

**NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HCM**

-----o0o-----

**BÙI ĐÀN THANH**

**CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN TÁC  
ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH  
CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA  
TRÊN ĐỊA BÀN TP. HCM**

**Chuyên ngành : Tài chính – Ngân hàng**

**Mã số : 62340201**

**LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:**

**NGUYỄN, PGS. TS. ĐOÀN THANH HÀ**

**TP. Hồ Chí Minh - Năm 2016**

## LỜI CAM ĐOAN

Tôi tên: Bùi Đan Thanh

Hiện đang công tác: Trường Cao Đẳng Kinh Tế TP. HCM

Là nghiên cứu sinh khóa 18 của trường Đại Học Ngân hàng TP. HCM

Tên đề tài: “CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH”, mã số: 62.34.02.01.

Người hướng dẫn khoa học: NGUYỄN, PGS., TS. ĐOÀN THANH HÀ

Luận án này được thực hiện tại Trường Đại Học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh.

Tôi xin cam đoan luận án nghiên cứu này là kết quả làm việc của chính cá nhân tôi dưới sự hướng dẫn của NGUYỄN, PGS.TS. Đoàn Thanh Hà.

Để hoàn thiện luận án này, tôi đã nhận được sự hướng dẫn, giúp đỡ quý báu của nhiều cá nhân và tập thể. Trước tiên, tôi xin cảm ơn tập thể Giảng viên trường Đại học Ngân Hàng Thành phố Hồ Chí Minh đã giảng dạy, cung cấp cho tôi các kiến thức cơ bản và chuyên sâu về lĩnh vực kinh tế. Đặc biệt, tôi xin cảm ơn người hướng dẫn khoa học Thầy Đoàn Thanh Hà đã hết sức nhiệt tình, sâu sát trong quá trình hướng dẫn tôi thực hiện luận án nghiên cứu này.

Cuối cùng, tôi xin cảm ơn sự ủng hộ của cơ quan và gia đình đã tạo điều kiện cho tôi mọi mặt để tôi chuyên tâm nghiên cứu, cùng với sự giúp đỡ của bạn bè đã bổ sung các kiến thức còn thiếu của tôi trong lĩnh vực nghiên cứu.

Trong quá trình thực hiện và trình bày kết quả luận án nghiên cứu, do hạn chế về mặt thời gian, số liệu cũng như kiến thức và kinh nghiệm của chính tôi nên không thể tránh khỏi những sai sót. Tôi rất mong nhận được sự hướng dẫn thêm từ Quý thầy cô; sự chia sẻ, đóng góp của người thân, bạn bè và các đọc giả để tôi có thể nghiên cứu tốt hơn nữa.

*Năm 2016*

TÁC GIẢ

## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

Ký hiệu từ viết tắt	Diễn giải đầy đủ	
	Tiếng Anh	Tiếng Việt
CTTC		Cho thuê tài chính
DN		Doanh nghiệp
DNNVV		Doanh nghiệp nhỏ và vừa
DNTN		Doanh nghiệp tư nhân
EPS	Earning Per Share	lợi nhuận (thu nhập) trên mỗi cổ phiếu
EU	European Union	Liên minh châu Âu
FEM	Fixed effects model	Mô hình các yếu tố tác động cố định
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
GLS	Generalized least squares	phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát
M&M	Modilligani and Miller	Modilligani và Miller
NHTM		Ngân hàng thương mại
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
OLS	Ordinary Least Squares	Phương pháp bình phương nhỏ nhất
P/E	Price to Earning Ratio	Hệ số giá trên thu nhập một cổ phiếu
PT		Phương trình
REM	Random effects model	Mô hình các yếu tố tác động ngẫu nhiên
SMEs	Small and Medium enterprises	Doanh nghiệp nhỏ và vừa
TNHH		Trách nhiệm hữu hạn
TP.HCM		Thành phố Hồ Chí Minh
TSS		Tổng Tài Sản
VCSH		Vốn chủ sở hữu
VLC		Vốn luân chuyển
WTO	Worrld Trade Organnization	Thương mại Thế giới

## MỤC LỤC

<b>PHẦN MỞ ĐẦU .....</b>	<b>1</b>
1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI.....	1
2. MỤC TIÊU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU .....	3
3. ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU.....	3
3.1. Đối tượng nghiên cứu:.....	3
3.2. Phạm vi nghiên cứu:.....	3
4. DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU .....	4
4.1. Dữ liệu nghiên cứu .....	4
4.2. Phương pháp nghiên cứu.....	4
5. NHỮNG ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN.....	5
6. BỐ CỤC CỦA LUẬN ÁN .....	7
<b>CHƯƠNG 1 : CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN VỀ CẤU TRÚC VỐN VỐN LUÂN CHUYỂN TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP .....</b>	<b>8</b>
1.1 LÝ THUYẾT VỀ CẤU TRÚC VỐN, VỐN LUÂN CHUYỂN VÀ HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP.....	8
1.1.1 Cấu trúc vốn .....	8
1.1.1.1. Khái niệm.....	8
1.1.1.2. Lý thuyết về cấu trúc vốn theo quan điểm truyền thống.....	10
1.1.1.3. Lý thuyết cấu trúc vốn theo quan điểm hiện đại .....	11
1.1.2. Vốn luân chuyển.....	16
1.1.2.1 Khái niệm.....	16
1.1.2.2 Các chỉ tiêu đo lường .....	17
1.1.3 Quan niệm về hiệu quả và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp .....	21
1.1.3.1. Quan niệm về hiệu quả .....	21
1.1.3.2. Quan niệm về hiệu quả quản trị tài chính .....	22
1.1.3.3. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp ..	23
1.2. MỐI QUAN HỆ GIỮA CẤU TRÚC VỐN, VỐN LUÂN CHUYỂN VỚI HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM.....	25
1.2.1. Cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.....	25
1.2.1.1 Việc sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính .....	25
1.2.1.2. Việc sử dụng vốn sở hữu trong cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài	

chính.....	25
1.2.1.3 Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn.....	26
1.2.2. Vốn luân chuyển và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp .....	32
1.2.2.1. Khoản phải thu tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.....	32
1.2.2.2. Hàng tồn kho tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.....	33
1.2.2.3. Khoản phải trả tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.....	33
1.2.2.4. Chu kỳ luân chuyển tiền mặt tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp .....	34
1.2.2.5. Các nghiên cứu thực nghiệm về vốn luân chuyển .....	35
1.3. THẢO LUẬN VÀ ĐÁNH GIÁ.....	43
<b>CHƯƠNG 2 : THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN, VỐN LUÂN CHUYỂN VÀ HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH .....</b>	<b>46</b>
2.1. SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA .....	46
2.1.1. Khái niệm doanh nghiệp nhỏ và vừa ở các quốc gia trên thế giới .....	46
2.1.2. Khái niệm doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam.....	46
2.2. THỰC TRẠNG DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	47
2.3. THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	49
2.4. THỰC TRẠNG VỐN LUÂN CHUYỂN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	54
2.5. THỰC TRẠNG QUẢN LÝ CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH THÔNG QUA CUỘC KHẢO SÁT.....	60
2.5.1. Phương pháp thực hiện.....	60
2.5.2. Mẫu nghiên cứu.....	61
2.5.3. Kết quả khảo sát .....	62
2.5.3.1. Thống kê mô tả mẫu quan sát .....	62
2.5.3.2. Kết quả đánh giá .....	63
2.6. HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH GIAI ĐOẠN 2006-2014 .....	74

2.7. NHỮNG TỒN TẠI CỦA CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYÊN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SME TRÊN ĐỊA BÀN TP. HCM .....	75
<b>CHƯƠNG 3 : PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU .....</b>	<b>78</b>
3.1. XÂY DỰNG GIẢ THUYẾT .....	78
3.1.1 Cấu trúc vốn có sử dụng nợ vay .....	78
3.1.2. Nợ vay ngắn hạn.....	79
3.1.3. Nợ vay dài hạn.....	79
3.1.4. Số ngày thu tiền bình quân .....	80
3.1.5. Số ngày tồn kho bình quân .....	80
3.1.6. Số ngày trả tiền bình quân.....	81
3.1.7. Chu kỳ luân chuyển tiền .....	82
3.2. ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU .....	83
3.2.1. Điều kiện của dữ liệu thu thập và biến lựa chọn trong mô hình nghiên cứu .....	83
3.2.2. Lựa chọn biến phụ thuộc .....	83
3.2.3. Lựa chọn biến độc lập và biến kiểm soát .....	84
3.2.4. Xây dựng mô hình.....	86
3.2.4.1. Mô hình nghiên cứu tổng quát.....	86
3.2.4.2. Mô hình nghiên cứu cụ thể .....	87
3.3. DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU .....	89
3.3.1. Dữ liệu thu thập .....	89
3.3.2. Xử lý dữ liệu thu thập.....	89
3.4. PHƯƠNG PHÁP HỒI QUY .....	90
3.4.1. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng.....	91
3.4.2. Trình tự thực hiện nghiên cứu định lượng .....	94
3.4.2.1. Phân tích thống kê mô tả.....	94
3.4.2.2. Phân tích tương quan .....	94
3.4.2.3. Phân tích hồi quy .....	95
3.4.3. Các phương pháp kiểm định.....	96
3.4.3.1 Các kiểm định lựa chọn mô hình .....	96
3.4.3.2 Các kiểm định giả thuyết hồi quy .....	98
<b>CHƯƠNG 4 : PHÂN TÍCH DỮ LIỆU VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU .....</b>	<b>100</b>
4.1. PHÂN TÍCH THỐNG KÊ MÔ TẢ .....	100
4.2. PHÂN TÍCH TƯƠNG QUAN .....	101
4.3. PHÂN TÍCH HỒI QUY VỚI POOLED OLS, FEM VÀ REM .....	104

4.3.1. Mô hình hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROA.....	105
4.3.2. Mô hình hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROE .....	108
4.3.3 Kiểm định kết quả hồi quy .....	111
4.3.3.1. Kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi .....	111
4.3.3.2. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến.....	113
4.3.3.3 Kiểm tra hiện tượng tự tương quan.....	114
4.4. PHÂN TÍCH HỒI QUY BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS .....	116
4.4.1. Kết quả hồi quy bằng GLS .....	116
4.4.2. Kiểm tra hiện tượng nội sinh giữa các biến .....	117
4.5. PHÂN TÍCH HỒI QUY BẰNG PHƯƠNG PHÁP GMM.....	119
4.5.1. Kết quả hồi quy .....	120
4.5.2. Kết quả kiểm định .....	121
4.6. KẾT QUẢ TỪ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU.....	122
<b>CHƯƠNG 5 : KẾT LUẬN VÀ GIẢI PHÁP .....</b>	<b>136</b>
5.1. KẾT LUẬN VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN TP. HCM.....	136
5.2. MỘT SỐ GIẢI PHÁP VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN .....	137
5.2.1. Giải pháp xây dựng một cấu trúc vốn phù hợp để tăng hiệu quả quản trị tài chính tại doanh nghiệp SME .....	138
5.2.1.1. Giải pháp chính sách về nợ ngắn hạn doanh nghiệp SME .....	138
5.2.1.2. Giải pháp chiến lược nợ vay dài hạn trên thị trường vốn, sử dụng các công cụ tài chính tại doanh nghiệp SME .....	139
5.2.1.3. Những giải pháp khác về nợ vay cho doanh nghiệp SME.....	140
5.2.2. Giải pháp xây dựng vốn luân chuyển để quản trị tài chính doanh nghiệp hiệu quả tại doanh nghiệp SME .....	140
5.2.2.1. Số ngày thu tiền bình quân.....	141
5.2.2.2. Số ngày tồn kho bình quân.....	142
5.2.2.3. Số ngày phải trả bình quân.....	143
5.2.2.4. Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt .....	144
5.2.3 Giải pháp đối với các biến kiểm soát liên quan đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME.....	145
5.3. HẠN CHẾ CỦA BÀI NGHIÊN CỨU VÀ ĐỀ XUẤT HƯỚNG NGHIÊN CỨU MỚI.....	146
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO .....</b>	<b>147</b>

## DANH MỤC CÁC BẢNG VÀ HÌNH

### DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1.1: Chỉ tiêu đo lường cấu trúc vốn.....	10
Bảng 1.2: Chu kỳ luân chuyển của tiền .....	17
Bảng 1.3: Đo lường tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến ROA.....	41
Bảng 1.4: Đo lường tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến ROE .....	42
Bảng 2.1: Quy định về loại hình doanh nghiệp .....	47
Bảng 2.2: Thống kê mô tả mẫu khảo sát .....	62
Bảng 2.3: Kết quả khảo sát về nhu cầu huy động vốn .....	64
Bảng 2.4: Kết quả khảo sát về cách thức tiếp cận vốn vay .....	66
Bảng 2.5: Kết quả khảo sát về cách thức phân phối hàng, tiêu thụ sản phẩm.....	69
Bảng 2.6: Kết quả khảo sát quản lý các khoản phải thu khách hàng.....	71
Bảng 3.1: Tóm tắt các biến liên quan đến hiệu quả quản trị tài chính của các nghiên cứu trước .....	84
Bảng 3.2: Tổng hợp các biến nghiên cứu thực nghiệm trong các mô hình.....	86
Bảng 3.3: Các mô hình trong nghiên cứu .....	87
Bảng 3.4: Bảng tóm tắt các biến số và dấu kỳ vọng trong mô hình nghiên cứu .....	88
Bảng 4.1: Thống kê mô tả .....	100
Bảng 4.2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập .....	103
Bảng 4.3: Kết quả mô hình với biến phụ thuộc ROA .....	106
Bảng 4.4: Kết quả mô hình với biến phụ thuộc ROE .....	109
Bảng 4.5: Kiểm định xttest 3 về phương sai thay đổi cho phương pháp FEM .....	112
Bảng 4.6: Kết quả hồi quy VIF với biến phụ thuộc ROA.....	113
Bảng 4.7: Kết quả hồi quy VIF với biến phụ thuộc ROE .....	114
Bảng 4.8: Kiểm định Wooldridge test về tự tương quan .....	115
Bảng 4.9: Kết quả hồi quy của 4 mô hình với biến phụ thuộc ROA.....	116
Bảng 4.10: Kết quả hồi quy của 4 mô hình với biến phụ thuộc ROE .....	117
Bảng 4.11: Kết quả kiểm tra nội sinh với biến phụ thuộc ROA .....	118
Bảng 4.12: Kết quả kiểm tra nội sinh với biến phụ thuộc ROE .....	118
Bảng 4.13: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA .....	120
Bảng 4.14: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROE.....	121
Bảng 4.15: Kết quả hồi quy phương pháp GLS và GMM với biến phụ thuộc ROA ....	123
.....	123
Bảng 4.16: Kết quả hồi quy phương pháp GLS và GMM với biến phụ thuộc ROE.....	125
.....	125



