

Tác động của đòn bẩy tài chính đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp Việt Nam

NGUYỄN VĂN TUẤN*
NGUYỄN THANH HỒNG ÂN**
LÊ VŨ PHƯƠNG THẢO***

Tóm tắt

Nghiên cứu được thực hiện trên một tập dữ liệu gộp gồm 1.805 quan sát đối với 507 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2008 đến năm 2014. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp được đo bằng lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS) có mối quan hệ nghịch biến với nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD); Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) có mối quan hệ đồng biến với nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD); Tobin's Q (là tỷ số giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của tổng tài sản) có mối quan hệ thuận chiều với nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD). Hơn nữa, có mối quan hệ nghịch chiều giữa ROA, ROE, EPS, TOBIN'S Q và quy mô doanh nghiệp. Trong khi đó, ROA, ROE, EPS, TOBIN'S Q có tương quan thuận chiều với tài sản hữu hình.

Từ khóa: cấu trúc vốn, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận, nợ dài hạn, nợ ngắn hạn, Việt Nam

Summary

The authors analyze a pooled dataset of 1.805 firm-year observations, including 507 companies listed on Hanoi Stock Exchange (HNX) and Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) from 2008 to 2014. The fruit figures out that firms' profitability, measured by return on total assets ratio (ROA) and earning per share ratio (EPS), is negatively correlated with long term debt to total assets ratio (LTD). It is also found that return on equity ratio (ROE) is positively correlated with short term debt to total assets ratio (STD); and Tobin's Q ratio is positively correlated with LTD. In addition, the relationship between firm profitability, measured by ROA, ROE, EPS, Tobin's Q ratios, and firm size is significantly negative.

Keywords: capital structure, financial leverage, profitability, long-term debt, short-term debt, Vietnam

GIỚI THIỆU

Các nghiên cứu trước đây về đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp đã kết luận rằng, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm về đòn bẩy tài chính đều liên quan đến các quốc gia công nghiệp lớn. Có rất ít công trình thực hiện tại các thị trường đang phát triển và mới nổi. Việt Nam đang trong giai đoạn đổi mới từ nền kinh tế tập trung sang nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, với kinh tế nhà nước đóng vai trò chủ đạo trong nền kinh tế quốc gia. Vì vậy, việc hoạch định cấu trúc vốn của các doanh

nh nghiệp trong nước cũng mang những tính chất đặc thù so với các doanh nghiệp nước ngoài. Điều này đặt ra một câu hỏi nghiên cứu quan trọng là lý thuyết về đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp có thể áp dụng tại những thị trường mới nổi như Việt Nam hay không?

Do đó, nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu này ngày với mong muốn góp phần vào việc tìm hiểu tác động của đòn bẩy tài chính đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Chaiporn và Jittima (2015) chỉ ra rằng, tại Thái Lan, đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến lợi

*, **, ***, Trường Đại học Đà Lạt | Email: tuannv@dlu.edu.vn

Ngày nhận bài: 15/11/2016; Ngày phản biện: 01/12/2016; Ngày duyệt đăng: 16/12/2016

**BẢNG 1: SỐ LƯỢNG CÁC DOANH NGHIỆP
PHÂN THEO NGÀNH KINH TẾ**

STT	LĨNH VỰC	SỐ LƯỢNG	TỶ LỆ %
1	Kinh doanh hóa chất	46	9.07
2	Hàng tiêu dung	74	15
3	Dịch vụ tiêu dùng	21	4.14
4	Tài chính	52	10.26
5	Y tế	14	2.76
6	Công nghiệp	261	51.48
7	Dầu khí	9	1.78
8	Công nghệ	10	1.97
9	Viễn thông	1	0.2
10	Các dịch vụ khác	19	3.75
Tổng		507	100

nhuận doanh nghiệp khi nghiên cứu trên toàn bộ mẫu. Tuy nhiên, khi chia mẫu thành hai nhóm: doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp quốc tế, thì sự ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên lợi nhuận là tiêu cực với mẫu doanh nghiệp trong nước và tích cực với mẫu doanh nghiệp quốc tế. Một lý do quan trọng của kết quả trái ngược nhau này có thể là do quy mô về nguồn lực, trình độ và nguồn vốn của các doanh nghiệp quốc tế lớn hơn các doanh nghiệp trong nước. Vì thế, quy mô của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng tới tác động của đòn bẩy lên lợi nhuận.

Đồng quan điểm trên, nghiên cứu của Mahfuzah và Raj (2012) chỉ ra rằng, hiệu quả doanh nghiệp được đo bằng lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) có thể có tác động tiêu cực với nợ ngắn hạn (STD), nợ dài hạn (LTD) và tổng nợ (TD).

