 – 311.

Fosberg, R. H. (2010), “*A test of the M&M capital structure theories*”, *Journal of Business & Economics Research*, Volume 8 Number 4, pp. 23 – 28.

Ghafoorifard, M., Sheykh, B., Shakibee, M. & Joshaghan N.S. (2014), “*Assessing the relationship between firm size, age and financial performance in*

listed companies on Tehran Stock Exchange”, *International Journal of Scientific Management and Development*, vol. 2, no. 11, pp. 631 – 635.

Gill, A., Biger, N. & Mathur, N. (2011), “*The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States*”, *International Journal of Management*, 28(4), pp. 3 – 15.

Gleason, K.C., Mathur, L.K. & Mathur, I. (2000), “*The inter-relationship between cultures, capital structure, and performance: Evidence form European retailers*”, *Journals of Business Research*, 50, pp. 185 – 191.

Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973), “*A state-preference model of optimal financial leverage*”, *The Journal of Finance*, vol. 28, pp. 911 – 922.

Kyle, A.S (1985), “*Continuous auctions and insider trading*”, *Econometrica*, vol. 53, no. 6, pp. 1315 – 1335.

Majumdar, Sumit, K. & Chhibber, Pradeep (1999), “*Capital structure and performamce: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance*”, *Public Choice*, 98 (3–4), pp. 287 – 305.

Mesquita, M.C. & Lara, J.E. (2003), “*Capital strucrure and profitability: The Brazilian case*”, *The Journal of Finance*, 57(3), pp. 1383 – 1420.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958), “*The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*”, *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261 – 297.

Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1988), “*Management ownership and market valuation: An empirical analysis*”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293 – 315.

Myers, S.C. (1984), “*Capital structure puzzle*”, *National Bureau of Economic Research*, no. 1393.

Nwude, E.C., Itiri, I.O., Agbudua, B.O & Udeh, S.N. (2016), “*The impact of debt structure on firm performance empirical evidence from Negerian quoted firms*, *Asian Economic and Finanacial Review*, 6(11), pp. 647 – 660.

Onaolapo, A.A. & Kajola, S.O. (2010), “*Capital structure and firm performance: Evidence from Nigeria*”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25, p.p 70-82.

Osunsan O.K., Nowak, J., Mabonga, E., Pule, S., Kibirige, A.R & Baliruno J.B. (2015), “*Firm age and performance in Kampala, Uganda: A selection of small business enterprise*”, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, vol. 5, no. 4, pp. 364 – 374.

Rehman, W., Fatima, G. & Ahmad, M. (2012), “*Impact of debt structure on profitability in textile industry of Pakistan*”, *Int. J. Eco. Res.*, v3i2, pp. 61 – 70.

Salim, M. & Yadav, R. (2012), “*Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian Listed Companies*”, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 66, pp. 156 – 166.

Sercu, P., Bauwhede, H. & Willekens, M. (2006), “*Earning management and debt*”, *Faculty of Economics and Applied Economics*, có thể download từ https://liras.kuleuven.be/bitstream/123456789/120984/1/AFI_0619.pdf

Short, H. & Keasey, K. (1999), “*Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK*”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, pp. 79 – 101.

Umar, M., Tanveer, Z., Aslam, S. & Sajid, M. (2012), “*Impact of Capital Structure on Firms’ Financial Performance: Evidence from Pakistan*”, *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), pp. 1 – 12.

Wei, X., Xiangzhen X. and Shoufeng, Z. (2005), “*An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure*”, *China USA Business Review*, 4(4): 49-53.

Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007), “*Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan*”, *Australian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), pp. 40 – 61.

TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Thị Hải Yến (2014), “*Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)*”, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, số 18 (28), tr. 34 – tr. 39.

Trần Thị Tuấn Anh & Đặng Thị Thu Thủy (2017), “*Tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam: Tiếp cận bằng hồi quy phân vị*”, *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 56(5), tr. 3 – tr. 12.

Nguyễn Thị Diệu Chi (2018), “*Tác động của cấu trúc vốn nợ tới hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình các doanh nghiệp dịch vụ Việt Nam*”, *Tạp chí Khoa học & Công nghệ Việt Nam*, 60(11), tr. 1 – tr. 5.

