

# Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: Vai trò của cạnh tranh ngành

CHÂU VĂN THƯỜNG

Trường Đại học Công nghệ TP.HCM – cv.thuong@hutech.edu.vn

TRẦN LÊ KHANG

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – khang.tl@vnp.edu.vn

NGUYỄN CÔNG THÀNH

Trường Đại học Quốc tế RMIT – s3695752@rmit.edu.vn

*Ngày nhận:*

28/09/2017

*Ngày nhận lại:*

29/10/2017

*Ngày duyệt đăng:*

30/10/2017

*Mã số:*

0917-G19-V06

Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của mức độ cạnh tranh ngành, tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dữ liệu nghiên cứu được lấy từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn 2007–2015 và được phân loại thành 13 nhóm ngành. Bằng kỹ thuật ước lượng GMM hai bước với biến công cụ cho dữ liệu bảng không cân bằng, kết quả nghiên cứu phát hiện tác động tích cực của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam; quan trọng hơn, tác động này mạnh hơn, tương ứng với cạnh tranh ngành cao hơn. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng mang nhiều hàm ý quan trọng cho hoạt động đầu tư và hoạch định chính sách doanh nghiệp.

## ***Abstract***

*Từ khóa:*

Cạnh tranh ngành; Cấu trúc vốn; Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

*Keywords:*

Industry competition; Capital structure; Firm performance.

The research examines the influence of industry competition and the effect of capital structure on firm performance. The data includes financial statements of listed companies on Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) from 2007 to 2015 in a range of 13 different industries. By applying two-step GMM technique with tangibility and non-debt tax shield employed as instrument variables for unbalanced panel data, the results indicate that capital structure has a positive impact on firm performance and that this effect becomes stronger in the markets with high levels of competition. Furthermore, these findings provide significant implications for investment and policy making among enterprises.

## 1. Giới thiệu

Cho đến nay, các nhà nghiên cứu thuộc lĩnh vực tài chính vẫn quan tâm và tranh luận nhiều về cấu trúc vốn và kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu tiên phong của Modigliani và Miller (1958) cho rằng hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn không có mối quan hệ với nhau. Tiếp theo đó, khá nhiều nghiên cứu đã tập trung phân tích mối quan hệ giữa hai yếu tố này; trong đó, cấu trúc vốn được cho là có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo hai hướng: tác động dương và tác động âm (Abor, 2005; Harris & Raviv, 1991; Jensen, 1986; Jermias, 2008; Khan, 2012; Kyereboah-Coleman, 2007; Margaritis & Psillaki, 2010; Onaolapo & Kajola, 2010; San & Heng, 2011).

Về tác động dương của nợ vay lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, có các tranh luận về sự đánh đổi giữa lợi ích từ lá chắn thuế và chi phí nợ của doanh nghiệp (Jensen & Meckling, 1976); tác động giới hạn về khả năng vay thêm nợ (Brander & Lewis, 1986); và tác động điều tiết của nợ vay (Grossman & Hart, 1983; Jensen, 1986) là những lý thuyết điển hình. Trong khi đó, về tác động âm của cấu trúc vốn lên hiệu quả của doanh nghiệp, các tranh luận về đầu tư không tối ưu đi kèm với nợ (Myers, 1977); và tranh luận về hành vi của các bên khác nhau đối với đòn bẩy tài chính (Maksimovic & Titman, 1991; Titman, 1984) là những hướng nghiên cứu chính. Trong đó, lý thuyết thâu tóm doanh nghiệp cho rằng các doanh nghiệp nằm trong ngành mà gánh chịu sự cạnh tranh dữ dội từ các doanh nghiệp trong cùng ngành thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp đó thâu tóm bản thân doanh nghiệp này (Bolton & Scharfstein, 1988; Bolton & Scharfstein, 1990; Chavalier & Scharfstein, 1996; Chevalier, 1995a; Dasgupta & Titman, 1998; Kovenock & Phillips, 1997).

Vì vậy, việc đưa thêm điều kiện cạnh tranh ngành vào xem xét tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là thực sự cần thiết. Trong thực tế, bằng chứng về ảnh hưởng của cạnh tranh ngành lên tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả doanh nghiệp đã được tiến hành trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm (Campello, 2003, 2006; Chevalier, 1995a, 1995b; Chevalier & Scharfstein, 1994; Hellmann & Puri, 2000; Kovenock & Phillips, 1997; Maksimovic, 1995; Opler & Titman, 1994; Phillips, 1995).

Việt Nam được xếp vào nhóm thị trường mới nổi trong thời gian gần đây, kèm theo đó là tốc độ tăng trưởng kinh tế cao trong gần 2 thập kỉ qua, với nhiều hoạt động mở cửa

thương mại và thu hút dòng vốn đầu tư từ giai đoạn mở cửa kinh tế sau chiến lược đổi mới từ thập niên 1980 (Hoang & cộng sự, 2010; Miguel & Roland, 2011). Thêm vào đó, hệ thống tài chính của Việt Nam tập trung phát triển chủ yếu ở hệ thống ngân hàng thương mại, các doanh nghiệp hoạt động vẫn chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ với nhu cầu vốn chủ yếu được cung cấp từ hệ thống ngân hàng. Vì vậy, cấu trúc vốn có vai trò quan trọng với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam (Chang & cộng sự, 2014; Gueorguiev & Malesky, 2012; Tran và cộng sự, 2015), trong khi đó với việc mở cửa kinh tế và tư nhân hóa nhiều lĩnh vực kinh tế của Việt Nam, áp lực cạnh tranh trong các ngành cũng tăng lên bên cạnh cạnh tranh từ các yếu tố nước ngoài (Quy & cộng sự, 2014; Tran & cộng sự, 2015), do đó cần thiết phải xem xét vai trò của cạnh tranh ngành đối với mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và đòn bẩy tài chính cho trường hợp các doanh nghiệp Việt Nam.

Sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng cho mẫu gồm 302 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn 2007–2015, nghiên cứu nhằm trả lời cho câu hỏi sau: Mức độ cạnh tranh ngành đóng vai trò như thế nào đối với tác động của nợ lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam? Trả lời câu hỏi nghiên cứu trên, tác giả tin tưởng sẽ có những đóng góp nhất định cho học thuật và thực tiễn. Thứ nhất, nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm trong trường hợp nền kinh tế mới nổi, nhỏ và đang trong quá trình tái cấu trúc sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 về vai trò của cạnh tranh ngành đến tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả của doanh nghiệp xét về mặt lợi nhuận. Thứ hai, nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm có ý nghĩa cho cả hoạt động đầu tư trong xây dựng danh mục đầu tư và hoạt động hoạch định chính sách quản lý ngành với định hướng tự do hóa thị trường và nâng cao khả năng cạnh tranh trong các ngành ở Việt Nam.

Cấu trúc của bài nghiên cứu được thể hiện thông qua các phần sau đây: Phần 2 trình bày các lý thuyết nền tảng và các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan tới mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và mức độ cạnh tranh với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; từ đó, tác giả đề xuất các giả thuyết cho nghiên cứu trong Phần 3; Dữ liệu và mô hình nghiên cứu được trình bày trong phần 4. Phần 5 chỉ ra kết quả ước tính của mô hình nghiên cứu trong phần trước đó; Nội dung tóm tắt về trọng tâm của toàn bài nghiên cứu được trình bày trong phần kết luận.

