

Tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam ngành thực phẩm và đồ uống

NGUYỄN NGỌC KHÁNH LINH*
NGUYỄN THỊ LIÊN HƯƠNG**

Tóm tắt

Một trong những vấn đề quan trọng của quản trị tài chính doanh nghiệp là ra quyết định tài trợ hay quyết định mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp ngành thực phẩm và đồ uống Việt Nam. Dữ liệu được thu thập từ 41 doanh nghiệp trong thời gian 11 năm với 451 quan sát. Phương pháp nghiên cứu OLS, REM và FEM đã được sử dụng. Kết quả nghiên cứu cho thấy, Đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Từ đó, nghiên cứu đưa ra các hàm ý quản trị nhằm nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Từ khóa: đòn bẩy tài chính, hiệu quả tài chính, doanh nghiệp ngành thực phẩm và đồ uống Việt Nam

Summary

One of the important issues of corporate financial management is the decision to finance or determine the level of financial leverage. This study aims to evaluate the impact of financial leverage on financial efficiency in food and beverage companies in Vietnam. Data were collected from 41 enterprises during a period of 11 years with 451 observations. OLS, REM and FEM methods were used. Research result shows that financial leverage has a negative impact on financial efficiency. From this finding, the study provides management implications to improve financial efficiency of these companies.

Keywords: financial leverage, financial efficiency, food and beverage companies in Vietnam

GIỚI THIỆU

Hiệu quả tài chính là một phạm trù kinh tế, biểu hiện sự phát triển kinh tế theo chiều sâu, phản ánh trình độ khai thác và sử dụng các nguồn lực trong quá trình tái sản xuất, nhằm thực hiện mục tiêu kinh doanh, với chi phí bỏ ra ít nhất mà đạt kết quả cao nhất. Bản chất của hiệu quả quản trị tài chính là phản ánh mặt chất lượng của các hoạt động sản xuất kinh doanh, phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được mục tiêu cuối cùng là lợi nhuận. Nâng cao hiệu quả hoạt động tài chính là cần thiết đối với doanh nghiệp, vì đó là công cụ quản trị tài chính. Kết quả tài chính không

những cho biết trình độ sản xuất, mà còn giúp tìm ra các biện pháp tăng kết quả và giảm chi phí, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Đòn bẩy tài chính đo lường mức độ sử dụng vốn vay để tài trợ cho các tài sản của doanh nghiệp với mục tiêu thu nhập từ tài sản sẽ lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính được ví như “con dao hai lưỡi”, bởi một mặt, đó là công cụ giúp doanh nghiệp gia tăng phần lợi nhuận cho các cổ đông. Tuy nhiên, mặt khác, sử dụng đòn bẩy cũng tạo ra gánh nặng chi phí nợ cố định, làm gia tăng mức độ rủi ro cho doanh nghiệp. Mỗi doanh nghiệp, tùy thuộc vào đặc điểm ngành nghề hay các giai đoạn phát triển khác nhau sẽ có các chiến lược sử dụng đòn bẩy khác nhau. Ví dụ như những doanh nghiệp có chu kỳ sản xuất kinh doanh ngắn sẽ có xu hướng sử dụng tỷ trọng nợ ngắn hạn cao hơn; Hoặc những doanh nghiệp đang trong

* ThS., ** ThS., Trường Đại học Thương mại

Ngày nhận bài: 08/12/2022; Ngày phản biện: 20/12/2022; Ngày duyệt đăng: 25/12/2022