Lê Đạt Chí (2013), “*Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam*”, *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, số 9 (19) – tháng 03-04/2013, tr. 22 – 28.

Nguyễn Thành Độ (2012), “*Giá trị Quản trị kinh doanh*”, NXB Đại học Kinh tế quốc dân.

Nguyễn Minh Kiều (2011), “*Tài chính doanh nghiệp căn bản (Lý thuyết – Bài tập và bài giải)*”, NXB Lao động xã hội, tr. 85 – 98, 589 – 612.

Dương Nguyễn Thanh Tâm (2013), “*Tác động của cấu trúc nợ đến chất lượng lợi nhuận của doanh nghiệp*”, *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, số 85, tr. 51 – tr. 59.

Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiệu (2010), “*Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM*”, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 238, tr. 36 – 41.

Nguyễn Thị Bích Thủy & Nguyễn Thị Hạnh Duyên (2016), “*Chỉ tiêu đánh giá cấu trúc và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp*”, *Tạp chí Tài chính*, kỳ 1 số tháng 07/2016.

Tổng Cục Thống Kê, Số doanh nghiệp đang hoạt động tại thời điểm 31/12 hàng năm phân theo ngành kinh tế chia theo Ngành và Năm, tại địa chỉ

<https://www.gso.gov.vn/px-web->

[2/?pxid=V0503&theme=Doanh%20nghi%E1%BB%87p](https://www.gso.gov.vn/px-web-2/?pxid=V0503&theme=Doanh%20nghi%E1%BB%87p) truy cập ngày 15/01/2021

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Thống kê mô tả và ma trận hệ số tương quan

1.1 Thống kê mô tả

```
. sum roa roe tobing da sda lda size growth age tang div
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
roa	3,286	.0564814	.0676336	-.1259815	.3291602
roe	3,286	.110975	.1247054	-.4205955	.4542575
tobinq	3,286	.7682568	.5054246	.1312076	3.231998
da	3,286	.5282814	.2115354	.0685879	.9135796
sda	3,286	.4179102	.2060923	.0561476	.859342
lda	3,286	.1092625	.1338283	.0001276	.5689536
size	3,286	27.37009	1.425146	24.06938	31.07415
growth	2,891	.0973795	.3371872	-.6364297	1.738817
age	3,286	18.24133	10.85148	4	56
tang	3,286	.279714	.2157353	.0047559	.866007
div	3,286	.0290463	.0394957	0	.2284514

1.2 Ma trận hệ số tương quan

```
. pwcorr roa roe tobing da sda lda size growth age tang div
```

	roa	roe	tobinq	da	sda	lda	size
roa	1.0000						
roe	0.8424	1.0000					
tobinq	0.6026	0.4321	1.0000				
da	-0.5061	-0.1858	-0.3734	1.0000			
sda	-0.3832	-0.1355	-0.3421	0.7864	1.0000		
lda	-0.2053	-0.0827	-0.0618	0.3580	-0.2932	1.0000	
size	-0.0348	0.0596	0.1105	0.2500	0.0374	0.3304	1.0000
growth	0.1476	0.2140	0.0415	0.0266	0.0128	0.0236	0.0564
age	0.0518	0.0540	0.0740	0.0257	0.0580	-0.0473	0.1132
tang	-0.0276	-0.0156	0.0824	-0.0334	-0.3532	0.4842	0.0609
div	0.6941	0.4875	0.5220	-0.4524	-0.3347	-0.1957	-0.1042
	growth	age	tang	div			
growth	1.0000						
age	-0.0447	1.0000					
tang	-0.0359	-0.0655	1.0000				
div	-0.0345	0.0468	0.0037	1.0000			

Phụ lục 2: Kiểm định khuyết tật cho mô hình

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến bằng hệ số phóng đại phương sai VIF

. vif

Variable	VIF	1/VIF
da	1.33	0.749123
div	1.27	0.789197
size	1.09	0.919512
age	1.02	0.978390
tang	1.01	0.985933
growth	1.01	0.991730
Mean VIF	1.12	

. vif

Variable	VIF	1/VIF
sda	1.31	0.762304
tang	1.17	0.856457
div	1.16	0.859270
size	1.03	0.968793
age	1.02	0.975936
growth	1.01	0.991600
Mean VIF	1.12	

. vif

Variable	VIF	1/VIF
lda	1.54	0.650446
tang	1.33	0.751115
size	1.16	0.859579
div	1.06	0.946871
age	1.02	0.976220
growth	1.01	0.991346
Mean VIF	1.19	

Phụ lục 3: Kết quả hồi quy

3.1 Mô hình biến phụ thuộc ROA – biến độc lập DA