## 2. Cơ sở lí thuyết và lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan

Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một trong những vấn đề được quan tâm rộng rãi và sâu sắc trong lĩnh vực lí thuyết về tài chính. Xuất phát từ nghiên cứu khởi điểm của Modigliani và Miller (1958), hai tác giả đề xuất lí thuyết cấu trúc tài chính (sau này được gọi tên là lí thuyết MM) cho rằng những giả định của thị trường vốn hoàn hảo (như: không có thuế, không có chi phí giao dịch, và không có thông tin bất cân xứng làm cho cấu trúc vốn không có ảnh hưởng tới giá trị của doanh nghiệp). Hay nói cách khác, việc sử dụng nhiều hay ít nợ không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, lí thuyết này được rất nhiều tác giả chứng minh không hiệu quả trong việc giải thích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả của doanh nghiệp trong thực tiễn chính bởi vì các giả định về thị trường vốn hoàn hảo trong thực tiễn không tồn tại (Kjellman & Hansén, 1995; Myers, 1984).

Vì vậy, các lí thuyết tài chính bắt đầu phát triển theo hướng dần loại bỏ các giả định của lí thuyết MM để đưa thêm các yếu tố mới vào nhằm giải thích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Lí thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) xác định hai loại vấn đề đại diện mà doanh nghiệp đối mặt. Thứ nhất, vấn đề đại diện xảy ra do xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và quản lí doanh nghiệp (Bolton & Scharfstein, 1990), trong đó, giám đốc thường điều hành doanh nghiệp theo hướng đem lại lợi ích cho mình hơn là lợi ích của cổ đông, vì vậy người chủ sở hữu thường thực hiện kiểm tra và giám sát giám đốc điều hành nhằm để khắc phục các hành vi vi phạm đạo đức kinh doanh (rủi ro đạo đức) cũng như là đưa ra các chế độ đãi ngộ tốt như tăng lương hay cho giám đốc sở hữu cổ phần trong doanh nghiệp (Barnea & cộng sự, 1981). Tuy nhiên, những hành động như vậy lại làm gia tăng chi phí đại diện của doanh nghiệp và làm suy giảm lợi nhuận. Đòn bẩy tài chính là một công cụ hữu hiệu trong tình huống này vì sử dụng nợ sẽ làm giảm đi dòng tiền mặt mà giám đốc có thể tùy ý sử dụng cũng như là đặt giám đốc vào việc phải điều hành doanh nghiệp hiệu quả để đáp ứng được các ràng buộc từ hợp đồng vay nợ và sự giám sát từ người cho vay (Leland, 1998). Như vậy, gia tăng đòn bẩy tài chính giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn do giảm được chi phí đại diện (Harvey & cộng sự, 2004). Thứ hai, vấn đề đại diện nảy sinh do xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và chủ nợ của doanh nghiệp, trong đó, chủ sở hữu thường chấp nhận đầu tư vào các dự án rủi ro bằng nguồn vốn tài trợ từ nợ vay bởi vì lợi nhuận thuộc về họ khi dự án thành công, còn khi mà dự án thất bại thì khoản lỗ được gánh chịu bởi cả chủ sở hữu và chủ nợ (Jensen & Smith, 1985), vì vậy,

chủ nợ thường đòi hỏi lãi suất cao và điều kiện ràng buộc khắc khe hơn khi cấp tín dụng dẫn đến sự gia tăng chi phí tài trợ vốn vay của doanh nghiệp, và chi phí của doanh nghiệp có thể sẽ cao hơn khi mà đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp đang ở mức cao vì tỉ lệ nợ cao là một tín hiệu xấu đối với chủ nợ (Mello & Parsons, 1992). Ngoài ra, đòn bẩy tài chính có thể dẫn tới tình trạng đầu tư không tối ưu của doanh nghiệp vì khi đòn bẩy tài chính cao thì doanh nghiệp thường phải chấp nhận những điều kiện ràng buộc pháp lí khó khăn từ chủ nợ khiến doanh nghiệp phải hủy thực hiện các dự án đầu tư có thể sinh lời (Aghion & cộng sự, 2010; Gelos & Werner, 2002), khi đó, một số dự án không tối ưu về lợi nhuận và rủi ro nhưng sẽ được doanh nghiệp lựa chọn thực hiện với mong đợi đạt được mức sinh lời cao hơn, vô hình chung làm giảm giá trị của doanh nghiệp (Myers, 1977). Như vậy, hiệu quả của doanh nghiệp xét về mặt lợi nhuận chịu tác động âm của cấu trúc vốn. Dựa trên nền tảng đó, một số nghiên cứu trước đây đã chứng minh tác động dương của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như: (Abor, 2005; Berger & Bonaccorsi di Patti, 2006; El-Sayed Ebaid, 2009; Margaritis & Psillaki, 2010; Weill, 2008; Zeitun & Tian, 2014); trong khi các nghiên cứu khác phát hiện tác động âm của đòn bẩy tài chính (Bebchuk & cộng sự, 2008; Bhagat & Bolton, 2008, 2013; Bhagat & Bolton, 2009; Brown & Caylor, 2006; Ghosh, 2008; Gompers & cộng sự, 2003; King & Santor, 2008); còn một số nghiên cứu khác nữa thì lại chứng minh sự không liên quan của cấu trúc vốn tới lợi nhuận của doanh nghiệp (Krishnan & Moyer, 1997; Phillips & Sipahioglu, 2004).

Ở một hướng nghiên cứu khác, đòn bẩy tài chính cũng được cho là có mối quan hệ nhất định đối với mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành. Brander và Lewis (1986) cho rằng việc sử dụng đòn bẩy tài chính giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh so với các doanh nghiệp khác trong ngành bởi khả năng pháp lí giới hạn từ đó làm giảm chi phí đại diện. Tuy nhiên, Wanzenried (2003) lại cho rằng khả năng pháp lí giới hạn không làm tăng lợi nhuận của doanh nghiệp đang sử dụng đòn bẩy tài chính mà đôi khi còn khiến cho lợi nhuận của những doanh nghiệp này giảm bởi vì khả năng pháp lí giới hạn khiến doanh nghiệp gia tăng sản xuất sản phẩm, từ đó làm giảm giá trị thực của doanh nghiệp. Lợi nhuận của doanh nghiệp càng giảm thì sản phẩm của doanh nghiệp càng dễ bị thay thế hơn, khi đó, sản phẩm của doanh nghiệp hoàn toàn có thể bị thay thế bởi sản phẩm của đối thủ khác trong cùng ngành trên thị trường, và dẫn đến khả năng bị thâm thối cao. Cuối cùng, đòn bẩy tài chính cao khiến cho bản thân doanh nghiệp không thể cạnh tranh lại với các doanh nghiệp khác khi xét trong cùng lĩnh vực hoạt

động (Bolton & Scharfstein, 1990; Brander & Lewis, 1986; Chavalier & Scharfstein, 1996; Dasgupta & Titman, 1998; Fudenberg & Tirole, 1986; Maksimovic, 1988).