## DANH MỤC CÁC HÌNH

Hình 1.1: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và chu kỳ kinh doanh. ....	18
Hình 2.1: Số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh .....	48
Hình 2.2: Lợi nhuận trung bình sau thuế của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM .....	49
Hình 2.3: Cơ cấu vốn trung bình của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh.....	49
Hình 2.4: Tỷ lệ cơ cấu vốn trên tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh .....	50
Hình 2.5: Tỷ lệ tài sản dài hạn và tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh .....	50
Hình 2.6: Số ngày tồn kho bình quân của Doanh nghiệp nhỏ và vừa .....	54
Hình 2.7: Số ngày trả tiền bình quân của Doanh nghiệp nhỏ và vừa .....	56
Hình 2.8: So sánh biến động của số ngày tồn kho bình quân (ICP) và số ngày trả tiền bình quân (APP) .....	56
Hình 2.9: Số ngày thu tiền bình quân(ACR) của Doanh nghiệp nhỏ và vừa .....	57
tại Thành phố HCM.....	57
Hình 2.10: Chu kỳ luân chuyển tiền mặt bình quân (CCC) của Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM .....	58
Hình 2.11: Kỳ chuyển đổi tiền mặt và kỳ kinh doanh liên tiếp qua 3 chu kỳ .....	59
Hình 2.12: Tỷ lệ ROA và ROE của Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại TP.HCM.....	74

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

Trong nền kinh tế thị trường, doanh nghiệp nhỏ và vừa luôn giữ một vị trí quan trọng, là một trong những thành phần kinh tế có đóng góp đáng kể vào sự tăng trưởng kinh tế, giải quyết việc làm và an sinh xã hội của quốc gia. Tại Việt Nam, số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm tới 97,5% tổng số doanh nghiệp của cả nước, đóng góp khoảng 40% tổng sản phẩm quốc nội, và tạo ra hơn 1 triệu việc làm mỗi năm (VINASME, 2015). Ở nhiều địa phương, khối doanh nghiệp nhỏ và vừa đang đóng vai trò trụ cột của nền kinh tế, điều này được thể hiện qua sản lượng sản phẩm sản xuất và tiêu thụ, số lượng việc làm, đóng góp vào ngân sách trong khối này ngày càng gia tăng. Với đặc điểm quy mô nhỏ, linh hoạt và dễ thích ứng, các doanh nghiệp nhỏ và vừa góp phần làm cho nền kinh tế năng động hơn và dễ điều chỉnh trước những biến động của môi trường kinh doanh.

Với vai trò ngày càng tăng trong nền kinh tế, việc làm thế nào để phát triển khối doanh nghiệp nhỏ và vừa một cách bền vững đang nhận được sự quan tâm của nhiều phía - từ các nhà quản lý doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu và nhà hoạch định chính sách. Hiện nay, một trong những vấn đề đang được tranh luận là hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa chịu ảnh hưởng như thế nào bởi cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của doanh nghiệp. Tranh luận này xuất phát từ khía cạnh lý thuyết là hiệu quả quản trị tài chính có thể chịu ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực bởi cấu trúc vốn (Modigliani và Miller, 1958; Myers và Majluf, 1984; Fama và Miller, 1972). Tại Việt Nam một số nghiên cứu của các tác giả trong nước đã chỉ ra rằng quản trị tài chính ở khối doanh nghiệp nhỏ và vừa đang bộc lộ nhiều hạn chế dẫn đến hiệu quả không cao (Võ Hồng Đức và Võ Tường Luân, 2014; Nguyễn Hữu Huân và Lê Nguyễn Quỳnh Hương, 2014; Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú, 2014).

Theo Nguyễn Minh Kiều (2014) để đánh giá quản trị tài chính có hiệu quả hay không chúng ta cần có chuẩn mực nhất định. Chuẩn mực để đánh giá hiệu quả quản trị tài chính chính là mục tiêu do doanh nghiệp đề ra. Doanh nghiệp có rất nhiều mục tiêu khác nhau được đề ra nhưng dưới góc độ quản trị tài chính, mục tiêu của doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu.

Theo Nguyễn Văn Thuận (2010), quản trị tài chính thực hiện thông qua các quyết định: Quyết định đầu tư vào tài sản (thể hiện chức năng sử dụng vốn), quyết định chọn nhà tài trợ (thể hiện chức năng tổ chức và huy động vốn), và quyết định phân phối thu nhập (thể hiện chức năng phân phối). Đó là ba trong tâm cơ bản của công tác quản trị tài chính.

Các trường phái lý thuyết khác nhau xác định các yếu tố khác nhau tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp. Chúng ta có thể tạm chia thành hai trường phái chính: Trường phái thứ nhất đề cập đến ảnh hưởng của cấu trúc vốn của doanh nghiệp đến hiệu quả quản trị tài chính (Huang và Song, 2006); trường phái thứ hai cho rằng vốn luân chuyển doanh nghiệp ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính (Mathuva, 2010) .

Hiệu quả quản trị tài chính được phản ánh thông qua kết quả hoạt động tài chính doanh nghiệp, thuật ngữ này như một thước đo đánh giá khách quan hiệu quả sử dụng tài sản cũng như các chính sách của công ty tạo ra *lợi nhuận tối ưu*. (Chakravathy, 1986) .

Theo thống kê chưa đầy đủ, trong số khoảng 500.000 doanh nghiệp đang hoạt động tại Việt Nam thì số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm khoảng 97,5 đến 98%. Trong kế hoạch 5 năm 2016-2020, Chính phủ Việt Nam dự kiến phát triển số lượng doanh nghiệp lên gấp đôi thành 1 triệu doanh nghiệp để bảo đảm tốc độ tăng trưởng kinh tế và giải quyết việc làm an sinh xã hội. Để có thể thực hiện được kế hoạch này rất cần có các nghiên cứu đánh giá về hiện trạng hoạt động, hiệu quả của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Đây là cơ sở để xây dựng chiến lược phát triển trong tương lai. Trong điều kiện giới hạn tài liệu và thời gian cho phép, tác giả thực hiện đề tài “**Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh**”

Do đó, mục đích của luận án là để phân tích những yếu tố chính có thể giải thích về hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong nền kinh tế Việt Nam nói chung và của Thành Phố Hồ Chí Minh nói riêng.

Để giải quyết vấn đề trên đây thì tác giả xây dựng mục tiêu và câu hỏi của luận án như sau.

## 2. MỤC TIÊU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

Mục tiêu tổng quát: vận dụng các lý thuyết về cấu trúc vốn, vốn luân chuyển để phân tích tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh. Từ đó, đề xuất giải pháp và kiến nghị liên quan đến cấu trúc vốn và vốn luân chuyển nhằm nâng cao hiệu quả quản trị tài chính trong doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Mục tiêu cụ thể:

- Phân tích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh.
- Phân tích tác động của vốn luân chuyển đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh.
- Dựa vào kết quả phân tích, luận án đề xuất các giải pháp để nâng cao hiệu quả quản trị tài chính thông qua việc quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh.

Để làm rõ các mục tiêu trên, các câu hỏi nghiên cứu bao gồm:

- Câu hỏi 1: Cấu trúc vốn có tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh với mức độ và chiều hướng tác động như thế nào?
- Câu hỏi 2: Vốn luân chuyển có tác động lên hiệu quả quản trị tài chính của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh với mức độ và chiều hướng tác động như thế nào?
- Câu hỏi 3: Những giải pháp nào cần thực hiện trong việc quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển để làm tăng hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh?

## 3. ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

### 3.1. Đối tượng nghiên cứu:

Đối tượng nghiên cứu của luận án là các thành phần của cấu trúc vốn, vốn luân chuyển, hiệu quả quản trị tài chính và tác động của cấu trúc vốn, vốn luân chuyển đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

### 3.2. Phạm vi nghiên cứu:

Phạm vi nghiên cứu của luận án được giới hạn trên những khía cạnh:

- Phạm vi không gian: là các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh

- Phạm vi thời gian: giai đoạn 2006 – 2014.

## **4. DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

### **4.1. Dữ liệu nghiên cứu**

Nguồn dữ liệu phục vụ cho phân tích luận án bao gồm:

*Thứ nhất*, dữ liệu sơ cấp được thu thập trong năm 2014 thông qua khảo sát ý kiến từ đại diện 468 doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh để làm cơ sở đánh giá và phân tích thực trạng quản lý cấu trúc vốn, cách tiếp cận vốn, quản lý vốn luân chuyển của khối doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng như năng lực chuyên môn của chủ doanh nghiệp. Đối tượng tham gia trả lời ý kiến là người đại diện doanh nghiệp, có thể là kế toán trưởng hoặc là giám đốc, vì trong điều kiện doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay không hoặc rất ít có giám đốc tài chính.

*Thứ hai*, dữ liệu thứ cấp trích xuất từ Bảng Cân đối kế toán và Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh từ năm 2006 đến năm 2014 của 1.032 doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh lấy từ cục thống kê thành phố.

### **4.2. Phương pháp nghiên cứu**

Thực hiện các mục tiêu nghiên cứu dựa vào dữ liệu nghiên cứu đã đề cập ở trên, luận án sử dụng các phương pháp nghiên cứu sau:

Quá trình nghiên cứu được thực hiện qua hai giai đoạn: Nghiên cứu sơ bộ và nghiên cứu chính thức. Nghiên cứu sơ bộ được thực hiện thông qua việc mô tả, đánh giá, diễn giải đối tượng nghiên cứu và sử dụng phương pháp chuyên gia để phỏng vấn lấy ý kiến từ các chuyên gia trong ngành để hoàn chỉnh bảng câu hỏi phục vụ cho quá trình đánh giá, phân tích sau này. Sau khi tiến hành nghiên cứu sơ bộ nhằm thiết lập bảng câu hỏi, quá trình nghiên cứu chính thức được thực hiện theo hai công đoạn. Một là, tiến hành điều tra khảo sát tại các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh. Hai là, với dữ liệu thu thập được trong quá trình điều tra, tác giả tính toán các kết quả thống kê mô tả nhằm phản ánh đánh giá thực trạng quản lý cấu trúc vốn, cách tiếp cận vốn, quản lý vốn luân chuyển của khối doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng như năng lực chuyên môn của chủ doanh nghiệp. Kết quả được tác giả trình bày trong chương 2.

**Phương pháp nghiên cứu định lượng:** Việc tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa vốn cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh được thực hiện thông qua:

- ❖ Phân tích, thống kê mô tả để đánh giá thực trạng quản lý cấu trúc vốn, cách tiếp cận vốn, quản lý vốn luân chuyển của khối doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng như năng lực chuyên môn của chủ doanh nghiệp.

- ❖ Sử dụng phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng (Panel data) đối với mô hình kinh tế lượng được thiết lập để mô tả mối quan hệ giữa vốn cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa. Các phương pháp hồi quy bao gồm các phương pháp hồi quy Pooled OLS, phương pháp hồi quy theo cách tiếp cận các yếu tố ảnh hưởng cố định (FEM) và phương pháp hồi quy theo các yếu tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Sau khi lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp với mô hình, tác giả tiến hành kiểm định lựa chọn mô hình và kiểm tra đánh giá khuyết tật của mô hình được lựa chọn. Trong trường hợp nếu mô hình xảy ra các khuyết tật vi phạm giả thiết hồi quy, tác giả sẽ tiến hành khắc phục bằng phương pháp hồi quy có trọng số (GLS) và phương pháp hồi quy Mô men tổng quát (GMM). Các phương pháp được thực hiện dưới sự hỗ trợ của phần mềm Stata.

## 5. NHỮNG ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN

Trên cơ sở hệ thống hóa và tập hợp một cách tương đối đầy đủ những vấn đề lý luận cơ bản về hiệu quả quản trị tài chính, cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của các doanh nghiệp; từ đó, hình thành khung phân tích để phân tích tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp SME. Qua các kết quả nghiên cứu, luận án đã có những đóng góp mới như sau:

- **Một là**, thông qua thống kê mô tả, luận án đã đánh giá được thực trạng quản lý cấu trúc vốn, cách tiếp cận vốn, quản lý vốn luân chuyển của khối doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng như năng lực chuyên môn của chủ doanh nghiệp còn nhiều vấn đề. Cụ thể như sau:

- + Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang được vận hành trên hệ thống quản trị đơn giản, thiếu hẳn những bộ phận chuyên gia được đào tạo bài bản nhằm đưa ra những

sách lược kinh doanh cũng như tài chính đúng đắn cũng đã phần nào hạn chế sự phát triển cũng như kèm hãm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

+ Việc quá tập trung cho bán hàng mà quên đi công tác thu hồi những công nợ phải thu hoặc cố kéo dài công nợ phải trả đã phần nào làm cho nhu cầu nguồn vốn của doanh nghiệp tăng cao không cần thiết.

+ Việc thiếu hoạch định chiến lược dài hạn của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang khiến cho hiệu quả hoạt động của bộ phận doanh nghiệp này lệ thuộc rất nhiều vào điều kiện khách quan nền kinh tế.

+ Việc tiếp cận đối với các nguồn vốn tín dụng cũng là một trong những vấn đề lớn mà Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang phải đối mặt. Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang thực sự khó khăn đối với các nguồn vốn mang tính chất hỗ trợ, ưu đãi từ hệ thống NHTM cũng như chính sách Nhà nước.

Những phát hiện trên đây làm cơ sở cho luận án đi tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm, phân tích và đánh giá nguyên nhân ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp dưới góc độ cấu trúc vốn và vốn luân chuyển.

