

Vai trò của cơ cấu nguồn lực tài chính đến hiệu quả doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân

Lê Thiết Lĩnh

Phòng Kế hoạch và đầu tư, Sở Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Hà Nội

Email: linhlethietkhd@gmail.com

Ngày nhận: 27/05/2016

Ngày nhận bản sửa: 10/06/2016

Ngày duyệt đăng: 25/6/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu xem xét vai trò của nguồn lực tài chính đến hiệu quả doanh nghiệp nhỏ và vừa của Việt Nam. Sử dụng mô hình mảng động, nghiên cứu chỉ ra rằng việc gia tăng sử dụng nguồn lực tài chính bên ngoài giúp doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân đạt hiệu quả tài chính cao hơn. Tuy thế, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, khi nguồn lực tài chính bên ngoài chiếm vượt quá 30 phần trăm tổng nguồn lực của doanh nghiệp, khi đó vai trò việc gia tăng nguồn lực tài chính bên ngoài sẽ có tác động không ý nghĩa thống kê đối với hiệu quả doanh nghiệp.

Từ khóa: Nguồn lực tài chính, cơ cấu nguồn lực tài chính và hiệu quả doanh nghiệp nhỏ và vừa

The role of financial resources in private small medium sized enterprises' efficiency

Abstract:

The research examines for the first time of the role of financial resources on the performance of small and medium-sized enterprises in Vietnam. Using Dynamic Generalized Method of Moments model (GMM), the study pointed out that an increase in using external financial resources coincided with greater efficiency of private manufacturing small medium sized enterprises (SMEs). However, the paper also shows that when external financial resources account for over 30 percent of total resources, the external financial resources have an insignificant impact on firms' financial performance.

Keywords: financial resources, financial resource structure, efficiency, small medium sized enterprises

1. Giới thiệu

Vốn có vai trò rất quan trọng đối với doanh nghiệp, là yếu tố không thể thiếu của mọi quá trình kinh doanh. Trong nền kinh tế thị trường, vốn quyết định quy mô, năng lực sản xuất của Doanh nghiệp. Vốn càng lớn thì quy mô Doanh nghiệp càng lớn, đảm bảo khả năng tài chính vững chắc, tạo điều kiện hiện đại hoá công nghệ, nâng cao trình độ của người lao động (Nguyễn Minh Kiều, 2013). Trong bộ tư bản, C.Mác khẳng định rằng tư bản đứng ở vị trí hàng đầu, vì tư bản tạo ra giá trị thặng dư. Điều này càng cho thấy, vốn trong doanh nghiệp có ý nghĩa vô cùng to lớn giữ vai trò quan trọng và quyết định đối với một doanh nghiệp. Doanh nghiệp muốn tồn tại và phát triển thì phải quan tâm, chú trọng đến vấn đề tạo lập vốn, quản lý và sử dụng đồng vốn sao cho

có hiệu quả, nhằm đem lại nhiều lợi nhuận.

Trong bối cảnh đó, một doanh nghiệp sẽ tối ưu hóa cấu trúc của vốn hay nguồn lực tài chính của họ như thế nào để đảm bảo đạt hiệu quả cao nhất. Về mặt lý thuyết, có hai trường phái chính để xem xét cấu trúc nguồn lực tài chính phù hợp. Trước tiên, lý thuyết đánh đổi (the trade-off theory) và lý thuyết trật tự phân hạng (the pecking order theory) được phát triển bởi Myers (1977) cho rằng việc vay mượn từ nguồn vốn bên ngoài tạo ra một lượng nợ cụ thể, và điều này được xem như một chất xúc tác hoặc động lực cho các giám đốc tìm ra một cấu trúc nguồn lực để tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp khi lợi ích của các khoản nợ cân bằng với chi phí biên của các khoản nợ. Tương tự, lý thuyết về trật tự phân hạng được giới thiệu bởi Myers & Majluf

(1984) cho rằng bất đối xứng thông tin giữa giám đốc và các nhà đầu tư tạo ra một thứ hạng ưa thích trong chính sách nguồn lực tài chính của doanh nghiệp. Trước tiên, họ sẽ ưu tiên sử dụng nguồn lực bên trong (internal funds), sau đó là các khoản nợ (debt) và cuối cùng là cổ phần (equity). Lý thuyết chỉ ra rằng các công ty sẽ hoạt động để tài trợ cho các khoản đầu tư trong nỗ lực tối thiểu hóa chi phí.