Nghiên cứu gần đây của Mohammad, Mir và Hoojatollah (2015) cung cấp kết luận tương tự tại thị trường Iran. Kết quả cho thấy, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng tương đối cao trong tổng nợ của các doanh nghiệp Iran. Cơ cấu vốn doanh nghiệp có sự cân bằng giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay. Các kết quả của nghiên cứu này cho thấy rằng, các doanh nghiệp sử dụng cả hai loại nguồn vốn thay thế cho nhau, các doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ so với vốn chủ sở hữu để tài trợ cho hoạt động của mình.

Trái ngược với nghiên cứu của Chaiporn và Jittima (2015) nêu trên, Jacelly, Maximiliano và Carlos (2010), khi tiến hành khảo sát 806 doanh nghiệp phi tài chính ở Mỹ La-tinh từ năm 1996 tới năm 2005 để xem xét mức ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính tới cấu trúc vốn và lợi nhuận của doanh nghiệp đã kết luận rằng, mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và vốn chủ sở hữu là đồng biến. Kết quả này phù hợp với giả thuyết của nghiên cứu rằng, các doanh nghiệp có cơ hội phát triển tốt thì đòn bẩy tài chính có xu hướng cao hơn.

Tương tự, một nghiên cứu khác của Jin (2012) cho thấy, có một mối quan hệ đồng biến giữa đòn bẩy và lợi nhuận trong tương lai. Bằng cách sử dụng dữ liệu các doanh nghiệp ở Mỹ, nghiên cứu của Jin (2012) cho thấy, lợi nhuận mong đợi giảm với sự gia tăng cạnh

tranh nhập khẩu làm giảm tỷ lệ đòn bẩy của họ bằng cách phát hành cổ phiếu và bán tài sản để trả nợ.

Nếu đòn bẩy tài chính 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 đòn bẩy tài chính. Do vậy, nhóm tác giả cho rằng, tỷ lệ nợ vay của doanh nghiệp tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo các nghiên cứu trước, các biến, như: Quy mô của doanh nghiệp; Tỷ lệ tài sản cố định trong tổng tài sản của doanh nghiệp cũng tác động đến hiệu quả của doanh nghiệp. Trên cơ sở lược sử nghiên cứu trước đây, chúng tôi đề xuất các giả thuyết chính cho nghiên cứu này như sau:

H1: Có mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận của doanh nghiệp.

H2: Có mối quan hệ nghịch chiều giữa quy mô của doanh nghiệp và lợi nhuận của doanh nghiệp.

H3: Có mối quan hệ thuận chiều giữa tài sản hữu hình của doanh nghiệp và lợi nhuận của doanh nghiệp.

Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng 08 biến trong mô hình ước lượng, bao gồm: Biến phụ thuộc là profitability (khả năng sinh lợi) được sử dụng làm thước đo hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Phù hợp với các nghiên cứu trước đây, khả năng sinh lợi được đo bằng ROA (lợi nhuận trên tổng tài sản); ROE (lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu); EPS (lợi nhuận trên một cổ phần); và TOBIN'S Q (là tỷ số giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của tổng tài sản). Biến độc lập bao gồm: Size (quy mô doanh nghiệp); Tangible assets (tài sản hữu hình của doanh nghiệp); Long term debt to total assets ratio (Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản); Short term debt to total assets ratio (Tỷ lệ nợ ngắn hạn).

Mô hình hồi quy được xác lập như sau:

$$Pr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Tang_{i,t} + \beta_3 Std_{i,t} + \beta_4 Ltd_{i,t} + \varepsilon$$

Trong đó:

$Pr_{i,t}$ (Profitability): Khả năng sinh lợi của doanh nghiệp i tại thời điểm t , được đo lường bằng các chỉ tiêu tài chính ROA, ROE, EPS, và Tobin's Q;

$Size_{i,t}$ (Size): Quy mô của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$Tang_{i,t}$ (Tangible assets): Tài sản hữu hình của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

Ltd_{lt} (Long term debt): Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản;

Std_{st} (Short term debt): Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản;

e: Sai số ngẫu nhiên.

Dữ liệu liên quan đến các biến trong mô hình nêu trên được thu thập từ các doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE từ năm 2008 đến năm 2014. Sau khi loại bỏ các doanh nghiệp mà dữ liệu không đầy đủ, mẫu dữ liệu còn lại bao gồm 507 doanh nghiệp trong các ngành khác nhau, hình thành nên một tập dữ liệu gộp gồm 1.805 quan sát. Cơ cấu các doanh nghiệp theo ngành kinh tế được tóm tắt trong Bảng 1 (Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Mô tả dữ liệu và phân tích tương quan

Bảng 2 trình bày tóm tắt thống kê mô tả các biến phụ thuộc và độc lập sử dụng trong nghiên cứu này. Thống kê mô tả cho thấy, giá trị trung bình của các biến ROA, ROE, EPS và Tobin's Q lần lượt là 0.057; 14.54; 2294.17; và 1.07. Các hệ số ROA, ROE, EPS và Tobin's Q thấp nhất lần lượt là -0.066; -18.45; 4.81; và 0.15; trong khi cao nhất lần lượt là 1.16; 340.78; 23923.52; và 11.07. Giá trị trung bình của Tobin's Q là 1.07 (lớn hơn 1) cho thấy rằng, giá trị thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE đều lớn hơn so với giá trị sổ sách.