- **Hai là**, luận án tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy cấu trúc vốn của các doanh nghiệp (DA) có xu hướng tác động cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính, các thành phần của vốn luân chuyển như số ngày thu tiền bình quân (ACR), số ngày tồn kho bình quân (ICP), chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) tác động ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME và số ngày trả tiền bình quân (APP) tác động cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME. Kết quả của luận án tương đồng với các nghiên cứu khác về tác động của cấu trúc đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nói chung; như nghiên cứu Gleason (2000); Xu (2005); Abor (2005) Berger (2006); Trần Hùng Sơn và Trần Việt Hoàng (2008) Nour (2012).

- **Ba là**, luận án tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động của cấu trúc vốn của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa (DA) cùng chiều đến hiệu quả quản trị tài chính; điều này cũng giống như các nghiên cứu thực nghiệm đối với các doanh nghiệp khác. Tuy nhiên khi luận án đi sâu vào nghiên cứu tác động của Nợ ngắn hạn (SDA) và Nợ dài hạn (LDA) đến hiệu quả quản trị tài chính thì không tìm được bằng chứng thống kê cho thấy LDA có tác động đến hiệu quả quản trị tài chính đối

với các Doanh nghiệp SME trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh. Đây là một khác biệt so với các nghiên cứu trước đây và ảnh hưởng đến các khuyến nghị chính sách cho các Doanh nghiệp nhỏ và vừa.

- **Bốn là**, kết quả nghiên cứu cho thấy: vốn luân chuyển có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp SME trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh. Ba yếu tố tác động của CCC, ACR, APP đến hiệu quả quản trị tài chính ở Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh cũng giống như kết quả nghiên cứu Jose và cộng sự (1996); Teruel và Solano (2003); Lazaridis và Tryfonidis (2006); Afeef (2010); Mathuva (2010); Abbasali và Milad (2012) và kết quả này đang ủng hộ các lý thuyết quản trị tài chính.

Tuy nhiên, số ngày tồn kho bình quân (ICP) có mối quan hệ ngược chiều đến biến phụ thuộc nhưng không có ý nghĩa thống kê hàm ý rằng không có bằng chứng thống kê cho thấy ICP có tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME.

- **Năm là**, trên cơ sở những phát hiện trên, luận án đã đề xuất được các giải pháp cụ thể, đồng bộ và có tính hệ thống cho nhà quản trị doanh nghiệp SME liên quan đến khía cạnh cấu trúc vốn và vốn luân chuyển nhằm nâng cao hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh. Đây cũng là đóng góp thực tiễn chính của luận án.

## **6. BỐ CỤC CỦA LUẬN ÁN**

Ngoài phần mở đầu, kết cấu của luận án gồm 5 chương sau:

Chương 1: Cơ sở lý thuyết và tổng quan về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp

Chương 2: Thực trạng cấu trúc vốn vốn luân chuyển và quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh

Chương 3: Dữ liệu nghiên cứu mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu của luận án

Chương 4: Kiểm định sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị của doanh nghiệp tại Thành phố Hồ Chí Minh

Chương 5: Kết luận



## CHƯƠNG 1:

# CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN VỀ CẤU TRÚC VỐN VỐN LUÂN CHUYỂN TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Nội dung chính của chương là tổng quan lý thuyết về cấu trúc vốn, vốn luân chuyển, hiệu quả quản trị tài chính, các khung lý thuyết được xây dựng nhằm giải thích cấu trúc vốn tác động đến hiệu quả quản trị tài chính và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính. Trên cơ sở khung lý thuyết được tóm tắt, tác giả đã tiến hành tổng kết các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về hai yếu tố cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của các công ty trên thế giới và nghiên cứu tại Việt Nam.

## 1.1 LÝ THUYẾT VỀ CẤU TRÚC VỐN, VỐN LUÂN CHUYỂN VÀ HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

### 1.1.1 Cấu trúc vốn

#### 1.1.1.1. Khái niệm

Theo Macguigan và cộng sự (2006) định nghĩa: “*Cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, vốn cổ phần ưu đãi, và vốn cổ phần thường được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn tối ưu là sự kết hợp giữa nợ, vốn cổ phần ưu đãi, và vốn cổ phần thường làm tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Tại cấu trúc vốn làm tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp thì tổng giá trị doanh nghiệp là lớn nhất*”.

Còn theo Firer và các cộng sự (2012) thì cấu trúc vốn là đề cập đến sự pha trộn của nợ và vốn chủ sở hữu mà một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp đó. Cấu trúc vốn tối ưu hay tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tối ưu đạt được khi giá trị của doanh nghiệp được tối đa hóa trong quan hệ chi phí sử dụng vốn là tối thiểu.

Còn ở Việt Nam, theo Trần Ngọc Thơ và cộng sự (2013), cấu trúc vốn được định nghĩa là sự kết hợp của nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường được sử dụng để tài trợ cho quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Hoặc theo Nguyễn Minh Kiều (2014), cấu trúc vốn là quan hệ tỷ

trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh.

Đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh hầu hết là các doanh nghiệp chưa niêm yết, nợ ngắn hạn chiếm trên 90% trong tổng nợ. Vì lý do này, luận án sử dụng khái niệm cấu trúc vốn theo Firer và cộng sự (2012) và có điều chỉnh phù hợp với đặc thù các doanh nghiệp nhỏ và vừa như sau: “*Cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa vốn chủ sở hữu và nợ phải trả (bao gồm nợ ngắn hạn và dài hạn) mà một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp đó*”. Với khái niệm này, các nguồn vốn tài trợ cho một doanh nghiệp được chia thành hai loại, đó là nợ phải trả và vốn chủ sở hữu.

- **Đối với nợ phải trả**, là khoản tín dụng doanh nghiệp phải cam kết thanh toán lại với các chủ nợ số nợ gốc và các khoản chi phí sử dụng vốn theo thời hạn quy định. Nợ phải trả bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

+ **Nợ ngắn hạn** là những khoản nợ mà doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán trong vòng một năm. Nợ ngắn hạn thường có chi phí sử dụng vốn thấp nhưng thường tạo ra một áp lực thanh toán đối với doanh nghiệp và thường được sử dụng để đầu tư vào các tài sản ngắn hạn. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, nợ ngắn hạn được trình bày trên bảng cân đối kế toán bao gồm khoản vay ngắn hạn, các khoản phải trả thương mại và phải trả ngắn hạn khác, thuế và các khoản phải nộp Nhà nước, dự phòng phải trả ngắn hạn.

+ **Nợ dài hạn** là những khoản nợ mà doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán trong thời gian lớn hơn một năm hay nhiều chu kỳ kinh doanh. Nợ dài hạn thường được sử dụng để đầu tư vào các tài sản dài hạn. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, nợ dài hạn được trình bày trên bảng cân đối kế toán bao gồm vay dài hạn, các khoản phải trả thương mại và phải trả dài hạn khác, dự phòng phải trả dài hạn.

- **Đối với nguồn vốn chủ sở hữu**, doanh nghiệp không phải cam kết thanh toán, người chủ sở hữu vốn chỉ kỳ vọng vào lợi ích được mang lại từ hiệu quả hoạt động cuối cùng của doanh nghiệp. Vốn chủ sở hữu thể hiện phần tài trợ của người chủ sở hữu đối với toàn bộ tài sản của doanh nghiệp. Vì vậy, xét về khía cạnh tự chủ về tài chính, nguồn vốn này thể hiện năng lực vốn có của người chủ sở

hữu trong tài trợ hoạt động sản xuất kinh doanh. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 21, vốn chủ sở hữu được trình bày trên bảng cân đối kế toán bao gồm phần sở hữu của cổ đông thiểu số, vốn góp, các khoản dự trữ và lợi nhuận chưa phân phối.

**Bảng 1.1 Chỉ tiêu đo lường cấu trúc vốn**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Công thức</b>	<b>Ý nghĩa</b>
Tỷ số nợ (DA)	Tổng nợ / tổng tài sản bình quân	Mức độ sử dụng nợ để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp, tức là nợ chiếm bao nhiêu % trong tổng nguồn vốn (hay tài sản) của doanh nghiệp (tài sản bằng nguồn vốn).
Tỷ số nợ ngắn hạn (SDA)	Nợ ngắn hạn / tổng tài sản bình quân	Mức độ sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp, tức là nguồn vốn ngắn hạn chiếm bao nhiêu % trong tổng nguồn vốn (hay tài sản) của doanh nghiệp (tài sản bằng nguồn vốn).
Tỷ số nợ dài hạn (LDA)	Nợ dài hạn / tổng tài sản bình quân	Mức độ sử dụng nợ dài hạn để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp, tức là nợ chiếm bao nhiêu % trong tổng nguồn vốn (hay tài sản) của doanh nghiệp (tài sản bằng nguồn vốn).

*Nguồn: Wild và các tác giả, (2004); Nguyễn Minh Kiều, (2014), Trần Ngọc Thơ và các tác giả, (2007).*

### **1.1.1.2. Lý thuyết về cấu trúc vốn theo quan điểm truyền thống**

Nghiên cứu của tác giả Durand (1952), đây là nghiên cứu đầu tiên về cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cho rằng giá trị của doanh nghiệp bị tác động bởi cấu trúc vốn của chính doanh nghiệp đó. Quan điểm truyền thống về cấu trúc vốn cho rằng khi một doanh nghiệp bắt đầu vay mượn thì thuận lợi vượt trội hơn bất lợi. Chi phí nợ thấp hơn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cộng với thuận

lợi về thuế sẽ khiến chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền giảm khi nợ tăng.

Tuy nhiên, khi tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu tăng, tác động của tỷ lệ vốn vay so với tổng vốn buộc các chủ sở hữu yêu cầu tăng lợi tức của họ, nghĩa là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng. Ở mức tỷ lệ vốn nợ và vốn chủ sở hữu cao, chi phí nợ cũng tăng cao bởi vì khả năng doanh nghiệp không trả được nợ cũng tăng cao, tức nguy cơ phá sản cao hơn. Do đó, chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền cũng sẽ tăng cao.

Quan điểm truyền thống không có lý thuyết nào thể hiện chi phí vốn chủ sở hữu nên tăng bao nhiêu do tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu hay chi phí nợ nên tăng bao nhiêu do nguy cơ vỡ nợ.

Do đó, lý thuyết cấu trúc vốn theo quan điểm truyền thống tương đối đơn giản hơn so với các lý thuyết cấu trúc vốn khác. Lý thuyết này chỉ tập trung vào mối quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn của nợ vay và chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu. Bên cạnh đó, điểm sáng của lý thuyết này là cũng phản ánh được sự tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp.

### **1.1.1.3. Lý thuyết cấu trúc vốn theo quan điểm hiện đại**

#### **Lý thuyết về cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (M&M).**

#### **✚ Cấu trúc vốn không tác động đến giá trị của doanh nghiệp (M&M, 1958)**

Modigliani và Miller (M&M) (1958) đã tìm hiểu xem chi phí vốn tăng hay giảm khi một doanh nghiệp tăng hay giảm nợ vay bên ngoài. M&M đã đưa ra một số giả định về thị trường vốn hoàn hảo: Không có chi phí giao dịch; Tất cả các nhà đầu tư có thể vay hay cho vay với cùng một lãi suất; không có chi phí phá sản và chi phí kiệt quệ tài chính; giả định loại rủi ro là đồng nhất tức các doanh nghiệp hoạt động dưới điều kiện tương tự sẽ có cùng mức độ rủi ro kinh doanh; Không có thuế thu nhập.

Nếu thị trường vốn là hoàn hảo, M&M cho rằng các doanh nghiệp kinh doanh giống nhau và tiền lãi mong đợi hằng năm giống nhau thì phải có giá trị giống nhau, bất chấp cấu trúc vốn bởi giá trị của doanh nghiệp phải phụ thuộc vào các hoạt động của nó chứ không phụ thuộc vào hình thức cấp vốn. Từ đây có thể đưa ra kết luận là tất cả những công ty có tiền lời mong đợi giống nhau và

giá trị giống nhau cũng phải có chi phí sử dụng vốn bình quân giống nhau ở mọi mức độ tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu.

Mặc dù những giả định về thị trường vốn hoàn hảo không có thực nhưng có 02 giả thiết cần được nhấn mạnh vì những giả thiết này có tác động đến kết quả nghiên cứu của M&M:

(i) Không có việc đánh thuế: đây là vấn đề quan trọng và là một trong những thuận lợi then chốt của nợ là tác động của lá chắn thuế;

(ii) Nguy cơ trong lý thuyết của M&M được tính toán hoàn toàn bởi tính biến động của các luồng tiền. M&M bỏ qua khả năng các luồng tiền có thể dùng vì vỡ nợ. Đây là một vấn đề đáng kể so với các lý thuyết khác nếu nợ cao.

Các giả định này chỉ mang lại một thuận lợi (nợ rẻ hơn và ít rủi ro hơn cho nhà đầu tư) và một bất lợi của việc vay tiền (chi phí vốn chủ sở hữu tăng cùng với tỷ lệ nợ vì tỷ lệ vốn vay so với tổng vốn).

Như vậy, theo quan điểm của M&M (1958) thì trong thị trường hoàn hảo, giá trị doanh nghiệp không vay nợ cũng bằng giá trị doanh nghiệp vay nợ hay nói cách khác, giá trị doanh nghiệp độc lập với cấu trúc vốn của nó.

### **✚ Cấu trúc vốn tác động đến giá trị của doanh nghiệp (Modigliani và Miller, 1963)**

Năm 1963 M&M đưa ra một nghiên cứu tiếp theo với việc loại bỏ giả thiết về thuế thu nhập doanh nghiệp. Theo M&M, với thuế thu nhập doanh nghiệp, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Vì chi phí lãi vay là chi phí hợp lý được khấu trừ khi tính thuế thu nhập do đó một phần thu nhập của doanh nghiệp có sử dụng nợ được chuyển cho các nhà đầu tư dẫn đến giá trị của doanh nghiệp sử dụng nợ bằng giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ cộng với khoản lợi từ việc sử dụng nợ.

Như vậy, theo mô hình thuế M&M (1963), cấu trúc vốn có liên quan đến giá trị của doanh nghiệp. Sử dụng nợ càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng tăng và gia tăng tối đa đến khi doanh nghiệp được tài trợ 100% nợ.