Dựa theo tiêu chí sản phẩm, một ngành có thể được phân nhóm theo tính cạnh tranh từ ngành tập trung (tính cạnh tranh thấp) đến cạnh tranh hoàn toàn (tính cạnh tranh cao) (Barney, 1986). Trong ngành tập trung, khi một doanh nghiệp mới muốn tham gia vào ngành sẽ đối mặt với nhiều khó khăn bởi các rào cản và các áp lực từ doanh nghiệp khác đã tồn tại trong ngành (Porter, 2008), dẫn đến lợi nhuận biên của các doanh nghiệp mới tham gia vào thị trường giảm và nhà đầu tư cũng như chủ nợ thường nhận được tín hiệu sai về tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai vì lợi nhuận là một tín hiệu quan trọng dùng để đánh giá triển vọng của doanh nghiệp (Fudenberg & Tirole, 1986). Vì vậy, bản thân các doanh nghiệp đã ở trong ngành tập trung với ít tính cạnh tranh sẽ có lợi thế hơn và ít rủi ro bị cạnh tranh từ các đối thủ ngoài ngành, do đó, hoạt động sẽ ít chặt chẽ hơn và có rủi ro đạo đức cao hơn (Xiao & Dong, 2000). Bên cạnh đó, trong ngành tập trung thì doanh nghiệp với đòn bẩy tài chính cao thường bị ràng buộc về mặt pháp lý cao hơn so với các đối thủ có đòn bẩy tài chính thấp dẫn đến chi phí đại diện giữa chủ nợ và chủ sở hữu cao hơn. Vì vậy, ngành tập trung kết hợp với mức độ nợ cao có thể làm doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả hơn. Ở khía cạnh ngược lại, với tính cạnh tranh thấp, cơ hội đầu tư với tỉ suất sinh lời cao hơn, đồng thời với rủi ro thấp hơn trong hoạt động, và đặc biệt số lượng doanh nghiệp hoạt động trong ngành sẽ ít (Bonaccorsi di Patti & Dell'Aricecia, 2004), tạo lợi thế cho hiệu quả giám sát của chủ nợ cao hơn và hiệu quả giám sát của cả chủ sở hữu cũng cao hơn, vì thế, trong trường hợp doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều hơn có thể giúp chủ sở hữu giảm bớt chi phí đại diện cho hoạt động giám sát của mình mà vẫn bảo đảm giảm rủi ro đạo đức của ban giám đốc do có sự giám sát chặt chẽ của chủ nợ, từ đó làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do đó, cần thiết phải xác định tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả của doanh nghiệp xét về mặt lợi nhuận dưới sự kiểm soát của yếu tố cạnh tranh trong ngành, đặc biệt ở các quốc gia mở cửa và có nhiều thay đổi trong ngành như Việt Nam (Quy & cộng sự, 2014; Tran & cộng sự, 2014, 2015).

### **3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu**

#### *3.1. Phương pháp nghiên cứu*

Phần lý thuyết tài chính và lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm trước đây đã giúp tác giả có cơ sở trong việc đưa ra các giả thuyết nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn

lên lợi nhuận và vai trò của cạnh tranh nội ngành lên mối quan hệ giữa hai yếu tố này:

*H<sub>1</sub>: Sử dụng nợ trong cấu trúc vốn có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp<sup>1</sup>*

*H<sub>2</sub>: Tác động của đòn bẩy tài chính bị ảnh hưởng bởi mức độ cạnh tranh thị trường<sup>2</sup>*

Để kiểm định hai giả thuyết trên, tác giả sử dụng mô hình thực nghiệm được trình bày như sau:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it-1} + \beta_2 COM_{jt} + \beta_3 LEV_{it-1} * COM_{jt} + \psi'x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

$ROA_{it}$ : Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;

$\alpha$  là hệ số chặn hay còn gọi là hằng số của mô hình;

$LEV_{it-1}$ : Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của DN  $i$  tại thời điểm  $t-1$ ;

$COM_{jt}$ : Biến đại diện cho đặc trưng cạnh tranh trong ngành  $j$  tại thời điểm  $t$ . Biến này được tính toán thông qua hai chỉ số là chỉ số là Herfindahl–Hirschman (HHI) và Boone (BI);

$x_{it}$ : Bộ gồm các biến giải thích khác cho mô hình nghiên cứu được đề cập trong các nghiên cứu trước đó như là các yếu tố tác động tới lợi nhuận của doanh nghiệp;

$LEV_{it-1} * COM_{jt}$ : Biến tương tác giữa đòn bẩy tài chính và cạnh tranh ngành; và

$\varepsilon_{it}$ : Sai số chuẩn.

Biến đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), được đo lường bằng tổng lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp và khấu hao chia cho tổng tài sản. Biến ROA được cho là bị tác động bởi các tiêu chuẩn kế toán khác nhau do ROA được tính toán dựa trên sổ sách kế toán của doanh nghiệp. Tuy nhiên, so với hệ số Tobin's Q thì chỉ số này được xem là có tính đại diện tốt hơn cho nghiên cứu này. Demsetz và Lehn (1985) chỉ ra rằng ROA là biến tốt hơn khi đề cập tới hoạt động

<sup>1</sup> Chi phí đại diện là yếu tố then chốt đối với hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Bên cạnh đó, để có thể vay được vốn thì doanh nghiệp thường phải chịu sự điều tiết lớn từ chính phủ và cả chủ nợ. Môi trường điều tiết như vậy buộc các doanh nghiệp phải hoạt động hiệu quả và có lợi nhuận cao thì mới có thể đáp ứng được điều kiện vay vốn nếu không thì sẽ rất khó để tiếp cận vốn vay cho đầu tư. Chính vì vậy, hoạt động kiểm soát như vậy đôi khi làm gia tăng chi phí của doanh nghiệp nhưng lại làm cho tác động của cấu trúc vốn lên lợi nhuận doanh nghiệp Việt Nam lại thiên về hướng tích cực nhiều hơn.

<sup>2</sup> Trong thị trường sản phẩm tập trung, doanh nghiệp được cho là sẽ dễ dàng bị tấn công bởi các đối thủ trong cùng ngành khi mà doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính (Bolton & Scharfstein, 1990; Brander & Lewis, 1986; Campello, 2003, 2006; Chavalier & Scharfstein, 1996; Chevalier, 1995a, 1995b; Fudenberg & Tirole, 1986; Kovenock & Phillips, 1997; Maksimovic, 1988; Opler & Titman, 1994). Vậy nên, lợi ích đại diện của đòn bẩy tài chính được cho là sẽ tăng hay giảm cùng với mức độ tập trung hay cạnh tranh của thị trường.

