



Working Paper 2023.1.3.11
- Vol 1, No 3

TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẢY TÀI CHÍNH TỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH DỊCH VỤ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Thủy¹

Sinh viên K57 Kế toán kiểm toán – Khoa Kế toán kiểm toán

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Lê Trà My

Giảng viên khoa Kế toán kiểm toán

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt

Mục tiêu của nghiên cứu là xác định được mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động kinh doanh và đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp ngành dịch vụ niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu được sử dụng là dữ liệu thứ cấp thu thập từ báo cáo tài chính đã qua kiểm toán của 76 doanh nghiệp điển hình trong ngành dịch vụ niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2018-2021. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động có mối quan hệ mật thiết với nhau, cụ thể chúng có tác động thuận chiều thông qua chỉ số cơ hội tăng trưởng, bên cạnh đó nếu dựa trên chỉ số nợ ngắn hạn và đòn bẩy tài chính thì lại thể hiện mối quan hệ ngược chiều, ngoài ra nếu dựa trên chỉ số tài sản hữu hình và quy mô công ty thì không nhận ra sự ảnh hưởng tác động qua lại giữa chúng. Dựa trên kết quả thu được, một số khuyến nghị về việc sử dụng đòn bẩy tài chính được đề xuất nhằm góp phần cung cấp thêm thông tin giúp các nhà đầu tư, các nhà quản lý có cái nhìn tổng quát, dự đoán về mức độ tác động của các chỉ số đòn bẩy tài chính bên trong doanh nghiệp đến chỉ số lợi nhuận, hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Từ khóa: đòn bẩy tài chính, hiệu quả hoạt động, ngành dịch vụ, công ty niêm yết

THE EFFECT OF FINANCIAL LEVERAGE ON OPERATIONAL PERFORMANCE OF VIETNAMESE SERVICE LISTED FIRMS

Abstract

The main objective of this research is to determine the relationship between business performance and the financial leverage of service enterprises listed on the Vietnam stock exchange. The research data used is secondary data collected from the audited financial statements of 76 typical enterprises

¹ Tác giả liên hệ, Email: K57.1818810079@ftu.edu.vn

in the service industry listed on the Vietnam Stock Exchange in the period 2018-2021. Research results have shown that there is a close relationship between financial leverage and operational efficiency, specifically, they have a positive effect through the growth opportunity index, besides, if based on the The number of short-term debt and financial leverage show a negative relationship, in addition, if based on the tangible asset index and the size of the company, the interplay between them is not recognized. Based on the obtained results, a number of recommendations on the use of financial leverage are proposed to contribute to providing more information to help investors and managers have an overview and predict the level of financial leverage. The impact of the financial leverage indicators inside the business on the profit index, business performance.

Keywords: financial leverage, business performance, the service industry, listed companies

1. Tính cấp thiết của đề tài

Tối đa hóa giá trị doanh nghiệp được coi là mục tiêu quan trọng được các nhà quản trị và chủ đầu tư quan tâm nhất. Vì thế, việc chủ động nghiên cứu và quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính một cách phù hợp, hiệu quả nhất cho doanh nghiệp nhằm tận dụng tối đa các nguồn vốn, từ đó nâng cao giá trị doanh nghiệp càng trở nên cấp thiết. Với nhóm ngành dịch vụ, một ngành đặc biệt trong nền kinh tế - ngành mang lại lợi ích và giá trị thặng dư vô cùng lớn cho nền kinh tế. Các doanh nghiệp ngành này đã phần cần một lượng vốn lớn vì đầu tư cơ sở hạ tầng ban đầu và mở rộng quy mô, nếu doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vốn ít thì khó nâng cao trình độ khoa học công nghệ, chất lượng dịch vụ, tạo ấn tượng với khách hàng. Do đó các doanh nghiệp có xu hướng tăng vay nợ để tận dụng lợi thế của “Lá chắn thuế” - khoản tiền lãi vay phải trả được coi là khoản chi phí hợp lý và được tính trừ vào thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp, giúp khoản thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp cho ngân sách nhà nước ít đi, làm gia tăng lợi nhuận. Tuy nhiên việc vay nợ không phải lúc nào cũng mang đến hiệu quả tích cực cho doanh nghiệp, các doanh nghiệp cần xây dựng, xác định, lựa chọn phù hợp cấu trúc vốn hiệu quả nhất. Do vậy, tác giả lựa chọn đề tài: “*Tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dịch vụ niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam*” làm đề tài nghiên cứu.

2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

Từ giữa thế kỷ 19, những nghiên cứu đầu tiên về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã hình thành và xuất hiện. Xuyên suốt hơn 60 năm, qua hàng trăm bài nghiên cứu cả về thực tế, lý luận và trải nghiệm, đã chứng minh được mối quan hệ hiệu quả hoạt động và giữa đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, sự khác biệt giữa các thể chế xã hội, môi trường kinh tế cũng như quy mô công ty, quy tắc hoạt động và đặc điểm ngành khiến cho kết quả nhận được ở mỗi bài nghiên cứu đều khác nhau.

