



# Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

ThS. TRẦN HÙNG SƠN

Khoa Kinh tế - Đại học Quốc gia TpHCM

## Đặt vấn đề

Chủ đề về cơ cấu vốn tối ưu là đề tài của nhiều nghiên cứu. Các nghiên cứu cho rằng, các doanh nghiệp hoạt động có lãi thường sử dụng ít nợ vay hơn các doanh nghiệp có lãi ít hơn. Các nghiên cứu cũng cho thấy các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao cũng có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cao. Chi phí phá sản (đại diện bởi quy mô của doanh nghiệp) cũng tác động đến cơ cấu vốn (Krause và Litzenberger, 1973; Harris và Ravis, 1991). Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó giá trị công ty là lớn nhất, hay nói cách khác là chi phí tài chính là nhỏ nhất và do vậy cũng làm tối đa hóa doanh thu của doanh nghiệp. Nếu cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, thì cơ cấu vốn cũng sẽ tác động đến sức khỏe tài chính cũng như khả năng phá sản của doanh nghiệp. Từ góc độ của chủ nợ thì tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giúp ích cho việc hiểu được chiến lược quản lý rủi ro của ngân hàng và bằng cách nào ngân hàng xác định được khả năng phá sản liên quan đến các doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính. Tóm lại, chủ đề về cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp rất quan trọng đối với các nhà nghiên cứu cũng như những người làm thực tế.

Khái niệm về hiệu quả hoạt động là một chủ đề gây tranh cãi trong tài chính bởi do ý nghĩa rộng lớn của nó. Nghiên cứu về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp xuất phát từ lý thuyết tổ chức và quản trị chiến lược (Murphy, 1996). Hiệu quả hoạt động đo lường trên cả phương diện tài chính và tổ chức. Hiệu quả hoạt động tài chính như tối đa hóa lợi nhuận, tối đa hóa

lợi nhuận trên tài sản, và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu và thị phần, cho một định nghĩa rộng hơn về hiệu quả hoạt động.

Việc đo lường hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty mà mục tiêu này có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động của công ty và sự phát triển của thị trường chứng khoán (TTCK) và thị trường vốn. Ví dụ, nếu TTCK không phát triển cao thì đo lường hiệu quả hoạt động theo thị trường sẽ không cho kết quả tốt. Các biến đại diện cho hiệu quả hoạt động phổ biến là ROA và ROE hay lợi nhuận trên đầu tư ROI. Những đo lường hiệu quả hoạt động theo kế toán này đại diện cho các chỉ số tài chính thu được từ bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập đã được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng (Demsetz và Lahn, 1985; Gorton và Rosen, 1995; Mehran, 1995; Ang, Cole và Line, 2000).

Ngoài ra, còn có các đo lường hiệu quả hoạt động khác được gọi là đo lường hiệu quả hoạt động thị trường, như là giá mỗi cổ phần trên thu nhập mỗi cổ phần (P/E), tỷ số giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVR), và chỉ số Tobin's Q. Hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA và ROE thường được sử dụng nhiều nhất.

Nghiên cứu của Maslis (1983) cho thấy giá của cổ phiếu có tương quan thuận (dương) với mức độ tài trợ, cũng như là mối liên hệ giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với cơ cấu vốn. Trong khoản từ 0,23 đến 0,45 là tỷ lệ nợ hiệu quả tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tối ưu hóa được tỷ lệ này sẽ có lợi cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Wei Xu (2005) cho thấy có mối liên hệ vững chắc về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (đo lường bằng ROE) với cơ cấu tài chính: (1) hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có mối liên hệ cùng chiều (dương) với tỷ lệ nợ; (2) khi tỷ lệ nợ nằm trong khoảng 24,52% và 51,13%, thì hiệu quả hoạt động có mối quan hệ theo phương trình bậc hai và bậc ba với tỷ lệ nợ.

Nghiên cứu của Rami Zeitun (2007) cho thấy cơ cấu vốn có tác động hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi đo lường theo kế toán và theo chỉ số thị trường. Tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động dương đến hiệu quả theo thị trường của doanh nghiệp (đo lường bằng chỉ số Tobin's Q).

Nghiên cứu của Margaritis (2007) về mối quan hệ nhân quả giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và ngược lại cơ cấu vốn cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Dilip Ratha (2003) cho thấy đòn bẩy tài chính tác động âm đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở các doanh nghiệp của các nước đang phát triển.