Tuy thế, các lý thuyết liên quan khác là lý thuyết quán tính (inertia theories) và thị trường theo thời gian giới thiệu bởi Baker & Wurgler (2002). Những lý thuyết này cho rằng các công ty và hội đồng quản trị không nhận thức rằng đòn bẩy tài chính hay cấu trúc nguồn lực tài chính có một ảnh hưởng lớn đến giá trị doanh nghiệp, chúng không hoặc tạo ra ít nỗ lực để làm đảo ngược những thay đổi trong hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

Về mặt thực nghiệm, đã có rất nhiều nghiên cứu về vai trò của cấu trúc vốn đến hiệu quả doanh nghiệp (Graham, 2000; Kyereboah-Coleman, 2007; Modigliani & Miller, 1958). Tuy nhiên các nghiên cứu thường cho kết luận không nhất quán về mối quan hệ. Hơn nữa, các nghiên cứu thường được tiến hành ở các nước phát triển. Vì vậy, khó có kết luận tổng quát cho các quốc gia, đặc biệt đối với các quốc gia đang phát triển. Tại Việt Nam, các nghiên cứu xác định vai trò và cơ cấu nguồn lực tài chính tối ưu đối với doanh nghiệp, đặc biệt doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân còn rất ít. Bổ sung và hoàn thiện những nghiên cứu trên, bài báo sẽ tiếp tục đánh giá vai trò tác động của nguồn lực tài chính đến hiệu quả của doanh nghiệp. Để từ đó làm bằng chứng giúp người quản lý doanh nghiệp biết được vai trò

của sự thay đổi nguồn lực tài chính đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Đồng thời, nghiên cứu cũng cung cấp những bằng chứng ban đầu về xác định một cơ cấu nguồn lực tài chính để đảm bảo doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân có một giá trị cao nhất

Bài báo được cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày bối cảnh và nền tảng của nghiên cứu. Phần 3 giải thích nguồn số liệu và phương pháp luận, trong khi đó phần 4 trình bày và thảo luận kết quả thực nghiệm. Phần cuối cùng tóm lược những phát hiện chính và hàm ý.

2. Bối cảnh nghiên cứu

Phần này sẽ cung cấp một bức tranh về các nguồn lực tài chính của các khoản đầu tư mới mà các doanh nghiệp tư nhân nhỏ và vừa sử dụng trong giai đoạn từ 2005 đến 2013.

Như trình bày tại bảng 1, tỷ trọng đầu tư từ vốn tự có là 73% trong giai đoạn 2 năm trước đó (2005-07). Tuy thế, xu hướng sử dụng vốn tự có để đầu tư giảm. Hai lý do có thể đưa ra cho sự sụt giảm tỷ lệ đầu tư từ lợi nhuận để lại. Một là, để đối phó với khủng hoảng kinh tế toàn cầu, Chính phủ Việt Nam đã đưa ra gói kích thích bao gồm tín dụng hỗ trợ (và những hỗ trợ khác) cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Với điều kiện sẵn có hơn và chi phí thấp hơn của tín dụng, các doanh nghiệp nhỏ và vừa đã chọn vay nhiều hơn và sử dụng lợi nhuận để lại ít hơn. Hai là, các doanh nghiệp có thể không sẵn sàng sử dụng lợi nhuận để lại cho đầu tư do sự không chắc chắn của kết quả có liên quan đến khủng hoảng tài chính. Điều này có thể đã khiến các doanh nghiệp giữ lợi nhuận thu được cho các chi phí không dự báo