2.1. Các nghiên cứu chỉ ra đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động

Theo kết quả nghiên cứu chứng minh về sự khác biệt của quy mô tác động lớn đến mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và đòn bẩy (Zeitun and Tian, 2007). Theo đó, họ chỉ ra rằng với việc áp dụng kiểm nghiệm khuôn mẫu và thiếu biện chứng, các tài liệu đi trước thường đi đến kết luận đòn bẩy ảnh hưởng tiêu cực tới lợi ích doanh nghiệp. Doanh nghiệp lớn hoạt động tích cực hơn trong sử dụng nợ vay trong khi đó doanh nghiệp nhỏ dè dặt và sử dụng gọi vốn nhiều hơn (San và Heng, 2011). Vào năm 2017, TS. Bùi Đan Thanh đã nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn và vốn lưu động đến hoạt động tài chính của 1.032 doanh nghiệp vừa và nhỏ trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh giai

đoạn 2006-2014. Kết quả của phương pháp hồi quy GMM với các biến công cụ thích hợp cho thấy việc sử dụng nợ ngắn hạn trong cơ cấu vốn có ảnh hưởng làm tăng hiệu quả hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

2.2. Các nghiên cứu chỉ ra đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động

Năm 1986, Kester công bố nghiên cứu trong đó phát hiện mối quan hệ ngược chiều giữa hiệu quả và đòn bẩy (lợi nhuận) của các công ty Mỹ và Nhật Bản. Kết luận tương tự cũng được tìm thấy trong báo cáo của Titman và Wessels (1988) áp dụng trên doanh nghiệp Mỹ; Rajan và Zingales (1995) áp dụng trên khối liên kết G-7; Wald (1999) tại các nước phát triển. Haung và Song (2006) tại các doanh nghiệp Trung Quốc. Năm 2019, nghiên cứu của Nguyễn Thúy Anh và Trần Thị Phương Thảo nghiên cứu trong gia đoạn 2011-2017 với 446 doanh nghiệp phi tài chính, ghi nhận về “Ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam phi tài chính niêm yết dựa trên học thuyết chi phí đại diện”. Nhằm tìm đáp án cho câu hỏi “Liệu doanh nghiệp sẽ hoạt động hiệu quả hơn hay không với mức sử dụng đòn bẩy lớn”, đề tài áp dụng 2 đơn vị đo lường hiệu quả là ROE và Tobin’s Q. Mô hình tác động cố định được lựa chọn để chứng minh cho mối quan hệ ngược chiều U-shaped giữa hiệu quả hoạt động và đòn bẩy tài chính, để rồi từ đó khuyến nghị một cấu trúc vốn tối ưu hơn cho các doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam.

2.3. Các nghiên cứu chỉ ra đòn bẩy tài chính không tác động tới hiệu quả hoạt động

Một trong những nghiên cứu đầu tiên và quan trọng nhất về mối tương quan giữa lợi nhuận và đòn bẩy tài chính được thực hiện bởi Modigliani & Miller (1958). Đề tài áp dụng giả định thị trường kinh tế hoàn hảo. Theo đó, những hạn chế như nhà đầu tư có cùng mong đợi, miễn chi phí giao dịch, miễn thuế ... được sử dụng để tránh ảnh hưởng đến giá trị đo lường của các biến. Kết luận được đưa ra cho rằng: đòn bẩy tài chính không thực sự có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của doanh nghiệp, giá trị thực sự được quyết định bằng tổng tài sản mà doanh nghiệp đang nắm giữ. Bài nghiên cứu của Hovakimian và Tehranian (2004) cũng cho kết quả tương tự.