### **Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory).**

Lý thuyết trật tự phân hạng bắt nguồn từ những nghiên cứu của Donaldson (1961). Nghiên cứu này đưa ra những bằng chứng cho thấy nhiều nhà điều hành

ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ và chỉ cân nhắc đến nguồn tài trợ bên ngoài (nợ và phát hành cổ phần mới) trong những trường hợp mà nhu cầu vốn gia tăng bất thường không thể tránh khỏi. Sau đó lý thuyết này được nghiên cứu sâu hơn bởi Myers và Majluf (1984). Hai ông cho rằng các quyết định tài trợ của doanh nghiệp dựa trên cơ sở thông tin bất cân xứng. Thông tin bất cân xứng là cụm từ để chỉ ra rằng các giám đốc tài chính hiểu rõ giá trị công ty mình hơn là các nhà đầu tư bên ngoài. Thông tin bất cân xứng tác động đến việc lựa chọn giữa tài trợ nội bộ và tài trợ bên ngoài; giữa phát hành mới chứng khoán nợ và chứng khoán vốn.

Trên cơ sở thông tin bất cân xứng, lý thuyết trật tự phân hạng đề xuất một trật tự tài trợ theo một trình tự ưu tiên trước bằng vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư), rồi đến phát hành nợ và sau cùng là phát hành cổ phần mới. Theo lý thuyết này, trật tự phân hạng được thiết lập như sau:

Nguồn vốn nội bộ là ưu tiên trước nhất trong việc lựa chọn nguồn tài trợ của doanh nghiệp, lý do là các phương án khác có quá nhiều rắc rối và tốn kém. Thị trường luôn hoài nghi các quyết định tài trợ của doanh nghiệp và luôn muốn tìm hiểu thông điệp ẩn đằng sau nó. Nếu sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại của mình, ban quản trị không phải tìm cách thuyết phục hay giải thích các lựa chọn của mình đối với các nhà đầu tư bên ngoài.

Ưu tiên thứ hai là phát hành chứng khoán nợ. Mặc dù một sự kết hợp giữa nợ và vốn cổ phần luôn làm cho các trái chủ tiềm năng lo lắng, nhưng nếu bỏ qua mối e ngại về khả năng kiệt quệ tài chính, các nhà cho vay sẽ luôn nhận được một khoản chi trả cố định, chính điều này đã làm hấp dẫn các trái chủ và đối với ban quản trị thì trái chủ là những người dễ thuyết phục hơn so với các cổ đông tương lai.

Phát hành cổ phiếu là sự lựa chọn cuối cùng. Lý do là phát hành cổ phiếu thường có chi phí đắt đỏ nhất, doanh nghiệp phải cung cấp rất nhiều thông tin (hơn cả lượng thông tin cung cấp cho các trái chủ) về dự án đầu tư để thuyết phục các cổ đông đồng ý trả một khoản tiền hợp lý, trong khi các thông tin này rất quý giá trong môi trường kinh doanh đầy cạnh tranh như hiện nay.

Như vậy, việc phát hành các chứng khoán khác nhau là nguyên nhân khiến

ban quản trị phải cân nhắc trong việc đưa ra các quyết định lựa chọn cấu trúc vốn cho phù hợp với tình hình tài chính, và thông thường không có cấu trúc vốn nhất định cho bất kỳ doanh nghiệp nào. Myers cho rằng khó có thể xác định được một cấu trúc vốn tối ưu bởi vì vốn chủ sở hữu luôn được ưu tiên hàng đầu (lợi nhuận giữ lại) và cuối cùng là phát hành cổ phần mới trong “trật tự phân hạng”. Mỗi tỷ lệ nợ quan sát được của mỗi doanh nghiệp đều thể hiện tình hình tài chính của doanh nghiệp và khả năng tích lũy nguồn vốn từ môi trường bên ngoài của doanh nghiệp. Đồng thời lý thuyết trật tự phân hạng tỏ ra kém hiệu quả trong việc giải thích sự khác biệt trong tỷ lệ nợ giữa các ngành với nhau.

### **Lý thuyết đánh đổi (The trade-off theory).**

Lý thuyết này nhằm mục đích giải thích vì sao các doanh nghiệp thường được tài trợ một phần bằng nợ và một phần bằng vốn cổ phần. Một lý do lớn khiến các doanh nghiệp không thể tài trợ hoàn toàn bằng nợ vay là vì bên cạnh lợi ích của tấm chắn thuế từ việc sử dụng nợ thì việc sử dụng nợ cũng phát sinh nhiều chi phí, điển hình nhất là chi phí kiệt quệ tài chính, bao gồm cả chi phí trực tiếp lẫn chi phí gián tiếp. Vậy những dẫn đo của các doanh nghiệp trong việc sử dụng nợ phải chăng xuất phát từ chi phí phá sản và chi phí kiệt quệ tài chính?

**Chi phí kiệt quệ tài chính:** trong một trường hợp nào đó, giá trị của hai doanh nghiệp đều bằng nhau, mặc dù doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều có nguy cơ phá sản nhiều hơn do không thể trả được nợ và lãi vay. Tuy nhiên, chính khả năng kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ này sẽ khiến cho các nhà đầu tư đánh giá mức độ rủi ro của trái phiếu doanh nghiệp này cao hơn và tất nhiên họ sẽ đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi tương ứng. Đây chính là chi phí kiệt quệ tài chính mà một doanh nghiệp phải gánh chịu cho việc sử dụng nhiều nợ.

**Chi phí phá sản:** Đây là một phần của chi phí kiệt quệ tài chính. Chi phí phá sản chỉ xảy ra trong tình trạng công ty lâm vào tình trạng phá sản. Trường hợp này là một rủi ro đối với các cổ đông. Nếu công ty thật sự phá sản, trong khi lợi ích của các chủ nợ được ưu tiên hơn thì lợi ích của các cổ đông sẽ được xem xét cuối cùng, thậm chí họ không còn gì. Việc này vô tình làm cho các cổ đông tranh giành quyền lợi với các trái chủ, hành vi này xét cho cùng sẽ làm cho công ty gánh chịu thêm một khoản chi phí, các chi phí này cũng được xem là chi

phí kiệt quệ tài chính. Như vậy, chi phí kiệt quệ tài chính là một sự đánh đổi đối với lợi ích của tấm chắn thuế trong việc sử dụng nợ vay của mình. Theo Weiss và Wruck (1990), chi phí phá sản bao gồm 2 phần là chi phí phá sản trực tiếp và chi phí phá sản gián tiếp.

### **Ảnh hưởng của thuế và chi phí kiệt quệ tài chính:**

Trong thực tế có tồn tại chi phí phá sản. Khi doanh nghiệp tạo ra một khoản thu nhập, khoản thu nhập này không chỉ đơn thuần chi trả cho các cổ đông mà phải trích ra một phần để đóng thuế và chi cho tòa án trong trường hợp doanh nghiệp bị phá sản (chi phí phá sản), lợi ích còn lại cuối cùng mới chia cho cổ đông. Tại một thời điểm nào đó, việc sử dụng thêm một đồng vốn vay sẽ làm chi phí kiệt quệ tài chính tăng lên đúng bằng lợi ích từ tấm chắn thuế mang lại. Đây chính là tỷ lệ nợ vay hay cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp.

Lý thuyết đánh đổi cũng giúp giải thích được tỷ lệ nợ khác nhau giữa các ngành. Những doanh nghiệp có tài sản hữu hình an toàn và khả năng sinh lợi cao thì nên có tỷ lệ nợ mục tiêu cao. Ngược lại các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi thấp và tài sản vô hình là chủ yếu thì nên lựa chọn một cấu trúc vốn với tỷ lệ nợ thấp. Trên thực tế, có những doanh nghiệp phát triển thịnh vượng mà không dùng bất cứ món nợ nào, điều này cho thấy lợi ích từ tấm chắn thuế có thể đã bị đánh đổi bởi một lý do quan trọng khác.

Như vậy, với các lý thuyết về cấu trúc vốn nêu trên, một công ty thường xem xét các yếu tố sau đây khi ra quyết định về cấu trúc vốn (Parrino, R., et al, Fundamentals of Corporate Finance, 2011)

- Sự ổn định của doanh thu (Sales stability). Một công ty có doanh thu tương đối ổn định có thể sử dụng nhiều nợ vay hơn và chi trả được các khoản cố định lớn hơn các công ty công ích (utility companies) có lịch sử sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính hơn các công ty trong ngành công nghiệp bởi vì sự ổn định về cầu sản phẩm của họ.

- Cấu trúc tài sản (Asset structure). Các công ty có tài sản tích hợp như là khoản đảm bảo cho vay sẽ có khuynh hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn. Các tài sản có thể sử dụng cho nhiều ngành là một khoản thế chấp tốt, trong đó các tài sản chuyên dụng thì lại không như vậy. Do vậy, các công ty bất động sản thường có đòn



bẫy tài chính cao, trong khi đó các công ty trong lĩnh vực nghiên cứu công nghệ thì lại không.

- Đòn bẩy hoạt động (Operating leverage). Khi các yếu tố khác giống nhau, công ty sử dụng ít đòn bẩy hoạt động hơn có khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính tốt hơn bởi vì công ty này có ít rủi ro kinh doanh hơn.

- Tốc độ tăng trưởng (Growth rate). Khi các yếu tố khác giống nhau, công ty có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn phải dựa nhiều vào nguồn vốn bên ngoài. Hơn nữa, do chi phí phát hành trong việc bán cổ phiếu nhiều hơn chi phí phát hành nợ vay, điều này khuyến khích các công ty tăng trưởng nhanh sử dụng nhiều nợ vay hơn. Tuy nhiên, trong khi đó, các công ty thường đối mặt với sự bất ổn cao hơn có khuynh hướng giảm mức độ sẵn sàng sử dụng nợ vay.

- Lợi nhuận (Profitability). Trong thực tế thường thấy là các công ty có tỷ suất lợi nhuận cao sử dụng rất ít nợ vay. Mặc dù chưa có lý thuyết nào làm rõ điều này cả, một cách giải thích thực tế là các công ty có lợi nhuận cao như Intel, Microsoft và Coca-Cola đơn giản không cần tài trợ nhiều bằng nợ. Với tỷ suất lợi nhuận cao như vậy cho phép các công ty này tài trợ cho các hoạt động của mình bằng nguồn vốn nội sinh của mình.

- Thuế. Lãi vay là chi phí được khấu trừ, và khoản giảm trừ này rất có giá trị với các công ty có thuế thu nhập cao. Do vậy, công ty có mức thuế thu nhập cao sẽ có lợi thế về nợ hơn nhiều.

### **1.1.2. Vốn luân chuyển**

#### **1.1.2.1 Khái niệm**

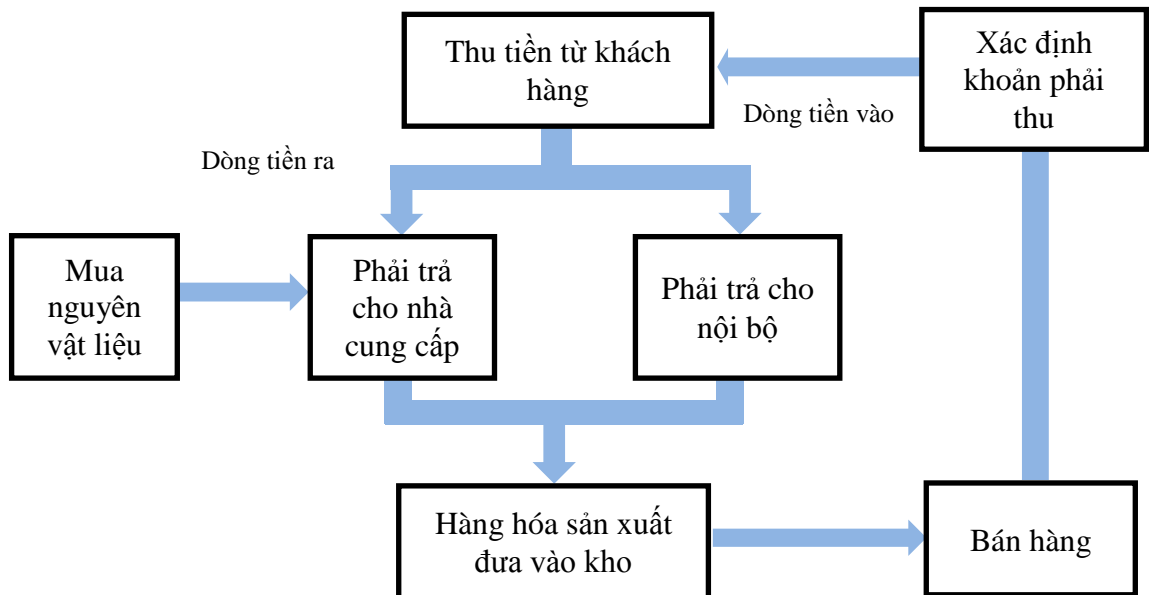
Khái niệm vốn luân chuyển được biết đến nhiều hơn vì ngày càng nhiều các nhà quản trị bắt đầu nhận thấy những lợi ích từ việc vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.

Maness và Zietlow (2005) định nghĩa vốn luân chuyển (working capital) như sau: “Đó là chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn”. Tương tự, các nghiên cứu khác như Teruel và Solano (2006) hay Brigham và Houston (2007) định nghĩa vốn luân chuyển hay tổng vốn luân chuyển (Gross working capital) là tổng tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp, bao gồm: tiền mặt và các khoản tương đương tiền, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, các khoản phải thu ngắn hạn,

hàng tồn kho, các tài sản ngắn hạn khác (chi phí trả trước ngắn hạn) sử dụng để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh hàng ngày của doanh nghiệp. Còn theo Ngô Vi Trọng và Lê Thị Minh Nguyên (2015) vốn lưu động gọi là những khoản tiền cần thiết để thanh toán cho các hoạt động kinh doanh.

Suy rộng ra, vốn luân chuyển được hiểu là: “giá trị của toàn bộ tài sản ngắn hạn, những tài sản gắn liền với chu kỳ kinh doanh của công ty được chuyển hóa qua tất cả các dạng – tồn tại từ tiền mặt đến hàng tồn kho, khoản phải thu và trở về trạng thái ban đầu là tiền mặt (Richards và Laughlin, 1980).

