NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TỚI SỰ PHÁT TRIỂN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA Ở VIỆT NAM

THE IMPACT OF FINANCIAL STRUCTURE ON THE DEVELOPMENT OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN VIETNAM

Đường Thị Thanh Hải

Khoa Tài chính ngân hàng và Bảo hiểm, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp

Đến Tòa soạn ngày 06/05/2023, chấp nhận đăng ngày 22/05/2023

Tóm tắt: Bài viết này phân tích ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới sự phát triển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNN&V) Việt Nam. Nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng với mẫu gồm 319 doanh nghiệp nghiên cứu trong giai đoạn 2020-2022. Kết quả cho thấy rằng rằng cấu trúc tài chính có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và khả năng tăng trưởng. của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với giả thuyết rằng sử dụng nợ quá cao sẽ làm cho lợi ích của nợ vay vượt qua chi phí sử dụng nợ, bao gồm chi phí đại diện của nợ vay và rủi ro tài chính, và do đó, ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lợi.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính, sự phát triển, doanh nghiệp.

Abstract: This article analyzes the impact of financial structure on the development of small and medium-sized enterprises (DNN&V) in Vietnam. The article uses a regression model for panel data with a sample of 319 researched enterprises during the period of 2020-2022. The results show that the financial structure has an inverse relationship with the return on total assets, return on equity, and the growth ability of the enterprises. This result is consistent with the hypothesis that using too much debt will make the benefits of borrowing exceed the cost of using debt, including the representative cost of borrowing and financial risk, thus negatively affecting the ability to generate profits.

Keywords: Financial structure, development, enterprises.

1. GIỚI THIỆU

Khu vực các doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNN&V) đang nhận được rất nhiều sự quan tâm từ các nhà nghiên cứu và quản lý, các doanh nghiệp này có vai trò rất quan trọng đối với sự phát triển kinh tế của mỗi quốc gia. Ở một góc độ nhất định, các doanh nghiệp này là cơ sở nền tảng nhất định để phát triển doanh nghiệp trong tương lai, là động lực của tăng trưởng kinh tế. Hiện nay, ở Việt Nam có tới hơn 95% doanh nghiệp là các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Tuy nhiên, các doanh nghiệp này đang gặp nhiều khó khăn như: trình độ chuyên môn, quản lý kinh doanh kém, công nghệ lạc hậu, nguồn vốn hạn chế và thiếu thông tin. Những bất lợi này trở thành mối quan tâm đối với các nhà nghiên cứu và được xem như là một đối tượng nghiên cứu thú vị về những yếu tố ảnh hưởng đến thành công của các doanh nghiệp này. Trong thực tế đã có một số các nghiên cứu theo cách tiếp cận về chiến lược kinh doanh, nguồn lực hoặc khả năng cạnh tranh nhằm giải thích cho các yếu tố ảnh hưởng tới sự thành công của các doanh nghiệp

này, các nghiên cứu cũng cân nhắc các quan điểm dựa trên cách tiếp cận về nguồn lực cho rằng nếu doanh nghiệp không bị cản trở bởi các yếu tố về nguồn lực thì các định hướng kinh doanh sẽ được hiện thực hóa bằng hiệu suất và ảnh hưởng đến tăng trưởng và phát triển của doanh nghiệp. Cụ thể như các lựa chọn về vốn và sử dụng vốn vay cũng như vốn chủ sở hữu trong cấu trúc tài chính ban đầu được cho là thực sự có ý nghĩa đối với hoạt động, nguy cơ phá sản, hiệu quả cũng như tiềm năng mở rộng quy mô doanh nghiệp. Vì thế việc kiểm tra liệu các doanh nghiệp nhỏ và vừa nếu đạt được các lợi thế hoặc ít lợi thế về nguồn lực tài chính trong quyết định cấu trúc tài chính ban đầu có tác động như thế nào tới sự phát triển xét trên các khía cạnh về hiệu quả hoạt động kinh doanh, sự tồn tại và tăng trưởng là thực sự có ý nghĩa và mang tính thực tiễn cao.

2. TỔNG HỢP LÝ THUYẾT

2.1. Khái quát về cấu trúc tài chính

Có nhiều quan niệm khác nhau về mặt phạm vi nghiên cứu đối với cấu trúc tài chính:

Theo Ross, Westerfield và Bradford (2003): cấu trúc tài chính chính là cấu trúc vốn, là tỷ lệ giữa vốn chủ sở hữu và nợ phải trả chiếm trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Hay "Cấu trúc tài chính của doanh nghiệp là sự kết hợp giữa việc sử dụng vốn nợ và vốn chủ sở hữu theo một tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp"[11].

