
CƠ CẤU VỐN VAY VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: DIỄN HÌNH TẠI DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM

Nguyễn Thị Diệu Chi
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: chintd@neu.edu.vn

Ngày nhận: 15/9/2020
Ngày nhận bản sửa: 19/10/2020
Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt

Nghiên cứu đánh giá ảnh hưởng của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính của 183 doanh nghiệp thuộc ngành Công Nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2010 đến 2019 với 1830 quan sát bằng mô hình hồi quy Tobit. ROA – Lợi nhuận/Tổng tài sản đại diện cho hiệu quả tài chính, SD và LD đại diện cho biến cơ cấu vốn vay ngắn hạn và dài hạn. Ngoài ra bốn biến kiểm soát được lựa chọn là quy mô doanh nghiệp (SIZE), cơ cấu tài sản (AS), khả năng thanh toán (LQ), và lãi suất thị trường (RATE). Kết quả hồi quy cho thấy cơ cấu vốn vay có tác động ngược chiều tới hiệu quả tài chính. Trên khía cạnh biến kiểm soát, mô hình SD chỉ ra, AS, LQ có tác động ngược chiều, và có ý nghĩa thống kê. Với mô hình LD, duy nhất LQ có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê. Với kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành Công Nghiệp Việt Nam.

Từ khóa: Cơ cấu vốn vay; Doanh nghiệp ngành Công nghiệp; Hiệu quả tài chính

Mã JEL: G32, L60

Debt structure and financial efficiency: Evidence from Vietnam industrial firms

Abstract:

The study evaluated the impact of debt structure on financial efficiency of 183 enterprises of Vietnam industrial firms in the period of 2010 to 2019 with 1,830 observations using the Tobit regression model. ROA - Profit / Total Assets represents financial efficiency, SD and LD represent short-term and long-term debt structure variables. In addition, the four selected control variables are firm size (SIZE), asset structure (AS), solvency (LQ), and market interest rate (RATE). The results show that debt structure has a negative impact on financial efficiency. In terms of control variables, the SD model shows, AS, LQ have the opposite effect, and are statistically significant. With LD model, only LQ has the same direction and statistically significant. Based on the findings, some recommendations are proposed form improving financial efficiency for Vietnam industrial firms.

Keywords: Debt structure; industrial firm; financial efficiency

JEL Codes: G32, L60

1. Giới thiệu

Ngành Công nghiệp là ngành mũi nhọn trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam nổi riêng và thế giới nói chung đang chuyển mình. Ngành có sự đóng góp lớn vào tăng trưởng và phát triển của mỗi quốc gia. Hơn nữa, một trong những vấn đề quan tâm nhất của các doanh nghiệp đó là lựa chọn một cơ cấu vốn vay tối ưu, tạo cơ sở tiền đề nâng cao hiệu quả tài chính của toàn doanh nghiệp. Do vậy, nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ngành Công Nghiệp sẽ có ý nghĩa không chỉ với các nhà quản trị doanh nghiệp, mà cả các nhà quản lý Nhà nước trong công tác hoạch định chính sách quốc gia. Bài nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính của 183 doanh nghiệp thuộc ngành

Công Nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2010 tới 2019. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu niêm yết thị trường chứng khoán với 1830 quan sát. Bài viết được cấu trúc thành 5 phần: 1. Giới thiệu chung; 2. Nghiên cứu thực nghiệm về cơ cấu vốn vay trong mối tương quan với hiệu quả tài chính; 3. Mô hình nghiên cứu và biến nghiên cứu; 4. Kết quả hồi quy; 5. Một số kết luận và khuyến nghị nhằm nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ngành Công Nghiệp Việt Nam.

2. Cơ cấu vốn vay và hiệu quả tài chính

Brockington (1992) cho rằng cơ cấu vốn của doanh nghiệp là sự kết hợp giữa các nguồn vốn tài chính của doanh nghiệp gồm vốn chủ sở hữu và vốn vay. Theo McGuigan & cộng sự (2009), cơ cấu vốn là sự kết hợp giữa tỷ lệ các khoản vay ngắn hạn, vay dài hạn, vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường, được sử dụng để tài trợ cho các quyết định đầu tư. Trong đó, vốn chủ sở hữu là nguồn vốn được tài trợ bởi các chủ sở hữu. Vốn này được các chủ sở hữu, các nhà đầu tư góp ban đầu, và bổ sung thêm trong quá trình hoạt động. Bên cạnh đó, nguồn vốn vay là nguồn được hình thành bên ngoài doanh nghiệp, thường chiếm tỷ trọng lớn. Vốn vay được coi là khoản vốn mà doanh nghiệp chiếm dụng trong quá trình kinh doanh và có trách nhiệm phải hoàn trả. Trong quá trình kinh doanh, mức độ biến động của tổng nguồn vốn phụ thuộc lớn vào nguồn vay thay vì nguồn chủ sở hữu. Do vậy, việc xác định cơ cấu vốn vay từ bên ngoài phù hợp, là rất quan trọng, giúp doanh nghiệp có thể mở rộng hoạt động.