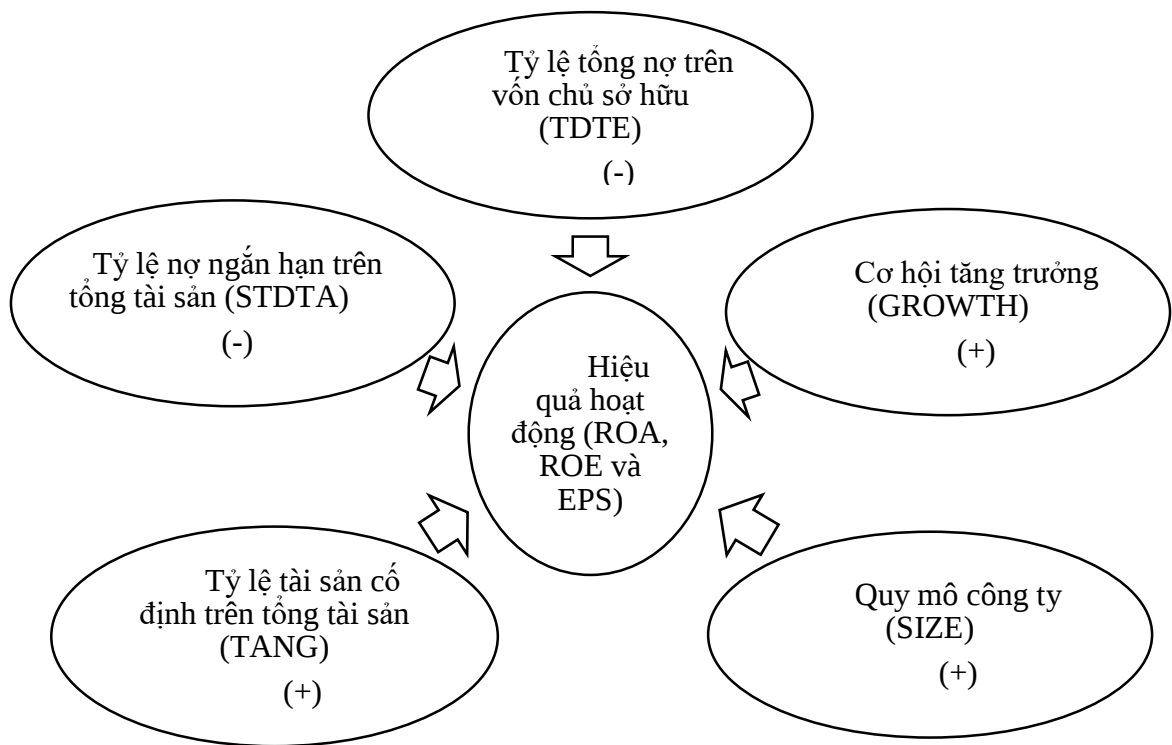
2.4. Khoảng trống nghiên cứu

Từ các nghiên cứu nêu trên, có thể thấy rằng, đã tồn tại rất nhiều nghiên cứu liên quan đến hiệu quả hoạt động và đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp tại Việt Nam cũng như trên toàn thế giới, song các nghiên cứu ấy đều tồn tại những khoảng trống nhất định. Bởi các nghiên cứu được thực hiện trên nhiều giai đoạn và loại hình khác nhau và cho ra kết quả chưa đồng nhất. Bằng chứng thực nghiệm chỉ ra, sự khác biệt về thể chế kinh tế, chính trị xã hội ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả hoạt động thông qua chính sách tài chính của doanh nghiệp. Hơn nữa, các nghiên cứu trước đây đều thiếu tính cập nhật khi số liệu gần nhất được ghi nhận tại năm 2019. Với những lý do trên, việc lựa chọn đề tài nghiên cứu “Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành dịch vụ niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2018-2021” có tính độc lập, không bị trùng lặp với bất kỳ công trình nghiên cứu nào.

3. Giả thiết và mô hình nghiên cứu

3.1. Đề xuất giả thiết nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, chỉ tiêu ROA và ROE được lựa chọn đại diện cho nhóm chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động tài chính là nhóm chỉ tiêu thứ nhất. Nhóm chỉ tiêu thứ hai là chỉ tiêu EPS đại diện cho nhóm chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động thị trường.



Hình 3-1. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Bảng 3.1 thể hiện các nhân tố tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, quy mô công ty, cơ hội tăng trưởng và tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp dựa trên sự tác động lên các chỉ số tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ ROE, tỷ suất sinh lời trên tài sản ROA và Chỉ số EPS thu nhập trên mỗi cổ phiếu.

Dựa trên cơ sở lý thuyết đã phân tích, tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

- Giả thuyết H1: Đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
- Giả thuyết H2: Nợ ngắn hạn có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.
- Giả thuyết H3: Các cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng cùng chiều với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.
- Giả thuyết H4: Quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.
- Giả thuyết H5: Tài sản hữu hình có ảnh hưởng cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3.2. Mô tả các biến trong mô hình

3.2.1. Các biến phụ thuộc

- Biến phụ thuộc ROE (Return on Equity) hay lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là chỉ số đo lường mức độ sử dụng hiệu quả vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp. Trên Báo cáo Bảng cân đối kế toán,

chỉ tiêu vốn chủ sở hữu bình quân và báo cáo kết quả kinh doanh, giá trị ROE thể hiện chỉ tiêu về lợi nhuận.

- Biến phụ thuộc ROA (Return on Assets) – gọi là tỷ số lợi nhuận trên tài sản, là một chỉ số thể hiện tương quan giữa mức sinh lợi của một công ty so với chính tài sản của nó. ROA sẽ cho ta biết hiệu quả của công ty trong việc sử dụng tài sản để kiếm lời.

- Biến phụ thuộc EPS - Thu nhập trên mỗi cổ phiếu là phần lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu thường của các cổ đông, sau khi đã trừ đi cổ tức ưu đãi. Chỉ số EPS được các nhà phân tích sử dụng như một chỉ báo về khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

3.2.2. *Biến độc lập*

Tổng cộng 5 biến độc lập xuất hiện trong bài khóa luận. Chúng được chia thành 2 nhóm biến: nhóm biến đại diện (TDTE và STDТА) và nhóm biến kiểm soát (TANG, GROWTH và SIZE).

- Tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu (TDTE – Total Debt/Total Equity)

- Tỷ lệ tổng nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STDТА – Short term Debt/Total Assets)

- Tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản (TANG)

- Cơ hội tăng trưởng (GROWTH) được xác định bằng doanh thu năm t trừ đi doanh thu năm $(t-1)$ sau đó chia cho doanh thu năm t .

- Quy mô công ty (SIZE) thường được xem xét bằng 2 cách: tổng tài sản hoặc tổng doanh thu. Tuy nhiên trong mô hình, bởi vì giá trị của tổng doanh thu và tổng tài sản quá lớn so với các biến còn lại, tác giả sử dụng log của tổng tài sản để thay thế nhằm giảm giá trị biến số cũng như vẫn giữ vững giá trị ý nghĩa của biến số.