giai đoạn phát triển thường sử dụng nhiều vốn vay hơn để đầu tư cho việc mở rộng sản xuất, kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh và vị thế trên thị trường. Ngược lại, trong những giai đoạn nền kinh tế suy thoái và khó khăn, các doanh nghiệp lại thường hạn chế sử dụng vốn vay để giảm thiểu rủi ro thanh toán.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, nhưng các kết quả nghiên cứu chưa có sự đồng nhất và chưa có các nghiên cứu tương tự tại ngành thực phẩm và đồ uống Việt Nam. Vì vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm cho mối quan hệ này.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers và Majluf, 1984) cho rằng, khi doanh nghiệp sử dụng các công cụ tài trợ, họ có xu hướng đặt ra thứ tự ưu tiên để sử dụng các nguồn tài trợ này. Cụ thể hơn, khi có nhu cầu sử dụng vốn, các doanh nghiệp sẽ xem xét tất cả những nguồn tài trợ sẵn có và lựa chọn nguồn tài trợ nào ít tổn kém nhất (Brealey và cộng sự, 2012). Thứ tự ưu tiên mà lý thuyết này gợi ý như sau: đầu tiên, các công ty nên sử dụng nguồn vốn sở hữu nội bộ (thường đến từ thu nhập giữ lại), sau đó mới đến sử dụng nợ và cuối cùng là sử dụng nguồn vốn huy động từ bên ngoài. Vì thế, các công ty có lợi nhuận cao thường duy trì tỷ lệ nợ thấp, do họ có xu hướng sử dụng nguồn tài trợ đến từ thu nhập giữ lại. Thu nhập từ lợi nhuận giữ lại được coi là nguồn tài trợ ít tổn chi phí, trong khi chi phí đến từ nợ vay hay phát hành cổ phiếu cao hơn. Như vậy, theo lý thuyết trật tự phân hạng, các doanh nghiệp có hiệu quả tài chính càng cao, thì càng sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp bởi vì nó ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ từ thu nhập giữ lại cho các hoạt động của mình.

Lý thuyết đánh đổi

Để có được một tỷ lệ nợ tối ưu, doanh nghiệp phải đánh đổi giữa lợi ích từ việc sử dụng nợ vay và các rủi ro thanh khoản hay phá sản nếu sử dụng nợ vay quá nhiều. Khi doanh nghiệp vay nợ, phần lãi vay giúp làm giảm thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp, từ đó tạo ra khoản tiết kiệm về thuế. Tuy nhiên, đồng thời doanh nghiệp cũng phải đối mặt với chi phí tài trợ cố định. Nếu doanh nghiệp kinh doanh không có hiệu quả, phần thu nhập không đủ để trang trải các nghĩa vụ nợ thì doanh nghiệp rất dễ rơi vào tình huống mất khả năng thanh toán và có thể dẫn tới phá sản. Do vậy, trong điều kiện các quyết định về tài sản và đầu tư của doanh nghiệp là không đổi, tỷ lệ nợ tối ưu của doanh nghiệp sẽ đạt được khi có sự cân bằng giữa lợi ích từ nợ vay và chi phí liên quan đến nợ vay. Cũng theo Myers (2001), một trong những ưu điểm của lý thuyết đánh đổi là nó giải thích được vì sao các doanh nghiệp không giữ một tỷ lệ vay nợ quá cao.

Lý thuyết đại diện

Một lý thuyết khác thường được sử dụng để giải thích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đó là lý thuyết đại diện. Trên thực tế, có thể tồn tại sự xung đột giữa lợi ích của 3 bên: các cổ đông - chủ nợ và nhà quản lý doanh nghiệp. Nhà quản lý sẽ luôn hành động dựa trên lợi ích của bản thân nhà quản lý, đôi khi lợi ích này mâu thuẫn với lợi ích của các cổ đông. Khi đó, chi phí đại diện sẽ phát sinh. Chi phí đại diện là phần giá trị mà doanh nghiệp mất đi do những bất đồng trong lợi ích của các bên liên quan của doanh nghiệp (Jensen và Meckling, 1976). Theo lý thuyết này, việc sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao sẽ làm giảm chi phí đại diện, qua đó tăng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Điều này là do việc tăng tỷ trọng nợ vay sẽ làm tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán và gây tổn thất đến cá nhân các nhà quản lý, như: việc giảm lương, thưởng hay sự suy giảm danh tiếng (Grossman và Hart, 1982). Bên cạnh đó, nợ vay lớn cũng gây áp lực đến các nhà quản lý phải sử dụng dòng tiền hiệu quả để trang trải cho chi phí lãi vay (Jensen, 1986).

Như vậy, sử dụng đòn bẩy tài chính có thể giúp doanh nghiệp giảm chi phí đại diện phát sinh giữa nhà quản lý và cổ đông của doanh nghiệp. Tuy nhiên, đối với xung đột giữa cổ đông và chủ nợ của doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính lại làm tăng chi phí đại diện, dẫn tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp giảm. Các cổ đông, vì muốn mang lại lợi ích cao nhất cho bản thân, có thể ưa thích đầu tư vào những dự án có rủi ro hơn để thu về lợi nhuận cao. Tuy nhiên, điều này lại không được các chủ nợ ưa thích, do các dự án này có thể tăng rủi ro thu hồi vốn của chủ nợ. Vì vậy, đòn bẩy cao sẽ làm phát sinh chi phí đại diện cao hơn giữa chủ nợ và cổ đông, từ đó có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Lý thuyết tín hiệu