```
. reg roa da size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
Model	7.60483867	21	.362135175	F(21, 2869)	=	190.19
Residual	5.46284154	2,869	.001904093	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5820
				Adj R-squared	=	0.5789
Total	13.0676802	2,890	.004521689	Root MSE	=	.04364

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
da	-.0874438	.0045891	-19.05	0.000	-.0964421	-.0784455
size	.0043346	.0006383	6.79	0.000	.0030831	.0055862
growth	.0326127	.0024428	13.35	0.000	.0278229	.0374024
age	.000306	.0000782	3.91	0.000	.0001526	.0004594
tang	-.0131988	.0039073	-3.38	0.001	-.0208603	-.0055373
div	.996643	.023055	43.23	0.000	.951437	1.041849
year						
2012	-.0080824	.0039043	-2.07	0.039	-.0157379	-.000427
2013	-.0060465	.0038193	-1.58	0.113	-.0135353	.0014424
2014	-.0053558	.0037919	-1.41	0.158	-.012791	.0020793
2015	-.0050869	.0037665	-1.35	0.177	-.0124723	.0022985
2016	-.0077242	.0037672	-2.05	0.040	-.0151109	-.0003374
2017	-.0112183	.003736	-3.00	0.003	-.0185439	-.0038928
2018	-.0153491	.0037559	-4.09	0.000	-.0227136	-.0079847
2019	-.0152319	.0038038	-4.00	0.000	-.0226903	-.0077735
indgroup						
2	.0127134	.0054784	2.32	0.020	.0019715	.0234553
3	.0066399	.0095447	0.70	0.487	-.0120753	.0253551
4	.0002063	.0061035	0.03	0.973	-.0117614	.0121741
5	.0099261	.0056695	1.75	0.080	-.0011906	.0210428
6	.0125034	.0057259	2.18	0.029	.0012761	.0237307
7	.0123519	.0062645	1.97	0.049	.0000685	.0246352
8	.0220087	.0065967	3.34	0.001	.0090739	.0349435
_cons	-.0549027	.018189	-3.02	0.003	-.0905675	-.0192378

3.2 Mô hình biến phụ thuộc ROE – biến độc lập DA

```
. reg roe da size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
				F(21, 2869)	=	65.70
Model	14.6851912	21	.69929482	Prob > F	=	0.0000
Residual	30.5375457	2,869	.010643969	R-squared	=	0.3247
				Adj R-squared	=	0.3198
Total	45.2227369	2,890	.015648006	Root MSE	=	.10317

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
da	-.0043599	.0108502	-0.40	0.688	-.0256348 .0169151
size	.0085036	.0015091	5.63	0.000	.0055445 .0114627
growth	.0807034	.0057755	13.97	0.000	.0693789 .092028
age	.0006556	.000185	3.54	0.000	.0002929 .0010182
tang	-.0143343	.0092383	-1.55	0.121	-.0324485 .00378
div	1.59079	.0545096	29.18	0.000	1.483908 1.697672
year					
2012	-.0266386	.009231	-2.89	0.004	-.0447385 -.0085386
2013	-.0269179	.0090301	-2.98	0.003	-.044624 -.0092118
2014	-.019746	.0089653	-2.20	0.028	-.0373251 -.0021668
2015	-.0208393	.0089053	-2.34	0.019	-.0383007 -.0033779
2016	-.0235417	.0089069	-2.64	0.008	-.0410063 -.006077
2017	-.0310037	.0088332	-3.51	0.000	-.0483237 -.0136837
2018	-.0436263	.0088801	-4.91	0.000	-.0610382 -.0262143
2019	-.0395153	.0089934	-4.39	0.000	-.0571494 -.0218812
indgroup					
2	.0113361	.0129526	0.88	0.382	-.0140612 .0367335
3	.0272599	.0225669	1.21	0.227	-.016989 .0715088
4	-.0060493	.0144308	-0.42	0.675	-.034345 .0222464
5	.0117424	.0134045	0.88	0.381	-.0145411 .0380258
6	.0236047	.0135379	1.74	0.081	-.0029403 .0501498
7	.02728	.0148113	1.84	0.066	-.0017619 .0563219
8	.0295285	.0155968	1.89	0.058	-.0010535 .0601106
_cons	-.174266	.0430048	-4.05	0.000	-.2585895 -.0899426

3.3 Mô hình biến phụ thuộc TOBINQ – biến độc lập DA