Cơ cấu vốn vay thường được đánh giá thông qua các chỉ tiêu tài chính như tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn, hay tỷ lệ nợ/tổng tài sản. Trên thực tế, trong điều kiện thuế thu nhập doanh nghiệp được áp dụng như hiện nay, một doanh nghiệp luôn muốn sử dụng nguồn vốn nhiều từ nguồn vay bởi khả năng khấu trừ thuế. Tuy nhiên, ở một khía cạnh khác, nếu doanh nghiệp quá phụ thuộc vào nguồn vay, đặc biệt với trường hợp kinh doanh thua lỗ kéo dài, điều này sẽ dẫn tới khả năng doanh nghiệp mất khả năng trả nợ, và khiến doanh nghiệp tiến gần hơn tới bờ vực phá sản. Do đó, việc xây dựng một cơ cấu vốn phù hợp, thông qua xây dựng cơ cấu vốn vay sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Mesquita & Lara (2003) đã xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu vốn vay và hiệu quả tài chính của 70 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Brazil, giai đoạn từ 1995 đến 2001 với 489 quan sát. Kết quả cho thấy, có mối tương quan dương giữa các khoản vay ngắn hạn với hiệu quả tài chính, được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), và kết quả có ý nghĩa thống kê. Kết quả đặc biệt nhấn mạnh tới nguồn vay ngắn hạn, hay nguồn vốn phục vụ nhu cầu vốn lưu động, nguồn vốn này có ảnh hưởng khá tích cực tới hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, kết quả với cơ cấu vốn vay dài hạn lại không cho kết quả rõ ràng về mức độ ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính.

Tới nghiên cứu của Abor (2005) tại thị trường Ghana, nghiên cứu tại 20 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 1998 – 2002. Kết quả nghiên cứu cho rằng có mối quan hệ thuận chiều, có ý nghĩa thống kê giữa vốn vay ngắn hạn và hiệu quả tài chính đo bằng ROA và quan hệ ngược chiều, có ý nghĩa thống kê giữa vốn vay dài hạn và hiệu quả tài chính đo bằng ROA. Nghiên cứu của Abor (2005) cho rằng, khi sử dụng các khoản vay ngắn hạn doanh nghiệp sẽ tiết kiệm được chi phí hơn bởi lãi suất phải trả thấp hơn so với các khoản vay dài hạn. Do vậy khi doanh nghiệp tận dụng các khoản vay ngắn hạn sẽ giúp giảm chi phí, từ đó tăng lợi nhuận và nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Ngược lại, với các khoản vay dài hạn thường có lãi suất cao, nếu doanh nghiệp sử dụng với tỷ lệ lớn sẽ khiến lợi nhuận bị giảm sút, và ảnh hưởng không tốt tới hiệu quả tài chính.

Ahmad & cộng sự (2012) đã đánh giá mức độ ảnh hưởng của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp thông qua xem xét cả hai chỉ số tài chính ROA và ROE với cơ cấu vốn vay được thể hiện qua 3 chỉ số tài chính bao gồm nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ. Bốn biến trong mô hình nghiên cứu cho kết quả có sự ảnh hưởng nhất định tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Trong đó, các biến kiểm soát là quy mô vốn, tốc độ tăng trưởng doanh thu được chứng minh là có ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính. Bộ dữ liệu dùng để đánh giá gồm 58 doanh nghiệp thuộc ngành Công Nghiệp và tiêu dùng niêm yết trên sàn chứng khoán Malaysia trong giai đoạn từ 2005 đến 2010 với 358 quan sát. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng chỉ có vốn vay ngắn hạn và tổng nợ vay có tác động cùng chiều tới ROA và ROE và có ý nghĩa thống kê. Và cơ cấu vốn vay có sự tác động thuận chiều tới hiệu quả tài chính. Nghiên cứu cho rằng vay ngắn hạn thường có chi phí vốn rẻ do lãi vay thấp, do vậy giúp doanh nghiệp tăng mức độ lợi nhuận. Bên cạnh đó, các biến kiểm

soát như quy mô doanh nghiệp, mức độ tăng tài sản cũng chỉ ra những ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính.

Các nghiên cứu về cơ cấu vốn đóng vai trò quan trọng cả về mặt lý luận và thực tiễn bởi nó có ý nghĩa tới sự tồn tại, phát triển và giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu có những đánh giá khác nhau và không thống nhất, với các nghiên cứu của Mesquita & Lara (2003), Dessi & Robertson (2003), Abor (2005), Kyereboah Coleman (2007), Gill & cộng sự (2011), Ahmad & cộng sự (2012) kết luận rằng, có sự tác động thuận chiều của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính. Trong khi đó, các nghiên cứu Balakrishnan & Fox (1993), Majumdar & Chhibber (1999), Gleason & cộng sự (2000), Zeitun & Tian (2007), Pouraghajan & cộng sự (2012), Chinaemerem & Anthony (2012), Salim & Yadav (2012), Muhammad & cộng sự (2012) lại cho rằng cơ cấu vốn vay có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính.