3.3. *Mô hình nghiên cứu*

Để làm rõ tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dịch niêm yết Việt Nam giai đoạn 2018-2021, bài khóa luận lựa chọn phương pháp hồi quy dữ liệu bảng làm căn cứ ước lượng. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy trong mô hình các biến độc lập được lựa chọn đều có ảnh hưởng đến một hay nhiều chỉ số hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Sử dụng ROE, ROA và EPS làm đại diện chỉ tiêu đo lường cho biến phụ thuộc, mô hình xét đến ảnh hưởng của đòn bẩy tới cả hiệu quả hoạt động bên trong và hiệu quả hoạt động thị trường của doanh nghiệp. Mô hình sử dụng có dạng:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTE_{it} + \beta_2 STDТА_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTE_{it} + \beta_2 STDТА_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTE_{it} + \beta_2 STDТА_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

ROE_{it} là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của công ty i tại năm t .

ROA_{it} là tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty i tại năm t .

EPS_{it} là thu nhập trên một cổ phiếu của công ty i tại năm t .

$TDTE_{it}$ là tỷ lệ tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu của công ty i tại năm t .

$STD\text{TA}_{it}$ là tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản của công ty i tại năm t .

$TANG_{it}$ là tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của công ty i tại năm t .

$GROWTH_{it}$ là tỷ lệ doanh thu kỳ này trừ doanh thu kỳ trước trên doanh thu kỳ trước của công ty i tại năm t .

$SIZE_{it}$ là Log của tổng tài sản của công ty i tại năm t

4. Phân tích dữ liệu và kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả ước lượng mô hình

Nhằm lựa chọn ra mô hình phù hợp nhất, 3 phương pháp hồi quy khác nhau được áp dụng cho bài nghiên cứu, đó chính là: mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM), mô hình hồi quy gộp (POOLED OLS) và mô hình hồi quy tác động cố định (FEM). Kết quả thu được qua phần mềm Stata 15 như sau:

Bảng 4.1. Kết quả hồi quy ROA

Tên biến	Tên chỉ số	Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS)	Mô hình tác động cố định (FEM)	Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM)
TDTE	Hệ số hồi quy	-0,0052	-0,0024	-0,0052
	P-value	0,194	0,572	0,194
	Sai số chuẩn	0,0040	0,0042	0,0040
STD\text{TA}	Hệ số hồi quy	-0,0551	-0,1023	-0,0551
	P-value	0,062	0,023	0,062
	Sai số chuẩn	0,0295	-0,0445	0,0295
TANG	Hệ số hồi quy	0,0042	-0,0038	0,0042
	P-value	0,051	0,233	0,051
	Sai số chuẩn	0,0022	0,0032	0,0022
GROWTH	Hệ số hồi quy	0,0314	0,0279	0,0314
	P-value	0,000	0,000	0,000
	Sai số chuẩn	0,0048	0,0049	0,0048
SIZE	Hệ số hồi quy	0,0008	0,0014	0,0008
	P-value	0,839	0,884	0,839
	Sai số chuẩn	0,0040	0,0093	0,0040
Cons	Hệ số hồi quy	0,0602	0,0643	0,0603
	P-value	0,435	0,718	0,435

Sai số chuẩn	0,0773	0,1779	0,0773
Số quan sát	304	304	304
Hệ số xác định (R^2)	13,68%	16,36%	13,68%
Prob > chi2	0.0000	0,0000	0,0000

Nguồn: Tác giả phân tích số liệu Stata 15

Bảng 4.2. Kết quả hồi quy ROE

Tên biến	Tên chỉ số	Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS)	Mô hình tác động cố định (FEM)	Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM)
TDTE	Hệ số hồi quy	0,0881	0,0997	0,0881
	P-value	0,000	0,000	0,000
	Sai số chuẩn	0,0074	0,0078	0,0074
STDTA	Hệ số hồi quy	-0,2431	-0,3710417	-0,2431
	P-value	0,000	0,000	0,000
	Sai số chuẩn	0,0523	0,0840	0,0523
TANG	Hệ số hồi quy	0,0059	-0,0036	0,0059
	P-value	0,127	0,555	0,127
	Sai số chuẩn	0,0038	0,0061	0,0038
GROWTH	Hệ số hồi quy	0,0521	0,0462	0,0521
	P-value	0,000	0,000	0,000
	Sai số chuẩn	0,0089	0,0092	0,0089
SIZE	Hệ số hồi quy	-0,0048	-0,0211	-0,0048
	P-value	0,487	0,23	0,487
	Sai số chuẩn	0,1330	0,0175	0,1330
Cons	Hệ số hồi quy	0,1821	0,5250	0,1821
	P-value	0,171	0,119	0,171
	Sai số chuẩn	0,1330	0,3355	0,1330
Số quan sát		304	304	304

Hệ số xác định (R^2)	44,81%	46,4%	44,81%
Prob > chi2	0,0000	0,0000	0,0000

Nguồn: Tác giả phân tích số liệu Stata 15

Bảng 4.3. Kết quả hồi quy EPS

Tên biến	Tên chỉ số	Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS)	Mô hình tác động cố định (FEM)	Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM)
TDTE	Hệ số hồi quy	-107,8308	-67,6595	-107,8308
	P-value	0,184	0,424	0,184
	Sai số chuẩn	81,253	84,4184	81,2530
STDTA	Hệ số hồi quy	-6,5217	-2040,188	-6,5217
	P-value	0,992	0,025	0,992
	Sai số chuẩn	616,9359	902,9219	616,9359
TANG	Hệ số hồi quy	48,1177	-92,3003	48,1177
	P-value	0,288	0,158	0,288
	Sai số chuẩn	45,3062	65,0972	45,3062
GROWTH	Hệ số hồi quy	546,7443	493,2329	546,7443
	P-value	0,000	0,000	0,000
	Sai số chuẩn	97,1820	99,0865	97,1820
SIZE	Hệ số hồi quy	158,6808	112,3688	158,6808
	P-value	0,063	0,552	0,063
	Sai số chuẩn	85,2453	188,4659	85,2453
Cons	Hệ số hồi quy	-1552,048	-88,65231	-1552,048
	P-value	0,343	0,98	0,343
	Sai số chuẩn	1635,716	360,678	1635,716
Số quan sát		304	304	304
Hệ số xác định (R^2)		10,52%	14,22%	10,52%
Prob > chi2		0,0000	0,000	0,0000