```
. reg tobinq da size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
				F(21, 2869)	=	102.59
Model	312.019875	21	14.8580893	Prob > F	=	0.0000
Residual	415.519867	2,869	.144830905	R-squared	=	0.4289
				Adj R-squared	=	0.4247
Total	727.539742	2,890	.251743855	Root MSE	=	.38057

tobinq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
da	-.378741	.0400236	-9.46	0.000	-.4572189 -.3002631
size	.06548	.0055668	11.76	0.000	.0545646 .0763954
growth	.0856515	.0213043	4.02	0.000	.0438782 .1274248
age	.0013554	.0006823	1.99	0.047	.0000176 .0026932
tang	.2042476	.0340776	5.99	0.000	.1374286 .2710666
div	5.794002	.2010721	28.82	0.000	5.399742 6.188263
year					
2012	.0401749	.0340507	1.18	0.238	-.0265914 .1069412
2013	.1592763	.0333097	4.78	0.000	.093963 .2245897
2014	.22871	.0330708	6.92	0.000	.1638651 .293555
2015	.2161728	.0328494	6.58	0.000	.151762 .2805837
2016	.2769113	.0328555	8.43	0.000	.2124886 .341334
2017	.2859918	.0325833	8.78	0.000	.2221028 .3498808
2018	.186471	.0327563	5.69	0.000	.1222427 .2506994
2019	.1892278	.0331743	5.70	0.000	.12418 .2542756
indgroup					
2	.0545388	.0477789	1.14	0.254	-.0391457 .1482233
3	-.2311744	.0832434	-2.78	0.006	-.3943974 -.0679514
4	.1942952	.0532314	3.65	0.000	.0899195 .2986708
5	.2679179	.0494459	5.42	0.000	.1709648 .3648709
6	.1208478	.049938	2.42	0.016	.0229298 .2187658
7	.0949465	.0546352	1.74	0.082	-.0121816 .2020747
8	.4032445	.0575326	7.01	0.000	.290435 .5160539
_cons	-1.406264	.1586338	-8.86	0.000	-1.717312 -1.095216