**Bảng 1.2: Chu kỳ luân chuyển của tiền**



(Nguồn: Parrino, R., et all, *Fundamentals of Corporate Finance*, 2011)

### 1.1.2.2 Các chỉ tiêu đo lường

Theo Richards và Laughlin (1980) , với khái niệm vốn luân chuyển thì chỉ tiêu đo lường hiệu quả của vốn luân chuyển là chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC). Chu kỳ luân chuyển tiền mặt được tính toán theo công thức như sau:

$$CCC = ACP + ICP - APP$$

Trong đó:

CCC: Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (ngày)

ACP: Số ngày thu tiền bình quân

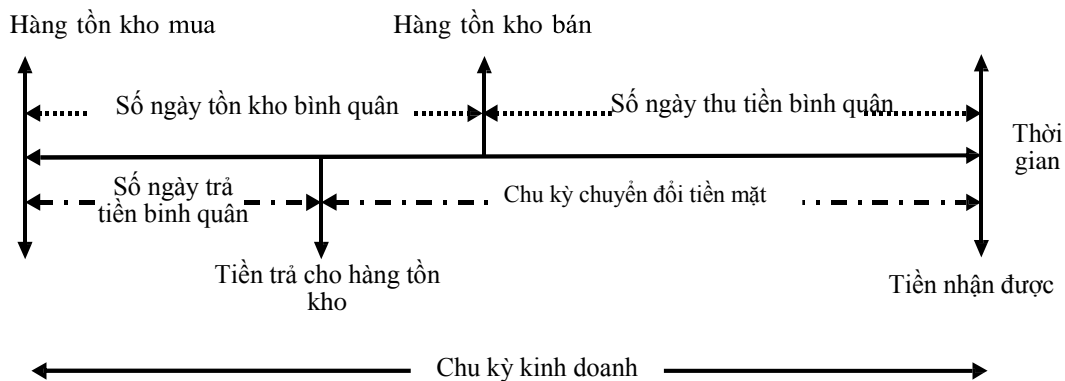
ICP: Số ngày tồn kho bình quân

### APP: Số ngày trả tiền bình quân

Như vậy, với các thành phần của vốn luân chuyển là: các khoản phải thu, hàng tồn kho và các khoản phải trả; nên việc duy trì một sự cân bằng tối ưu giữa các thành phần này là mục tiêu chính của quản trị vốn luân chuyển.

Tất cả những chỉ tiêu nêu trên nhằm đánh giá việc quản trị vốn luân chuyển theo một cách nào đó và trong bài nghiên cứu này, tác giả chọn việc sử dụng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt như một thước đo đối với quản trị vốn luân chuyển.

Mối quan hệ giữa chu kỳ luân chuyển tiền và chu kỳ kinh doanh được diễn tả trong sơ đồ sau đây (Richards và Laughlin, 1980) :



**Hình 1.1: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và chu kỳ kinh doanh.**

Quản trị vốn luân chuyển với mục tiêu chính là phải đảm bảo đủ dòng tiền để các công ty duy trì hoạt động kinh doanh một cách bình thường trên cơ sở giảm thiểu rủi ro mất khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính trong ngắn hạn. Do vậy, hiệu quả của quản trị vốn luân chuyển phụ thuộc vào sự cân đối giữa tính thanh khoản và khả năng sinh lời của doanh nghiệp (Filbeck, Krueger và Preece, 2007; Faulender và Wang, 2006). Theo nghiên cứu của tác giả trên, sự thiếu hụt vốn luân chuyển có thể gây trục trặc cho hoạt động kinh doanh hàng ngày của doanh nghiệp như đầu tư quá nhiều vào vốn luân chuyển thì lại làm giảm rủi ro thanh khoản, sẽ làm tăng chi phí cơ hội của đầu tư, đặc biệt khi doanh nghiệp dùng nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho vốn luân chuyển.

Thế nên, quyết định đầu tư bao nhiêu vào các khoản phải thu khách hàng, hàng tồn kho và bao nhiêu cho tín dụng thương mại từ nhà cung cấp được phản ánh trong chu kỳ chuyển đổi tiền mặt – biểu thị cho số ngày trung bình từ khi

công ty thanh toán cho nhà cung cấp đến khi công ty thu hết tiền nợ của khách hàng. Vì vốn luân chuyển được mô tả tốt nhất bằng chu kỳ chuyển đổi tiền nên các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới nêu trên đều xây dựng mô hình để tìm ra mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và các thành phần của chu kỳ chuyển đổi tiền với hiệu quả tài chính của công ty.

Như vậy, chỉ tiêu đo lường của vốn luân chuyển là kỳ luân chuyển tiền (Cash Conversion Cycle – CCC). Chỉ tiêu này đề cập đến khoảng thời gian từ lúc mua nguyên vật liệu, chuyển đổi thành thành phẩm, bán sản phẩm và thu tiền khách hàng. Các doanh nghiệp có chu kỳ luân chuyển tiền ngắn hơn sẽ ít phải đầu tư vào vốn luân chuyển hơn và do vậy, chi phí tài trợ của những doanh nghiệp thường sẽ thấp hơn.

Chính sách vốn luân chuyển hiệu quả phải đảm bảo giảm tối thiểu thời gian từ khi trả tiền mua nguyên vật liệu đến khi thu tiền bán sản phẩm. Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt bao gồm khoảng thời gian từ khi doanh nghiệp thanh toán các khoản nợ đến khi thu tiền. Trong khoảng thời gian đó, có các yếu tố sau đây:

#### **Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt**

Theo Jose và cộng sự (1996), khái niệm “chu kỳ chuyển đổi tiền mặt” lần đầu được giới thiệu bởi Gitman (1974) được xem là một chỉ tiêu linh hoạt hơn về khả năng thanh toán so với các chỉ tiêu truyền thống, thụ động được sử dụng phổ biến trước đó như tỷ số thanh toán hiện thời, vốn luân chuyển. Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt thể hiện khoảng thời gian từ lúc chi tiền mua nguyên vật liệu từ nhà cung cấp cho đến khi thu tiền tiêu thụ sản phẩm từ khách hàng. Gitman cho rằng, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt là chỉ tiêu linh hoạt, ý nghĩa hơn các chỉ tiêu trước đây vì nó đứng trên quan điểm về dòng tiền thông qua việc sử dụng dữ liệu từ cả bảng cân đối kế toán và báo cáo hoạt động kinh doanh tạo nên một thước đo về thời gian. Nói cách khác, thước đo này dùng để đo lường tình hình về khả năng thanh toán bằng tiền mặt của công ty và vốn luân chuyển được quản lý hiệu quả như thế nào (Deloof, 2003). Kết quả cho thấy số ngày trung bình mà nguồn vốn nằm trong vốn luân chuyển chuyển thành tiền mặt trong một chu kỳ kinh doanh (Rimo và Panbunyen, 2010).

### **Số ngày thu tiền bình quân**

Số ngày thu tiền bình quân được sử dụng như thước đo của chính sách thu nợ khách hàng. Nó thể hiện số ngày trung bình mà công ty chờ đợi để nhận các khoản thanh toán từ khách hàng công ty. Thước đo này được tính bằng cách chia thương số của tổng khoản phải thu đầu và cuối năm với 2, với doanh thu thuần. Và sau đó nhân kết quả với số ngày trung bình của năm. Tương tự như hàng tồn kho, số ngày này thấp thì rất tốt để giữ chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ngắn (Rimo và Panbunyuen, 2010)

$$\text{Số ngày thu tiền bình quân} = \frac{\text{Khoản phải thu trung bình}}{\text{Doanh thu thuần}} \times 365$$

Deloof (2003) tiếp tục cho thấy mối quan hệ nghịch biến có ý nghĩa thống kê giữa số ngày trung bình khoản phải thu và lợi nhuận gộp từ hoạt động. Boisjoly (2009) đưa ra bằng chứng rằng những công ty tập trung cải thiện việc quản lý khoản phải thu từ khi số vòng quay các khoản phải thu tăng trong 15 năm giai đoạn từ 1990-2004. Nhiều kỹ thuật được áp dụng như đẩy mạnh công tác thu tiền, đưa ra chính sách chiết khấu thanh toán và sử dụng bao thanh toán khoản phải thu (Boisjoly, 2009).

### **Số ngày tồn kho bình quân**

Số ngày tồn kho bình quân đại diện cho thời gian mà hàng tồn kho của công ty được lưu giữ trước khi được bán. Để giúp rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, số ngày trung bình hàng tồn kho này càng ngắn càng tốt. Số ngày trung bình hàng tồn kho được tính bằng cách lấy tổng hàng tồn kho đầu và cuối năm chia 2, sẽ nhận được giá trị trung bình. Sau đó, lấy giá trị trung bình hàng tồn kho đem chia cho giá vốn hàng bán. Để có được kết quả theo số ngày, giá trị vừa tính phải được nhân với số ngày trung bình 1 năm là 365 ngày (Rimo và Panbunyuen, 2010)

$$\text{Số ngày tồn kho bình quân} = \frac{\text{Hàng tồn kho trung bình}}{\text{Giá vốn hàng bán}} \times 365$$

Deloof (2003) nhận thấy có mối quan hệ nghịch biến có ý nghĩa thống kê giữa số ngày hàng tồn kho và lợi nhuận gộp từ hoạt động (gross operating income), như thước đo của khả năng sinh lợi. Điều này giải thích rằng sự gia tăng số ngày lưu kho của hàng phản ảnh qua việc giảm doanh thu dẫn đến lợi nhuận công ty giảm. Một nghiên cứu khác bởi Boisjoly (2009) nhận thấy việc gia tăng số

vòng quay hàng tồn kho trong giai đoạn 15 năm chỉ rõ rằng công ty ngày càng cải thiện việc quản lý hàng tồn kho. Để quản lý hàng tồn kho, có nhiều cách được áp dụng tùy vào tình hình thực tế của các công ty như : mô hình quản lý hàng tồn kho hiệu quả (EOQ), xác định mức tồn kho tối ưu nhằm cân đối chi phí tồn trữ và chi phí đặt hàng để tối thiểu hóa tổng chi phí tồn kho; hệ thống quản lý hàng tồn kho đúng lúc just-in-time (Just-In-Time) với mục tiêu tồn kho bằng 0 sẽ giảm thiểu thời gian sản xuất và chi phí tồn kho (Trần Ngọc Thơ và cộng sự, 2007).

### **Số ngày trả tiền bình quân**

Số ngày trả tiền bình quân được sử dụng như thước đo của chính sách trả nợ nhà cung cấp. Nó thể hiện số ngày trung bình mà công ty sẽ thanh toán cho những nhà cung cấp. Trong khi hai thước đo trước cần phải giữ ở mức thấp thì số ngày khoản phải trả dài sẽ có lợi trong việc rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Rimo và Panbunyen, 2010).

$$\text{Số ngày trả tiền bình quân} = \frac{\text{Khoản phải trả trung bình}}{\text{Giá vốn hàng bán}} \times 365$$

Nghiên cứu của Deloof (2003) cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa số ngày trung bình khoản phải trả và khả năng sinh lợi. Điều này chỉ ra rằng khả năng sinh lợi có tác động đến chính sách trả nợ nhà cung cấp bởi vì một công ty có lợi nhuận hạn chế sẽ kéo dài thời gian thanh toán. Trong trường hợp của những công ty ở Bỉ, những nhà cung cấp đề nghị chiết khấu lâu dài đối với những khách hàng thanh toán ngay bằng tiền mặt, và điều đó làm gia tăng lợi nhuận của công ty (Deloof, 2003) . Trong nghiên cứu của Boisjoly (2009), kết quả cho thấy số vòng quay khoản phải trả trong giai đoạn 15 năm tăng lên, kết quả này ngược với dự đoán của tác giả vì thông thường những công ty hay muốn kéo dài thời gian trả nợ của họ với nhà cung cấp. Và Boisjoly đưa ra lý giải rằng bởi vì khoản phải trả của công ty này sẽ là khoản phải thu của công ty khác.

## **1.1.3 Quan niệm về hiệu quả và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp**

### **1.1.3.1. Quan niệm về hiệu quả**

Theo cách hiểu phổ biến nhất, hiệu quả của bất kỳ hoạt động kinh tế nào đều được phản ánh qua mối quan hệ giữa đầu vào và đầu ra. Một hoạt động kinh tế có hiệu quả có nghĩa là cùng một lượng đầu ra nhưng cần ít hơn lượng chi phí đầu

vào, hoặc theo cách khác, cùng một lượng chi phí đầu vào nhưng sản xuất được nhiều đầu ra hơn.

Theo Adam (1776) "Hiệu quả là kết quả đạt được trong hoạt động kinh tế, là doanh thu tiêu thụ hàng hoá". Như vậy, hiệu quả được đồng nghĩa với chỉ tiêu phản ánh kết quả hoạt động kinh doanh, có thể do tăng chi phí mở rộng sử dụng nguồn lực sản xuất. Nếu cùng một kết quả có hai mức chi phí khác nhau thì theo quan điểm này doanh nghiệp cũng đạt hiệu quả.

Theo Phạm Quang Sáng (2011), hiệu quả là phép so sánh dùng để chỉ mối quan hệ giữa kết quả thực hiện các mục tiêu của chủ thể với chi phí mà chủ thể bỏ ra để đạt được kết quả đó trong những điều kiện nhất định.

Theo Lê Thanh Ngọc (2014), hiệu quả thể hiện sự tác động tới các quan hệ liên quan, làm cho các quan hệ này thay đổi theo hướng tích cực, với một chi phí thấp nhất.

### **1.1.3.2. Quan niệm về hiệu quả quản trị tài chính**

Theo Chakravarthy, (1986) khái niệm của hiệu quả quản trị trên phương diện tài chính tức là tối đa hoá thu nhập, tối thiểu hoá chi phí, từ đó làm tối đa hoá lợi nhuận trên tổng tài sản doanh nghiệp và tối đa hoá lợi nhuận mang lại cho các cổ đông góp vốn của doanh nghiệp.

Theo Trương Bá Thanh và Trần Đình Khôi Nguyên (2001), hiệu quả quản trị tài chính là toàn bộ các quan hệ tài chính biểu hiện qua quá trình huy động và sử dụng vốn để tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Tài chính doanh nghiệp có hai chức năng cơ bản là huy động vốn và sử dụng vốn. Chức năng huy động vốn (còn gọi là chức năng tài trợ) liên quan đến quá trình tạo ra các quỹ tiền tệ từ các nguồn lực bên trong và bên ngoài để doanh nghiệp hoạt động trong lâu dài với chi phí thấp nhất. Trong khi đó, chức năng sử dụng vốn (hay còn gọi là chức năng đầu tư) liên quan đến việc phân bổ vốn ở đâu, lúc nào, sao cho vốn được sử dụng có hiệu quả nhất. Như vậy, bản chất của hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp là các quan hệ kinh tế, tiền tệ thông qua hoạt động huy động vốn và sử dụng vốn. “Do đó, hiệu quả tài chính doanh nghiệp là hiệu quả của việc huy động, sử dụng và quản lý nguồn vốn trong doanh nghiệp” (Trương Bá Thanh và Trần Đình Khôi Nguyên, 2001).