Tuy nhiên, nghiên cứu về cơ cấu vốn, đặc biệt là cơ cấu vốn vay từ bên ngoài luôn cần thiết, có những thời điểm cơ cấu vốn vay sẽ có ảnh hưởng cùng chiều tới hiệu quả tài chính, có thời điểm cơ cấu vốn vay lại có ảnh hưởng ngược chiều tới hiệu quả tài chính. Điều này phụ thuộc rất lớn vào năng lực quản lý, nguồn lực đầu vào của doanh nghiệp. Bởi, khi năng lực sử dụng vốn của doanh nghiệp kém, vay nợ nhiều thì gánh nặng trả lãi sẽ bào mòn lợi nhuận, từ đó làm giảm hiệu quả tài chính. Còn ngược lại, khi năng lực sử dụng vốn của doanh nghiệp tốt, kết hợp với quy mô hợp lý thì sẽ giúp doanh nghiệp tăng lợi nhuận, tăng hiệu quả hoạt động. Vấn đề quan trọng là cần xác định được tỷ lệ sử dụng vay hợp lý, phù hợp với các doanh nghiệp tại thời điểm nghiên cứu để đưa ra khuyến cáo cho doanh nghiệp, nên tiếp tục sử dụng các khoản vay hay hạn chế vay nợ trên cơ sở xem xét mối tương quan thuận chiều và ngược chiều của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Bài viết sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính giai đoạn 2010 đến 2019 của 183 doanh nghiệp ngành Công Nghiệp đang niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam với 1830 quan sát.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Sau khi sử dụng các phương pháp đánh giá khác nhau để xem xét sự tác động của cấu trúc vốn tới hiệu quả tài chính với 3 mô hình khác nhau gồm tác động ngẫu nhiên REM, tác động cố định FEM và mô hình

Bảng 1. Biến nghiên cứu

Biến	Biểu tượng biến	Đo lường biến
Biến phụ thuộc		
Hiệu quả tài chính	ROA	Tỷ lệ lợi nhuận ròng/Tổng Tài sản (%)
Biến độc lập		
Cơ cấu vốn vay ngắn hạn	SD	Tỷ lệ tổng nợ ngắn hạn bình quân/tổng tài sản bình quân (%)
Cơ cấu vốn vay dài hạn	LD	Tỷ lệ tổng nợ dài hạn bình quân/tổng tài sản bình quân (%)
Biến kiểm soát		
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Log (Tổng tài sản)
Cơ cấu tài sản	AS	Tổng tài sản dài hạn bình quân/tổng tài sản bình quân
Khả năng thanh toán	LQ	Tổng tài sản ngắn hạn bình quân/Tổng nợ ngắn hạn bình quân
Lãi suất	RATE	Lãi suất cho vay bình quân của thị trường, trên cơ sở lãi suất cho vay của các tổ chức tín dụng Việt Nam theo năm i ($i = 2010 - 2019$)

Tobit. Gujarati (2004) cho rằng mô hình Tobit phù hợp hơn so với các mô hình khác khi thực hiện với số liệu bảng bị chặn. Do vậy, mô hình hồi quy Tobit đã được lựa chọn với sự hỗ trợ của phần mềm toán thống kê STATA phiên bản 14.

3.3. Biến nghiên cứu

Các biến nghiên cứu được trình bày tại Bảng 1.

3.4. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

3.4.1. Mô hình nghiên cứu

Gleason & cộng sự (2000), Kyereboah-Coleman (2007), Gill & cộng sự (2011), Zuraidah Ahmad & cộng sự (2012) xem xét ảnh hưởng của cơ cấu vốn tới hiệu quả tài chính dưới sự tác động của một số biến kiểm soát như mức độ thanh khoản và cấu trúc tài sản. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả tài chính. Kết quả nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007), Pouraghajan & cộng sự (2012), Chinaemerem & Anthony (2012) cho thấy có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa cơ cấu vốn vay với hiệu quả tài chính với các biến kiểm soát như quy mô tài sản, cấu trúc tài sản và mức độ thanh khoản. Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu và các giả thuyết nghiên cứu của các nhóm tác giả, chúng tôi lựa chọn ứng dụng mô hình Tobit để đánh giá sự tác động của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính với các biến kiểm soát là quy mô tài sản (SIZE), cấu trúc tài sản (AS) và mức độ thanh khoản (LQ), nghiên cứu đưa thêm biến lãi suất cho vay bình quân thị trường (RATE) vào mô hình nghiên cứu, bởi doanh nghiệp Việt Nam hoạt động kinh doanh chịu tác động rất lớn từ các khoản chi phí lãi vay.