Mc Guigan và cộng sự (2009) cho rằng "Cấu trúc tài chính của một doanh nghiệp bao gồm nợ ngắn hạn cộng với nợ trung, dài hạn, cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư ở một doanh nghiệp" [7].

Nhà nghiên cứu Nguyễn Văn Công (2010); Nguyễn Năng Phúc (2011) cho rằng khi nghiên cứu và xem xét cấu trúc tài chính cần phải nghiên cứu dưới cả hai góc độ: "góc độ thứ nhất đó là cấu trúc vốn của doanh nghiệp và thứ hai đó là cấu trúc vốn xét trong mối liên hệ với cấu trúc tài sản của doanh nghiệp" [2] [3].

2.2. Tác động của cấu trúc tài chính đến sự phát triển của doanh nghiệp

Sự phát triển của các doanh nghiệp được đo lường bởi một hệ thống tổng hợp các chỉ tiêu đánh giá về kết quả hoạt động kinh doanh, mức độ mở rộng thị phần, chất lượng nguồn nhân lực cũng như các quy trình quản trị hoạt động, quản trị chiến lược...tuy nhiên trong nhiều trường hợp sự phát triển của các doanh nghiệp thường xoay quanh nỗ lực đạt được hiệu quả kinh doanh và tăng trưởng nhất định để tồn tại và phát triển. Cụ thể như sau:

2.2.1. Tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu của Abor, (2005) [4] cho thấy trong cấu trúc tài chính thì nợ ngắn hạn chiếm 85% tổng nợ vì vậy hệ số nợ ngắn hạn và hệ số nợ cùng tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả kinh doanh. Trong khi đó hệ số nợ dài hạn tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả kinh doanh. Nghiên cứu của Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran, (2006) [12] chỉ ra hiệu quả hoạt động kinh doanh có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với hệ số nợ nhưng không có ý nghĩa thống kê, cấu trúc tài chính có quan hệ tương hỗ với tốc độ tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp.

2.2.2. Tác động của cấu trúc tài chính đến sự tăng trưởng của doanh nghiệp

Lý thuyết về cấu trúc tài chính dựa trên chi phí người đại diện cho rằng khi nợ đóng vai

trò kỷ luật với sự tùy tiện của nhà quản lý thì cũng đồng thời gây ảnh hưởng bất lợi đến tăng trưởng (Jensen và Meckling,1976) [6]. Nhận định này được viện dẫn bởi quan điểm cho rằng các công ty có đòn bẩy cao có thể không có khả năng tận dụng cơ hội phát triển và các doanh nghiệp với các cơ hội tăng trưởng kém cần được ngăn chặn từ việc thực hiện các dự án chất lượng thấp. Một số các nghiên cứu ghi nhận tác động tích cực của đòn bẩy nợ đến sự tăng trưởng của doanh nghiệp với thang đo tăng trưởng tính bằng doanh thu của hai năm liên tiếp. Nghiên cứu của Seikh, N. and Wang, Z, (2013) [9] bằng phương pháp phân tích tương quan và phân tích thống kê nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính tới hiệu quả và khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp đo bởi các chỉ tiêu là hiệu quả tài chính, tốc độ tăng trưởng, doanh thu. Kết quả chỉ ra rằng cấu trúc tài chính có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả tài chính và tốc độ tăng trưởng, trong khi đó hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu lại có mối quan ngược chiều với doanh thu.

2.2.3. Tác động của cấu trúc tài chính đến sự tồn tại của doanh nghiệp

Một số các nghiên cứu khẳng định mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và sự tồn tại của doanh nghiệp nhưng không thống nhất về xu hướng tác động: theo quan điểm của Cressy, (1996) [5] cho rằng việc các ngân hàng cho các doanh nghiệp vay vốn không ảnh hưởng đến sự tồn tại của các doanh nghiệp hay nếu các ngân hàng không cho vay vốn cũng không phải là lý do khiến cho các doanh nghiệp phá sản, cùng quan điểm này Robb và Robison, (2010) [10] đã nhận định trong nghiên cứu của mình rằng trong quyết định về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp cơ cấu vốn nghiêng về kênh tín dụng chính thống thì có khả năng thành công lớn hơn, nghiên cứu này chỉ ra vai trò của ngân hàng với tư cách nguồn vay chính thống. Như vậy, cả lý thuyết cũng như nghiên cứu thực nghiệm đều cho thấy sự phát triển của các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của các nhân tố thuộc cấu trúc tài chính. Đây chính là cơ sở quan trọng để bài viết đề xuất mô hình nghiên cứu về tác động của cấu trúc tài chính tới sự phát triển - nghiên cứu các doanh nghiệp nhỏ và vừa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu

Căn cứ vào lý thuyết và kế thừa từ một số tác giả nghiên cứu về cấu trúc tài chính và sự phát triển của doanh nghiệp như: Abor, (2005) [4]; Trần Đình Khôi Nguyên và Ramachandran, (2006) [12]; Seikh, N. Và Wang, Z, (2013) [9]; Cressy, (1996) [5]; Robison, (2010) [10]; Mô hình tổng quát tác động của cấu trúc tài chính đến sự phát triển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam như sau:

Bảng 1. Phương trình hồi quy

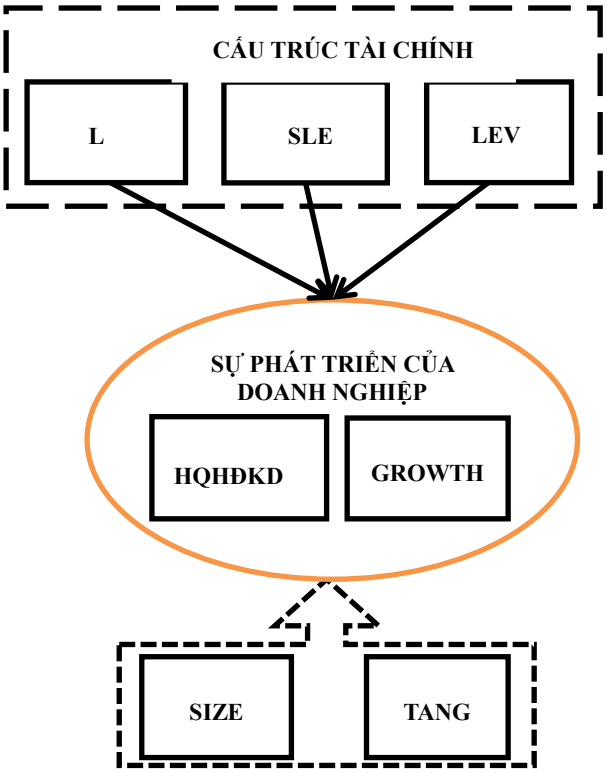
Phương trình	Biến độc lập	Biến phụ thuộc	Biến kiểm soát
ROA = β0 + β1 × LE + β2 × SLE + β3×LEV + β4 × SIZE + β5 × TANG	ROA	LE, SLE, LEV	SIZE, TANG
ROE = β0 + β1 × LE + β2 × SLE + β3 × LEV + β4 × SIZE + β5 × TANG	ROE	LE, SLE, LEV	SIZE, TANG
GROWTH = β0 + β1 × LE + β2 × SLE + β3 × LEV + β4 × SIZE + β5 × TANG	GRO	LE, SLE, LEV	SIZE, TANG

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 2. Mô tả các biến trong mô hình

Ký hiệu	Tên các biến và thang đo	Kỳ vọng tương quan
	Biến phụ thuộc	
ROA	Tỷ suất sinh lời tài sản (ROA) = Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản bình quân	
ROE	Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE) = Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu bình quân	
GROWTH	Tăng trưởng doanh thu= Dthu năm t/ Dthu năm t-1;	
	Biến độc lập	
LE	Hệ số nợ = Tổng nợ/ tổng tài sản	+
SLE	Hệ số nợ ngắn hạn = Tổng nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản	+
LEV	Hệ số nợ dài hạn = Tổng nợ dài hạn/ Tổng tài sản	+
	Biến kiểm soát	
SIZE	Quy mô doanh nghiệp đo bằng Logarit tự nhiên của tổng tài sản i năm t	+
TANG	Cấu trúc tài sản đo lường bằng mức độ đầu tư tài sản cố định= TSCĐ/ Tổng tài sản	_