hiện tại của doanh nghiệp. Trong khi đó, Tobin's Q lại phản ánh sự phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Demsetz và Villalonga (2001) nhấn mạnh thêm rằng hệ số Tobin's Q thường chịu ảnh hưởng của tài sản hữu hình mà khấu hao của tài sản hữu hình này thì khác với khấu hao kinh tế thực sự. Hơn nữa, không giống với chỉ số kế toán đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, Tobin's Q không độc lập với tác động của tâm lý. Thêm một lý do nữa là việc sử dụng ROA giúp làm giảm thiểu sự thiên lệch về quy mô giữa các doanh nghiệp và các ngành. Biến đòn bẩy nợ (LEV) được tính toán bằng cách lấy tổng nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu này, tác giả đưa vào các biến kiểm soát đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có liên quan chẳng hạn như: Tỷ lệ tăng doanh số, quy mô hoạt động, và tỷ lệ lợi nhuận tính trung bình. Tỷ lệ tăng doanh thu (SGRO), hay khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp (King & Santor, 2008; Maury, 2006) được tính bằng chênh lệch giữa doanh thu của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$  với doanh thu trễ một thời kỳ chia cho doanh thu trễ một thời kỳ. Quy mô của doanh nghiệp (SIZE) được đo lường bằng log của tổng tài sản. Theo Ghosh (2008), thu nhập trung bình (MROA) được đo lường như là trung bình động hai năm của lợi nhuận (ROA). Tác giả sử dụng hai biến công cụ hỗ trợ cho vấn đề nội sinh trong mô hình là yếu tố đại diện cho tài sản hữu hình (TANG) và lá chắn thuế không dựa trên nợ (NDTS). Trong đó, TANG được đo lường bằng tỷ lệ của tài sản hữu hình đối với tổng tài sản. Biến này đóng vai trò chính quyết định khả năng tiếp cận của doanh nghiệp đối với tài trợ bằng nợ (Booth & cộng sự, 2001; Campello, 2006; Fresard, 2010; Myers & Majluf, 1984; Rajan & Zingales, 1995), đặc biệt là tại các quốc gia đang phát triển vì các quy định về bảo hộ cho chủ nợ và thực thi hợp đồng vay nợ tại các quốc gia này vẫn còn khá lỏng lẻo trong công tác quản lý. Bên cạnh đó, lá chắn thuế không dựa trên nợ là khấu hao tài sản cố định hữu hình và vô hình chia cho tổng tài sản.

Một trong những vấn đề quan trọng để kiểm định ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp xét về mặt lợi nhuận có kiểm soát yếu tố cạnh tranh trong ngành, tác giả phải cân nhắc việc xác định biến đại diện cho mức độ cạnh tranh ngành. Thực tế, có hai phương pháp đo lường tính cạnh tranh của ngành: Cách tiếp cận cấu trúc và phi cấu trúc (Lawton, 1999). Cách tiếp cận cấu trúc đánh giá mức độ tập trung của thị trường sử dụng chỉ số Herfindahl-Hirschman (HHI) như nghiên cứu của Campello (2006) và mức độ tập trung của bốn hoặc năm doanh nghiệp lớn nhất trong ngành (CR4 hoặc CR5) như nghiên cứu của Opler & Titman (1994), Chevalier

(1995a), Chevalier (1995b), Kovenock và Phillips (1997) và Campello (2003). Mức độ tập trung cao (HHI, CR4, hoặc CR5 cao) thường đi kèm với khả năng cạnh tranh thấp hơn và ngược lại. Trong khi đó, cách tiếp cận phi cấu trúc đo lường khả năng cạnh tranh của thị trường. Cách thức này thường được đánh giá cao hơn so với tiếp cận cấu trúc bởi lẽ mức độ tập trung cao của thị trường chưa hẳn đã hàm ý cho khả năng cạnh tranh trong thị trường thấp hơn (Guzmán & cộng sự, 2012). Thật vậy, giả thuyết về mối quan hệ giữa cấu trúc thị trường và tính hiệu quả cho thấy mức độ tập trung cao trong thị trường đơn giản chỉ là kết quả của tính hiệu quả trong thị trường (Demsetz, 1973). Một số doanh nghiệp hoạt động hiệu quả có thể mở rộng thị phần tương đối nhanh trong khi các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả thì ngày càng thu hẹp về quy mô (Boone & cộng sự, 2004). Trong khi đó, mức độ tập trung cao đôi khi xuất phát từ sự cạnh tranh mạnh mẽ của các doanh nghiệp trong thị trường dẫn đến việc các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả sẽ buộc các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả rời khỏi thị trường (Boone, 2008a). Như vậy, mức độ tập trung không dự đoán chính xác được mức độ cạnh tranh trên thị trường. Với những vấn đề nảy sinh từ cách tiếp cận cấu trúc, Boone (2000) sử dụng một chỉ số mới để đo lường mức độ cạnh tranh thị trường, đó là chỉ số Boone (BI). Chỉ số này đo lường mức độ nhạy cảm của lợi nhuận doanh nghiệp đối với tính không hiệu quả trên thị trường, vì trong thị trường cạnh tranh thì doanh nghiệp thường sẽ phải gánh chịu một khoản lỗ khá lớn khi nó hoạt động không hiệu quả, cho nên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ gia tăng với mức độ hoạt động hiệu quả của doanh nghiệp và sự gia tăng này sẽ cao hơn trong thị trường cạnh tranh (Boone, 2008b).

Như vậy, BI là biến đo lường được ưa thích hơn trong các nghiên cứu về tính cạnh tranh của ngành và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Boone và cộng sự, 2013). Tuy nhiên, để tăng độ tin cậy, tác giả lần lượt sử dụng cả hai biến đại diện cho tính cạnh tranh ngành để nghiên cứu ảnh hưởng của cạnh tranh ngành trong tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Beiner và cộng sự (2011), HHI được đo lường như là tổng thị phần của mỗi doanh nghiệp trong một ngành cụ thể. Có nghĩa là:

$$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^{N_j} \left( \frac{\text{Doanh thu}_{ijt}}{\sum_{i=1}^{N_j} \text{Doanh thu}_{ijt}} \right)^2 \quad (2)$$

Trong đó,

$HHI_{jt}$  : Chỉ số cạnh tranh HHI đại diện cho ngành công nghiệp  $j$  tại thời điểm  $t$ ;

$\text{Doanh thu}_{ijt}$  : Doanh thu của doanh nghiệp  $i$  trong ngành  $j$  tại thời điểm  $t$ . Biến này

càng cao thì mức độ tập trung của thị trường càng cao và tính cạnh tranh vì thế cũng giảm đi.

BI được xem là chỉ số giúp đánh giá trực tiếp mức độ cạnh tranh trên thị trường. Chỉ số này dựa trên giả thuyết về mức độ cạnh tranh và tính hiệu quả của doanh nghiệp với giả định rằng trong thị trường cạnh tranh thì doanh nghiệp sẽ bị tổn thất nhiều hơn nếu chúng không hoạt động hiệu quả (Boone, 2008b; Boone & cộng sự, 2005; Boone & cộng sự, 2007), cho nên trong ngành cạnh tranh, chi phí biên cao làm mức độ biến động của lợi nhuận giảm mạnh. Từ đó, biến BI được ước tính theo phương trình hồi quy sau:

$$VROA_{it} = \alpha + \beta_t \ln MC_{ij} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó:

$VROA_{it}$ : Lợi nhuận biên đổi (đo lường bằng sự khác biệt giữa tổng doanh thu và giá vốn hàng bán, hay là doanh thu ròng, của doanh nghiệp  $i$  trong ngành  $j$  trên tổng tài sản của doanh nghiệp);

$\ln MC_{ij}$ : Được tính bằng cách lấy log của tỉ lệ giá vốn hàng bán trên tổng doanh thu của doanh nghiệp  $i$  trong ngành  $j$ ; và

$\beta_t$ : Hệ số hồi quy của phương trình (3). Hệ số này khác nhau theo từng mốc thời gian và giá trị tuyệt đối của hệ số này chính là mức độ cạnh tranh của các ngành khác nhau theo từng mốc thời gian trong giai đoạn 2007–2015. Hệ số này được mong đợi là mang dấu âm. Giá trị tuyệt đối của hệ số càng cao thì mức độ cạnh tranh trong ngành càng cao. Vì lẽ đó, BI là giá trị tuyệt đối của  $\beta_t$ .