Vũ Đình Bách và các cộng sự (2004). Tài chính trong doanh nghiệp hay bất kỳ một tổ chức nào khác đều có các loại hoạt động sau: Hoạt động chức năng; Hoạt động đầu tư; Hoạt động tài trợ. Hoạt động chức năng của công ty chính là việc sản xuất kinh doanh hàng hóa, dịch vụ. Để có thể thực hiện được những việc này công ty phải mua sắm máy móc, thiết bị, nhà xưởng, vật liệu... đó chính là hoạt động đầu tư của công ty. Và cuối cùng, để có thể tiến hành hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh công ty phải huy động các nguồn tài chính từ bên ngoài dưới dạng nhận vốn góp từ các nhà đầu tư hay vay từ các tổ chức tín dụng, đây chính là hoạt động tài trợ.

Để nâng cao hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp thì công tác quản trị tài chính đóng vai trò rất quan trọng. Quản trị tài chính trong doanh nghiệp là quá trình quản lý trong đó nhà quản trị tài chính xử lý các thông tin liên quan đến môi trường tài chính và môi trường nội bộ của doanh nghiệp, giải quyết một cách đúng đắn các mối quan hệ tài chính phát sinh trong hoạt động sản xuất kinh doanh, đưa ra các quyết định tài chính nhằm tối đa hóa giá trị công ty.

### **1.1.3.3. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp**

Có rất nhiều các chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp, nhưng các chỉ tiêu thường được sử dụng nhất trong các nghiên cứu có thể chia thành hai loại chính: (i) Các hệ số giá trị kế toán, còn gọi là các hệ số về lợi nhuận; (2) Các hệ số giá trị thị trường, còn gọi là các hệ số về tăng trưởng tài sản.

Theo Murphy and Hill (1996) , hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp cần được đo lường thông qua các chỉ tiêu thể hiện trên cả hai phương diện: giá trị kế toán và giá trị thị trường. Cho dù thể hiện trên phương diện nào, hiệu quả quản trị tài chính, về cơ bản, đều được phản ánh bởi một số chỉ tiêu cơ bản sau:

**Thứ nhất:** Tỷ số lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA)

Công thức:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

Tỷ số này đo lường khả năng sinh lời trên tài sản đầu tư của doanh nghiệp. Nó cho biết trung bình 100 đồng tài sản của doanh nghiệp trong kỳ tạo ra bao nhiêu



đồng lợi nhuận sau thuế. Tỷ số này phụ thuộc rất nhiều vào đặc điểm của ngành sản xuất kinh doanh.

**Thứ hai:** Tỷ số lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE)

Công thức:

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$$

Đây là chỉ tiêu rất quan trọng đối với các đối tượng nắm giữ vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp. Tỷ số này đo lường khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Nó cho biết bình quân 100 đồng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông thường. Tỷ số này càng cao thì sẽ càng thu hút được càng nhiều nhà đầu tư.

Ngoài ra, các tiêu chí đo lường hiệu quả quản trị doanh nghiệp khác bao gồm Tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (P/B), Hệ số Tobin' Q (Giá trị vốn hóa của thị trường), Tỷ suất cổ tức (DY),... Tuy nhiên, ở cách tiếp cận của luận án khi nghiên cứu về hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp đối với các Doanh nghiệp nhỏ và vừa, tác giả dùng chỉ tiêu ROA và ROE làm đại diện cho các chỉ tiêu tính toán hiệu quả quản trị doanh nghiệp vì các lý do sau đây:

- Trong cách tiếp cận của Shah, Butt và Saeed (2011), Shahid (2003), Le và Buck (2011), chỉ tiêu đo lường của hiệu quả quản trị tài chính là lợi nhuận trên doanh thu - ROS, hoặc lợi nhuận trên vốn đầu tư - ROI. Cách sử dụng ROI hoặc ROS cũng gần tương tự như ROA và ROE. Tuy nhiên, ROI và ROS chưa phản ánh cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong việc tác động đến hiệu quả quản trị tài chính. Do đó, ROA và ROE là 2 đại diện phù hợp hơn trong việc xác định cấu trúc vốn ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính.

- Theo Behn (2003), hiệu quả quản trị tài chính của một biến đo lường có thể chịu tác động của mục tiêu kinh doanh, sự phát triển của thị trường chứng khoán và thị trường vốn. Ví dụ nếu trong một nước thị trường chứng khoán không phát triển cao và năng động thì biến đo lường hiệu quả quản trị tài chính dựa trên thị trường sẽ không cung cấp được các kết quả hiệu quả và chính xác.

- Việc đánh giá hiệu quả quản trị tài chính của Doanh nghiệp nhỏ và vừa thông qua tiêu chí giá trị doanh nghiệp trên thị trường, mục tiêu kinh doanh,

Tobin's Q, Marris, P/E, MBVR là rất khó bởi vì đa phần các doanh nghiệp nhỏ và vừa đều chưa niêm yết nên việc xác định tiêu các chỉ tiêu trên là không có cơ sở để xác định và rất khó tính toán.

Tóm lại, với lý do đó, luận án sẽ căn cứ vào hai tiêu chí là ROA và ROE để làm cơ sở nghiên cứu hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

## **1.2. MỐI QUAN HỆ GIỮA CẤU TRÚC VỐN, VỐN LUÂN CHUYỂN VỚI HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM**

### **1.2.1. Cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp**

Một trong những yếu tố chính tác động đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp chính là cấu trúc vốn. Cấu trúc vốn chính là cách thức doanh nghiệp tìm kiếm nguồn tài chính tài trợ cho tài sản trong doanh nghiệp đó thông qua các phương án kết hợp giữa đi vay, phát hành trái phiếu và phát hành cổ phần.

Nhiều nhà nghiên cứu tin rằng khi tìm ra một cấu trúc vốn tối ưu cho một doanh nghiệp tức là tìm ra một phương án, theo đó, doanh nghiệp sẽ làm tối thiểu hoá chi phí tài chính và tối đa hoá giá trị của doanh nghiệp đó.

#### **1.2.1.1 Việc sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính**

Theo Trần Ngọc Thơ và các cộng sự (2007) doanh nghiệp nên gia tăng nợ cho đến khi giá trị từ hiện giá (tầm lá chắn thuế) vừa đủ để bù trừ, ở mức cận biên, bằng gia tăng trong hiện giá (các chi phí kiệt quệ tài chính).

Ngoài ra, Trần Ngọc Thơ và các cộng sự (2007) cho rằng với mỗi phần trăm tỷ lệ nợ tăng thêm, trong khi lợi ích tầm chắn thuế gia tăng thì chi phí kiệt quệ tài chính cũng gia tăng. Sẽ đến một lúc nào đó, khi mà với mỗi tỷ lệ nợ tăng thêm, hiện giá lợi ích từ tầm chắn thuế không cao hơn hiện giá chi phí kiệt quệ tài chính thì việc vay nợ không còn mang lại lợi ích cho doanh nghiệp. Chính vì điều này, các công ty luôn tìm cách tối ưu hóa tổng giá trị doanh nghiệp dựa trên nguyên tắc cân bằng này để xác định nên lựa chọn bao nhiêu nợ và bao nhiêu vốn cổ phần trong cấu trúc vốn.

#### **1.2.1.2. Việc sử dụng vốn sở hữu trong cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính**

Bên cạnh việc đi vay, doanh nghiệp còn có thể sử dụng vốn chủ sở hữu (bằng

cách phát hành cổ phần). Khi gia tăng vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn trước tiên sẽ làm nâng chi phí tài chính cho doanh nghiệp và đồng thời có thể dẫn tới gia tăng số lượng thành viên góp vốn; điều này sẽ phát sinh chi phí đại diện giữa chủ doanh nghiệp và ban quản lý điều hành.

Theo thuyết trật tự phân hạng trong cấu trúc vốn thì phát hành cổ phần là bước tài trợ sau cùng. Thuyết trật tự phân hạng cho rằng thứ tự ưu tiên sử dụng vốn tài trợ như sau: trước hết, các nhà quản trị sẽ dự định sử dụng nguồn tài chính nội bộ, tiếp đến có thể phát hành tiền cho vay, và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần.

### **1.2.1.3 Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn**

#### **(i) Các thực nghiệm cho thấy “cấu trúc vốn có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp”**

Abor (2005) , nghiên cứu trên 22 công ty mẫu niêm yết trên sàn Ghana trong khoảng thời gian 1998-2002. Abor nhận thấy rằng tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD) có mối quan hệ cùng chiều đáng kể với ROE. Theo lập luận của Abor, sử dụng nợ ngắn hạn ít tốn chi phí hơn nên lợi nhuận của doanh nghiệp được gia tăng. Nhưng đối với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD), kết quả cho thấy mối quan hệ ngược chiều đáng kể với ROE, sự gia tăng nợ dài hạn có liên quan đến việc giảm lợi nhuận có chi phí nợ dài hạn cao hơn và ngược lại. Đối với tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản (TD), kết quả cho thấy mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp. Điều này cho thấy sự gia tăng nợ có liên quan với sự gia tăng lợi nhuận, do đó, công ty có nợ cao hơn sẽ có lợi nhuận cao hơn. Và kết quả cũng cho thấy lợi nhuận của các công ty trong mẫu cũng tăng do tăng quy mô và doanh thu của công ty.

Tương tự Xu (2005), cho thấy mối quan hệ vững chắc về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo lường bằng ROE với cấu trúc vốn. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có mối liên hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ; khi tỷ lệ nợ nằm trong khoảng 24,5% - 51,13% thì hiệu quả hoạt động có mối quan hệ theo mô hình bậc hai và bậc ba với tỷ lệ nợ.

Berger (2006), họ đề xuất một phương pháp mới sử dụng mô hình đồng thời hai mô hình thể hiện mối quan hệ nhân quả và xử lý tác động nội sinh khi kiểm tra mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Dữ liệu là 695 ngân hàng bán lẻ ở Mỹ trong giai đoạn 1990 – 1995. Kết quả phù hợp với lý thuyết chi phí

đại diện, đòn bẩy càng cao thì lợi nhuận công ty càng cao. Tức là nợ có tác động thuận chiều với hiệu quả hoạt động tài sản. Tác động này có ý nghĩa kinh tế cũng như ý nghĩa thống kê. Tỷ lệ nợ cao làm giảm chi phí đại diện của vốn cổ phần từ bên ngoài và làm tăng giá trị công ty.

Trước và trong khủng hoảng năm 2007 thì San và Heng (2012), nghiên cứu tìm ra mối quan hệ của cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị công ty. Nghiên cứu này tập trung vào 49 công ty xây dựng được niêm yết ở Bursa Malaysia từ 2005 -2008. Nghiên cứu sử dụng biến giả trong mô hình, phân loại công ty lớn và công ty nhỏ. Kết quả cho thấy có mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp. Đối với các công ty lớn thì có mối quan hệ thuận chiều giữa lợi nhuận trên tài sản với tỷ lệ nợ trên vốn hóa thị trường vốn chủ sở hữu; giữa thu nhập trên mỗi cổ phần và tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu. Những công ty nhỏ hơn, thì có mối quan hệ ngược chiều giữa thu nhập trên mỗi cổ phần với nợ trên tổng tài sản.

Nour (2012) nghiên cứu 28 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Palestin giai đoạn 2006-2011 cho thấy cấu trúc vốn có mối quan hệ tích cực với ROA, ROE, EPS, MBV và Tobin's Q. Nirajini và cộng sự (2013) sử dụng dữ liệu của 77 công ty thương mại niêm yết ở Sri Lanka giai đoạn 2006- 2010. Bằng kỹ thuật phân tích tương quan và phân tích hồi quy đa biến đã phát hiện có một mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động công ty. Gần đây, Mitani (2014) đã chọn 799 doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán Tokyo (TSE) nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn có một mối quan hệ tích cực với hiệu quả hoạt động công ty.

Tại Việt Nam, trong những năm gần đây, có một số các tác giả cũng ủng hộ cấu trúc vốn tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, như Trần Hùng Sơn và Trần Viết Hoàng (2008) , hai tác giả nghiên cứu mối quan hệ của cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp của mẫu gồm 50 công ty phi tài chính đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Bài nghiên cứu sử dụng mô hình OLS để nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động công ty qua các chỉ tiêu được đo lường là ROA, ROE. Cấu trúc vốn được đo lường qua tỷ số nợ, bao gồm tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STD), tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD), và tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E). Kết quả cho

thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ số nợ và ROA, ROE. Ngoài ra tốc độ tăng trưởng (GROWTH) và quy mô của công ty (SIZE) không có ý nghĩa thống kê.

**(ii) Các thực nghiệm cho thấy “cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp”**

Majumdar và Chhibber (1999), xem xét mối quan hệ giữa mức độ nợ của cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp ở Ấn Độ. Bài nghiên cứu được thực hiện trên 1000 công ty Ấn Độ không trong giai đoạn 1988 – 1994. Phân tích dữ liệu cho thấy có mối quan hệ tiêu cực với các công ty ở Ấn Độ và tác giả cho rằng nghiên cứu này không phù hợp với các giả thuyết của các nước phương Tây. Lý do, ở Ấn Độ, người cho vay là các đơn vị thuộc tổ chức tài chính sở hữu nhà nước và những định đề của lý thuyết đại diện, áp dụng với vấn đề quản trị doanh nghiệp với các nước phương Tây phải được đánh giá lại.