$$ROA_{it}^* = \alpha_0 + \alpha_1 SD_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 AS_{it} + \alpha_4 LQ_{it} + \alpha_5 RATE_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it}^* = \alpha_0 + \alpha_1 LD_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 AS_{it} + \alpha_4 LQ_{it} + \alpha_5 RATE_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Với điều kiện $u_i \sim N(0, \sigma_u^2)$, $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$, và ROA luôn dương:

$$ROA_{it} = ROA_{it}^* \text{ nếu } ROA_{it}^* > 0 \text{ và } ROA_{it} = 0 \text{ nếu } ROA_{it}^* \leq 0$$

3.4.2. Giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết H1: Cơ cấu vốn vay có tác động ngược chiều tới hiệu quả tài chính

Nghiên cứu của Abor (2005), Ali & cộng sự (2011), Ahmad & cộng sự (2012) đã cho thấy rõ tác động cơ cấu vốn vay đến hiệu quả tài chính. Có nghiên cứu cho kết quả cơ cấu vốn vay tác động cùng chiều, có nghiên cứu cho kết quả ngược lại. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp ngành Công Nghiệp Việt Nam, giai đoạn từ năm 2010 đến 2019 đây là 2 giai đoạn chuyển tiếp từ giai đoạn khủng hoảng 2011 đến 2015 và giai đoạn phục hồi kinh tế 2016 đến 2019. Do vậy trước thực trạng đó, bài nghiên cứu đưa ra giả thuyết 1: Cơ cấu vốn vay của doanh nghiệp với biến đại diện là tỷ số nợ ngắn hạn/tổng tài sản (SD) và tỷ số nợ dài hạn/tổng tài sản (LD) có tác động ngược chiều (-) đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Giả thuyết H2: Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều tới hiệu quả tài chính.

Nghiên cứu của Ahmad & cộng sự (2012), Batool & Salwa (2014) đều cho kết quả nghiên cứu là quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, do tính kinh tế theo quy mô khiến chi phí sản xuất giảm, dẫn tới tăng hiệu quả tài chính. Do vậy, tác giả đưa ra giả thuyết 2: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động cùng chiều (+) đến hiệu quả tài chính.

Giả thiết H3: Cơ cấu tài sản có tác động ngược chiều tới hiệu quả tài chính.

Đối với các doanh nghiệp ngành Công Nghiệp nói riêng và các doanh nghiệp phi tài chính nói chung, vai trò của tài sản dài hạn chiếm vị trí rất quan trọng trong việc tạo nên hiệu quả. Với nghiên cứu của Sudiyatno & cộng sự (2012), tài sản dài hạn cũng là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính và tác động ngược chiều. Theo đó, bài viết đưa ra giả thuyết 3: Tài sản dài hạn (AS) sẽ tác động ngược chiều (-) đến hiệu quả tài chính.

Giả thiết H4: Khả năng thanh toán có tác động ngược chiều tới hiệu quả tài chính.

Với các doanh nghiệp, vai trò của khả năng thanh toán ngắn hạn rất quan trọng trong việc tạo nên hiệu

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	1830	5,1971	3,0183	0,0000	71,883
SD	1830	43,524	21,407	0,3076	140,22
LD	1830	12,704	16,599	0,0000	106,14
SIZE	1830	13,154	1,3110	9,2110	17,222
AS	1830	38,402	23,529	0,2824	97,486
LQ	1830	1,9277	2,3092	1,9320	35,322
RATE	1830	5,6629	3,3396	2,1300	12,130

quả tài chính. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp tiếp tục nâng cao khả năng thanh toán ngắn hạn, thì có thể doanh nghiệp có tài sản ngắn hạn quá nhiều và nó không thể cải thiện lợi nhuận; hay thậm chí lợi nhuận sụt giảm. Do vậy, điều này sẽ khiến hiệu quả tài chính giảm. Kết quả tương tự trong nghiên cứu của Batool & Salwa (2014). Như vậy, giả thuyết 4 trong giai đoạn nghiên cứu này là khả năng thanh toán (LQ) sẽ tác động ngược chiều (-) đến hiệu quả tài chính.

Giả thiết H5: Lãi suất cho vay bình quân trên thị trường có tác động ngược chiều tới hiệu quả tài chính.

Yếu tố lãi suất cho vay của các tổ chức tín dụng có ảnh hưởng lớn tới các hoạt động kinh doanh tại mỗi doanh nghiệp. Trên thực tế, doanh nghiệp thường vay thêm vốn tại các tổ chức tín dụng, nhằm mở rộng sản xuất, kinh doanh. Do vậy, lãi suất cho vay cao, hay thấp sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến các yếu tố đầu vào, và chi phí của các yếu tố đó. Điều này cũng có nghĩa, lãi suất cho vay sẽ ảnh hưởng tới giá thành, giá bán của sản phẩm đầu ra, và ảnh hưởng tới doanh thu của doanh nghiệp, do vậy, nó sẽ có tác động tới kết quả và hiệu quả tài chính. Như vậy, giả thuyết 5, trong giai đoạn nghiên cứu này lãi suất cho vay bình quân trên thị trường (RATE) sẽ tác động tiêu cực (-) tới hiệu quả tài chính.