Nghiên cứu của Berger (2006) về cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thông qua việc kiểm định lý thuyết chi phí người chủ và người đại diện cho thấy: cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động các ngân hàng và ngược lại hiệu quả hoạt động cũng tác động đến cơ cấu vốn.

Tóm lại, Hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi cơ cấu vốn và bởi cấu trúc thời gian đáo hạn của nợ. Thời gian đáo hạn của nợ tác động đến lựa chọn đầu tư của doanh nghiệp. Thuế suất cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy xem xét tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ cho chúng ta chứng cứ rõ ràng nhất về hiệu ứng của cơ cấu vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và đây cũng chính là mục tiêu của bài viết này.

## Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

### Giả thuyết

Nếu cơ cấu vốn có tác động đến hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp thì sẽ tồn tại mối tương quan chặt chẽ giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và cơ cấu vốn. Do vậy, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ vay của doanh nghiệp tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, theo các nghiên cứu trước (đã trình bày ở trên) các biến như: cơ hội tăng trưởng; quy mô của doanh nghiệp; tỷ lệ tài sản cố định trong tổng tài sản của doanh nghiệp cũng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong bài viết này, bốn giả thuyết được nêu ra như sau:

**Giả thuyết một:** Khi tỷ lệ nợ vay thấp, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tương quan thuận (+) với tỷ lệ nợ vay. Khi mức nợ vay quá cao, hiệu quả hoạt động sẽ có tương quan âm (-) với tỷ lệ nợ vay.

Theo lý thuyết MM và lý thuyết chi phí vấn đề người đại diện (Agency costs theory).v.v..., tại một mức nợ vay được xác định trước của doanh nghiệp, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan thuận với tỷ lệ nợ vay và làm giảm chi phí vấn đề người đại diện. Khi tỷ lệ nợ vay vượt quá một mức nào đó, hiệu quả hoạt động có tương quan âm với tỷ lệ nợ vì lợi ích thu được từ mức vay nợ tăng thêm nhỏ hơn mức gia tăng của chi phí vấn đề người đại diện.

**Giả thuyết hai:** Cơ hội tăng trưởng làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Cơ hội tăng trưởng được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của tài sản. Các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thì hiệu quả hoạt động cũng sẽ cao, vì các công ty tăng trưởng có thể tạo ra lợi nhuận từ các khoản đầu tư của mình. Do vậy, cơ hội tăng trưởng dự tính sẽ tác động dương (+) đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

**Giả thuyết ba:** Quy mô công ty tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Quy mô của công ty được đo lường bằng giá trị logarithm của tổng tài sản. Quy mô công ty được giả định là tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp do chi phí phá sản giảm cùng với quy mô của công ty. Do vậy, quy mô của doanh nghiệp dự tính sẽ tác động dương đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Cuối cùng, một biến khác có thể tác động đến cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của công ty là cấu trúc của tài sản và được đo lường bằng giá trị tài sản cố định trên tổng tài sản của công ty. Do vậy, giả thuyết bốn như sau:

**Giả thuyết bốn:** Tài sản cố định của công ty dự tính có tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Tài sản cố định được đo lường bằng tổng giá trị tài sản cố định trên tổng tài sản.

**Giả thuyết năm:** Sở hữu nhà nước trong các công ty là một đặc điểm riêng của các công ty đang niêm yết trên TTCK Việt Nam, và chưa có lý thuyết nào đề cập đến quan hệ giữa tỷ lệ vốn nhà nước với cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Sở hữu nhà nước là biến giả, biến này có giá trị là 1 nếu là công ty nhà nước theo luật doanh nghiệp năm 2005 (có tỷ lệ vốn nhà nước chiếm từ 51% trở lên), ngược lại thì có giá trị là 0.

Theo tác giả, tỷ lệ vốn của nhà nước trong công ty có quan hệ tỷ lệ thuận (+) với đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp vì lý do sau: Thứ nhất, do mối quan hệ trước khi công ty được cổ phần hoá nên các chủ nợ thường sẵn sàng cho các công ty có vốn nhà nước vay. Thứ hai, các công ty có vốn góp nhà nước thường có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay với chi phí rẻ hơn các loại hình doanh nghiệp khác.