Tương tự, Gleason và các cộng sự (2000), họ đo lường hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp được đo lường bằng lợi nhuận trên tài sản (ROA). Dữ liệu là 198 công ty bán lẻ của 14 quốc gia ở Châu Âu. Nợ có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp. Cấu trúc vốn tác động đáng kể đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp ngay cả có sự hiện diện của các biến kiểm soát. Họ còn phát hiện ra, ngoài cấu trúc vốn ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp biến kiểm soát là quy mô công ty cũng có mối quan hệ thuận chiều, có ý nghĩa với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì lợi nhuận thu được càng nhiều hơn so với những doanh nghiệp nhỏ hơn. Nghiên cứu khác của Gleason, Mathur và Mathur (2000) cũng cho kết quả rằng cấu trúc vốn doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp đo lường bởi chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), sự tăng trưởng trong doanh thu (Growth) và lợi nhuận trước thuế (Ptax). Vì thế việc sử dụng nợ vay cao trong cấu trúc vốn có thể sẽ làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Zeitun và Tian (2007), nghiên cứu đề cập đến tác động của cấu trúc vốn đối với hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ở Jordan. Với phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model) với dữ liệu bảng không cân bằng (unbalanced panel) thu thập từ 167 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Amman (không bao gồm các doanh nghiệp tài chính như ngân

hàng, bảo hiểm) trong khoảng thời gian từ 1989 -2003. Để đo lường hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp, tác giả sử dụng các biến ROA, ROE, PROF, Tobin's Q, MBVR, MBVE, P/E. Các biến độc lập là Đòn bẩy (Leverage), Tăng trưởng (GROWTH), Kích cỡ (SIZE), Rủi ro (STDVCF - được đo lường bằng độ lệch chuẩn của dòng tiền – thu nhập ròng cộng khấu hao), thuế (TAX - bằng tổng số thuế cho các khoản thu nhập trước lãi vay và thuế), và Tài sản hữu hình (TANGIBILITY – được đo lường bằng tỷ số Tài sản cố định trên Tổng tài sản). Năm chỉ số đo lường đòn bẩy là Tổng nợ trên Tổng tài sản (TDTA), Tổng nợ trên Tổng vốn chủ sở hữu (TDTE), Nợ dài hạn trên Tổng tài sản (LTDTA), Nợ ngắn hạn trên Tổng tài sản (STDTA), và Tổng nợ trên Tổng vốn (TDTC). Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn (TDTA, LTDTA, STDTA) tác động nghịch biến lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi đo lường bằng giá trị thị trường (Tobin's Q, MBVR, MBVE, P/E) và khi đo lường bằng giá trị sổ sách (ROA, ROE, PROF).

Khan (2012), sử dụng mô hình hồi quy OLS cho dữ liệu 36 công ty ở Pakistan giai đoạn 2003- 2009, được niêm yết trên thị trường Karachi Stock Exchange (KSE). Kết quả thể hiện đòn bẩy tài chính được đo lường bởi nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STDTA) và tổng nợ trên tổng tài sản (TDTA) có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp được đo bởi lợi nhuận trên tài sản (ROA), lợi nhuận ròng (GM) và Tobin's Q. Mối quan hệ giữa đòn bẩy và hiệu quả hoạt động được đo lường bởi (ROE) là ngược chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê. Quy mô tài sản là không có ý nghĩa với hiệu quả quản trị tài chính được đo lường bằng lợi nhuận trên tài sản ROA và GM nhưng ngược chiều và có ý nghĩa với hệ số Tobin's Q. Các công ty trong lĩnh vực kỹ thuật của Pakistan phần lớn phụ thuộc vào nợ ngắn hạn nhưng các khoản nợ được gắn với các giao ước mạnh mẽ làm ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị của công ty.

Ahmad và các cộng sự (2012), nghiên cứu này phân tích tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp bằng phân tích mối quan hệ giữa hiệu quả quản trị tài chính của các công ty ở Malaysia, được đo lường bằng lợi nhuận trên tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) với nợ ngắn hạn (STD), nợ dài hạn (LTD) và tổng nợ (TD). Bốn biến được tìm thấy hầu hết trong các nghiên cứu

lý thuyết ảnh hưởng lên hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp là quy mô công ty (SIZE), tăng trưởng tài sản (AG), tỷ lệ doanh thu trên tổng tài sản (EFF) được sử dụng như là biến kiểm soát. Nghiên cứu này bao gồm 2 lĩnh vực chính trong thị trường vốn Malaysia là ngành tiêu dùng và ngành công nghiệp. 58 công ty được xác định là công ty mẫu và dữ liệu được lấy từ 2005- 2010 được sử dụng như là những quan sát trong nghiên cứu này. Một loạt các phân tích hồi quy thực hiện cho mỗi mô hình. Kết quả cho thấy chỉ có STD và TD có mối quan hệ ngược chiều với ROE; LTD có mối quan hệ cùng chiều với ROE. Còn ROA thì có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa với STD và TD, không có ý nghĩa với LTD. Các biến kiểm soát gồm tăng trưởng tài sản (AG) và tỷ số doanh thu trên tài sản (EFF) có mối quan hệ cùng chiều với ROE và ROA, trong khi tăng trưởng doanh thu (SG) không có ý nghĩa với ROE và ROA, quy mô công ty (SIZE) không có ý nghĩa với ROE, nhưng có mối quan hệ cùng chiều ROA.

Salim và Yadav (2012) , bài nghiên cứu này nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả quản trị tài chính của công ty. Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng, mẫu gồm có 237 công ty được niêm yết ở Malaysia trên thị trường Bursa Malaysia Stock từ năm 1995 – 2011. Nghiên cứu sử dụng 4 phương thức đo lường hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp (bao gồm ROE, ROA, Tobin'Q, EPS) là biến phụ thuộc. Có 5 cách đo lường biến độc lập là cấu trúc vốn (bao gồm tổng nợ, nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, tốc độ tăng trưởng) như là biến độc lập và quy mô công ty (Size) như là biến kiểm soát. Kết quả cho thấy, hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp được đo lường bằng ROA, ROE, EPS có mối quan hệ ngược chiều với nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và với tổng nợ. Hơn nữa có mối quan hệ thuận chiều giữa tốc độ tăng trưởng và hiệu quả của tất cả các ngành. Tobin's Q có mối quan hệ thuận chiều giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Nhưng tổng nợ lại có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp tương tự như phân tích trên.

Tsuji (2013) nghiên cứu mối quan hệ giữa lợi nhuận và cấu trúc vốn của 73 công ty ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên sàn chứng khoán Tokyo giai đoạn 1981-2011. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa lợi nhuận công ty và cấu trúc vốn là tiêu cực. Gần đây, Hasan và cộng sự (2014) nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính công ty. Nghiên cứu này đã thực

hiện trên một mẫu gồm 36 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Bangladesh giai đoạn 2007-2012. Kết quả cho thấy rằng, cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp và phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng, bên cạnh yếu tố cấu trúc vốn còn có các yếu tố khác như quy mô hoạt động, tốc độ tăng trưởng, độ tuổi của doanh nghiệp có tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Tất cả những yếu tố này đều được xem xét đến trong luận án.

**(iii) Tuy nhiên bên cạnh đó, một số các nghiên cứu thực nghiệm chưa tìm thấy bằng chứng về tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính”**

Krishman và Moyer (1997) cung cấp một cái nhìn thực nghiệm về hiệu quả tài chính và cấu trúc vốn từ những công ty lớn từ 4 nền kinh tế của Châu Á. Bài nghiên cứu này kết hợp hai mảng kinh doanh: một là lĩnh vực kinh doanh quốc tế trong hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, và nước xuất xứ; điều thứ hai là nghiên cứu lĩnh vực về tài chính doanh nghiệp trong cấu trúc vốn. Họ nghiên cứu 81 công ty từ HongKong, Singapore, Hàn Quốc và nhận thấy rằng cả hiệu quả tài chính và cấu trúc vốn đều chịu sự ảnh hưởng của nước xuất xứ. Các công ty Hàn Quốc có đòn bẩy tài chính cao hơn các công ty ở nước khác. Họ sử dụng 4 cách đo lường khác nhau để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp: (i) lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE, (ii) lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC); tỷ suất lợi nhuận trước thuế (PTM) và (iv) lợi nhuận thị trường (RETURN). Nghiên cứu chỉ ra rằng đòn bẩy dường như không ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Từ đó, Krishman và Moyer đưa ra nhận định các bằng chứng nợ vay chỉ giới hạn hỗ trợ cho các lý thuyết cấu trúc vốn hiện có trong các thị trường kinh tế mới nổi.

Nghiên cứu tiếp theo Phillips và cộng sự (2004) nghiên cứu tại Vương quốc Anh của các doanh nghiệp kinh doanh khách sạn tại Vương quốc Anh. Bằng phương pháp OLS, kết quả thực nghiệm cho thấy không có mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (D/A) và tỷ suất lợi nhuận trên VCSH (ROE) của các doanh nghiệp.

Nghiên cứu tiếp theo của Carpentier (2006), nghiên cứu trên mẫu gồm 243 công ty ở Pháp từ 1987-1996, bà đã cho thấy không có bằng chứng về mối quan hệ giữa sự thay đổi của nợ và sự thay đổi về hiệu quả quản trị tài chính. Chỉ có quy mô



doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều với sự thay đổi giá trị doanh nghiệp. Và sự tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê với sự thay đổi hiệu quả quản trị tài chính.

Gần đây, Saeedi và Mahmoodi (2011) đã sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng có mẫu gồm 320 công ty đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Tehra (Iran) trong giai đoạn 2002 – 2009 để nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả tài chính của công ty ở Iran. Hiệu quả tài chính doanh nghiệp được đo lường bằng ROA, ROE, EPS và Tobin's Q; các biến độc lập bao gồm tỷ số nợ ngắn hạn (STD), tỷ số nợ dài hạn (LTD) và tổng nợ (TD). Kết quả cho thấy, EPS và Tobin's Q có tương quan thuận chiều với cấu trúc vốn, có mối tương quan nghịch chiều giữa cấu trúc vốn và ROA, nhưng lại không có ý nghĩa thống kê giữa cấu trúc vốn và ROE, nghiên cứu này cũng phát hiện không có mối quan hệ đáng kể giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính công ty.

### **1.2.2. Vốn luân chuyển và hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp**

Với cách tiếp cận vốn luân chuyển ở khía cạnh là chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) thì chu kỳ luân chuyển tiền mặt bao gồm kỳ thu tiền bình quân, số ngày tồn kho bình quân và kỳ trả tiền bình quân. Ở góc độ này, các hoạt động của vốn luân chuyển chiếm gần như phần lớn thời gian và tâm trí của các nhà quản trị tài chính. Nhiệm vụ đáp ứng đầy đủ nhu cầu vốn cho vốn luân chuyển là yếu tố thúc đẩy sự chuyển hoá nhanh chóng giữa các hình thái tồn tại cơ bản của tài sản lưu động để liên tục sản sinh ra ngân quỹ.

Như vậy, tác động của vốn luân chuyển đến hiệu quả quản trị tài chính có thể được xem xét chi tiết ở các góc độ: (i) khoản phải thu tác động đến hiệu quả quản trị tài chính; (ii) Hàng tồn kho tác động đến hiệu quả quản trị tài chính; (iii) Khoản phải trả tác động đến hiệu quả quản trị tài chính.

#### **1.2.2.1. Khoản phải thu tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp**

Khoản phải thu được xem như là các khoản tiền cho khách hàng vay trong ngắn hạn. Tài khoản này nên được giữ ổn định, tuy nhiên nếu khoản phải thu đang gia tăng có nghĩa là công ty đang mở rộng chính sách bán chịu, đồng nghĩa với việc công ty có thêm khách hàng nhưng cũng sẽ gánh chịu nhiều chi phí như là chi phí cơ hội của dòng tiền đáng lẽ phải nhận được. Từ đây chúng ta có thể thấy

khoản phải thu tác động đến việc đánh đổi giữa hiệu quả quản trị tài chính và rủi ro. Gia tăng khoản phải thu, doanh thu có thể tăng do bán được nhiều hàng hóa hơn, tuy nhiên có thể gặp phải rủi ro nguy cơ phát sinh nợ khó đòi, thậm chí không thu hồi được nợ để đảm bảo cho nhu cầu tài chính đã dự tính. Tuy nhiên, nếu thắt chặt tín dụng, thì công ty có thể mất khách hàng do chính sách bán chịu quá khắt khe từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính công ty.

#### **1.2.2.2. Hàng tồn kho tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp**

Hàng tồn kho bao gồm tất cả nguyên vật liệu và thành phẩm đang nằm trong kho của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có chu kì hàng tồn kho dài có nghĩa rằng doanh nghiệp đang đầu tư rất lớn vào hàng tồn kho và hy vọng trong tương lai nguồn cầu đối với hàng hóa của mình sẽ gia tăng, làm gia tăng doanh số, lợi nhuận làm cho hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp tăng cao.

Tuy nhiên, việc đầu tư rất lớn vào hàng tồn kho sẽ khiến công ty phải gánh chịu rất nhiều rủi ro như sản phẩm hư hỏng, mất mát, lỗi thời và nhiều chi phí như: chi phí lưu trữ, phí bảo hiểm. Ngược lại, dự trữ hàng tồn kho quá ít có thể làm tăng rủi ro mất khách hàng khi họ phát sinh nhu cầu mà công ty không đủ hàng để cung cấp, lúc này khách hàng sẽ tìm đến những đối thủ cạnh tranh của công ty.

Do đó các nhà quản trị phải cân nhắc giữa lợi ích nhận được và chi phí cho việc dự trữ hàng tồn kho vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.

#### **1.2.2.3. Khoản phải trả tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp**

Ngược lại với khoản phải thu, khoản phải trả lại là một nguồn vốn chiếm dụng từ nhà cung cấp. Theo Hampton và Wagner (1989) công ty có khoản phải trả khi công ty mua hàng hóa và thỏa thuận với nhà cung cấp trả tiền trong một kì hạn nào đó, nghĩa vụ phải trả tiền được ghi nhận trong tài khoản khoản phải trả cho đến khi công ty trả tiền cho nhà cung cấp. Do đó, công ty có thể được lợi từ nguồn vốn chiếm dụng này. Đây là nguồn tài trợ ngắn hạn ít tốn kém chi phí sử dụng vốn. Việc doanh nghiệp kéo dài thời gian thanh toán sẽ làm giảm áp lực cho dòng tiền hoạt động. Tuy nhiên với việc kéo dài thời gian thanh toán, doanh nghiệp

sẽ không được hưởng lợi ích từ những chính sách chiết khấu khi trả tiền ngay của nhà cung cấp. Mặt khác, việc kéo dài chu kỳ khoản phải trả có thể làm mất đi danh tiếng của công ty và ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp trong dài hạn.