4. Kết quả mô hình tác động của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam

4.1. Kết quả thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu thống kê tại Bảng 2 cho kết quả về giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, hiệu quả tài chính trung bình của ngành Công Nghiệp Việt Nam trong giai đoạn từ 2010 đến 2019 đạt 5,1971%, với độ lệch chuẩn là 3,0183%, giá trị cao nhất đạt 71,883% và thấp nhất là 0,0000%. Điều này cho thấy, có sự chênh lệch rất lớn về hiệu tài chính giữa các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tỷ trọng cơ cấu vốn vay ngắn hạn và vốn vay dài hạn trung bình của ngành đạt ở mức 43,524% và 12,704% với độ lệch chuẩn lần lượt là 21,407% và 16,599%, giá trị nhỏ nhất 0,3076% và 0,000%, giá trị lớn nhất 140,22% và 106,14%. Điều này giải thích, trong giai đoạn nghiên cứu từ 2010 đến 2019, có những doanh nghiệp có mức nợ vay cao hơn tổng nguồn vốn, doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ, khiến vốn chủ sở hữu âm. Do vậy các doanh nghiệp phải tăng cường vay nợ để bù đắp cho lượng vốn chủ sở hữu âm, để đảm bảo tổng nguồn vốn bằng tổng tài sản. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, đa phần các doanh nghiệp ngành Công Nghiệp Việt Nam chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn với tỷ trọng trung bình chiếm 43,524% và ít sử dụng nợ dài hạn, trung bình chỉ 12,704%. Điều này đúng với thực tế, do các doanh nghiệp Công Nghiệp chủ yếu tập trung vào các tài sản lưu động, bởi tính chất đặc thù của ngành Công Nghiệp vốn đầu tư dài hạn thường đầu tư một lần và sử dụng trong nhiều năm nên trong hoạt động kinh doanh thường chỉ tập trung vào các nguồn tài sản ngắn hạn và lưu động.

Ngoài ra, đối với các biến kiểm soát như quy mô tài sản (SIZE), giá trị trung bình đạt 13,154%, giá trị nhỏ nhất 9,2110% và giá trị lớn nhất 17,222%, độ lệch chuẩn 1,3110 %, hay biến cấu trúc tài sản (AS - tổng tài sản dài hạn bình quân/tổng tài sản bình quân) có giá trị trung bình 38,402%, giá trị nhỏ nhất 0,2824% và giá trị lớn nhất là 97,486%, điều này cho thấy nhìn chung tài sản của các doanh nghiệp Công Nghiệp thường

Bảng 3. Hệ số tương quan của giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	ROA	SD	LD	SIZE	AS	LQ	RATE
ROA	1,0000						
SD	-0,3733	1,0000					
LD	-0,2419	-0,3198	1,0000				
SIZE	-0,0691	0,0019	0,4988	1,0000			
AS	-0,0059	-0,5368	0,5954	0,2916	1,0000		
LQ	0,2605	-0,4515	-0,1643	-0,1875	-0,1552	1,0000	
RATE	-0,0023	-0,0001	0,0036	0,0807	-0,0184	0,0557	1,0000

tập trung vào các tài sản ngắn hạn thay vì dài hạn, do tỷ trọng tài sản dài hạn/tổng tài sản chỉ có giá trị trung bình là 38,402% với độ lệch chuẩn không lớn là 0,2824%. Tuy nhiên, về mức độ thanh khoản (LQ) lại có sự khác biệt rất lớn giữa doanh nghiệp có tỷ lệ thanh khoản lớn nhất và tỷ lệ thanh khoản thấp nhất, lần lượt là 1,9320% và 35,322%. Điều này cho thấy có sự chênh lệch rõ rệt về khả năng đối mặt với rủi ro thanh khoản giữa các doanh nghiệp ngành Công Nghiệp Việt Nam. Với biến lãi suất, trong giai đoạn 2010 đến 2019, ngành Công Nghiệp Việt Nam chứng kiến nhiều chính sách của Chính Phủ nhằm hỗ trợ doanh nghiệp vượt qua khó khăn trong giai đoạn khủng hoảng và giai đoạn phục hồi từ 2016 đến 2019. Do vậy, kết quả nghiên cứu cũng thấy rõ lãi suất bình quân cả thời kỳ chỉ 5,6629%. Đây được coi là mức lãi suất cho vay khá tốt đối với doanh nghiệp. Ngoài ra, với độ lệch chuẩn của lãi suất cho vay bình quân thị trường là 3,3396%, lãi suất cho vay bình quân thị trường thấp nhất và cao nhất cũng không quá chênh lệch với mức 2,1300% và 12,130%. Đây được coi là mức lãi suất thấp, giúp các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và doanh nghiệp ngành Công Nghiệp nói riêng phục hồi hoạt động kinh doanh sau khủng hoảng.