Nguồn: Tổng hợp của tác giả



Hình 1. Sơ đồ mô hình nghiên cứu

Nguồn: Đề xuất của tác giả

3.2. Dữ liệu nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu về các biến trong mô hình nghiên cứu được thu thập là số liệu thứ cấp được tác giả thu thập từ các báo cáo tài chính đã qua kiểm toán của 319 doanh nghiệp nghiên cứu trong các lĩnh vực và tại các website của các cơ quan nhà nước Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2020-2022 [1], các dữ liệu đã qua tổng hợp, xử lý và thiết kế bằng phần mềm Excel. Với dữ liệu này, bài viết sử dụng phần mềm Stata để thực hiện hồi quy và các kiểm định cần thiết.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu

Bảng 3. Thống kê mô tả

Tên biến	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
LE	0,35	0,71	0,56	0,34
SLE	0,17	0,79	0,30	0,49
LEV	0,22	0,57	0,35	0,52
ROA	-0,04	0,14	0,05	0,13
ROE	-0,07	0,26	0,12	0,17
GRO	-0,15	1,8	0,56	23,49

Tên biến	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
SIZE	0,52	17,5	14,7	3,1
TANG	0,012	1,00	0,45	0,22

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA

4.1. Ma trận hệ số tương quan

Bảng 4. Ma trận hệ số tương quan

	LE	SLE	LEV	ROA	ROE	GRO	SIZE	TA
LE	1							
SLE	0.712	1						
LEV	0.805	0.62	1					
ROA	–0.36	–0.29	–0.22	1				
ROE	–0.45	–0.37	–0.28	0.42	1			
GRO	–0.18	–0.23	–0.31	–0.039	–0.028	1		
SIZE	–0.27	–0.19	–0.14	0.032	0.04	–0.06	1	
TA	–0.017	–0.013	–0.012	–0.12	–0.24	–0.16	0.05	1

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA

4.2. Kết quả hồi quy

4.2.1. Kết qủa hồi quy theo phương pháp bình phương nhỏ nhất OLS

Kết quả hồi quy cho thấy: Hồi quy OLS được thực hiện giúp đánh giá sơ bộ tác động của cấu trúc tài chính lên hiệu quả hoạt động và khả năng tăng trưởng của DN. Đồng thời nghiên cứu cũng thực hiện kiểm tra các giả định cơ bản về hồi quy. Kết quả cho thấy mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy nhiên kiểm định Breusch-Pagan với kết quả chi2(1) = 4,82, Prob>chi2 = 0,027<0,05, cho thấy tồn tại vấn đề phương sai sai số thay đổi làm cho kết quả OLS không còn là ước lượng hiệu quả. Để khắc phục vấn đề này, nghiên cứu ước lượng OLS với tùy chọn robust điều chỉnh các sai số chuẩn trong mô hình. Kết quả ước lượng được trình bày trong bảng 5.

Mô hình nghiên cứu giải thích được trong khoảng gần 45% biến động của ROA, ROE, GROWTH từ các biến độc lập trong mô hình. Trong đó kết quả ban đầu chỉ ra rằng mối quan hệ của cấu trúc tài chính và sự phát triển của các DNN&V thể hiện qua các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh và khả năng tăng trưởng trong mẫu nghiên cứu là tiêu cực. Mặc dù kết quả hồi quy OLS này đã giúp nhận diện ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến sự phát triển của các DNN&V. Song mô hình này có một số hạn chế cơ bản vì không tính đến các tác động theo thời gian hay khác biệt mang tính đặc trưng của các quan sát trong mô hình. Bên cạnh đó nguy cơ vi phạm giả định hồi quy cũng là một hạn chế căn bản có thể xảy ra làm cho ước lượng OLS không còn là ước lượng hiệu quả, cũng như các kiểm định về hệ số hồi quy cũng không còn đáng tin cậy. Do đó nghiên cứu tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động

kinh doanh và khả năng tăng trưởng của các DN được thực hiện hồi quy theo dữ liệu mảng (panel data) với lựa chọn mô hình các tác động cố định (FEM) hoặc các tác động ngẫu nhiên (REM) nhằm hạn chế những nguy cơ có thể xảy ra từ phương pháp hồi quy OLS.