**Mô hình nghiên cứu**

Trong bài viết này, chúng tôi sử dụng biến lợi nhuận là giá trị trung bình của ROA và ROE để đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính được đo lường bằng giá trị sổ sách của tổng nợ/tổng vốn chủ sở hữu (D/E); nợ dài hạn/tổng tài sản (LTD); nợ ngắn hạn/tổng tài sản (STD).

Dựa vào các giả thuyết ở trên, mô hình nghiên cứu được xác định như sau:

Mô hình 1: PROF = f(Leverage; Growth; Size; Tang; State)

Mô hình 2: PROF = f(Leverage; Leverage<sup>2</sup>;Growth; Size; Tang; State)

Mô hình 3: PROF = f(Leverage; Leverage<sup>2</sup>; Leverage<sup>3</sup>;Growth; Size; Tang; State)

Trong đó: Leverage là đòn bẩy tài chính; PROF: lợi nhuận đo lường hiệu quả hoạt động bằng giá trị trung bình của ROA và ROE; Size: quy mô công ty; Growth: cơ hội tăng trưởng; Tang: tài sản cố định trên tổng tài sản. State là biến thể hiện vốn nhà nước trong các doanh nghiệp.

**Nguồn Số liệu**

Nghiên cứu được sử dụng số liệu của 50 công ty phi tài chính đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM có giá trị thị trường lớn nhất tính đến thời điểm tháng 9 năm 2008. Tất cả số liệu tài chính của 50 công ty này được lấy từ báo cáo tài chính của các công ty này trên website của các công ty chứng khoán.

**Mô tả thống kê các biến giải thích và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

Từ bảng 1 mô tả thống kê các biến, chúng ta có thể thấy PROF (lợi nhuận) của các công ty ở mức trung bình là 18,85%, thấp nhất là 3,55% và cao nhất là 49,66% và độ lệch chuẩn (đo lường mức biến động) của lợi nhuận là 9,37%. Nợ ngắn hạn (STD) có mức trung bình là 30,74%, mức nợ ngắn hạn cao nhất là 65,38% và thấp nhất là 3,19%, độ lệch chuẩn là 16,63%. Nợ dài hạn (LTD) có giá trị trung bình là 10,89%, mức cao nhất là 64,93%, mức thấp nhất là 0% và độ lệch chuẩn 13,8%. Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu (TD) có giá trị trung bình là 0,9286, mức cao nhất là 3,74 và thấp nhất là 0,04, độ lệch chuẩn là 0,75. Từ bảng thống kê

mô tả này ta thấy một đặc thù của các công ty Việt Nam là sử dụng nợ ngắn hạn nhiều trong cơ cấu nguồn vốn của mình.

Bảng 1: Mô tả thống kê các biến

	D/E	STD	LTD	GROWTH	PROF	SIZE	TANG
Mean	0.9286	0.3074	0.1089	0.2586	0.18846	26.8940	0.2042
Median	0.8024	0.2767	0.0477	0.2214	0.17000	26.9030	0.1774
Maximum	3.7375	0.6538	0.6493	0.8784	0.49666	28.9018	0.9228
Minimum	0.0415	0.0319	0.0000	-0.8472	0.03550	23.8794	0.0031
Std. Dev.	0.7541	0.1663	0.1380	0.3297	0.09375	1.0529	0.1964

Nguồn: tính toán từ chương trình Eview.