Bảng 1: Nguồn lực tài chính cho các khoản đầu tư mới đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân trong giai đoạn 2005-2013

| Loại nguồn lực tài chính | 2005 | 2007 | 2009 | 2011 | 2013 |
|----------------------------------|-------|------|------|-------|-------|
| Lợi nhuận để lại | 66.40 | 73.3 | 35.6 | 45.15 | 35.11 |
| Vay ngân hàng | 22.75 | 19.2 | 41.9 | 37.77 | 42.56 |
| Các nguồn khác (có lãi suất) | 4.842 | 3.0 | 9.5 | 8.49 | 9.75 |
| Bạn bè/gia đình (không lãi suất) | 1.428 | 0.6 | 4.1 | 2.27 | 2.718 |
| Các nguồn khác (không lãi suất) | 4.463 | 3.5 | 8.4 | 6.064 | 11.06 |
| Phát hành cổ phiếu mới | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.116 | 0.025 |
| Các phương tiện tài chính khác | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.381 | 0.169 |

Nguồn: CIEM (2008, 2010, 2012 và 2014) và tính toán của tác giả

trước trong tương lai.

Tỷ lệ doanh nghiệp đầu tư tăng lên ở tất cả các nhóm doanh nghiệp trong năm 2009 so với điều tra trước trong năm 2007. Ngược lại giá trị đầu tư trung bình từ lợi nhuận để lại đã giảm trong năm 2009 so với năm 2007. Bình quân, lợi nhuận để lại chiếm 36% đầu tư mới trong hai năm qua 2007 và 2013.

Mặc dù số lượng doanh nghiệp sử dụng lợi nhuận để lại đã tăng từ năm 2007 đến năm 2009, Hai phần ba tổng số đầu tư là từ các nguồn tài chính khác. Bảng 1 cũng trình bày tỷ trọng đầu tư từ các nguồn tín dụng chính thức và phi chính thức. Khoảng 42% đầu tư là từ các khoản vay ngân hàng trong năm 2009 so với 19% trong năm 2007. Tỷ trọng đầu tư từ các nguồn khác và từ bạn bè và gia đình mà không phải chịu lãi suất có thể được coi là đặc tính của tín dụng phi chính thức. Theo bảng 1, tỷ lệ tín dụng phi chính thức đã tăng tương ứng lên 8% và 4%.

Bình quân, đầu tư từ lợi nhuận giữ lại năm 2013 giảm so với năm 2011. Số liệu điều tra năm 2011 cho thấy lợi nhuận giữ lại là nguồn lực chính cho 46% đầu tư mới trong giai đoạn 2009-2011. Ngược lại, chỉ khoảng 34% đầu tư mới có nguồn lực tài chính từ vốn tự có trong hai năm qua. Tỷ lệ đầu tư có ngân sách từ tín dụng chính thức tăng từ 45% lên 52% trong cùng kỳ. Đây có thể là kết quả của việc tỷ lệ lãi suất giảm một chút với tín dụng chính thức và nguồn lực doanh nghiệp giảm sau một số năm

khủng hoảng kinh tế. Số liệu cho thấy tỷ lệ lãi suất bình quân hàng tháng từ nguồn vay chính thức giảm từ 1,7% trong năm 2011 xuống 1,2% trong năm 2013. Tỷ lệ đầu tư có ngân sách từ các nguồn phi chính thức (ví dụ, vay người thân và gia đình không phải trả lãi) cũng tăng từ 8% trong năm 2011 lên 14% trong năm 2013. Nếu trong năm 2009-2011, tầm quan trọng của nguồn ngân sách phi chính thức đối với đầu tư mới giảm xuống thì số liệu cập nhật nhất phản ánh điều ngược lại. Nhìn chung, ngân sách phi chính thức không đóng vai trò chủ chốt trong nhu cầu tín dụng từ bên ngoài của các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

3. Dữ liệu và phương pháp luận

3.1. Nguồn dữ liệu

Để đánh giá vai trò của cơ cấu nguồn lực tài chính đến hiệu quả doanh nghiệp, đồng thời xác định một cơ cấu hợp lý để đảm bảo doanh nghiệp đạt hiệu quả cao nhất. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ các cuộc điều tra về doanh nghiệp nhỏ và vừa các năm từ 2005-2011. Những cuộc điều tra được tiến hành giữa bộ lao động thương binh và xã hội, viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương và trường đại học Copenhagen, Đan Mạch.