Giá trị trung bình cho nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trên tổng tài sản lần lượt là 0.23 và 0.15. Điều này cho thấy rằng, các doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn là nợ dài hạn. Giá trị trung bình của hệ số tổng số nợ trên tổng tài sản là 0.38 chỉ ra rằng, gần 40% tổng tài sản được tài trợ bằng nợ vay. Nợ dài hạn và nợ ngắn hạn có tỷ lệ lần lượt là 21% và 17%. Điều

này có thể hàm ý rằng, các doanh nghiệp Việt Nam đang trong tình trạng ít rủi ro hơn và trong tương lai cần có những kế hoạch để khuyến khích các doanh nghiệp tăng cường kinh doanh bằng cách vay thêm nợ để làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Nhìn vào các dữ liệu liên quan đến tài sản hữu hình, chúng ta thấy rằng, giá trị trung bình tương đối thấp là 19.38.

Bảng 3 cho thấy, với mức độ tin cậy 95%, ROA tương quan nghịch chiều với quy mô doanh nghiệp, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản và tương quan thuận với tài sản hữu hình của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa, ROA tương quan có ý nghĩa thống kê với tất cả các biến trong mô hình. ROE có mối tương quan thuận chiều với nợ ngắn hạn trên tổng tài sản. Bảng 3 cũng chỉ ra rằng, EPS tương quan thuận với tài sản hữu hình của doanh nghiệp và có mối quan hệ nghịch chiều với nợ dài hạn trên tổng tài sản. Điều này có nghĩa EPS tương quan đối với tài sản hữu hình và nợ dài hạn trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Tobin's Q có mối tương quan thuận chiều với tất cả các biến ngoại trừ biến nợ ngắn hạn trên tổng tài sản.

Bảng 3 cũng cho thấy, các hệ số tương quan giữa một số biến độc lập, chẳng hạn như giữa quy mô doanh nghiệp và ba biến độc lập (tài sản hữu hình, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản); giữa tài sản hữu hình và nợ dài hạn trên tổng tài sản, giữa tài sản hữu hình nợ ngắn hạn trên tổng tài sản; là có ý nghĩa thống kê nhưng chưa đủ lớn để gây ra quan ngại về vấn đề đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy. Trong một phân tích bổ sung (không báo cáo trong mục này), chúng tôi đã tính toán nhân tử phóng đại phương sai (VIF) và thấy rằng, không có khả năng tồn tại đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu.

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	1805	0.0575591	0.0610561	-0.0660278	1.155591
ROE	1805	14.53632	13.27929	-18.45	340.78
EPS	1805	2294.174	2096.837	4.81	23923.52
TOBINQ	1805	1.066255	0.817549	0.15	11.07
SIZE	1805	20.33881	1.460079	16.53586	27.04903
TANG	1805	19.37529	1.457695	15.87639	24.73083
STD	1805	0.2335793	0.1846121	0.0000746	2.199456
LTD	1805	0.1480345	0.1834552	9.46e-06	1.479926

Nguồn: Tính toán của tác giả

BẢNG 3: MA TRẬN TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC BIẾN TRONG TẬP DỮ LIỆU GỘP

	ROA	ROE	EPS	TOBINQ	SIZE	TANG	STD	LTD
ROA	1.0000							
ROE	0.8181*	1.0000						
EPS	0.5567*	0.5624*	1.0000					
TOBINQ	0.3261*	0.3004*	0.2063*	1.0000				
SIZE	-0.0839*	-0.0455	0.0331	0.1507*	1.0000			
TANG	0.0894*	-0.0175	0.0697*	0.1838*	0.9239*	1.0000		
STD	-0.0930*	0.0514*	-0.0047	-0.0302	-0.0642*	-0.1482*	1.0000	
LTD	-0.1168*	-0.0237	-0.1003*	0.0837*	0.2143*	0.1585*	-0.1629*	1.0000

Ghi chú: Dấu * biểu thị hệ số tương quan có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%.