Như đã được chỉ ra trong phần giả thuyết nghiên cứu thì mức độ cạnh tranh thị trường là nhân tố quan trọng trong việc đánh giá ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả doanh nghiệp xét về mặt lợi nhuận. Để có thể nắm bắt được tác động của cạnh tranh, phương trình đưa thêm biến tương tác giữa biến đại diện cho cấu trúc vốn và hai chỉ số đại diện cho cạnh tranh. Bên cạnh đó, nhóm tác giả đặc biệt quan tâm đến hiện tượng nội sinh trong mô hình nghiên cứu, hiện tượng này thường xuất phát từ ba nguyên nhân chính là: Tác động đồng thời, cách thức đo lường biến chưa hợp lí, và do thiếu biến nghiên cứu trong mô hình. Để giảm tác động đồng thời giữa biến LEV và ROA, tác giả đã sử dụng biến độ trễ của LEV bởi vì đòn bẩy tài chính quá khứ thường tác động tới lợi nhuận doanh nghiệp trong hiện tại chứ lợi nhuận hiện tại khó mà tác động tới đòn bẩy tài chính trong quá khứ. Tuy nhiên, bên cạnh vấn đề tác động đồng thời thì kết quả nghiên cứu phần nào cũng chịu tác động từ việc thiếu biến nghiên cứu và đo lường các

biến đại diện cho cạnh tranh chưa được chính xác cho nên tác giả sử dụng phương pháp Mômen tổng quát hai giai đoạn. Nghi ngờ biến LEV bị nội sinh, tác giả quyết định sử dụng biến công cụ để làm giảm hiện tượng nội sinh gây ra bởi biến này. Hai biến công cụ được sử dụng là TANG và NDTs.

Hai biến công cụ TANG và NDTs về cơ bản được xem là hai biến công cụ phù hợp. Đầu tiên, TANG là tỉ lệ mà các tổ chức cho vay thường sử dụng để đánh giá khả năng trả nợ của khách hàng, từ đó đưa ra quyết định cho doanh nghiệp vay vốn (Booth & cộng sự, 2001; Campello, 2006). Như vậy, tác động của biến này lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp chủ yếu thông qua mức vốn tài trợ cho doanh nghiệp. Điều này cho thấy TANG là biến công cụ phù hợp cho LEV (Campello, 2006). Thứ hai, doanh nghiệp không chỉ dựa trên nợ mà còn dựa trên một số yếu tố khác để tạo nên lá chắn thuế cao để có được mức đòn bẩy tài chính thấp (DeAngelo & Masulis, 1980; Marsh, 1982), và yếu tố đó phải không tác động trực tiếp lên lợi nhuận của doanh nghiệp trước khi tính khấu hao. Điều này hàm ý lá chắn thuế không dựa trên nợ là một biến công cụ có hiệu lực cho đòn bẩy tài chính. Thực tế, mối quan hệ giữa hai biến này đã được chứng minh trong nghiên cứu của Fama và French (2002). Tóm lại, nghiên cứu có thể sử dụng cả hai biến này làm biến công cụ cho đòn bẩy tài chính.

#### **4. Dữ liệu nghiên cứu**

Tác giả sử dụng dữ liệu bảng của 302 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE giai đoạn 2007–2015. Mẫu 302 doanh nghiệp được nhóm lại thành 13 phân ngành công nghiệp khác nhau dựa trên tiêu chuẩn phân ngành trên thị trường chứng khoán. Các phân ngành gồm: Bán buôn; bán lẻ; công nghệ và thông tin; dịch vụ, chuyên môn, khoa học, và công nghệ; dịch vụ lưu trú và ăn uống; khai khoáng; nghệ thuật và giải trí; sản xuất; sản xuất nông nghiệp; tài chính và bảo hiểm; tiện ích; vận tải; bất động sản.

**Bảng 1****Kết quả mô hình ước lượng chỉ số BI**

Năm	$VROA_{it} = \alpha + \beta_t Ln(MC_{ij}) + \varepsilon_{it}$				Kiểm định F
	Hệ số $\alpha$		Hệ số $\beta_t$		
2007	0,175	[0,000]	-0,014	[0,406]	0,690***
2008	0,116	[0,000]	-0,235	[0,000]	215,3***
2009	0,182	[0,000]	-0,031	[0,210]	1,580***
2010	0,176	[0,000]	-0,046	[0,093]	2,840***
2011	0,162	[0,000]	-0,089	[0,004]	8,580***
2012	0,143	[0,000]	-0,091	[0,001]	11,07***
2013	0,129	[0,000]	-0,101	[0,000]	13,18***
2014	0,121	[0,000]	-0,139	[0,000]	25,73***
2015	0,052	[0,000]	-0,442	[0,000]	296,9***

Ghi chú: Các giá trị p-value của các hệ số ước lượng được trình bày trong dấu ngoặc vuông [ ]

\*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 1 trình bày kết quả ước lượng cho mô hình tính toán chỉ số cạnh tranh ngành BI. Kết quả ước lượng cho thấy hầu hết các hệ số  $\beta_t$  đại diện cho chỉ số cạnh tranh ngành đều âm và có ý nghĩa thống kê phù hợp với cơ sở lý thuyết được trình bày trong phần 2. Bên cạnh đó, hầu hết các giá trị kiểm định thống kê F đều cho thấy tính phù hợp của mô hình nghiên cứu. Bảng 2 trình bày giá trị trung bình của các biến nghiên cứu chia theo ngành. Bảng 2 cho thấy sự biến động của biến lợi nhuận trên tổng tài sản và đòn bẩy tài chính khác nhau qua các ngành và sự chênh lệch này không quá lớn. Kết quả chỉ ra ngành nghệ thuật, vui, chơi và giải trí có cả lợi nhuận cũng như đòn bẩy tài chính thấp nhất và mức độ cạnh tranh thị trường cũng khá cao. Trong khi đó, ngành dịch vụ, chuyên môn khoa học và công nghệ có tỉ lệ lợi nhuận thấp, đòn bẩy tài chính cao nhất, và mức độ cạnh tranh thấp nhất trong các ngành.