Bảng 5. Kết qủa hồi quy OLS về tác động của cấu trúc tài chính tới sự phát triển của DNN&V

		LE	SLE	LEV	SIZE	TANG
ROA	Coef	–0,143	–0,109	–0,152	0,003	–0,007
	Std.Err	0,062	0,007	0,000	0,02	0,003
	t	–13,27	–6,82	–9,32	1,66	-0,69
	P>|t|	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Prob> F R-squarer : 0.4560					
ROE	Coef	–0,734	–0,544	–0,767	–0,003	0,048
	Std.Err	0,057	0,048	0,073	0,066	0,039
	t	–35,06	–12,35	–22,38	–1,00	1,48
	P>|t|	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA

4.2.2. Kết quả hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và các tác động cố định (FEM)

Nghiên cứu thực hiện kiểm định Lagrangian để lựa chọn giữa Pool OLS và REM. Với Chi2(01) = 143,8 ; Prob>chi2=0,000, kết quả ủng hộ mô hình tác động ngẫu nhiên phù hợp hơn Pool OLS. Tiếp đó kiểm định Hausman về sự khác biệt giữa hai mô hình các tác động cố định (FEM) và mô hình các tác động ngẫu nhiên (REM) cho thấy mô hình các tác động cố định phù hợp hơn với dữ liệu nghiên cứu bởi các đặc điểm cố định có sự thay đổi theo thời gian. Với P-value<0,05 chấp nhận H_1. Khi đó các sai số tương quan với các biến độc lập trong mô hình và sử dụng mô hình các tác động cố định sẽ hiệu quả hơn.

Với p-value bằng 0,0356 nhỏ hơn 0,05 như kết quả bảng 6 cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn REM.

Bảng 6. Kiểm định Hausman

Test: Ho: difference in coefficients not systematic
Chi2 (6) = (b-B) ' [(V_b-V_B) ^ (-1)] (b-B) = 13.25
Prob>chi 2 = 0.0356

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA

Mô hình các tác động cố định cũng cho thấy mối quan hệ nhất quán về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả hoạt động kinh doanh và khả năng tăng trưởng của các DN nghiên cứu. Tuy nhiên để có thể kết luận cụ thể về tác động này nghiên cứu tiếp tục thực hiện các kiểm tra cần thiết đối với các giả định hồi quy về hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan một cách chi tiết để đảm bảo ước lượng được thực hiện là không chệnh và hiệu quả trong điều kiện tối ưu nhất có thể trên mẫu nghiên cứu: Đầu tiên, mô hình không vi phạm giả định đa cộng tuyến. Các biến độc

lập trong mô hình không xảy ra hiện tượng có mối quan hệ tương quan với nhau dẫn đến việc làm mất ý nghĩa của các biến trong mô hình hoặc làm cho mô hình không ước lượng được. Kết luận này được hỗ trợ bởi việc kiểm tra sự nhất quán về dấu của hệ số tương quan với dấu của hệ số hồi quy, bên cạnh đó VIF của hàm hồi quy đều nhỏ hơn 5 với trung bình 2.64. Do vậy, có thể kết luận mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến; Thứ hai, để kiểm tra giả thuyết hiện tượng tự tương quan, mô hình thực hiện kiểm định Woolridge test, kết quả cho thấy xuất hiện hiện tượng tự tương quan bậc nhất

Woolridge test for autocorrelation in panel data H0: no first-order autocorrelation F(1, 286)= 4.167 Prob>F = 0.0412

Thứ ba, khi xảy ra vấn đề phương sai sai số thay đổi, ước lượng OLS có được không còn đảm bảo là ước lượng hiệu quả. Đồng thời các kiểm định về hệ sô hồi quy được tính toán trên giả định phương sai sai số không đổi không còn đáng tin cậy. Sử dụng kiểm định Wald (không bác bỏ H0) cho thấy mô hình vi phạm giả định về hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Với kết quả cuối cùng thu nhận từ bảng 7 cho thấy việc gia tăng mức nợ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và khả năng tăng trưởng của các DNN&V. Mối quan hệ này là nhất quán và có ý nghĩa thống kê tại mức 5%. Về mặt ý nghĩa kết quả nghiên cứu cho hấy rằng nếu trung bình hệ số nợ tăng 1% liên quan đến việc ROA sẽ giảm 0,023%; ROE sẽ giảm 0,31% và GROWTH sẽ giảm 0,035%; các tác động tương ứng với các tỷ lệ nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn: như SLE tăng 1% tương ứng với ROA giảm 0,083%; ROE giảm 0,14%; và GROWTH giảm 0,026%; hay LEV tăng 1% tương ứng ROA giảm 0,084%; ROE giảm 0,149% và GROWTH giảm 0,041%. Hệ số tác động không lớn, tuy nhiên với hiệu quả hoạt động được báo cáo không cao của các DNN&V thì có thể thấy được mức độ ảnh hưởng này là đáng kể. Đối với các biến kiểm soát như SIZE có ảnh hưởng thuận chiều và TANG có ảnh hưởng ngược chiều với cả ROA, ROE và GROWTH phù hợp với hầu hết các nghiên cứu được thực hiện với cùng nội dung nghiên cứu. Tổng hợp các kết quả ước lượng các mô hình hồi quy được trình bày tại bảng 8