4.2. Kết quả nghiên cứu tương quan

Từ kết quả Bảng 3, hiệu quả tài chính ROA có sự tương quan ngược chiều với các biến SD, LD, SIZE, AS, và RATE và ROA có sự tương quan cùng chiều với LQ. Trong đó mức độ tương quan lớn nhất của ROA là với biến SD, với hệ số tương quan là - 0,3733. Nhìn chung hệ số tương quan giữa hiệu quả tài chính và các biến độc lập được lựa chọn có giá trị dao động trong khoảng từ - 0,0023 đến 0,2605 < 0,7. Ngoài ra, mối tương quan giữa các biến độc lập dao động trong khoảng từ -0,0184 đến 0,5959 < 0,7. Kết quả này đảm bảo giữa các biến độc lập cũng không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả đảm bảo mô hình đủ điều kiện để đánh giá ước lượng hồi quy.

4.3. Kết quả đánh giá hồi quy sự tác động của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính doanh nghiệp ngành công nghiệp

Từ kết quả hồi quy Bảng 4, hai biến là quy mô doanh nghiệp và lãi suất cho vay bình quân thị trường không có sự tác động rõ tới hiệu tài chính trong cả ngắn hạn và dài hạn với hệ số P value > 10%. Còn các

Bảng 4. Kết quả ước lượng mô hình đánh giá tác động của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính doanh nghiệp ngành công nghiệp Việt Nam

Cơ cấu vốn vay ngắn hạn			Cơ cấu vốn vay dài hạn		
Biến độc lập	Hệ số	Ảnh hưởng biên	Biến độc lập	Hệ số	Ảnh hưởng biên
SD	-0.1070*	-0.0590	LD	-0.1115*	-0.0675
SIZE	-0.1035	-0.0570	SIZE	0.3882	0.2115
AS	-0.0584**	-0.0322	AS	0.0055	0.0030
LQ	-0.1821*	-0.1004	LQ	0.1473*	0.0802
RATE	-0.0182	-0.0100	RATE	-0.0357	-0.0194
***: Mức ý nghĩa 1%, **: Mức ý nghĩa 5%, và *: Mức ý nghĩa 10%					

biến cơ cấu vốn vay SD, LD và biến kiểm soát AS và LQ có ảnh hưởng lớn và rõ rệt tới hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp được lựa chọn nghiên cứu.

Theo giả thuyết 1, 3, và 4, cơ cấu vốn vay (SD, LD), cơ cấu tài sản (AS), và khả năng thanh toán (LQ) có sự tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính. Kết quả ước lượng mô hình đã khẳng định giả thuyết và cung cấp bằng chứng cho thấy, cơ cấu vốn vay ngắn hạn SD và cơ cấu vốn vay dài hạn LD và biến kiểm soát cơ cấu tài sản AS có sự ảnh hưởng ngược chiều tới hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ngành công nghiệp ở mức ý nghĩa thống kê 10%, với P-value lần lượt là 0.0590 và 0.0675 hay P-value < 10%. Trong khi đó, biến khả năng thanh toán LQ có ảnh hưởng ngược chiều tới hiệu quả tài chính ở mức ý nghĩa thống kê cao hơn 10% không lớn với P-value là 0.1004 và 0.0802. Mặc dù với mô hình cơ cấu vốn vay dài hạn, cấu trúc tài sản AS có tác động cùng chiều tới hiệu quả tài chính, tuy nhiên, kết quả nghiên cứu không có ý nghĩa thống kê.