Bảng 2: Tóm tắt mô tả thống kê các biến theo loại hình sở hữu doanh nghiệp

	TD	STD	LTD	GROWTH	ROA	STATE	SIZE	TANG
Mean	0.4163	0.3074	0.1089	0.2586	12.2222	0.2444	26.8940	0.2042
Median	0.4452	0.2767	0.0477	0.2214	11.5000	0.0000	26.9030	0.1774
Maximum	0.7889	0.6538	0.6493	0.8784	39.3000	1.0000	28.9018	0.9228
Minimum	0.0399	0.0319	0.0000	-0.8472	3.7000	0.0000	23.8794	0.0031
Std. Dev.	0.1867	0.1663	0.1380	0.3297	7.5668	0.4346	1.0529	0.1964
<b>Công ty nhà nước</b>								
Mean	0.5115	0.3198	0.1917	0.1281	12.6364	0.0909	27.0323	0.2639
Median	0.5175	0.2729	0.1723	0.1167	11.5000	0.0000	26.9544	0.1680
Maximum	0.7889	0.6029	0.6493	0.4643	39.3000	1.0000	28.3011	0.9228
Minimum	0.2128	0.0432	0.0007	-0.1144	4.8000	0.0000	25.7460	0.0063
Std. Dev.	0.1820	0.1793	0.1975	0.1684	9.4476	0.3015	0.7198	0.2762
<b>Công ty khác</b>								
Mean	0.3854	0.3034	0.0821	0.3008	12.0882	0.0000	26.8492	0.1849
Median	0.3924	0.2815	0.0417	0.2984	11.3000	0.0000	26.8426	0.1780
Maximum	0.7002	0.6538	0.4489	0.8784	34.0000	0.0000	28.9018	0.8176
Minimum	0.0399	0.0319	0.0000	-0.8472	3.7000	0.0000	23.8794	0.0031
Std. Dev.	0.1801	0.1646	0.1026	0.3589	7.0156	0.0000	1.1457	0.1635

Nguồn: tính toán từ chương trình Eview.

Bảng 2 tóm tắt kết quả thống kê mô tả các biến phân theo loại hình sở hữu của các công ty đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM. Từ bảng 2 có thể thấy:

- Tổng nợ vay/tổng tài sản bình quân của các công ty là 41,6%; trong đó, công ty có tổng nợ vay cao nhất là 78,89% và thấp nhất là 3,99%. Công ty nhà nước có mức tổng nợ vay bình quân là 51,15% cao hơn so với mức bình quân 38,54% của các công ty khác. Mức tổng nợ vay này thấp hơn, nhưng chênh lệch không đáng kể so với Trung Quốc là 48,17% (Chen, 2004) và mức này cũng thấp hơn một chút so với mức bình quân là 51% của các nước đang phát triển (Booth, 2001).
- Tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản bình quân là 30,74%; trong đó cao nhất là 65,38% và thấp nhất là 3,19%. Công ty nhà nước có mức nợ ngắn hạn bình quân là 31,98% cao hơn một chút so với mức 30,34% của các công ty khác.
- Tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản bình quân của các công ty là 10,89%. Công ty nhà nước có mức nợ dài hạn bình quân là 19,17% cao hơn so với mức 8,21% của các công ty khác. Tỷ lệ nợ dài hạn này cao hơn một chút so với Trung Quốc là 6,31% (Chen, 2004) và thấp hơn mức bình quân là 41% của các nước G-7 (Rajan và Zingales, 1995) và 22% ở các nước đang phát triển (Booth, 2001). Tại sao các công ty Việt Nam lại có tỷ lệ nợ vay dài hạn bình

quản thấp như vậy? Một lý do để giải thích là thị trường trái phiếu công ty của Việt Nam chưa phát triển. Các ngân hàng là nguồn vốn chủ yếu từ bên ngoài tài trợ cho các công ty. Kết quả là các công ty phải dựa nhiều vào nguồn tài trợ là vốn chủ sở hữu và các khoản phải trả (nợ ngắn hạn).

- Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản bình quân của các công ty là 25,86%. Công ty nhà nước có tốc độ tăng trưởng bình quân là 12,81% thấp hơn nhiều so với mức 30,08% của các công ty khác.

- ROA bình quân của các công ty này là 12,22%; trong đó công ty có ROA cao nhất là 39,3% và thấp nhất là 3,7%. Các công ty nhà nước và các công ty khác có ROA bình quân xấp xỉ nhau là 12%.

- Xét về quy mô thì các công ty nhà nước có quy mô lớn hơn một chút so với các công ty khác.

- Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình bình quân/tổng tài sản của các công ty là 20,42%. Công ty nhà nước có tỷ lệ bình quân là 26,39% cao hơn nhiều so với mức 18,49% của các công ty khác.

### Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm được trình bày ở các bảng bên dưới cho thấy mối liên hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Từ bảng 2 cho thấy tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tác động dương đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là tỷ lệ nợ càng cao thì càng làm tăng lợi nhuận của doanh nghiệp. Tỷ lệ sở hữu nhà nước tác động âm đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Bảng 2: Tác động của tổng nợ/vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0213	0.36999	0.057569	0.9544
D/E	0.01312	0.0031	3.9637	0.0467*
GROWTH	-0.05997	0.050296	-1.19238	0.2401
SIZE	0.006451	0.013813	0.46701	0.643
TANG	-5.71E-07	0.078728	-7.26E-06	1
STATE	-0.084893	0.032702	-2.595945	0.0134**
Adjusted R-squared	0.077276			

\*\* Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

Nguồn: tính toán từ chương trình Eview.