Nguồn: Tác giả phân tích số liệu Stata 15

Dựa vào thông tin trong bảng 4.1, 4.2 và 4.3, ta có thể nhận thấy sự khác biệt của các giá trị hệ số hồi quy, P-value và độ lệch chuẩn giữa các phương pháp hồi quy khác nhau.

Câu hỏi được thắc mắc lúc này chính là “Liệu mô hình phù hợp nhất với bài nghiên cứu và mẫu quan sát mà tác giả đang sử dụng sẽ là mô hình nào?”. Nhằm giải đáp cho câu hỏi này, kiểm định Hausman được thực hiện và áp dụng.

4.2. Lựa chọn mô hình

Đầu tiên, bài khóa luận xác định mô hình hồi quy thích hợp bằng cách chạy kiểm định Hausman. Với giả thiết như sau:

H1: Mô hình REM và mô hình OLS phù hợp.

H2: Mô hình FEM phù hợp.

Với giá trị P-value của 3 biến đều có giá trị thấp hơn 0,05. Từ đó, ta có thể xác định mô hình phù hợp là FEM – Mô hình tác động cố định, tức chấp nhận giả thuyết H2 và bác bỏ giả thuyết H1.

4.3. Kiểm định khuyết tật của mô hình

4.3.1. Xác định phương sai sai số thay đổi

Kiểm định Wald được thực hiện để xác định và đánh giá phương sai sai số thay đổi của mô hình FEM. Kết quả kiểm định Wald cho ra Prob > chi2 có giá trị thấp hơn mức ý nghĩa thống kê với P-value = 0,000. Giá trị này bé hơn giá trị ý nghĩa 5%. Từ đây, ta có thể đưa ra kết luận mô hình FEM áp dụng trong bài có phương sai sai số thay đổi.

Nhằm hướng tới kết quả chính xác hơn, tác giả áp dụng mô hình sai số chuẩn mạnh (Robust Standard Errors) cho toàn bài để khắc phục khuyết tật phương sai sai số thay đổi.

4.3.2. Kiểm định tự tương quan

Nhằm kiểm định sự tự tương quan của mô hình, kiểm định Wooldridge được lựa chọn thực hiện trong bài nghiên cứu. Kết quả kiểm định Wooldridge của từng biến phụ thuộc ROA, ROE và EPS cho giá trị P-value rất khác nhau. Riêng chỉ có P-value của biến phụ thuộc EPS là lớn hơn 5%, còn P-value của hai biến còn lại đều nhỏ hơn 5%. Từ đó có thể kết luận được mô hình có hiện tượng sự tự tương quan tồn tại.

Do đó nhằm đạt được kết quả hồi quy chính xác và đáng tin cậy hơn, để khắc phục khuyết tật sự tự tương quan, tác giả áp dụng mô hình bình phương nhỏ nhất tổng quát khả thi (Feasible Generalized Least Squares estimators – FGLS).

4.3.3. Kiểm định đa cộng tuyến

Kiểm định Collinearity Diagnostics được sử dụng nhằm kiểm định khuyết tật đa cộng tuyến trong mô hình bài nghiên cứu. Dựa trên kết quả phân tích số liệu Stata 15 cho thấy khuyết tật đa cộng tuyến không xảy ra ở cả 3 mô hình ROA, ROE và EPS. Bởi kết quả kiểm định Collin cho thấy các giá trị VIF của biến độc lập đều nhỏ hơn 2 và lớn hơn 1. Các chỉ số này đều bé hơn 10 rất nhiều. Hơn nữa, giá trị trung bình của VIF đang nằm ở mức thấp.

4.4. Thảo luận kết quả

Sau khi thực hiện các phân tích, kiểm định các mô hình hồi quy FEM, POOLED OLS, REM bằng các phương pháp sai số chuẩn mạnh Robust và phương pháp FGLS, mô hình nghiên cứu được đúc rút ra là:

$$ROA_{it} = 0,0643 - 0,1023STDTA_{it} + 0,0279GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = 0,525 + 0,0997TDTE_{it} - 0,371STDTA_{it} + 0,0462GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$EPS_{it} = -88,6523 - 2040,188STDTA_{it} + 493,2329GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bảng 4.4. tổng hợp kết quả nghiên cứu

STT	Biến	Giả thuyết nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu	Các nghiên cứu trước đây
1	Đòn bẩy tài chính (TDTE)	(-)	(-)	Anh & Thao (2019), San & Heng (2011), Abor (2005)
2	Nợ ngắn hạn (STDTA)	(-)	(-)	Haung & Song (2006), Seadi & Mahmoodi (2011)
3	Cơ hội tăng trưởng (GROWTH)	(+)	(+)	Thanh (2017), Zeitun & Tian (2015)
4	Quy mô công ty (SIZE)	(+)	0	Hovakimian (2004), Khan (2012)
5	Tài sản hữu hình (TANG)	(+)	0	Ferati (2012), Derayat (2012)