Đối với mô hình cơ cấu vốn vay ngắn hạn, kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết nghiên cứu khi cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa cơ cấu vốn vay, cấu trúc tài sản, và khả năng thanh toán tới hiệu quả tài chính. Từ kết quả mô hình cho thấy, cơ cấu vốn vay ngắn hạn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ngành công nghiệp ở mức ý nghĩa thống kê mức 10% hay mức độ tin cậy là 90%. Điều này chứng minh, khi doanh nghiệp sử dụng quá nhiều vốn vay trong cấu trúc vốn, nó sẽ ảnh hưởng không tốt tới hiệu quả tài chính. Hay doanh nghiệp càng vay nhiều từ nguồn bên ngoài, thì hiệu quả tài chính của doanh nghiệp càng giảm, do tăng chi phí từ lãi vay. Khi xem xét kết quả tính toán ảnh hưởng biên của mô hình hồi quy Tobit, khi cơ cấu vốn vay ngắn hạn tăng 1 đơn vị thì ROA giảm lần lượt là 0,059%. Biến AS và LQ có tác động ngược chiều đến ROA. Khi doanh nghiệp hoạt động có lãi ($ROA > 0$) thì AS tăng 1 đơn vị thì ROA giảm 0,0322%, còn LQ tăng 1 đơn vị thì ROA giảm 0,1004%. Hai biến AS và LQ có ý nghĩa thống kê ở mức lần lượt là 5% và 10%, với mức độ tin cậy 95% và 90%. Tuy nhiên, từ kết quả nghiên cứu cho thấy, kết quả này hoàn toàn khác biệt so với các nghiên cứu đi trước của Brockington (1992), Mesquita & Lara (2003), Abor (2005), hay Ahmad & cộng sự (2012). Điều này có thể xuất phát từ khả năng quản lý các khoản vay của doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp ngành Công Nghiệp yếu kém. Do vậy, khi doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn ngắn hạn, họ cũng không có khả năng kiểm soát tốt nguồn vốn vay đó, vì vậy điều này đã ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Đối với mô hình cơ cấu vốn vay dài hạn, kết quả nghiên cứu mô hình cho thấy có sự tác động ngược chiều của cơ cấu vốn vay dài hạn tới hiệu quả tài chính với mức độ tin cậy là 90%. Do vậy, xét về tổng thể, cả hai mô hình vay ngắn hạn và vay dài hạn đều cho kết quả quan hệ tỷ lệ nghịch giữa cơ cấu vốn vay và hiệu quả tài chính. Và kết quả chứng minh nguồn vốn vay từ bên ngoài đang làm suy giảm lợi nhuận và hiệu quả tài chính doanh nghiệp Công Nghiệp Việt Nam. Thêm vào đó, khi đánh giá kết quả ảnh hưởng biên thì khi cơ cấu vốn vay dài hạn, khi vốn vay dài hạn tăng 1 đơn vị thì ROA giảm là 0,0675%. Ngoài biến cơ cấu vốn vay dài hạn, chỉ có biến khả năng thanh toán LQ có sự tác động cùng chiều tới hiệu quả tài chính ROA. Tức là, khi doanh nghiệp hoạt động có lãi ($ROA > 0$) thì LQ tăng 1 đơn vị thì ROA tăng 0,0802% với mức ý nghĩa thống kê là 10%. Kết quả nghiên cứu đối với mô hình cơ cấu vốn vay dài hạn, với biến khả năng thanh toán có tác động cùng chiều tới hiệu quả tài chính khác với giả thuyết nghiên cứu. Kết quả này chỉ ra rằng trong dài hạn doanh nghiệp hoàn toàn có thể điều chỉnh, thay đổi kế hoạch thanh toán ngắn hạn của mình, do vậy, LQ hoàn toàn có thể tác động cùng chiều tới hiệu quả tài chính. Kết quả nghiên cứu đạt được tương đồng với kết quả nghiên cứu của Balakrishnan & Fox (1993), Majumdar & Chhibber (1999), Gleason & cộng sự (2000), Zeitun & Tian (2007), Pouraghajan & cộng sự (2012), Chinaemerem & Anthony (2012), Salim & Yadav (2012), và Muhammad & cộng sự (2012).

5. Kết luận

Từ kết quả nghiên cứu, đối với mô hình SD, cơ cấu vốn vay ngắn hạn (SD) ảnh hưởng ngược chiều đến ROA và hai biến kiểm soát AS và LQ lại ảnh hưởng ngược chiều đến ROA. Đối với mô hình cơ cấu vốn vay dài hạn (LD) cũng có ảnh hưởng ngược chiều tới ROA, chỉ duy nhất LQ có ý nghĩa thống kê. Với kết quả nghiên cứu, bài viết đưa ra một số khuyến nghị sau:

Một là, các doanh nghiệp ngành Công Nghiệp nên xây dựng cơ cấu vốn vay ngắn hạn và vay dài hạn phù hợp với chiến lược kinh doanh và khả năng trả nợ của doanh nghiệp. Kết quả mô hình cho thấy có sự ảnh hưởng không tốt của các khoản vay từ bên ngoài tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Khi tỷ lệ vay trong tổng tài sản càng cao, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp sẽ giảm. Do vậy, doanh nghiệp nên cân nhắc trước khi sử dụng các khoản vay. Ngoài ra, doanh nghiệp nên tận dụng các nguồn lực sẵn có từ nội lực như nguồn lợi nhuận giữ lại, phát hành cổ phiếu huy động vốn, để tránh phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay.

Hai là, doanh nghiệp cần xây dựng phương án đầu tư vào tài sản ngắn hạn và dài hạn theo từng giai đoạn kinh doanh để đảm bảo sử dụng tài sản hiệu quả. Bởi, theo kết quả nghiên cứu, cơ cấu tài sản AS và khả năng thanh toán LQ cho thấy có sự tác động rõ rệt ở mức ý nghĩa 5% tới ROA của doanh nghiệp. Do vậy, doanh nghiệp cần đầu tư và xây dựng phương án đối với cấu trúc tài sản, tập trung vào tài sản dài hạn để đảm bảo không ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính.