**Bảng 2****Kết quả thống kê giá trị trung bình của các biến theo ngành**

Ngành	ROA	LEV	SIZE	SGRO	MROA	TANG	NDTS	HHI	BI
Bán buôn	0,1222	0,5778	27,2562	0,2011	0,1260	0,1778	0,0153	0,00000102	0,1256
Bán lẻ	0,1372	0,5019	27,0218	0,2350	0,1386	0,2107	0,0181	0,00000700	0,1236
Công nghệ và thông tin	0,1488	0,5224	26,7434	0,2121	0,1481	0,1132	0,0186	0,00000007	0,1056
Dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ	0,1023	0,6887	27,9665	0,1231	0,1014	0,2604	0,0173	0,00000040	0,0931
Dịch vụ lưu trú và ăn uống	0,1043	0,2924	26,0332	3,1123	0,0779	0,6129	0,0459	0,00000000	0,1056
Khai khoáng	0,1374	0,2987	26,3381	0,8177	0,1293	0,3330	0,0261	0,00000081	0,1197
Nghệ thuật và giải trí	0,0530	0,1329	26,7046	0,1102	0,0557	0,4475	0,0363	0,00000001	0,1199
Sản xuất	0,1479	0,4764	27,4977	13,9526	0,1489	0,2877	0,0312	0,00000119	0,1299
Sản xuất nông nghiệp	0,1295	0,3119	27,6856	0,1472	0,1352	0,3152	0,0210	0,00000017	0,1297
Tài chính và bảo hiểm	0,0915	0,5056	28,5387	0,5490	0,0968	0,0480	0,0045	0,00000078	0,1070
Tiện ích	0,1850	0,4331	27,7158	0,6571	0,1886	0,4597	0,0573	0,00001040	0,1276
Vận tải	0,1590	0,3952	27,1543	0,1977	0,1623	0,5029	0,0557	0,00000012	0,1362
Bất động sản	0,0729	0,5748	27,7829	1,8607	0,0736	0,1552	0,0124	0,00000032	0,1242

*Nguồn:* Tính toán của tác giả

Bảng 3 trình bày ma trận hệ số tương quan của các biến trong mô hình nghiên cứu. Kết quả về mối quan hệ tương quan giữa các biến giải thích cho thấy khả năng tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo trong mô hình không cao do độ lớn của các hệ số tương quan giữa các biến giải thích đều rất thấp.

**Bảng 3**

## Ma trận hệ số tương quan

	ROA <sub>it</sub>	LEV <sub>it-1</sub>	SGRO <sub>it</sub>	SIZE <sub>it</sub>	MROA <sub>it</sub>	HHI <sub>it</sub>	BI <sub>it</sub>
ROA <sub>it</sub>	-1,0000						
LEV <sub>it-1</sub>	-0,2069***	-1,0000					
SGRO <sub>it</sub>	-0,0096	-0,0206	-1,0000				
Size <sub>it</sub>	-0,0693***	-0,2761***	-0,0056	-1,0000			
MROA <sub>it</sub>	-0,9072***	-0,2776***	-0,0012	-0,0478*	1,0000		
HHI <sub>it</sub>	-0,1604***	-0,0002	-0,0030	-0,2784***	0,1908***	-1,0000	
BI <sub>it</sub>	-0,0791***	-0,0186	-0,0170	-0,0840***	0,0826***	-0,0431**	1,0000

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

**5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận**

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng của phương trình (3). Phương pháp hồi quy GMM được sử dụng với biến tỉ lệ tài sản hữu hình và lá chắn thuế không dựa trên nợ làm biến công cụ cho đòn bẩy tài chính. Mô hình 1 sử dụng biến Competition 1 được tính toán bằng việc đổi dấu chỉ số HHI, đo lường mức độ tập trung thị trường, làm biến đại diện cho mức độ cạnh tranh. Mô hình 2 sử dụng biến Competition 2, chính là chỉ số BI, đo lường khả năng cạnh tranh của thị trường, làm biến đại diện cho mức độ cạnh tranh. Trong đó, chỉ số HHI càng cao thì mức độ cạnh tranh càng thấp trong khi chỉ số BI lại thể hiện ngược lại. Chính vì vậy, tác động của hai chỉ số này đến hiệu quả hoạt động là trái ngược nhau. Tuy nhiên, việc mã hóa hai chỉ số này thành hai biến Competition 1 và Competition 2 giúp cho kết quả hồi quy và phân lập luận của mô hình được nhất quán hơn.

**Bảng 4**

Kết quả chạy hồi quy của mô hình nghiên cứu

ROA <sub>it</sub>	Mô hình 0	Mô hình 1	Mô hình 2
LEV <sub>it-1</sub>	0,854** (2,16)	0,970** (1,97)	0,910** (-2,35)
SGRO <sub>it</sub>	0,00000527 (0,45)	0,00000675 (0,51)	-0,00000698 (-0,07)
SIZE <sub>it</sub>	-0,0272*** (-2,75)	-0,0340*** (-2,65)	-0,0314*** (-2,98)
MROA <sub>it</sub>	1,365*** (8,98)	1,393*** (7,74)	1,345*** (-10,56)
Competition 1 = -HHI <sub>it</sub>		-1775,5* (-1,68)	
LEV <sub>it-1</sub> . Competition 1		2268,6 (1,05)	
Competition 2 = BI <sub>it</sub>			-0,725** (-1,99)
LEV <sub>it-1</sub> . BI <sub>it</sub>			1,344* (-1,95)
Số biến quan sát	1.282	1.282	1.282
Giá trị p-value cho kiểm định Sargan	0,9446	0,7883	0,9796

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động dương của tỉ lệ nợ lên hiệu quả của doanh nghiệp xét về mặt lợi nhuận. Kết quả này ủng hộ cho quan điểm đòn bẩy tài chính giúp làm giảm chi phí đại diện được đề xuất bởi Jensen và Meckling (1976). Điều này cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam thường khá thận trọng trong việc vay nợ. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp tại Việt Nam thường chịu sự giám sát chặt chẽ không chỉ bởi Chính phủ

mà còn bởi các chủ nợ và bị ràng buộc không nhờ từ điều khoản hợp đồng vay nợ cho nên chủ doanh nghiệp thường nỗ lực gia tăng lợi nhuận để đáp ứng các yêu cầu pháp lý hoặc là không vay nợ quá nhiều để không phải gặp khó khăn về tài chính khi không thể chi trả lãi suất và nợ hay là phá sản doanh nghiệp. Vì thế, lợi ích từ đòn bẩy tài chính vượt trội chi phí của nó và làm cho tỉ lệ nợ trong cấu trúc vốn có tác động tích cực giúp doanh nghiệp hoạt động tốt hơn. Quan điểm này nhất quán với nghiên cứu của Weill (2008), Berger và Bonaccorsi di Patti (2006). Kết quả này ủng hộ cho mối quan hệ dương giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như giả thuyết H<sub>1</sub>.