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Trong đó:

(-) Tác động ngược chiều; (+) Tác động cùng chiều; 0 Không tác động

Giả thuyết H1: Đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Từ 3 mô hình được nêu trên, kết quả nhận được thể hiện tác động có ý nghĩa thống kê của biến TDTE là ảnh hưởng thuận chiều đến biến ROE. Có thể thấy trong mô hình, khi so sánh với các biến độc lập khác, TDTE mang trị số hệ số hồi quy cao (0,0997). Điều này đồng nghĩa rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có tác động lớn đối với ROE so với các biến còn lại. Khi tỷ lệ vay vốn cao thể hiện doanh nghiệp đang sử dụng hiệu quả nguồn lực tài chính từ bên ngoài, chi phí lãi vay sẽ tạo ra một khoản giảm trừ thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp, tức làm giảm tổng số tiền thuế phải nộp của

doanh nghiệp tạo ra lá chắn thuế cho doanh nghiệp. Trong trường hợp này, phần lợi ích nhận được từ thuế khấu trừ thừa khả năng bù đắp cho phần thâm hụt và rủi ro mà công ty phải đối mặt.

Giả thuyết H2: Nợ ngắn hạn có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Theo kết quả nhận được sau khi phân tích mô hình, hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản STDTA có tác động ngược chiều đến ROA, ROE và EPS. Có thể thấy, STDTA mang trị số hệ số hồi quy cao nhất (0,1023 và 2040,188) so với các biến độc lập khác trong mô hình. Điều này đồng nghĩa rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có tác động lớn nhất đối với ROA, ROE và EPS. Các doanh nghiệp dịch vụ niêm yết trên sàn chứng khoán đã lựa chọn nợ ngắn hạn làm yếu tố tiên quyết để đầu tư cho sản xuất kinh doanh. Các công ty chấp nhận rủi ro khi vay vốn trong điều kiện khả năng sinh lời hấp dẫn và cơ hội tăng trưởng phát triển của thị trường.

Giả thuyết H3: Các cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng thuận chiều tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Dựa vào thông tin nhận được sau quá trình phân tích hồi quy, xác định được GROWTH có mối tương quan chặt chẽ với cả 3 biến thể hiện hiệu quả hoạt động EPS, ROE và ROA. Với ảnh hưởng của cơ hội tăng trưởng tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là không thể bác bỏ, tại mức ý nghĩa thống kê là 5%. Tương ứng với ROA, ROE và EPS, GROWTH mang hệ số hồi quy lần lượt 0,0279, 0,0462, 493,2329. Theo đó, ta có thể kết luận giữa hiệu suất hoạt động và cơ hội tăng trưởng có mối quan hệ thuận chiều. Khi tỷ suất tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp tăng cao, doanh nghiệp cũng được kỳ vọng trong việc gia tăng lợi nhuận (yếu tố tiên quyết cấu thành chỉ tiêu ROA, ROE và EPS).

Giả thuyết H4: Quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều với hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Với giá trị P-value > 0,1 là kết quả nhận được từ ước lượng mô hình, giá trị này cho thấy biến độc lập SIZE không mang ý nghĩa thống kê đến tất cả 3 biến phụ thuộc. Lý giải cho kết quả này, trong giai đoạn 2018-2021 các doanh nghiệp phải chịu ảnh hưởng nặng nề của đại dịch Covid (Covid xuất hiện từ năm 2019, đến nay mới bắt đầu xuất hiện những chuyển biến tốt cho nền kinh tế). Có một số doanh nghiệp ngành dịch vụ phải đối mặt với nhiều sự rủi ro hơn trong vận hành duy trì và phát triển công ty: các áp lực về thuế, về chi phí nhân lực, chi phí khấu hao, ...; Trong giai đoạn này cũng có một số doanh nghiệp ngành dịch vụ lại có cơ hội phát triển, ví dụ như các doanh nghiệp sản xuất về mặt hàng tiêu dùng, thực phẩm thiết yếu,... đặc biệt là ngành dược phẩm và các thiết bị y tế.

Giả thuyết H5: Tài sản hữu hình ảnh hưởng cùng chiều với hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Sau khi thực hiện phân tích mô hình theo phương pháp FGLS, kết quả sau nhận được thể hiện biến TANG có xuất hiện hiện tượng tương quan chuỗi hay còn có thể hiểu là sự tự tương quan. Do đó để tính đáng tin cậy của mô hình được đảm bảo thì biến TANG nên bị loại ra khỏi mô hình. Tại thị trường kinh tế thiếu ổn định và đang trong quá trình phát triển, tính thanh khoản là một trong những yếu tố then chốt ảnh hưởng đến sự ổn định và phát triển của doanh nghiệp. Doanh nghiệp với tỷ lệ tài sản cố định năm giữ càng lớn sẽ càng phải đối mặt với nhiều rủi ro cũng như khó khăn tiềm ẩn về quản trị tài chính và vay vốn. Tài sản cố định càng nhiều, tính thanh khoản của tài sản

càng thấp, khả năng thua lỗ do không kịp xoay vòng vốn và chi trả chi phí lãi vay càng cao. Từ đó, làm cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp giảm xuống.