3.4 Mô hình biến phụ thuộc ROA – biến độc lập SDA

```
. reg roa sda size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
				F(21, 2869)	=	176.00
Model	7.356914	21	.350329238	Prob > F	=	0.0000
Residual	5.71076621	2,869	.001990508	R-squared	=	0.5630
				Adj R-squared	=	0.5598
Total	13.0676802	2,890	.004521689	Root MSE	=	.04462

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
sda	-.0694604	.0046539	-14.93	0.000	-.0785857 -.0603351
size	.0017371	.000635	2.74	0.006	.000492 .0029823
growth	.0322998	.0024977	12.93	0.000	.0274022 .0371973
age	.0003093	.00008	3.86	0.000	.0001523 .0004662
tang	-.0312086	.0042705	-7.31	0.000	-.0395822 -.0228351
div	1.072197	.0225979	47.45	0.000	1.027888 1.116507
year					
2012	-.0080285	.0039922	-2.01	0.044	-.0158564 -.0002007
2013	-.0051268	.0039048	-1.31	0.189	-.0127833 .0025298
2014	-.0044971	.0038763	-1.16	0.246	-.0120978 .0031036
2015	-.0047093	.0038512	-1.22	0.221	-.0122606 .0028421
2016	-.0072688	.0038519	-1.89	0.059	-.0148217 .0002841
2017	-.0101918	.0038188	-2.67	0.008	-.0176796 -.0027041
2018	-.0136172	.0038377	-3.55	0.000	-.0211423 -.0060922
2019	-.0122304	.0038819	-3.15	0.002	-.0198421 -.0046187
indgroup					
2	.0078185	.0055876	1.40	0.162	-.0031377 .0187747
3	.0095149	.0097558	0.98	0.329	-.0096141 .028644
4	-.0007302	.006242	-0.12	0.907	-.0129695 .0115091
5	.010312	.0057969	1.78	0.075	-.0010546 .0216786
6	.01003	.0058511	1.71	0.087	-.0014428 .0215029
7	.0059776	.0063999	0.93	0.350	-.0065713 .0185264
8	.0228582	.0067444	3.39	0.001	.0096338 .0360826
_cons	.0038729	.0186499	0.21	0.836	-.0326956 .0404415

3.5 Mô hình biến phụ thuộc ROE – biến độc lập SDA

```
. reg roe sda size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
				F(21, 2869)	=	65.71
Model	14.6864199	21	.699353327	Prob > F	=	0.0000
Residual	30.536317	2,869	.01064354	R-squared	=	0.3248
				Adj R-squared	=	0.3198
Total	45.2227369	2,890	.015648006	Root MSE	=	.10317

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
sda	.005663	.0107616	0.53	0.599	-.0154384 .0267643
size	.008345	.0014684	5.68	0.000	.0054657 .0112242
growth	.0807471	.0057758	13.98	0.000	.069422 .0920722
age	.0006467	.0001851	3.49	0.000	.0002837 .0010096
tang	-.0122297	.0098751	-1.24	0.216	-.0315926 .0071333
div	1.609308	.0522552	30.80	0.000	1.506847 1.71177
year					
2012	-.0267864	.0092315	-2.90	0.004	-.0448874 -.0086854
2013	-.0268962	.0090295	-2.98	0.003	-.0446011 -.0091913
2014	-.0195843	.0089636	-2.18	0.029	-.0371599 -.0020086
2015	-.0205814	.0089054	-2.31	0.021	-.038043 -.0031197
2016	-.0232287	.0089072	-2.61	0.009	-.0406938 -.0057635
2017	-.0307522	.0088305	-3.48	0.001	-.0480669 -.0134375
2018	-.0433811	.0088744	-4.89	0.000	-.0607819 -.0259804
2019	-.0390808	.0089766	-4.35	0.000	-.056682 -.0214797
indgroup					
2	.0105948	.0129208	0.82	0.412	-.0147403 .0359298
3	.0278417	.0225592	1.23	0.217	-.0163921 .0720755
4	-.0057881	.014434	-0.40	0.688	-.0340901 .0225139
5	.0116501	.0134048	0.87	0.385	-.0146339 .037934
6	.0232408	.0135301	1.72	0.086	-.0032889 .0497705
7	.0271339	.014799	1.83	0.067	-.0018839 .0561518
8	.0296544	.0155957	1.90	0.057	-.0009255 .0602343
_cons	-.1753696	.0431258	-4.07	0.000	-.2599302 -.0908089