Những cuộc khảo sát này thu thập thông tin về các hoạt động của doanh nghiệp bao gồm đặc tính doanh nghiệp, ngành công nghiệp cũng như các chỉ số tài chính như nợ của doanh nghiệp, các nguồn lực

Bảng 2 : Thống kê mô tả của các biến chính trong mô hình hồi quy

| Variable (biến số) | 2005 | | 2007 | | 2009 | | 2011 | |
|---------------------------------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|
| | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Trung bình | Độ lệch chuẩn |
| ROA | 0.203 | 0.297 | 0.237 | 0.32 | 0.236 | 0.313 | 0.211 | 0.295 |
| Firm age (log) (tuổi doanh nghiệp) | 2.176 | 0.765 | 2.35 | 0.711 | 2.428 | 0.728 | 2.38 | 0.675 |
| Firm size (log) (Quy mô doanh nghiệp) | 2.02 | 1.104 | 2.05 | 1.11 | 2.05 | 1.13 | 1.92 | 1.12 |
| Innovation (hoạt động cải tiến) | 0.667 | 0.471 | 0.481 | 0.49 | 0.448 | 0.497 | 0.441 | 0.496 |
| Capital structure (cấu trúc vốn) | 0.112 | 0.337 | 0.104 | 0.227 | 0.10 | 0.237 | 0.076 | 0.176 |
| Observations (số quan sát) | 2578 | | 2442 | | 2499 | | 2405 | |

tài chính của doanh nghiệp. Để tạo ra một bộ dữ liệu mảng, nghiên cứu này cũng theo các nghiên cứu trước đó (Rand, 2007; Vu & cộng sự, 2014), sử dụng mã doanh nghiệp để theo dõi các doanh nghiệp qua các năm.

Cụ thể về bộ số liệu, những thông kê mô tả của những biến chính trong hồi quy được trình bày trong bảng 2. Biến phụ thuộc là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp là mức sinh lời tài sản (ROA). Bảng 2 chỉ ra rằng chỉ số này không thay đổi nhiều thông qua giai đoạn nghiên cứu. Đòn bẩy tài chính là biến quan tâm chính trong mô hình, chỉ số này giảm từ 11.2% trong năm 2005 tới 7% trong năm 2011. Giữa các biến đặc tính doanh nghiệp, trong khi số lao động trung bình có một xu hướng giảm thì tuổi của doanh nghiệp có xu hướng tăng trong giai đoạn nghiên cứu. Một xu thế giảm cũng được nhìn thấy đối các hoạt động cải tiến của doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu.

3.2. Phương pháp luận

Vận dụng mô hình động để xem xét bản chất động của tiến trình kinh tế tài chính, cũng như vai trò của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp đang là một trong những xu hướng gần đây. Về mặt kỹ thuật, việc đưa vào các biến trễ của biến phụ thuộc vào trong mô hình giúp chúng ta kiểm soát được những nhân tố lịch sử không quan sát được nhưng có ảnh hưởng tiềm năng đến hiệu quả tài chính hiện tại và vì vậy loại trừ một phần vấn đề bỏ sót biến làm kết quả ước lượng thiếu chính xác (Wooldridge, 2009). Vì vậy, để đưa ra các kết quả có thể so sánh, mô hình của chúng tôi được xây dựng dựa trên mô hình của những nghiên cứu trước đây (ví dụ: Wintoki & cộng sự, 2012) và được chỉ định như sau:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{s=1}^k \alpha_s Y_{it-s} + \delta_m \text{Capital structure}_{,it} + \beta_k Z_{k,it} + \text{year dummies} + \text{industry dummies} + \mu_i + v_{it} \quad (1)$$

$$\text{Ở đó: } v_{it} = \mu_i + \omega_t + \varepsilon_{it}$$

Trong mô hình Y_{it} hiệu quả tài chính của doanh nghiệp i trong năm t , và α_s là hệ số ước lượng của biến phụ thuộc trễ. Cấu trúc vốn được đo lường bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản và đây là biến quan tâm chính trong nghiên cứu của chúng tôi.