Ross (1977) đã giới thiệu về lý thuyết tín hiệu. Trong đó, Ross nhận định rằng các nhà quản lý doanh nghiệp có thể sử dụng cấu trúc vốn và cổ tức để đưa ra tín hiệu về triển vọng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Cụ thể hơn, việc các doanh nghiệp vay nợ thể hiện một tín hiệu tích cực của doanh nghiệp về tương lai của họ. Lý do đằng sau điều này là những nhà quản lý của doanh nghiệp sẽ không bao

giờ đẩy doanh nghiệp vào rủi ro phá sản do vay nợ nếu như họ không chắc chắn về lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp. Do đó, chỉ những doanh nghiệp có đủ tự tin về khả năng thanh toán các nghĩa vụ nợ mới thực hiện vay vốn. Hay nói cách khác, chỉ những doanh nghiệp có sự tin tưởng chắc chắn về khả năng sinh lời trong tương lai của mình mới vay nợ.

Tổng quan nghiên cứu

Tác động của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đã được rất nhiều nghiên cứu xem xét. Tuy nhiên, chiều tác động trong mối quan hệ này được tìm ra lại khá đa dạng.

Ali và cộng sự (2019) đã điều tra về tác động của các yếu tố tới khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết tại Malaysia trong 4 năm từ 2012 đến 2014. Kết quả của nghiên cứu cho thấy, mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy tài chính và tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp. Lý do mà các nhà phân tích đưa ra là, khi sử dụng càng nhiều nợ, thì doanh nghiệp sẽ càng dễ đối mặt với rủi ro phá sản và rủi ro tài chính.

Bên cạnh đó, cũng có một vài nghiên cứu tìm thấy mối tương quan tỷ lệ thuận giữa nợ vay và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Javeed và Tabassam, 2018; Banafa, 2015).

Mô hình và biến nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu liên quan, nhóm tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc là Hiệu quả tài chính:

$$ROA_{it} = \beta_1 + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Asset_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong mô hình nghiên cứu, biến phụ thuộc là Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), các biến độc lập lần lượt là Đòn bẩy tài chính (Leverage), Quy mô doanh nghiệp (Asset) và Tăng trưởng (Growth) (Bảng 1).

Phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu là 41 doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2014-2020. Dữ liệu được thể hiện dưới dạng bảng doanh nghiệp - năm với số quan sát là 451 quan sát.

Trong nghiên cứu này, dữ liệu bảng dạng doanh nghiệp - năm được sử dụng để phân tích hồi quy. Các phương pháp hồi quy được sử dụng là bình phương nhỏ nhất (OLS), phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM), phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM).

BẢNG 1: MÔ TẢ BIẾN

Ký hiệu	Tên biến	Công thức
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
Leverage	Đòn bẩy tài chính	Nợ phải trả/Tổng tài sản
Asset	Quy mô doanh nghiệp	Logarit của tổng tài sản
Growth	Tăng trưởng	(Doanh thu năm sau - Doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước

Nguồn: Đề xuất của nhóm nghiên cứu

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ

Biến	Số quan sát	Mean	Min	Max
ROA	451	0,0913	-0,3172	0,7219
Leverage	451	0,4343	0,03	0,97
Asset	451	1,4708	0,0623	5,5972
Growth	451	0,1046	-0,7286	3,1390

BẢNG 3: MA TRẬN TƯƠNG QUAN

	ROA	Leverage	Asset	Growth
ROA	1,0000			
Leverage	-0,4412**	1,0000		
Asset	0,2291**	-0,0964*	1,0000	
Growth	0,0883	0,1291**	-0,0173	1,0000

* với P-value ở mức 5%, ** ở mức P-value 1%

BẢNG 4: KIỂM ĐỊNH VIF

Biến	VIF	1/VIF
Leverage	1,03	0,9745
Growth	1,02	0,9833
Asset	1,01	0,9906
Mean VIF	1,02	

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Thống kê mô tả

Bảng 2 cho thấy, Hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ngành thực phẩm đồ uống có giá trị trung bình toàn ngành là 0,0913, giá trị lớn nhất là 0,7219, giá trị thấp nhất là -0,3172. Đòn bẩy tài chính có mức trung bình là 0,4343, cho thấy, 43,43% nguồn tài trợ của doanh nghiệp là từ nợ vay. Giá trị thấp nhất và cao nhất của Đòn bẩy tài chính lần lượt là 0,03 và 0,97 cho thấy, mức độ sử dụng nợ là có sự khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp trong cùng một ngành kinh doanh.