3.6 Mô hình biến phụ thuộc TOBINQ – biến độc lập SDA

```
. reg tobinq sda size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
Model	310.688061	21	14.7946696	F(21, 2869)	=	101.82
Residual	416.851681	2,869	.145295114	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4270
				Adj R-squared	=	0.4228
Total	727.539742	2,890	.251743855	Root MSE	=	.38118

tobinq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sda	-.3558473	.0397614	-8.95	0.000	-.4338111	-.2778836
size	.0544049	.0054254	10.03	0.000	.0437668	.065043
growth	.0839392	.0213399	3.93	0.000	.0420961	.1257823
age	.0014243	.0006839	2.08	0.037	.0000834	.0027652
tang	.1081484	.0364857	2.96	0.003	.0366076	.1796891
div	6.032354	.1930687	31.24	0.000	5.653786	6.410921
year						
2012	.0413154	.0341078	1.21	0.226	-.025563	.1081937
2013	.1634055	.0333615	4.90	0.000	.0979906	.2288204
2014	.2317128	.0331179	7.00	0.000	.1667755	.2966502
2015	.2163674	.0329031	6.58	0.000	.1518513	.2808835
2016	.2771341	.0329097	8.42	0.000	.2126051	.3416632
2017	.2892305	.0326262	8.86	0.000	.2252574	.3532036
2018	.1930157	.0327884	5.89	0.000	.1287245	.2573068
2019	.2005117	.033166	6.05	0.000	.1354801	.2655433
indgroup						
2	.036335	.0477389	0.76	0.447	-.0572711	.129941
3	-.221364	.08335	-2.66	0.008	-.3847959	-.0579321
4	.1883833	.0533296	3.53	0.000	.0838151	.2929515
5	.2702614	.049527	5.46	0.000	.1731493	.3673734
6	.1115853	.04999	2.23	0.026	.0135653	.2096053
7	.0663026	.0546785	1.21	0.225	-.0409104	.1735157
8	.4064207	.0576219	7.05	0.000	.2934362	.5194051
_cons	-1.127382	.1593381	-7.08	0.000	-1.439811	-.8149534

3.7 Mô hình biến phụ thuộc ROA – biến độc lập LDA

```
. reg roa lda size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
				F(21, 2869)	=	156.80
Model	6.98317094	21	.332531949	Prob > F	=	0.0000
Residual	6.08450927	2,869	.002120777	R-squared	=	0.5344
				Adj R-squared	=	0.5310
Total	13.0676802	2,890	.004521689	Root MSE	=	.04605

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lda	-.0472003	.0082354	-5.73	0.000	-.0633483 -.0310523
size	.0028504	.0006954	4.10	0.000	.0014868 .004214
growth	.0330146	.0025784	12.80	0.000	.0279589 .0380703
age	.0002301	.0000825	2.79	0.005	.0000684 .0003919
tang	.0043238	.004672	0.93	0.355	-.0048369 .0134846
div	1.159857	.0224107	51.75	0.000	1.115915 1.2038
year					
2012	-.0093279	.0041201	-2.26	0.024	-.0174065 -.0012493
2013	-.0058066	.0040315	-1.44	0.150	-.0137115 .0020983
2014	-.0039652	.0040012	-0.99	0.322	-.0118107 .0038803
2015	-.0029001	.0039732	-0.73	0.466	-.0106907 .0048905
2016	-.0050579	.0039731	-1.27	0.203	-.0128482 .0027324
2017	-.0090238	.0039408	-2.29	0.022	-.0167509 -.0012967
2018	-.0131741	.0039627	-3.32	0.001	-.0209441 -.005404
2019	-.0113491	.0040104	-2.83	0.005	-.0192127 -.0034854
indgroup					
2	.0060783	.0057727	1.05	0.292	-.0052407 .0173974
3	.0118588	.0100688	1.18	0.239	-.007884 .0316017
4	.0023715	.0064424	0.37	0.713	-.0102606 .0150037
5	.0091102	.0059836	1.52	0.128	-.0026224 .0208429
6	.0092113	.0060408	1.52	0.127	-.0026335 .0210561
7	.0109462	.0066362	1.65	0.099	-.002066 .0239583
8	.0230087	.006962	3.30	0.001	.0093577 .0366597
_cons	-.0618205	.0200834	-3.08	0.002	-.1011999 -.0224411