Z là véc tơ của những biến giải thích (quy mô doanh nghiệp, tuổi của doanh nghiệp, và hoạt động cải tiến được sử dụng trong mô hình như chỉ ra bởi các nghiên cứu trước đây (Donadelli & cộng sự, 2014). Chúng tôi cũng xem xét ảnh hưởng tiềm năng bất nguồn từ sự khác biệt giữa các ngành thông

qua sử dụng một bộ biến giả đối ngành công nghiệp. μ_i đại diện cho các đặc tính doanh nghiệp không quan sát được và không biến động qua thời gian; ω_t đại diện cho những ảnh hưởng và biến động theo thời gian và những đặc tính này được kiểm soát bởi những biến giả năm; ε_t là sai số ngẫu nhiên.

Theo những nghiên cứu trước đây về hiệu quả doanh nghiệp (ví dụ: Wintoki & cộng sự, 2012), thông tin quá khứ có thể kiểm soát đầy đủ bằng việc sử dụng 2 trễ của biến phụ thuộc. Để khám phá điều này, chúng tôi chạy một chỉ định mà ở đó hiệu quả tài chính doanh nghiệp hiện tại là một biến phụ thuộc vào trễ hai giai đoạn và các biến kiểm soát khác như các biến trong mô hình (1). Sử dụng mô hình này, một tác động không có ý nghĩa của Y_{it-2} vào hiệu quả tài chính doanh nghiệp hiện tại. Vì vậy, điều này chỉ ra rằng biến phụ thuộc trễ một thời kỳ như một biến giải thích trong cấu trúc tự hồi quy bậc 1 [AR(1)] là đủ để kiểm soát tính nội sinh động. Vì vậy, mô hình mảng với cấu trúc AR(1) được trình bày chi tiết như sau:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{i,t-1} + \delta_m \text{Capital structure}_{,it} + \beta_k Z_{k,it} + \text{year dummies} + \text{industry dummies} + \mu_i + v_{it} \quad (2)$$

3.3. Mô hình ngưỡng

Trong đề tài này, mô hình ngưỡng được đề xuất bởi Hansen (1999), được sử dụng với giả thuyết rằng tỷ lệ nợ và hiệu quả doanh nghiệp có một mối quan hệ phi tuyến bất đối xứng. Về cơ bản mô hình chỉ ra rằng giữa cấu trúc nguồn lực tài chính và hiệu quả doanh nghiệp có một ảnh hưởng ngưỡng tại giai đoạn đầu. Sau đó, nó có thể tồn tại các ngưỡng cao hơn. Chỉ định của những mô hình này có thể là như sau:

$$Y_{it} = \begin{cases} \alpha_0 + \delta_m_{,it} + \beta_k d_{,it} + \vartheta_{it} & \text{if } d_{i,t} \leq \gamma_1 \\ \alpha_0 + \delta_m_{,it} + \beta_k d_{,it} + \vartheta_{it} & \text{if } \gamma_1 < d_{i,t} \leq \gamma_2 \\ \alpha_0 + \delta_m_{,it} + \beta_k d_{,it} + \vartheta_{it} & \text{if } \gamma_2 < d_{i,t} \end{cases}$$

Ở đó giá trị ngưỡng $\gamma_1 < \gamma_2$. Mô hình có thể được mở rộng với các ngưỡng khác nhau $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4, \gamma_5$. Hansen (1999) chỉ ra rằng với một thủ tục lặp lại nhiều lần đối với dữ liệu mảng, chúng ta có thể xác định ra được một ngưỡng tối ưu đối với cơ cấu nguồn lực tài chính đảm bảo doanh nghiệp có mức hiệu quả tốt nhất.