Bài nghiên cứu hiện chỉ tập trung vào đánh giá sự tác động của cơ cấu vốn vay tới hiệu quả tài chính thông qua chỉ tiêu ROA. Ngoài ra, một số chỉ tiêu khác liên quan tới hiệu quả như ROE, NIM, NOM sẽ tiếp tục được nghiên cứu sâu ở những nghiên cứu tiếp sau. Bên cạnh đó, các yếu tố kiểm soát ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính, nghiên cứu cũng chỉ tập trung vào các yếu tố vi mô thuộc doanh nghiệp như quy mô tài sản, cấu trúc tài sản, khả năng thanh khoản và yếu tố vĩ mô là lãi suất có ảnh hưởng trực tiếp tới hiệu quả hoạt động kinh doanh. Ngoài các yếu tố này còn rất nhiều yếu tố khác, tác giả đưa vào phần các yếu tố tác động khác để đánh giá mức độ ảnh hưởng của mô hình nghiên cứu.

Việt Nam càng hội nhập sâu vào nền kinh tế quốc tế, yêu cầu cần phải xây dựng một nền Công Nghiệp mạnh càng trở nên cấp thiết. Nền tảng Công Nghiệp vững mạnh sẽ là nền tảng quan trọng để Việt Nam tiếp tục vươn ra khu vực và thế giới. Trong quá trình đó, vai trò của từng doanh nghiệp sẽ đóng góp không nhỏ vào thành tựu chung của ngành. Do vậy, việc nghiên cứu về hiệu quả tài chính sẽ góp phần chỉ ra những yếu tố đang tác động tới chất lượng kinh doanh. Đây là nền tảng xây dựng các doanh nghiệp vững mạnh, là cơ sở xây dựng một ngành nghề phát triển bền vững trong kỷ nguyên hội nhập toàn cầu.

Tài liệu tham khảo

- 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), 438-445.
- Ahmad, Z., Abdullah, N.M.H. & Roslan, S. (2012), 'Capital structure effect on firm performance: focus on consumers and industrial sectors on Malaysian Firm', *International Review of Business Research Papers*, 8(5), 137-155.
- Ahmed, Z., Mohd, N., Abdullah, H. & Roslan, S. (2012), 'Capital structure effect on firms' performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms', *International Review of Business Research Papers*, 8(5), 137-155.
- Ali, K., Akhtar, M.F. & Sadaqat, S. (2011), 'Practical implication of capital structure theories: empirical evidence from the commercial banks in Pakistan', *European Journal of Social Science*, 23(1), 165-173.
- Balakrishnan, S. & Fox, I. (1993), 'Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Struture', *Strategic Management Journal*, 14(1), 3-16.
- Batool, K.A. & Salwa, H. (2014), 'Financial ratios and firm's value in the Bahrain bourse', *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(7), 1-9.
- Brockington, R. (1992), *Financial management*, ELBS, London.
- Chinaemerem, O. & Anthony, O. (2012), 'The Impact of Capital Structure on Financial Performance of Nigerian firms', *Arabian Journal of Business and Management Review*, 1(12), 43-61.
- Dessí, R. & Robertson, D. (2003), 'Debt, incentives and performance: Evidence from UK panel data', *The Economic Journal*, 113, 903-919.
- Gill, A., Biger, N. & Mathu, N. (2011), 'The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States', *International Journal of Management*, 28(4), 3-15.

-
- Gleason, K.C., Mathur, L.K. & Mathur, I. (2000), 'The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers', *Journal of Business Research*, 50(2), 185-191.
- Gleason, K.C., Mathur, L.K. & Mathur, I. (2000). 'The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers', *Journal of Business Research*, 50(2), 185-191.
- Gujarati, D.N. (2004), *Basic Econometrics*, 4th Edition, McGraw-Hill Companies, New York.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007), 'The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions', *The Journal of Risk Finance*, 8(1), 56-71.
- Majumdar, S.K. & Chhibber, P. (1999), 'Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance', *Public Choice*, 98(3-4), 287-305.
- McGuigan, J.R., Kretlow, W.J. & Moyer, C.R. (2009), *Contemporary Corporate Finance*, South Western Cengage Learning.
- Mesquita, M. & Lara, E. (2003), 'Capital structure and profitability: The Brazilian case', *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July 11-13, 2003.
- Muhammad, U., Zaighum, T., Saeed, A. & Muhammad, S. (2012), 'Impact of Capital Structure on Firms' Financial Performance: Evidence from Pakistan', *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), 1-12.
- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V. & Mohammadpour, M.B. (2012), 'The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange', *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
- Salim, M. & Yadav, R. (2012), 'Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies', *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E. & Kartika, A. (2012), 'The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesian Stock Exchange', *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30-40.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007), 'Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan', *Australasian Accounting, Business & Finance Journal*, 1(4), 40-61.