5. Khuyến nghị

5.1. Thực hiện chính sách ưu tiên nguồn vốn nội bộ và tài trợ linh hoạt.

Trong tình hình nền kinh tế hiện nay của Việt Nam, các quy định của nhà nước giữ vai trò rất quan trọng đối với huy động vốn và sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Do vậy, sự linh hoạt trong chính sách cơ cấu vốn là rất cần thiết đối với mọi doanh nghiệp, nhằm mục đích hạn chế chi phí và tối đa hóa lợi nhuận, tận dụng phù hợp các nguồn tài trợ. Để tận dụng lợi thế đòn bẩy tài chính một cách phù hợp hiệu quả nhất thì các doanh nghiệp nên dựa trên cơ sở là hệ số nợ tối ưu. Tuy nhiên do ảnh hưởng của đại dịch covid19 làm cho nền kinh tế bị khủng hoảng nặng nề, các doanh nghiệp kinh doanh khó khăn dẫn đến bài toán khó về huy động vốn từ các nhà đầu tư bên ngoài doanh nghiệp. Vì vậy, một việc hết sức cần thiết lúc này đó là thực hiện chính sách tài trợ linh hoạt, để điều chỉnh dần hệ số nợ trong dài hạn các nhà quản trị nên ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ.

Việc sử dụng nguồn vốn nội tại giúp doanh nghiệp nắm bắt kịp thời các cơ hội trong kinh doanh, chủ động về nhu cầu vốn. Sử dụng nguồn vốn nội bộ cho phép các doanh nghiệp chủ động hơn về vốn trong việc nắm bắt các cơ hội đầu tư tăng trưởng. Nguồn vốn nội bộ còn là nguồn tài trợ chủ yếu cho các dự án có mức độ rủi ro cao như: tìm kiếm thị trường mới, phát triển sản phẩm mới... Không chỉ vậy, nó còn đem lại hiệu quả tiết kiệm khi vừa tiết kiệm thời gian và nhiều chi phí huy động vốn do không phát sinh các khoản phí lãi vay, phí bảo lãnh phát hành chứng khoán...

5.2. Tỷ lệ và hình thức chi trả cổ tức nên được áp dụng một cách linh hoạt phù hợp.

Các doanh nghiệp thường sử dụng chính sách chi trả cổ tức như một công cụ để điều chỉnh cấu trúc vốn từ đó giảm áp lực nợ đồng thời làm hạn chế sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong trường hợp gặp khó khăn khi huy động vốn từ thị trường tài chính, tổ chức tín dụng, các ngân hàng, ... Các doanh nghiệp nên dựa vào cơ hội đầu tư và tình hình kinh doanh của mình để đưa ra hình thức chi trả cổ tức với tỷ lệ hợp lý và thỏa đáng nhất. Nhờ vậy, có thêm nguồn vốn đầu tư, ổn định sản xuất - kinh doanh. Ảnh hưởng của chính sách cổ tức tới việc điều chỉnh cơ cấu vốn tương đối chậm và cần một chiến lược dài hạn.

- Xây dựng một tỷ lệ mục tiêu chi trả cổ tức: Doanh nghiệp có thể thiết lập một mục tiêu chi trả cổ tức để duy trì một chính sách cổ tức ổn định hàng năm, căn cứ vào kế hoạch phát triển, nhu cầu về vốn sau này căn cứ theo tình hình kinh tế.

- Thực hiện chi trả cổ tức định kỳ mức thấp cùng với khoản bổ sung nếu có: Chính sách này giúp doanh nghiệp duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định nằm trong tầm kiểm soát.

- Vận dụng linh hoạt chính sách tài trợ và đầu tư kết hợp với chính sách cổ tức: Tùy vào tình hình biến động của nền kinh tế, chính sách tài trợ đầu tư và chính sách cổ tức phải kết hợp hài hòa với nhau để đảm bảo cơ cấu vốn mục tiêu đề ra.

5.3. Chủ động xác định nguyên tắc sử dụng đòn bẩy tối ưu

Về mặt khái niệm, “cơ cấu vốn tối ưu được hiểu là một tỷ lệ nợ nhất định của doanh nghiệp mà tại đó giá trị doanh nghiệp được tối đa hóa. Có thể hiểu, tại tỷ lệ nợ đó hay chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp là thấp nhất, tỷ lệ đòn bẩy tài chính tối ưu, đem lại các lợi ích về mặt giá trị cao nhất

cho doanh nghiệp” [Nguyễn Thu Thủy, 2011]. Để xác định một cơ cấu vốn hợp lý, doanh nghiệp cần quyết định dựa trên nhiều nhân tố ảnh hưởng, mà tác động của chúng có thể tiêu cực hoặc tích cực. Tùy thuộc vào các tác động này, cái nào có ảnh hưởng mạnh hơn, sẽ làm doanh nghiệp điều chỉnh cơ cấu vốn theo hướng đó.

Nguyên tắc cơ bản để xây dựng hệ số đòn bẩy tối ưu đó là phải dựa vào các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Một số phương pháp hoạch định hệ số đòn bẩy tối ưu:

Một là: Dựa trên hệ số đòn bẩy tối ưu của các doanh nghiệp đầu ngành. Xây dựng hệ số đòn bẩy tối ưu dựa trên khai thác số liệu đòn bẩy trung bình của các doanh nghiệp đầu ngành là một ý tưởng đúng đắn.