4. Kết quả thực nghiệm và thảo luận

Những kết quả hồi quy ban đầu đạt được bằng sử dụng phương pháp OLS đối với dữ liệu gộp nhằm tạo ra kết quả cơ sở để so sánh. Tuy thế nó được chú ý rằng, những kết quả điều tra ban đầu bởi OLS có thể bị chệch bởi vấn đề nội sinh tiềm năng và biến

Bảng 3: Vai trò của cơ cấu nguồn lực tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

| VARIABLES biến số | OLS | GMM |
|---|----------|---------|
| | (1) | (2) |
| lagROA (biến trễ của ROA) | 0.059** | 0.068* |
| | (0.020) | (0.030) |
| Capital structure (cấu trúc vốn) | 0.15** | 0.13** |
| | (0.026) | (0.049) |
| Firm size in log (quy mô doanh nghiệp) | -0.040** | -0.003 |
| | (0.005) | (0.011) |
| Firm age in log (tuổi doanh nghiệp) | -0.024** | -0.0077 |
| | (0.006) | (0.008) |
| Innovation (hoạt động cải tiến) | 0.0004 | 0.0232* |
| | (0.008) | (0.010) |
| Constant (trương quan) | 0.402** | 0.231** |
| | (0.024) | (0.055) |
| Observations (số quan sát) | 6,131 | 6,131 |
| R-squared (số xác định bình phương) | 0.083 | |
| Durbin-Wu-Hausman test for endogeneity of regressors (<i>p</i> -value) | | 0.0005 |
| Hansen-J test of over-identification (<i>p</i> -value) | | 0.135 |
| <i>Chú ý:</i> Mô hình bao gồm biến giả ngành công nghiệp, biến về tình trạng trả chi phí phi chính thức và ảnh hưởng cố định của doanh nghiệp. Mức ý nghĩa lần lượt là 10% (+), 5% (*), và 1% (**). Sai số ảnh hưởng ngẫu nhiên trong ngoặc. Số quan sát là 6,131. Theo Wintoki & cộng sự (2012), tuổi của doanh nghiệp và biến giả năm được xem xét là ngoại sinh. | | |

bỏ sót.

Chúng tôi cố gắng giải quyết những khó khăn trên đây bằng việc sử dụng phương pháp ước lượng hệ thống động GMM như trình bày bởi Wintoki & cộng sự (2012). Việc kiểm tra được tiến hành trên phương trình dạng mức về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Những khác biệt trễ 1 năm của các biến giải thích bao gồm $\Delta \ln Y_{it-1}$, $\Delta \ln size_{it-1}$, $\Delta \ln leverage_{it-1}$, và $\Delta \ln innovation_{it-1}$, được coi như biến cộng cụ cùng với tuổi của doanh nghiệp cũng như biến giả năm được xem như là biến ngoại sinh. Những kết quả kiểm tra chỉ ra rằng giả thuyết Ho bị loại bỏ tại mức ý nghĩa thống kê được sử dụng phổ biến (1%). Vì vậy, nội sinh của các biến là mối quan tâm và vì vậy cần áp dụng phương pháp ước lượng hệ thống động GMM. Chúng tôi cũng kiểm tra giá trị của ước lượng hệ thống GMM bằng việc sử dụng thống kê Hansen-J đối với chỉ định. Những kết quả trình bày trong hàng cuối cùng của bảng 3 chỉ ra rằng giá trị của the Hansen-J lần lượt là 0.135, 0.211 and 0.117, và do vậy các biến công cụ trong mô hình là tin cậy.

Liên quan đến kết quả hồi quy, đối với các biến về đặc điểm doanh nghiệp. Như được dự đoán, hoạt động cải tiến của doanh nghiệp có một tác động tích

cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Ví dụ, cột 2 của bảng 3 chỉ ra rằng các doanh nghiệp có hoạt động cải tiến có hiệu quả tài chính cao hơn 2.3% so với những doanh nghiệp không có hoạt động này trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Những kết quả này đồng thuận với hầu hết những phát hiện trong các nghiên cứu trước đó.

Liên quan đến biến số vai trò của cơ cấu nguồn lực tài chính như được đo lường bằng tỷ lệ giữa tổng nợ trên tổng tài sản, kết quả chỉ ra rằng cơ cấu nguồn lực tài chính có mối quan hệ dương với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp và kết quả này nhất quán với các mô hình nào ước lượng được sử dụng. Điều này có thể được giải thích rằng những doanh nghiệp với việc sử dụng nguồn lực tài chính bên ngoài nhiều hơn sẽ đối mặt với áp lực cao hơn để cải thiện hiệu quả và năng suất và từ đó cải thiện hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Thêm nữa, trong khi quy mô và tuổi của doanh nghiệp không ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, hiệu quả tài chính quá khứ có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính hiện tại. Phát hiện này đồng thuận với những nghiên cứu gần đây (Wintoki & cộng sự, 2012). Những kết quả này cũng hàm ý rằng hiệu quả tài chính quá khứ là một