Bảng 3: Tác động của tổng nợ ngắn hạn/tổng tài sản đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.045295	0.372104	0.121727	0.9037
STD	0.058578	0.009269	6.29870	0.0051*
GROWTH	-0.07274	0.047259	-1.53926	0.1316
SIZE	0.005172	0.014048	0.368127	0.7147
TANG	0.006304	0.082468	0.076447	0.9394
STATE	-0.084893	0.032702	-2.595945	0.0134**
Adjusted R-squared	0.071622			

\* Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%

Nguồn: tính toán từ chương trình Eview.

Bảng 4: Tác động của tổng nợ dài hạn/tổng tài sản đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.222478	0.423168	0.525745	0.602
LTD	0.126275	0.134364	0.939801	0.353
GROWTH	-0.06702	0.047547	-1.40947	0.1664
SIZE	-0.00088	0.015933	-0.05546	0.956
TANG	-0.05029	0.087842	-0.57246	0.5702
STATE	0.032710	0.042997	0.760744	0.4516
Adjusted R-squared	0.08261			

\*\* Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

Nguồn: tính toán từ chương trình Eview.

Bảng 3 cho thấy nợ ngắn hạn tác động dương đến lợi nhuận của doanh nghiệp, điều này ngược với các nghiên cứu trước là do nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trong tổng nợ của doanh nghiệp và nợ ngắn hạn có tương quan cao với tổng nợ (hệ số tương quan là 0,7). Tỷ lệ sở hữu nhà nước tác động âm đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Bảng 4 cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp không có mối liên hệ gì với nợ dài hạn của doanh nghiệp là do các doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK TP.HCM sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn nợ dài hạn.

Mô hình 2 và 3 cho thấy hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có mối liên hệ bậc hai và bậc ba chặt chẽ với cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Ở đây chúng tôi sử dụng phương trình bậc 2 và 3 để mô tả mối liên hệ giữa hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với cơ cấu vốn nhằm loại trừ trường hợp rất hiếm gặp đó là tỷ lệ nợ của doanh nghiệp là 100% và điều này có thể ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu.

Kết quả nghiên cứu ở bảng 5 và 6 cho thấy hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tương quan cao với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ của doanh nghiệp dưới 100%. Để hiểu rõ hơn, chúng tôi sẽ xác định cực trị của hàm bậc 2 và bậc 3, cực trị của hàm bậc 2 là 1,812 và cực trị của hàm bậc 3 là 0,9755 và 2,799. Từ hàm bậc 2 cho thấy, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan âm với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu lớn hơn 1,812. Khi tỷ lệ này dưới 1,812 thì kết quả ngược lại. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp niêm yết tại TP.HCM là 0,9286, thấp hơn so với mức 1,812, nên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tương quan thuận với cơ cấu vốn. Từ hàm bậc 3 cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan dương với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu nằm trong khoảng 0,9755 và 2,799. Khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thấp hơn 0,9755 hay cao hơn 2,799, thì kết quả ngược lại. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Maslis tại Mỹ; nghiên cứu của Wei Xu tại Trung Quốc và cho thấy lý thuyết về cơ cấu vốn có thể vận dụng tại Việt Nam.

Tốc độ tăng trưởng, quy mô của doanh nghiệp và tài sản cố định không có ý nghĩa về mặt thống kê trong cả ba mô hình nghiên cứu.

Bảng 5: Tác động của tổng nợ/vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.13975	1.953642	-1.09526	0.2801
D/E	-0.33528	0.05924	-5.65968	0.02631**
D/E <sup>2</sup>	0.092562	0.018929	4.88995	0.03063**
GROWTH	-0.40742	0.271101	-1.50282	0.1409
SIZE	0.022914	0.072556	0.315805	0.7538
TANG	0.007182	0.40891	0.017563	0.9861
Adjusted R-squared	0.142285			

\*\* Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

Nguồn: tính toán từ chương trình Eview.