Ma trận tương quan

Bảng 3 cho thấy mối tương quan giữa các biến trong mô hình. Có thể thấy, biến ROA có tương quan chặt với 3 biến độc lập của mô hình là Leverage, Asset và Growth thể hiện ở hệ số tương quan cao và có ý nghĩa thống kê. Các cặp quan hệ Leverage và Asset, Leverage và Growth đang có tương quan có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý mô hình có thể có đa cộng tuyến giữa các biến độc lập.

BẢNG 5: KẾT QUẢ HỒI QUY OLS, REM VÀ FEM

ROA	OLS		REM		FEM	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Leverage	-0,2256	0,000**	-0,2163	0,000**	-0,2126	0,000**
Asset	0,0175	0,000**	0,0172	0,004**	0,0169	0,026**
Growth	0,0413	0,000**	0,0352	0,000**	0,0343	0,000**
Cons	0,1591	0,000**	0,1563	0,000**	0,1552	0,000**
R ²	25,15%		25,12%		25,12%	

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Kiểm định đa cộng tuyến

Mặc dù kết quả của ma trận tương quan cho thấy biến Leverage có tương quan với Asset và Growth, điều này ẩn chứa nguy cơ các biến trong mô hình có thể bị đa cộng tuyến, tuy nhiên khi thực hiện kiểm định VIF thì kết quả cho thấy, hệ số VIF < 2, các biến trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến (Bảng 4).

Kết quả hồi quy

Nghiên cứu đã sử dụng kiểm định Breusch-Pagan để lựa chọn giữa mô hình OLS và REM, kết quả cho thấy OLS không phải mô hình phù hợp. Kiểm định Hausman đã được sử dụng để lựa chọn giữa mô hình REM và FEM. Kết quả của kiểm định Hausman cho thấy FEM là mô hình phù hợp hơn.

Khi so sánh cả 3 mô hình OLS, REM và FEM (Bảng 5), biến Đòn bẩy tài chính có hệ số hồi quy Coef âm ở cả 3 mô hình. Kết quả này cho thấy, biến Leverage tác động ngược chiều đến ROA và kết quả của hệ số hồi quy này vững ở cả 3 mô hình.

KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu cho thấy, Đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, giả thuyết nghiên cứu H1 được chấp nhận. Kết quả này cũng đồng nhất quan điểm với các lý thuyết cơ sở và các nghiên cứu trước (Ali và cộng sự, 2019; Akhtar và cộng sự, 2012). Kết quả nghiên cứu này cũng hàm ý rằng, các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam nên cân nhắc sử dụng tỷ trọng nợ hợp lý trong cơ cấu vốn để việc sử dụng nợ không ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có thể điều chỉnh mức độ sử dụng nợ của mình để đạt được cơ cấu vốn tối ưu. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Akhtar, S., Javed, B., Maryam, A., and Sadia, H. (2012). Relationship between financial leverage and financial performance: Evidence from fuel & energy sector of Pakistan, *European Journal of Business and Management*, 4(11), 7-17
2. Ali, M. M., Hussin, N. N. A., and Ghani, E. K. (2019). Liquidity, Growth and Profitability of Non-Financial Public Listed Malaysia: A Malaysian Evidence, *International Journal of Financial Research*, 10(3), 194-202
3. Banafa, A. S. A. (2015). The impact of leverage on Financial performance of listed non financial firm in Kenya, *International Journal of Finance and Accounting*, 4(7), 1-20
4. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., and Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*, Tata McGraw-Hill Education
5. Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1982). *Corporate financial structure and managerial incentives*, In The economics of information and uncertainty (107-140), University of Chicago Press
6. Javeed, L., and Tabassam, R. (2018). Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence From Listed Textile Industry of Pakistan, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(4)
7. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American economic review*, 76(2), 323-329
8. Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360
9. Myers, S. C. (2001). Capital structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102, <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
10. Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221
11. Rehman, S. S. F. U. (2013). Relationship between financial leverage and financial performance: Empirical evidence of listed sugar companies of Pakistan, *Global Journal of Management and Business Research*, 13(C8), 33-40
12. Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach, *Bell J Econ*, 8(1), 23-40, <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n1.2>