Bảng 4: Kết quả xác định ngưỡng

| Giá trị ngưỡng | F | p-value | Giá trị tới hạn của F | | |
|---|----------------|------------------|-----------------------|-----------------|----------------|
| | | | 1% | 5% | 10% |
| Kiểm định ngưỡng độc lập 4.9 | 2412.19 | 0.0000*** | 7.0746 | 9.3811 | 32.8901 |
| Kiểm định ngưỡng 2 khoảng 4.9 10.19 | 161.96 | 0.0033*** | 13.3711 | 24.1191 | 97.6442 |
| Kiểm định ngưỡng 3 khoảng 4.9 10.19 34.71 | 96.63 | 0.4600 | 161.9590 | 189.8128 | 232.123 |

biến quan trọng trong việc xem xét bản chất động của những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp và việc loại bỏ biến này trong mô hình có thể dẫn tới các nhà nghiên cứu thất bại trong việc xem xét tác động thực của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

Trong một mối quan tâm khác, nghiên cứu này muốn xem xét mức độ ngưỡng giữa cấu trúc nguồn lực tài chính với hiệu quả doanh nghiệp. Hay nói một cách khác, doanh nghiệp sẽ chọn một ngưỡng tỷ lệ giữa nguồn lực tài chính bên ngoài và bên trong như thế nào để đạt được hiệu quả tài chính tốt nhất. Chúng ta có thể xem kết quả trong bảng 4.

Nghiên cứu này theo phương pháp lặp 1000 lần đối với mỗi thủ tục kiểm tra dữ liệu mảng cân bằng. Bảng 4 trình bày kết quả thực nghiệm đối với ngưỡng đơn, ngưỡng đôi và ngưỡng cao hơn. Chúng tôi phát hiện thấy rằng mô hình đối với ngưỡng đơn và ngưỡng đôi là có ý nghĩa thống kê với giá trị p-value lần lượt là 0.000 và 0.003. Như kết quả bảng 3.10 chỉ ra rằng khi doanh nghiệp có một mức độ nợ là 24,71% thì khi đó doanh nghiệp có một giá trị doanh nghiệp cao nhất. Chúng tôi tìm thấy rằng có hai ảnh hưởng ngưỡng giữa tỷ lệ nợ và giá trị doanh nghiệp và những giá trị này lần lượt là 10,19% và 34,71%. Khi tỷ lệ sử dụng nguồn lực bên ngoài lớn 34,71% không có mối quan giữa tỷ lệ nguồn lực bên ngoài và giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, kết quả hàm ý rằng có một ngưỡng tỷ lệ nguồn lực ít hơn 34,71% và tại điểm đó hiệu quả doanh nghiệp dừng gia tăng.

Những kết quả này là đồng thuận với lý thuyết đánh đổi với lập luận rằng có một khối lượng nợ có

định loại thúc đẩy (prompts) các giám đốc tìm ra một cấu trúc nguồn lực tối ưu để tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp khi ích lợi của các khoản nợ mang lại cân bằng với chi phí biên của các khoản nợ.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Từ sự phân tích và đánh giá thực trạng của nguồn lực tài chính và tác động của nó đến hiệu quả doanh nghiệp, chúng ta nhận thấy việc gia tăng sử dụng nguồn lực tài chính bên ngoài giúp cho doanh nghiệp đạt hiệu quả cao hơn. Kết quả này hàm ý rằng các doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân cần huy động tốt hơn các nguồn lực từ bên ngoài để phát huy hiệu quả và đảm bảo phát triển bền vững của doanh nghiệp.