Kết quả tại bảng 8 và 9, trong cột (1), (2) và (3) của bảng, mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS) cho thấy rằng các biến cấu trúc tài chính có ảnh hưởng ngược chiều đến biến ROA, ROE và ảnh hưởng thuận đến biến GROWTH với mức ý nghĩa 1%. Kết quả của mô hình có thể bị tác động của các nhân tố thuộc đặc thù công ty không quan sát được, không hoặc ít thay đổi theo thời gian. Chính vì vậy, tác giả thực hiện mô hình với việc kiểm soát thêm ảnh hưởng cố định của công ty trong cột (4), (5) và (6) với các biến cấu trúc tài chính và các biến kiểm soát. Kết quả cho thấy hệ số ước lượng của biến tổng nợ, tỷ số nợ dài hạn và tỷ số nợ ngắn hạn vẫn âm, và có ý nghĩa thống kê đối với biến hiệu quả hoạt động kinh doanh và khả năng tăng trưởng.

Bảng 7. Mô hình ước lượng các tác động cố định ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới sự phát triển của các DNN&V

		LE	SLE	LEV	SIZE	TANG
ROA	Coef	–0,023	–0,083	–0,084	0,024	–0,006
	Std.Err	0,034	0,013	0,000	0,013	0,05

		LE	SLE	LEV	SIZE	TANG
	t	–1,02	–2,95	–2,95	–2,65	–0,25
	P>|t|	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Prob> F; R-squarer : Within 24,66					
ROE	Coef	–0,31	–0,14	–0,149	0,016	–0,14
	Std.Err	0,067	0,088	0,042	0,045	0,057
	t	–4,57	–0,22	–2,08	1,02	–3,36
	P>|t|	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Prob> F; R-squarer : Within 30.77					
GRO	Coef	–0,035	–0,026	–0,041	0,005	–0,016
	Std.Err	0,003	0,0041	0,0451	0,003	0,048
	t	–8,23	–4,66	–3,69	4,23	6,17
	P>|t|	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Prob> F; R-squarer : Within 28,89					

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA

Bảng 8. Tổng hợp các mô hình tác động của cấu trúc tài chính tới sự phát triển của các DNN&V

	OLS		
	(1)	(2)	(3)
	ROA	ROE	GRO
LE	-0,143*** (-13,27)	-0,734*** (-35,06)	0,017* (7,73)
SLE	- 0,109*** (-6,82)	-0,544*** (-12,35)	0,013** (6,32)
LEV	-0,152*** (-9,32)	-0,767*** (-22,38)	0,011 (4,78)
SIZE	0,003* (1,66)	-0,003 (-1,00)	0,0085 (5,63)
TANG	-0,007* (-0,69)	-0,048* (1,48)	0,009 (7,71)
const	0,151***	0,872***	0,0062***

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA

Bảng 9. Tổng hợp các mô hình tác động của cấu trúc tài chính tới sự phát triển của các DNN&V

	FEM		
	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROE	GRO
LE	-0,023 *** (-1,02)	-0,231*** (-4,57)	-0,035** (-8,23)
SLE	-0,083*** (-2,95)	-0,014 *** (-0,22)	-0,026** (-4,66)
LEV	-0,084*** (-2,95)	-0,149** * (-2,08)	-0,041** (-3,69)

	FEM		
	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROE	GRO
SIZE	0,024** (2,65)	0,016** (1,02)	0,005** (4,23)
TANG	-0,006 (-0,25)	-0,14 (-3,36)	0,016 (6,17)
const	0,07***	0,355***	0,022***