Hầu hết các biến kiểm soát đều có tác động có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; đồng thời, dấu và mức ý nghĩa của các biến kiểm soát không thay đổi qua cả hai mô hình hàm ý kết quả nghiên cứu thể hiện tính ổn định và bền vững nhất định. Trong khi, mở rộng quy mô được xem là cách mà doanh nghiệp có thể đa dạng hóa sản phẩm và tận dụng tính kinh tế theo quy mô, từ đó gia tăng lợi nhuận doanh nghiệp thì điều này dường như không đúng với các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Mẫu nghiên cứu sử dụng tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE cho nên các doanh nghiệp này phần lớn là các doanh nghiệp có quy mô lớn, do đó, việc gia tăng quy mô doanh nghiệp sẽ làm cho doanh nghiệp lãng phí quá nhiều nguồn lực, làm tăng chi phí quản lý nguồn lực, cũng như là tạo ra các vấn đề liên quan tới đạo đức trong doanh nghiệp. Tác giả không tìm thấy sự liên quan giữa sự thay đổi trong tổng doanh thu và lợi nhuận doanh nghiệp. Biến thu nhập mong đợi có tác động dương tới hiệu quả của doanh nghiệp xét về mặt lợi nhuận.

Trong mô hình 1, tác giả không tìm thấy tác động của biến tương tác giữa đòn bẩy tài chính và mức độ cạnh tranh của thị trường lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, biến Competition 1 bản thân nó lại có tác động âm có ý nghĩa lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này chứng tỏ rằng khi mà mức độ tập trung của thị trường giảm, mức độ cạnh tranh cao thì các doanh nghiệp mới sẽ dễ tham gia vào thị trường (do tính độc quyền thấp) và các doanh nghiệp cũ ít có nỗ lực để loại bỏ các doanh nghiệp này, vì vậy, các doanh nghiệp hiện hành sẽ không cố gắng nâng cao hiệu quả hoạt động của mình. Mặc dù biến tương tác trong mô hình 1 không có ý nghĩa nhưng dấu dương của nó cũng thể hiện đúng theo quan điểm mà tác giả đã trình bày, tức là trong thị trường cạnh tranh cao hay là ít sự tập trung thì sự gia tăng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp sẽ khiến cho lợi nhuận doanh nghiệp tăng, doanh nghiệp hoạt động tốt hơn, và hiệu quả hoạt động cũng được cải thiện. Trong mô hình 2, biến Competition 2

có tác động âm có ý nghĩa, hàm ý mức độ cạnh tranh được xem là sẽ kiềm hãm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp theo như lí thuyết hiệu quả và mức độ cạnh tranh đã trình bày. Ở đây, tác giả thấy được tác động dương có ý nghĩa của biến tương tác giữa đòn bẩy kinh doanh và BI lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này chỉ ra rằng tác động của tỉ lệ nợ lên lợi nhuận doanh nghiệp sẽ tăng với mức độ cạnh tranh của thị trường. Kết quả ước lượng từ mô hình (1) và mô hình (2) hoàn toàn thể hiện sự nhất quán với nhau. Để kiểm tra xem biến công cụ trong nghiên cứu này có phù hợp hay không, tác giả sử dụng kiểm định Sargan được trình bày ở cuối Bảng 3. Theo đó, các giá trị p-value của kiểm định Sargan đều không thể hiện ý nghĩa hàm ý các biến công cụ sử dụng trong mô hình là phù hợp và thoả mãn giả định thoả mãn hơn điều kiện cần thiết về số biến công cụ nhiều hơn số biến bị nội sinh và có ít nhất một biến công cụ được sử dụng cho một biến nội sinh (Over-identification).

## **6. Kết luận và những đề xuất chính sách**

### *6.1. Kết luận*

Trong nghiên cứu này, bên cạnh việc xem xét tác động của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tác giả còn xem xét vai trò của cạnh tranh ngành lên tác động này. Với dữ liệu gồm các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2007–2015, nhóm tác giả chỉ ra mối quan hệ dương có ý nghĩa của tỉ lệ nợ lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Để đánh giá mức độ cạnh tranh, tác giả sử dụng biến HHI và BI làm biến đại diện cho mức độ tập trung của thị trường; từ đó, đo lường gián tiếp mức độ cạnh tranh giữa các ngành. Tác giả nhận thấy trung bình cấu trúc vốn thể hiện tác động dương đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE; trong đó, tác động của cấu trúc vốn khác nhau đối với mức độ cạnh tranh của từng ngành khác nhau. Cụ thể, tác động của cấu trúc vốn thể hiện rõ rệt hơn ở các ngành có mức độ tập trung thấp hay mức độ cạnh tranh cao. Kết quả từ ước lượng GMM sử dụng biến công cụ cho đòn bẩy tài chính thể hiện sự phù hợp với mô hình nghiên cứu khi thoả mãn tất cả các kiểm định có liên quan. Dấu và ý nghĩa của các biến hầu như không thay đổi qua hai mô hình với biến cạnh tranh khác nhau cho thấy tính ổn định và bền vững của mô hình nghiên cứu.

### *6.2. Hàm ý chính sách*

Dựa trên kết quả của mô hình nghiên cứu, tác giả đưa ra hai gợi ý chính sách cho các

doanh nghiệp niêm yết trên HOSE. Đầu tiên, các doanh nghiệp có thể cải thiện đáng kể hoạt động của mình bằng việc gia tăng tỉ lệ đòn bẩy sử dụng khi mà doanh nghiệp đang còn khá thận trọng trong việc gia tăng nợ để tài trợ cho các dự án đầu tư. Thứ hai, bên cạnh việc giúp các doanh nghiệp nhận ra tác động tích cực của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nghiên cứu này còn cung cấp bằng chứng chỉ ra rằng lợi ích của đòn bẩy tài chính dường như thể hiện tốt hơn đối với các doanh nghiệp trong ngành / lĩnh vực có mức độ cạnh tranh cao hay các ngành / lĩnh vực có mức độ tập trung thấp; vì vậy, các doanh nghiệp kinh doanh trong những ngành / lĩnh vực có mức độ cạnh tranh cao dường như được hưởng nhiều lợi ích từ đòn bẩy tài chính so với các doanh nghiệp có mức độ cạnh tranh thấp■

---

### 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*, 6(5), 438–445.
- Aghion, P., Angeletos, G.–M., Banerjee, A., & Manova, K. (2010). Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment. *Journal of Monetary Economics*, 57(3), 246–265.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1981). Market imperfections, agency problems, and capital structure: A review. *Financial Management*, 10(3), 7–22.
- Barney, J. B. (1986). Types of competition and the theory of strategy: Toward an integrative framework. *Academy of Management Review*, 11(4), 791–800.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2008). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.
- Beiner, S., Schmid, M. M., & Wanzenried, G. (2011). Product market competition, managerial incentives and firm valuation. *European Financial Management*, 17(2), 331–366.
- Berger, A. N., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065–1102.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2013). Director ownership, governance, and performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 105–135.
- Bhagat, S., & Bolton, B. J. (2009). Sarbanes–Oxley, governance and performance. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=1361815>
- Bolton, P., & Scharfstein, D. (1988). Agency problems, financial contracting, and predation. *Sloan*

*Working Paper 1988-86.* MIT.