Hai là: Xây dựng đường biên chi phí sử dụng vốn tổng hợp. Đường biên chi phí sử dụng vốn minh họa mức chi phí sử dụng vốn bình quân của toàn bộ các dự án doanh nghiệp đầu tư bằng vốn chủ sở hữu và vay nợ.

Để ước tính hệ số đòn bẩy của doanh nghiệp cần xem xét giá trị của hệ số thanh khoản nợ tại các giả định cơ cấu vốn khác nhau. Từ đó, xếp doanh nghiệp đang phân tích theo xếp hạng chứng nhận giả định (AAA, BBB, CCC, AA, BB, CC, +, - ...) dựa trên các hệ số xếp hạng thể hiện khả năng chi trả đối với các khoản vay nợ của doanh nghiệp. Ví dụ, đối với những doanh nghiệp có mức nợ vay được xếp hạng là AAA, khi họ ước tính chi phí nợ có thể thêm vào tỷ lệ không có rủi ro mức chênh lệch trung bình 0,5%.

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*, Vol. 6, pp. 438-445.

Akeem, E.T., Terrer, E., Kiyanjui, M.W. & Kayode, A.M. (2014), “Effects of capital structure on firms performance: Empirical study of manufacturing companies in Nigeria”, *Journal of finance and investment analysis*, Vol. 3, pp. 39-57.

Awais, M., Iqbal, W., Iqbal, T., & Khursheed, A. (2016), “Impact of capital structure on the firm performance: comprehensive study of karachi stock exchange”, *Science International*, Vol. 28, pp. 501-507.

Bùi, Đ.T. (2017), “Tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa”, *Tạp chí tài chính*.

Guihai, H. and Frank M.S. (2006), “The determinants of capital structure: Evidence from China”, *China Economic Review*, Vol. 17, pp.14-36.

Haq, M.M., Zeitun, R. (2015), “Debt maturity, financial crisis and corporate performance in GCC countries: A dynamic-GMM approach”, *Afro-Asian J. Finance and Accounting*, Vol.5, pp. 231-247.

Nguyễn, T.A. & Trần, T.P.T. (2019), “Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam dựa trên học thuyết đại diện”, *Tạp chí khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội*, số 35, tr.24-33.

Nguyễn, T.T. (2011), *Giáo trình Quản trị tài chính doanh nghiệp*, NXB Lao động, Hà Nội.

San, O.T. & Heng, T.B. (2011), “Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector”, *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 1, pp. 28-36.

Vũ, B.T. (2017), “Tác động của đòn bẩy lên hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết tại Việt Nam”, *Tạp chí Công thương*, số 07, tr.28-36.

Wilbur, G.L. and Dianne, M.R. (1995), “Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buy”, *Silver Anniversary Commemoration*, Vol. 24, pp. 76-87.

Zeitun, R. and Tian, G. (2007), “Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan”, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 1, pp. 40-53.

LỜI CẢM ƠN

Đề tài “Tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dịch vụ niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam” là nội dung em chọn để nghiên cứu và làm khóa luận tốt nghiệp sau bốn năm theo học chuyên ngành Kế toán Kiểm toán tại trường Đại học Ngoại Thương.

Trước hết, tôi xin gửi lời cảm ơn tới toàn bộ các thầy cô khoa Kế toán Kiểm toán của Trường Đại học Ngoại Thương (Cơ sở Hà Nội). Các cô đã dạy dỗ, chỉ bảo tận tình, chu đáo, quan tâm và giúp đỡ tôi rất nhiều trong suốt khoảng thời gian học tập tại Trường Đại học Ngoại Thương và trong khoảng thời gian thực hiện khóa luận tốt nghiệp này để tôi có thể hoàn thành thật tốt khóa luận tốt nghiệp.

Đặc biệt hơn cả, tôi xin gửi lời cảm ơn chân thành nhất và lòng biết ơn sâu sắc nhất tới ThS. Lê Trà My - giảng viên khoa Kế toán Kiểm toán – Trường Đại học Ngoại Thương. Cô đã luôn quan tâm, chỉ bảo hết sức tận tình, cung cấp cho tôi cả về mặt kiến thức chuyên môn và các kỹ năng cần thiết để tôi có thể hoàn thành tốt khóa luận tốt nghiệp này, nếu không có sự giúp đỡ và hướng dẫn tận tình của cô, chắc hẳn khóa luận này khó có thể đạt được kết quả tốt. Cuối cùng, em xin cảm ơn những người thân, bạn bè đã luôn động viên, giúp đỡ em hoàn thành khóa luận tốt nghiệp.

Với sự hạn chế nguồn lực về thời gian, thông tin cũng như sự hạn chế về mặt kiến thức chuyên môn và kỹ năng, khóa luận tốt nghiệp của tôi không thể tránh khỏi những thiếu sót về nội dung và hình thức. Tôi rất mong nhận được những đóng góp và ý kiến của các thầy/cô và các anh/chị đang làm việc trong ngành thuế, kế toán - kiểm toán, tài chính - ngân hàng,... để tôi có thể bổ sung, trau dồi và nâng cao không chỉ kiến thức chuyên môn mà còn các kỹ năng cần thiết nhằm phục vụ tốt hơn cho quá trình công tác sau này.

Tôi xin chân thành cảm ơn!

Hà Nội, tháng 03 năm 2023

Nguyễn Thị Thủy