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA

Trong cột (1), (2) và (3) của bảng, tác giả sử dụng mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS) với các biến cấu trúc tài chính LE, SLE, LEV và các biến kiểm soát. Nhất quán với giả thuyết, các biến cấu trúc tài chính có tác động nghịch đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và tác động thuận đến biến khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Ước lượng hệ số của biến tỷ số nợ là –0.143 (*t*-stat=–13,27) đối với biến ROA, và –0.734 (*t*-stat=–35.06) đối với biến ROE, và 0,017 (*t*-stat=7.73) đối với biến GROWTH. Trong cột (4), (5) và (6) của bảng, tác giả sử dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) với các biến cấu trúc tài chính LE, SLE, LEV và các biến kiểm soát. Kết quả cho thấy hệ số ước lượng của các biến cấu trúc tài chính LE, SLE, LEV vẫn âm và có ý nghĩa thống kê đối với biến ROA, ROE và cả biến GROWTH.

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý

5.1. Kết luận

Dựa vào kết quả của mô hình hồi quy, nghiên cứu tìm thấy sự tác động có ý nghĩa của cấu trúc tài chính tới sự phát triển của các DNN&V. Tất cả kết quả đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%.

Bảng 10. Tổng hợp kết quả

Biến độc lập	Giả thuyết	Biến phụ thuộc			Mức độ phù hợp với kết quả NC
		ROA	ROE	GRO	
LE	+	-	-	-	Sai
SLE	+	-	-	-	Sai
LEV	+	-	-	-	Sai
SIZE	+	+	+	+	Đúng
TAN	-	K	K	K	Sai

Nguồn : Tổng hợp của tác giả

5.2. Các hàm ý chính sách và quản trị

Kết quả nghiên cứu cung cấp một số hàm ý như sau:

- Đối với các nhà hoạch định chính sách: các nhà hoạch định chính sách cần có sự nhìn nhận và đánh giá đúng đắn về cấu trúc tài chính doanh nghiệp, qua đó các nhà hoạch định mới có thể xây dựng các chính sách phù hợp để khuyến khích các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển.

- Đối với doanh nghiệp cần có sự kết hợp cân đối giữa tỷ số nợ ngắn hạn và tỷ số nợ dài hạn để tránh áp lực thanh toán, đảm bảo khả năng thanh khoản, giảm rủi ro cho doanh

nghiệp, tăng hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính, góp phần nâng cao khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Ngoài ra, doanh nghiệp cần có sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu để đảm bảo mức an toàn cũng như cải thiện khả năng sinh lợi doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Báo cáo tài chính các doanh nghiệp nghiên cứu giai đoạn 2020-2022.

[2] Nguyễn Năng Phúc, *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế quốc dân, 2011.

[3] Nguyễn Văn Công, *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính*, Nhà xuất bản Giáo dục Việt Nam, Hà Nội, 2010.

[4] Abor, J., "The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana", *Journal of Risk Finance*. Vol. 6 No.5, pp.438 – 445, (2005).

[5] Cressy, R, "Are Business Startups Debt- Rationed?" *The Economic Journal,* Vol. 106, No. 438, pp. 1253-1270, (1996).

[6] Jensen, M.C. and Meckling, W.H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, 1976,V.3,No.4, pp. 305-360, (1976).

[7] Mc Guigan, J. R., Kretlow W. J. and Moyer C. R., *Contemporary Corporate Finance (11th Ed.)*. South Western Cengage Learning, (2009).

[8] Modigliani, F. and Miller, M, "Corporate income taxes and the cost of capital: A Correction American"*, Economic Review*, Vol. 53, pp. 443-453, (1963).

[9] Seikh, N. and Wang, Z., "The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan", *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 23 Issue: 4, pp.354-368, (2013).

[10] Robb a, Robinson D.T, "The Capital Structure Decisions of New Firms". *The Review of Financial Studies*, Volume 27, Issue 1, pp. 153-179, (2010).

[11] Ross, S.A., W., Westerfield and Bradford, D. J., *Undamentals of Corporate Finance*, McGrawHill-Irwin, (2003).

[12] Tran Đinh Khoi Nguyen and Ramachandran, "Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam", *ASEAN Economic Bulletin*, Volume 23, Number 2, August 2006, pp. 192-211, (2006).

Thông tin liên hệ: **Đường Thị Thanh Hải**

Điện thoại: 0916680586 - Email: dtthai@uneti.edu.vn

Khoa Tài chính ngân hàng và Bảo hiểm, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp.

-
-