- Bolton, P., & Scharfstein, D. S. (1990). A theory of predation based on agency problems in financial contracting. *The American Economic Review*, 80(1), 93–106.
- Bonaccorsi di Patti, E., & Dell'Ariccia, G. (2004). Bank competition and firm creation. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(2), 225–251.
- Boone, J. (2000). *Measuring product market competition*. CEPR Discussion Paper No. 2636.
- Boone, J. (2008a). Competition: Theoretical parameterizations and empirical measures. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 164(4), 587–611.
- Boone, J. (2008b). A new way to measure competition. *The Economic Journal*, 118(531), 1245–1261.
- Boone, J., Griffith, R., & Harrison, R. (2004). *Measuring competition*. Paper presented at the Encore Meeting.
- Boone, J., Griffith, R., & Harrison, R. (2005). Measuring competition. *Advanced Institute of Management, Working Paper No.022*.
- Boone, J., van Ours, J. C., & van der Wiel, H. (2013). When is the price cost margin a safe way to measure changes in competition? *De Economist*, 161, 45–67.
- Boone, J., van Ours, J., & van der Wiel, H. (2007). *How (not) to measure competition*. CPB Discussion Paper.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130. doi: 10.1111/0022-1082.00320
- Brander, J. A., & Lewis, T. R. (1986). Oligopoly and financial structure: The limited liability effect. *The American Economic Review*, 76(5), 956–970.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434.
- Campello, M. (2003). Capital structure and product markets interactions: evidence from business cycles. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 353–378.
- Campello, M. (2006). Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, 82(1), 135–172.
- Chang, F.-M., Wang, Y., Lee, N. R., & La, D. T. (2014). Capital structure decisions and firm performance of Vietnamese soes. *Asian Economic and Financial Review*, 4(11), 1545–1563.
- Chevalier, J. A., & Scharfstein, D. (1996). Capital market imperfections and countercyclical markups: Theory and Evidence. *The American Economic Review*, 86(4), 703–725.
- Chevalier, J. A. (1995a). Capital structure and product-market competition: Empirical evidence from the supermarket industry. *The American Economic Review*, 85(3), 415–435.
- Chevalier, J. A. (1995b). Do LBO supermarkets charge more? An empirical analysis of the effects of LBOs on supermarket pricing. *The Journal of Finance*, 50(4), 1095–1112.

- Chevalier, J. A., & Scharfstein, D. S. (1994). Capital market imperfections and countercyclical markups: Theory and evidence. *The American Economic Review*, 86(4), 703–725.
- Dasgupta, S., & Titman, S. (1998). Pricing strategy and financial policy. *The Review of Financial Studies*, 11(4), 705–737. doi: 10.1093/rfs/11.4.705
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–27.
- Demsetz, H. (1973). Industry structure, market rivalry, and public policy. *The Journal of Law and Economics*, 16(1), 1–9.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. doi: 10.1016/S0929-1199(01)00020-7
- El-Sayed Ebaid, I. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: Empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477–487. doi: 10.1108/15265940911001385
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
- Fresard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance*, 65(3), 1097–1122.
- Fudenberg, D., & Tirole, J. (1986). A "signal-jamming" theory of predation. *The RAND Journal of Economics*, 17(3), 366–376.
- Gelos, R. G., & Werner, A. M. (2002). Financial liberalization, credit constraints, and collateral: investment in the Mexican manufacturing sector. *Journal of development Economics*, 67(1), 1–27.
- Ghosh, S. (2008). Leverage, foreign borrowing and corporate performance: firm-level evidence for India. *Applied Economics Letters*, 15(8), 607–616.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1983). An analysis of the principal-agent problem. *Econometrica*, 51(1), 7–45.
- Gueorguiev, D., & Malesky, E. (2012). Foreign investment and bribery: a firm-level analysis of corruption in Vietnam. *Journal of Asian Economics*, 23(2), 111–129.
- Guzmán, G. M., Gutiérrez, J. S., Cortes, J. G., & Ramírez, R. G. (2012). Measuring the competitiveness level in furniture SMEs of Spain. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(11), 09–19.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–

355.

- Harvey, C. R., Lins, K. V., & Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 3–30.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959–984.
- Hoang, T. T., Wiboonchutikula, P., & Tubtintong, B. (2010). Does foreign direct investment promote economic growth in Vietnam? *ASEAN Economic Bulletin*, 27(3), 295–311.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (1985). Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory. *Theory of the Firm (Book)*, 1(1). Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=173461>.
- Jermias, J. (2008). The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance. *The British Accounting Review*, 40(1), 71–86.
- Khan, A. G. (2012). The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(1), 245–262.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423–2432.
- Kjellman, A., & Hansén, S. (1995). Determinants of capital structure: Theory vs. practice. *Scandinavian Journal of Management*, 11(2), 91–102.
- Kovenock, D., & Phillips, G. M. (1997). Capital structure and product market behavior: An examination of plant exit and investment decisions. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 767–803.
- Krishnan, V. S., & Moyer, R. C. (1997). Performance, capital structure and home country: An analysis of Asian corporations. *Global Finance Journal*, 8(1), 129–143.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007). The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions. *The Journal of Risk Finance*, 8(1), 56–71.
- Lawton, T. C. (1999). Evaluating European competitiveness: measurements and models for a successful business environment. *European Business Journal*, 11(4), 195–205.
- Leland, H. E. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *The Journal of Finance*, 53(4), 1213–1243.
- Maksimovic, V. (1988). Capital structure in repeated oligopolies. *The RAND Journal of Economics*,

- 19(3), 389–407.
- Maksimovic, V. (1995). Financial structure and product market competition. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 887–920.
- Maksimovic, V., & Titman, S. (1991). Financial policy and reputation for product quality. *The Review of Financial Studies*, 4(1), 175–200.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121–144.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of corporate finance*, 12(2), 321–341.
- Mello, A. S., & Parsons, J. E. (1992). Measuring the agency cost of debt. *The Journal of Finance*, 47(5), 1887–1904.
- Miguel, E., & Roland, G. (2011). The long-run impact of bombing Vietnam. *Journal of development Economics*, 96(1), 1–15.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147–175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- Myers, S. C., & 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.
- Onaolapo, A. A., Adekunle A., & Kajola, S. O. (2010). Capital structure and firm performance: Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25, 70–82.
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040.
- Phillips, G. M. (1995). Increased debt and industry product markets an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 37(2), 189–238.
- Phillips, P. A., & Sipahioglu, M. A. (2004). Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, 24(5), 31–51.
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 86(1), 78–93.
- Quy, V. T., Khuong, N. D., & WilliamSwierczek, F. (2014). Corporate performance of privatized firms in Vietnam. *The Journal of Applied Business Research*, 29(5), 1437–1449.

- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- San, O. T., & Heng, T. B. (2011). Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2), 28–36.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137–151.
- Tran, N. M., Nonneman, W., & Jorissen, A. (2014). Government ownership and firm performance: The case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 628–650.
- Tran, N. M., Nonneman, W., & Jorissen, A. (2015). Privatization of Vietnamese firms and its effects on firm performance. *Asian Economic and Financial Review*, 5(2), 202–217.
- Wanzenried, G. (2003). Capital structure decisions and output market competition under demand uncertainty. *International Journal of Industrial Organization*, 21(2), 171–200.
- Weill, L. (2008). Leverage and corporate performance: Does institutional environment matter? *Small Business Economics*, 30(3), 251–265.
- Xiao, C., & Dong, J. (2000). Ownership pluralization, firm performance and industry competition. *Economic Research Journal*, 8, 003.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *The Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 40–61.