Tuy thế, để đảm bảo một cấu trúc phù hợp cũng như xác định đúng đắn và nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp cần đảm bảo xây dựng một cơ cấu nguồn lực hợp lý. Một trong những điểm yếu thể hiện rõ nét nhất của các doanh nghiệp Việt Nam chính là hiệu quả kinh doanh và năng lực tài chính kém. Hiệu quả kinh doanh kém dẫn đến khả năng tích lũy vốn thấp, và năng lực tài chính kém làm hạn chế khả năng tiếp cận thu hút nguồn vốn bên ngoài dẫn đến những khó khăn trong việc ra quyết định tài chính nói chung và xây dựng cơ cấu nguồn lực tài chính nói riêng.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, các doanh nghiệp cần có kế hoạch huy động nguồn lực tài chính phù hợp với nhu cầu đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh chính để tránh hiện tượng thừa hoặc thiếu hụt nguồn lực tài trợ. Nếu thừa nguồn lực thì tùy theo tính chất nguồn lực tài chính là tạm thời hay lâu dài sẽ lựa chọn hình thức đầu tư thích hợp nhưng nên ưu tiên đầu tư vào lĩnh vực doanh nghiệp có khả năng

kiểm soát và quản lý rủi ro để tránh hiện tượng thua lỗ mà kết quả hoạt động kinh doanh chính không thể đủ sức gánh vác các khoản chi phí hoặc không thể cạnh tranh với các đối thủ. Chính vì vậy, để nâng cao hiệu quả và đạt được hiệu quả tài chính cao, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng có một ngưỡng nhất định, mà vượt quá điểm đó thì mối quan hệ giữa cấu trúc nguồn lực và hiệu quả doanh nghiệp không còn ý nghĩa. Cụ thể, các doanh nghiệp nhỏ và vừa tư

nhân, đặc biệt là các doanh nghiệp hộ gia đình cần sử dụng một cơ cấu tài chính mà ở đó, một cơ cấu nguồn lực cần sử dụng từ bên ngoài biến động từ 4.9% đến 34,71%. Tại mức 34,71% doanh nghiệp nhỏ và vừa tư nhân đạt được hiệu quả tài chính và giá trị doanh nghiệp là cao nhất. Vượt quá điểm này, kết quả về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê. □

Tài liệu tham khảo

- Baker, M. & Wurgler, J. (2002), 'Market timing and capital structure', *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- CIEM (2006), *Đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam / Characteristics of the Vietnamese Business Environment: Evidence from a SME survey in 2007*, Hanoi, Vietnam.
- CIEM (2008), *Đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam / Characteristics of the Vietnamese Business Environment: Evidence from a SME survey in 2007*, Hanoi, Vietnam.
- CIEM (2010), *Đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam / Characteristics of the Vietnamese Business Environment: Evidence from a SME survey in 2007*, Hanoi, Vietnam.
- CIEM (2012), *Đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam / Characteristics of the Vietnamese Business Environment: Evidence from a SME survey in 2009*, Hanoi, Vietnam.
- CIEM (2014), *Đặc điểm môi trường kinh doanh ở Việt Nam / Characteristics of the Vietnamese Business Environment: Evidence from a SME survey in 2009*, Hanoi, Vietnam.
- Donadelli, M., Fasan, M. & Magnanelli, B.S. (2014), 'The agency problem, financial performance and corruption: Country, industry and firm level perspectives', *European Management Review*, 11(3-4), 259-272.
- Graham, J.R. (2000), 'How big are the tax benefits of debt?', *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Hansen, B.E. (1999), 'Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference', *Journal of econometrics*, 93(2), 345-368.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007), 'The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions', *The Journal of Risk Finance*, 8(1), 56-71.
- Nguyễn Minh Kiều (2013), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp căn bản*, Nhà xuất bản Lao Động – Xã Hội, Hà Nội.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S.C. (1977), 'Determinants of corporate borrowing', *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Rand, J. (2007), 'Credit constraints and determinants of the cost of capital in Vietnamese manufacturing', *Small Business Economics*, 29(1-2), 1-13.
- Vu, H., Holmes, M., Lim, S. & Tran, T. (2014), 'Exports and profitability: a note from quantile regression approach', *Applied Economics Letters*, 21(6), 442-445.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S. & Netter, J.M. (2012), 'Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Wooldridge, J.M. (2009), *Introductory econometrics: A modern approach* (4 ed.), South-Western Cengage Learning, Mason, USA.