BẢNG 4: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG MÔ HÌNH HỒI QUY ĐA BIẾN CHO TẬP DỮ LIỆU GỘP

	ROA	ROE	EPS	TOBINQ
Mô hình	1	2	3	4
Tung độ gốc	0.0932945	19.9528	629.4848	-0.6749326
Size	-0.0462422*	-2.149493*	-241.803*	-0.097167*
Tang	0.0468767*	1.91511*	348.1334*	0.1883829*
STD	-0.0025407	4.903822*	42.85133	0.0886428
LTD	-0.0194574*	0.3403669	-1165.405*	0.3159369*
Số quan sát	1805	1805	1805	1805
R ²	0.2003	0.0105	0.0215	0.0409
R ² hiệu chỉnh	0.1985	0.0083	0.0193	0.0388

Kết quả phân tích hồi quy

Theo kết quả Bảng 4, mô hình (1) cho thấy, ROA có quan hệ nghịch chiều với nợ dài hạn trên tổng tài sản và quy mô doanh nghiệp, nhưng lại có mối quan hệ thuận chiều với tài sản hữu hình. Đồng thời, cung cấp bằng chứng cho thấy, các doanh nghiệp lớn hơn có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn. Kết quả này cũng phù hợp với giả thuyết của chúng tôi (H3) về mối quan hệ thuận chiều giữa tài sản hữu hình của doanh nghiệp và lợi nhuận của doanh nghiệp.

Mô hình (2) sử dụng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) làm biến phụ thuộc thay vì lợi nhuận trên tài sản (ROA). Kết quả ước lượng cung cấp bằng chứng cho thấy, có một mối quan hệ đồng biến giữa ROE và hai biến độc lập là: tài sản hữu hình và nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, trong khi đó ROE lại có quan hệ nghịch chiều với quy mô doanh nghiệp.

Trong Mô hình (3), nhóm tác giả xem xét tác động của các yếu tố lên thu nhập trên một cổ phần (EPS). Kết quả cho thấy, mối quan hệ giữa EPS với các biến độc lập cũng tương tự như Mô hình (1), cụ thể là: EPS có quan hệ nghịch chiều với quy mô doanh nghiệp và nợ dài hạn trên tổng tài sản, nhưng quan hệ thuận chiều với tài sản hữu hình.

Cuối cùng, chúng tôi kiểm tra mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận doanh nghiệp được đo bằng Tobin's Q. Kết quả được báo cáo trong Mô hình (4). Ngược lại với các Mô hình (1) và (3), Mô hình (4) cho thấy, một mối quan hệ thuận chiều giữa Tobin's Q và nợ dài hạn trên tổng tài sản. Ngoài ra, Tobin's Q còn có mối

liên hệ nghịch chiều với quy mô doanh nghiệp và thuận chiều với tài sản hữu hình. Điều này là phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Hệ số ước lượng của tổng tài sản và tài sản hữu hình cho thấy, tác động của đòn bẩy tài chính là mạnh mẽ.

Như đã đề cập trước đây, các doanh nghiệp lớn có xu hướng giữ nợ nhiều hơn và do đó tiếp cận tốt hơn với thị trường vốn. Lý thuyết cho thấy, các doanh nghiệp với tỷ lệ tài sản hữu hình cao trên bảng cân đối kế toán sẽ có xu hướng được cấp tín dụng dễ dàng hơn, vì họ có tài sản thế chấp để cung cấp cho các chủ nợ của họ.

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

Nghiên cứu này xem xét tác động của đòn bẩy tài chính đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ nghịch chiều với lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và thu nhập trên một cổ phiếu (EPS). Ngược lại, tác động của đòn bẩy lên lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và chỉ số Tobin's Q là thuận chiều. Kết quả nghiên cứu gợi ý rằng, đòn bẩy tài chính có thể có quan hệ tỷ lệ thuận hoặc quan hệ tỷ lệ nghịch với khả năng sinh lợi của doanh nghiệp tùy thuộc vào việc doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả hay không. Nếu doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả, thì đòn bẩy tài chính sẽ phát huy tác dụng tích cực của nó trong việc khuyến đại lợi nhuận. Ngược lại, khi doanh nghiệp làm ăn kém hiệu quả, việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao trong cấu trúc vốn sẽ là "con dao hai lưỡi" dẫn đến khuyến đại tổn thất, cuối cùng doanh nghiệp phải gánh chịu. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chaiporn V., & Jittima T. (2015). The effect of firm size on the leverage - performance relationship during the financial crisis of 2007-2009, *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 1-29
2. Jin X. (2012). Profitability and capital structure: Evidence from import penetration, *Journal of Financial Economics*, 106, 427-446
3. Jacelly C., Maximiliano G., & Carlos A. M. (2010). Ownership and capital structure in Latin America, *Journal of Business Research*, 63, 248-254
4. Mahfuzah S., & Raj Y. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166
5. Mohammad A., Mir F. S. M., & Hojjatollah D. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran, *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83