Bảng 6: Tác động của tổng nợ/vốn chủ sở hữu đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Mô hình 3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.01438	0.361545	-0.03978	0.9685
D/E	-0.30277	0.128952	-2.34792	0.0242**
D/E <sup>2</sup>	0.209253	0.091237	2.293515	0.0274**
D/E <sup>3</sup>	-0.03695	0.016975	-2.17671	0.0358**
GROWTH	-0.0378	0.050712	-0.74537	0.4606
SIZE	0.010924	0.013544	0.806497	0.425
TANG	0.047869	0.07929	0.603721	0.5496
Adjusted R-squared	0.181417			

\*\* Có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5%

Nguồn: tính toán từ chương trình Eview.

### Kết luận

Bài viết này phân tích mối liên hệ giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với cơ cấu vốn. Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bị tác động bởi cơ cấu vốn. (1) Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan dương với cơ cấu vốn. (2) Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có mối liên hệ bậc hai và bậc ba chặt chẽ với cơ cấu vốn của doanh nghiệp khi tỷ lệ nợ dưới 100%. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan âm với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu lớn hơn 1,812, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan dương với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu nằm trong khoảng 0,9755 và 2,799. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Maslis và Wei Xu.

Từ những phân tích định lượng trên có thể đưa ra một số gợi ý như sau:

- Thứ nhất, từ hàm bậc 2 (mô hình 2) cho thấy, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có tương quan âm với cơ cấu vốn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu lớn hơn 1,812. Khi tỷ lệ này dưới 1,812 thì kết quả ngược lại. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp niêm yết tại TP.HCM là 0,9286, thấp hơn so với mức 1,812, nên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tương quan thuận với cơ cấu vốn. Vì vậy các doanh nghiệp có thể tăng sử dụng nợ để gia tăng lợi nhuận và từ đó có

thể làm gia tăng giá trị công ty.

- Thứ hai, tỷ lệ sở hữu nhà nước tác động âm đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể giải thích là do có quá nhiều lãi suất ưu đãi trong nền kinh tế: lãi suất cho vay vốn giải quyết việc làm, lãi suất cho vay trồng rừng nguyên liệu, cơ chế miễn giảm lãi suất cho một số doanh nghiệp Nhà nước và chương trình của Chính phủ, giảm 100% lãi vay đối với một số chương trình kinh tế của tỉnh, thành phố... Việc tồn tại quá nhiều lãi suất ưu đãi vừa làm bóp méo thị trường tiền tệ, vừa tạo ra cơ chế xin cho, tâm lý ỷ lại của các doanh nghiệp nên hiệu quả đầu tư chưa cao. Vì thế, chi phí sử dụng vốn không còn mang tính chất bao cấp hay phi thương mại như hiện nay mà phải được xác định trên cơ sở lãi suất thị trường sao cho đúng với chi phí vốn chủ sở hữu, được xác định trên cơ sở tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng đạt được của vốn chủ sở hữu. Điều này đảm bảo cho các doanh nghiệp Nhà nước có được những dự án có khả năng sinh lời cao nhất, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn Nhà nước.

Mặc dù nghiên cứu này đã đạt được những kết quả có giá trị, giúp các nhà quản lý, các nhà khoa học có được những bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên SGĐCK TP.HCM, nghiên cứu này còn một số hạn chế, cụ thể như sau:

- Do hạn chế về thông tin và số liệu nên chỉ đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng chỉ tiêu lợi nhuận kế toán mà chưa thể đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng các biến số liên quan đến giá trị thị trường của công ty. Đây cũng là một vấn đề quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp.

- Chưa nghiên cứu cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp dựa trên mối quan hệ với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Chưa phân tích được đặc điểm của từng loại hình doanh nghiệp và cơ cấu vốn của đặc thù từng ngành tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp của như giá trị thị trường của doanh nghiệp.

- Các biến xem xét vẫn chủ yếu là các biến số thuộc nội tại của doanh nghiệp mà chưa xem xét đến các biến số môi trường bên ngoài công ty.

Những hạn chế vừa nêu trên cũng là những gợi ý cho các nghiên cứu tiếp theo

### Tài liệu Tham khảo

1. R. Zeitun, G.G Tian, *Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan*, Australasian Accounting Business and Finance Journal, Vol 1, Issue 4- 2007.
2. A. Berger, E. B Patty, *Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*, Journal of Banking and Finance 30 (2006).

....