3.8 Mô hình biến phụ thuộc ROE – biến độc lập LDA

```
. reg roe lda size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
				F(21, 2869)	=	65.85
Model	14.7079265	21	.70037745	Prob > F	=	0.0000
Residual	30.5148104	2,869	.010636044	R-squared	=	0.3252
				Adj R-squared	=	0.3203
Total	45.2227369	2,890	.015648006	Root MSE	=	.10313

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lda	-.0279649	.0184429	-1.52	0.130	-.0641275	.0081978
size	.0091538	.0015574	5.88	0.000	.0061001	.0122076
growth	.0808667	.0057742	14.00	0.000	.0695446	.0921888
age	.0006463	.0001848	3.50	0.000	.0002841	.0010086
tang	-.0065804	.0104627	-0.63	0.529	-.0270955	.0139347
div	1.585574	.0501877	31.59	0.000	1.487166	1.683981
year						
2012	-.0267841	.0092267	-2.90	0.004	-.0448758	-.0086924
2013	-.0271751	.0090283	-3.01	0.003	-.0448778	-.0094724
2014	-.0198791	.0089605	-2.22	0.027	-.0374488	-.0023094
2015	-.0207361	.0088978	-2.33	0.020	-.0381829	-.0032893
2016	-.023408	.0088975	-2.63	0.009	-.0408541	-.0059619
2017	-.0310879	.0088253	-3.52	0.000	-.0483924	-.0137833
2018	-.043933	.0088743	-4.95	0.000	-.0613337	-.0265323
2019	-.0400196	.0089812	-4.46	0.000	-.0576299	-.0224094
indgroup						
2	.012115	.0129277	0.94	0.349	-.0132335	.0374635
3	.0269813	.0225486	1.20	0.232	-.0172319	.0711945
4	-.0055298	.0144274	-0.38	0.702	-.0338189	.0227592
5	.0115103	.0134001	0.86	0.390	-.0147645	.0377851
6	.0239903	.0135281	1.77	0.076	-.0025356	.0505161
7	.0291966	.0148615	1.96	0.050	.0000564	.0583369
8	.0293151	.015591	1.88	0.060	-.0012556	.0598859
_cons	-.1935971	.0449759	-4.30	0.000	-.2817856	-.1054087

3.9 Mô hình biến phụ thuộc TOBINQ – biến độc lập LDA

```
. reg tobinq lda size growth age tang div i.year i.indgroup
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,891
				F(21, 2869)	=	95.37
Model	299.095944	21	14.242664	Prob > F	=	0.0000
Residual	428.443798	2,869	.149335587	R-squared	=	0.4111
				Adj R-squared	=	0.4068
Total	727.539742	2,890	.251743855	Root MSE	=	.38644

tobinq	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lda	-.0380536	.0691068	-0.55	0.582	-.1735576 .0974504
size	.0543464	.0058357	9.31	0.000	.0429037 .0657891
growth	.0864619	.0216364	4.00	0.000	.0440373 .1288864
age	.0010623	.0006923	1.53	0.125	-.0002951 .0024198
tang	.235446	.0392043	6.01	0.000	.1585745 .3123175
div	6.587681	.1880568	35.03	0.000	6.218941 6.956421
year					
2012	.0353228	.0345732	1.02	0.307	-.032468 .1031136
2013	.1620637	.0338298	4.79	0.000	.0957305 .2283969
2014	.2360483	.0335756	7.03	0.000	.1702136 .3018831
2015	.2256821	.0333407	6.77	0.000	.1603079 .2910563
2016	.2884547	.0333395	8.65	0.000	.2230829 .3538265
2017	.2967544	.033069	8.97	0.000	.2319131 .3615958
2018	.1985891	.0332526	5.97	0.000	.1333876 .2637906
2019	.2105792	.0336532	6.26	0.000	.1445923 .2765661
indgroup					
2	.0185919	.0484409	0.38	0.701	-.0763906 .1135743
3	-.2050695	.0844913	-2.43	0.015	-.3707392 -.0393997
4	.2010001	.0540603	3.72	0.000	.0949991 .3070011
5	.2656274	.0502111	5.29	0.000	.1671739 .364081
6	.1030182	.0506909	2.03	0.042	.003624 .2024124
7	.0759516	.0556869	1.36	0.173	-.0332389 .185142
8	.4092859	.0584207	7.01	0.000	.2947351 .5238368
_cons	-1.312885	.1685279	-7.79	0.000	-1.643333 -.9824368