#### **1.2.2.4. Chu kỳ luân chuyển tiền mặt tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp**

Một trong những chỉ tiêu đo lường vốn luân chuyển tác động hiệu quả quản trị tài chính là chu kỳ luân chuyển tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) được đưa ra bởi Richards và Laughlin (1980) .

Vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính phụ thuộc vào sự cân đối giữa tính thanh khoản và khả năng sinh lời của doanh nghiệp (Filbeck, Krueger và Preece, 2007; Faulender và Wang, 2006), sự thiếu hụt vốn luân chuyển có thể gây bất lợi cho hoạt động kinh doanh hàng ngày của doanh nghiệp nhưng đầu tư quá nhiều vào vốn luân chuyển thì lại làm giảm rủi ro thanh khoản, sẽ làm tăng chi phí cơ hội của đầu tư, đặc biệt khi doanh nghiệp dùng nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho vốn luân chuyển. Nhìn chung, các công ty có chu kỳ luân chuyển tiền mặt ngắn hơn sẽ có lợi hơn và tạo ra hiệu quả quản trị tài chính hơn trong thời gian dài (Manssori và Muhammad, 2012) thấp hơn.

Mục tiêu của công ty là rút ngắn chu kỳ chuyển hoá tiền mặt đến mức tối đa nhưng không làm ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính công ty. Điều này sẽ làm tăng lợi nhuận vì nếu chu kỳ chuyển hóa tiền mặt càng dài, nhu cầu tài trợ từ bên ngoài càng lớn và việc tài trợ lúc đó càng làm tăng phí tổn vốn và do vậy, làm giảm giá trị kinh tế của công ty. Có thể rút ngắn chu kỳ chuyển hoá tiền mặt bằng cách:

- Giảm chu kỳ chuyển hoá tồn kho bằng thúc đẩy quá trình sản xuất và tiêu thụ hàng hoá.
- Giảm kỳ thu tiền bằng thúc đẩy chính sách bán hàng và thu nợ hợp lý.
- Hay kéo dài thời gian thanh toán bằng trì hoãn thời gian thanh toán cho các nhà cung cấp.

Các công ty thực hiện các hoạt động này để rút ngắn chu kỳ chuyển hoá tiền mặt nếu chúng không làm tăng chi phí và cũng không làm giảm doanh số.

### 1.2.2.5. Các nghiên cứu thực nghiệm về vốn luân chuyển

Như đã trình bày ở mục trên, xét về mặt lý thuyết thì các doanh nghiệp nếu có chu kỳ luân chuyển tiền mặt ngắn hơn sẽ có lợi hơn và tạo ra hiệu quả quản trị tài chính hơn tốt hơn. Các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới và tại Việt Nam cũng ủng hộ quan điểm “rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt sẽ tác động tích cực đến hiệu quả quản trị tài chính”.

Theo Jose và cộng sự (1996), bài nghiên cứu để đánh giá mối quan hệ giữa khả năng sinh lời, dùng tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và quản trị vốn luân chuyển được đo lường bằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) trong phân tích dữ liệu lấy từ Compustat gồm 2.718 công ty trong giai đoạn 20 năm từ năm 1974 - 1993. Nhóm tác giả đã dùng mối tương quan Pearson và phân tích hồi quy bội để phân tích dữ liệu. Kết quả cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa CCC và ROA cũng như giữa CCC và ROE trong hầu hết các ngành được khảo sát. Như vậy, công ty có chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ngắn hơn sẽ có lợi nhuận cao hơn. Điều này cho thấy quản trị vốn luân chuyển linh hoạt sẽ mang lại khả năng sinh lời cao hơn.

Tương tự, Teruel và Solano (2003), thực hiện nghiên cứu nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của quản trị vốn luân chuyển đến khả năng sinh lời công ty vừa và nhỏ. Hầu hết tài sản của công ty vừa và nhỏ là các loại tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn là nguồn tài chính bên ngoài quan trọng. Trong thực tế mẫu quan sát gồm 8.872 công ty vừa và nhỏ với số liệu giai đoạn 1996-2002 thì tài sản ngắn hạn chiếm 69,48% tổng tài sản, nợ ngắn hạn chiếm 52,82% nợ phải trả. Kết quả chỉ ra rằng có sự tác động không đồng thuận giữa chu kỳ luân chuyển tiền (CCC) và các thành phần của nó là số ngày phải thu bình quân (AR), số ngày tồn kho bình quân (INV), số ngày phải trả bình quân (AP) đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp (ROA), với ROA là tỷ suất sinh lời trên tài sản với thu nhập trước chi phí lãi vay và thuế. Tuy nhiên, biến số đo lường số ngày phải trả bình quân (AP) không có ý nghĩa thống kê vì có thể xảy ra hiện tượng nội sinh (edogenous). Nghiên cứu minh chứng được rằng, rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền sẽ cải thiện được lợi nhuận của doanh nghiệp. Điều này chứng minh rằng các nhà quản lý có thể tạo ra giá trị cho cổ đông bằng cách giảm thời gian thu tiền

khách hàng và mức dự trữ hàng tồn kho. Cuối cùng, các tác giả kết luận công ty vừa và nhỏ cần phải quan tâm đến việc quản trị vốn luân chuyển, vì họ cũng có thể tạo ra giá trị công ty bằng cách giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ở mức tối thiểu hợp lý.

Lazaridis và Tryfonidis (2006) , nghiên cứu đã sử dụng mẫu gồm 131 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Athens trong giai đoạn 2001 – 2004. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời (ROA) và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC). Đồng thời, khả năng sinh lời có quan hệ cùng chiều với kỳ trả tiền bình quân, điều này có thể dẫn đến kết luận rằng các công ty lợi dụng thời hạn tín dụng của các nhà cung cấp càng lâu thì khả năng sinh lời càng cao. Ngoài ra, mối quan hệ ngược chiều giữa kỳ thu tiền bình quân và khả năng sinh lời cho thấy các công ty bị khách hàng chiếm dụng vốn càng lâu thì khả năng sinh lời càng thấp. Tương tự như vậy mối quan hệ ngược chiều giữa số ngày tồn kho bình quân và khả năng sinh lời cho thấy trong trường hợp doanh số giảm đột ngột đi kèm với sự yếu kém trong quản lý hàng tồn kho sẽ dẫn đến ứ đọng vốn, giảm khả năng sinh lời. Cuối cùng, các tác giả nhận định các nhà quản lý có thể tạo ra lợi nhuận cho công ty bằng cách xử lý đúng đắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và giữ mỗi thành phần đến một mức tối ưu.

Kế thừa nghiên cứu của Lazaridis và Tryfonidis (2006), tác giả Afeef (2010), đã lập luận rằng việc quản trị vốn luân chuyển có thể có một tác động sâu sắc hơn đến khả năng hiệu quả quản trị công ty nhỏ hơn là các công ty lớn vì một tỷ lệ đáng kể trong tổng tài sản của các doanh nghiệp vừa và nhỏ là tài sản ngắn hạn và một phần khá lớn trong tổng nợ phải trả của họ là nợ ngắn hạn. Mẫu nghiên cứu gồm 40 doanh nghiệp vừa và nhỏ Pakistan niêm yết trên TTCK Karachi trong thời gian sáu năm: từ năm 2003 - 2008. Những phát hiện từ nghiên cứu cho rằng quản trị vốn luân chuyển đã có ảnh hưởng rõ ràng đến hiệu quả quản trị tài chính công ty nhỏ và vừa. Dựa trên các phân tích tương quan và phân tích hồi quy của dữ liệu, tác giả đưa ra kết luận: ma trận tương quan cho thấy có mối quan hệ ngược chiều mạnh mẽ giữa số ngày tồn kho bình quân (QR) và kỳ thu tiền bình quân(CR) đến hiệu quả quản trị tài chính công ty vừa và nhỏ. Tuy nhiên, không có tương quan ở mức ý nghĩa cao được tìm thấy giữa hiệu quả quản trị tài chính

và kỳ trả tiền bình quân, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và đòn bẩy tài chính (DR).

Mathuva (2010), khảo sát trên các công ty niêm yết ở Kenya, đã xem xét sự ảnh hưởng của việc quản trị từng thành phần vốn luân chuyển lên tỷ suất sinh lời của công ty. Mẫu nghiên cứu gồm 30 công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Nairobi, dữ liệu sử dụng trong giai đoạn 1993 – 2008. Dựa vào các phát hiện quan trọng từ bài nghiên cứu, tác giả đưa ra các kết luận: (1) Việc quản trị vốn luân chuyển của một công ty có thể tạo ra giá trị cho các cổ đông bằng cách giảm số ngày thu tiền (ACP) - có nghĩa là các công ty sinh lời (ROA) cao hơn tốn ít thời gian hơn để thu hồi tiền mặt từ khách hàng của họ; (2) Việc quản trị vốn luân chuyển cũng có thể tạo ra giá trị cho các cổ đông bằng cách tăng mức dự trữ hàng tồn kho (ICP) đến một mức hợp lý. Điều này có nghĩa là công ty nào duy trì mức dự trữ tồn kho hợp lý sẽ giảm được chi phí phát sinh do những gián đoạn tiềm năng trong quá trình sản xuất và thua lỗ trong kinh doanh do khan hiếm sản phẩm; từ đó, công ty giảm chi phí cung ứng và bảo vệ công ty khỏi các biến động về giá. Các công ty cũng có thể kéo dài thời gian thanh toán (APP) cho chủ nợ miễn là họ không gây căng thẳng trong mối quan hệ của mình với các chủ nợ này; (3) Các công ty có thể nhận được các lời thể cạnh tranh lâu dài bằng cách tận dụng các nguồn lực của mình một cách hữu hiệu và hiệu quả thông qua việc rút ngắn một cách cẩn thận chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) đến điểm cực tiểu. Như vậy, tỷ suất sinh lời (ROA) của công ty được kỳ vọng sẽ gia tăng.

Nhóm giáo sư Saghir, Hashmi và Hussain (2011), tại đại học Muhammad Ali Jinnah. Nghiên cứu tập trung thiết lập một mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa khả năng sinh lời và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, các thành phần của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Mẫu nghiên cứu gồm 60 công ty dệt may niêm yết tại TTCK Karachi trong giai đoạn 2001 - 2006. Ngành dệt may được chọn bởi công nghiệp đồ trang sức và dệt may chiếm gần 60% kim ngạch xuất khẩu của Pakistan. Kết quả nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ ngược chiều có ý nghĩa giữa khả năng sinh lời (ROE) và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC). Hơn nữa các nhà quản lý có thể cải thiện khả năng sinh lời cho các công ty của họ bằng cách xử lý đúng đắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và giữ thời gian thu tiền bình quân, thời gian trả tiền bình quân, và thời gian luân chuyển hàng tồn kho đến mức tối ưu. Dựa vào mối quan hệ

giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời mà nghiên cứu rút ra, khả năng sinh lời quyết định cách mà nhà quản lý hoặc chủ sở hữu công ty sẽ hành động như thế nào về việc quản trị vốn luân chuyển của công ty. Nhóm tác giả quan sát thấy rằng khả năng sinh lời thấp có liên quan với sự gia tăng trong thời gian thanh toán nợ. Điều đó có thể dẫn đến kết luận rằng các công ty có khả năng sinh lời thấp chờ đợi lâu hơn để trả các hóa đơn của họ, lợi dụng thời hạn tín dụng của các nhà cung cấp. Mỗi quan hệ ngược chiều giữa kỳ thu tiền bình quân và khả năng sinh lời của các công ty cho thấy rằng các công ty ít khả năng sinh lời hơn sẽ theo đuổi sự sụt giảm của tài khoản phải thu trong một nỗ lực để giảm bớt khoảng cách tiền mặt của họ trong chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Kết quả nghiên cứu xây dựng được mối quan hệ có ý nghĩa thống kê, do đó các nhà quản lý có thể tăng khả năng sinh lời cho các công ty của họ bằng cách xử lý đúng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và giữ mỗi thành phần đến một mức tối ưu.

Không nghiên cứu tập trung vào ngành riêng biệt như nghiên cứu trên, nghiên cứu của Arunkumar và Radharamanan vào năm (2012), phân tích hiệu quả của quản trị vốn luân chuyển đối với khả năng sinh lời của các doanh nghiệp sản xuất Ấn Độ” mẫu phân tích gồm 1.198 công ty, thời gian nghiên cứu là 5 năm, từ niên độ 2005-2006 đến niên độ 2009-2010. Kết quả chỉ ra rằng có mối tương quan khẳng định giữa khả năng sinh lời và kỳ trả tiền bình quân, kỳ luân chuyển hàng tồn kho. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng khả năng sinh lời sẽ cải thiện khi chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ngắn hơn. Bài nghiên cứu kết luận rằng: trong bối cảnh các công ty ở Ấn Độ, các công ty phải duy trì kỳ luân chuyển hàng tồn kho và kỳ trả tiền bình quân sao cho tương đối dài; đầu tư cho tài sản ngắn hạn phải tương đương nợ ngắn hạn để nâng cao kết quả kinh doanh.

Tác giả Abbasali và Milad (2012) nghiên cứu từ các công ty trên TTCK Tehran đã đặt ra mục tiêu nghiên cứu mới: cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của quản trị vốn luân chuyển lên khả năng sinh lời và giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên TTCK Tehran. Các tác giả thu thập 400 mẫu quan sát của 80 công ty trong giai đoạn 2006 - 2010. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của công ty nhưng không tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa với giá trị thị trường của công

ty. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy nhà quản trị có thể làm tăng khả năng sinh lời của các công ty thông qua việc giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và tỉ lệ nợ.

Tuy nhiên, cũng có những nghiên cứu thực nghiệm ngoại lệ: Gill, Biger và Mathur (2010), đã tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) và khả năng sinh lời (ROA); theo đó, nhà quản lý có thể tăng khả năng sinh lời (ROA) cho công ty bằng việc xử lý một cách đúng đắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và khoản phải thu ở mức tối ưu. Mẫu nghiên cứu gồm 88 công ty sản xuất thuộc 5 lĩnh vực khác nhau: thiết bị y tế, công nghiệp, hóa chất, năng lượng và lương thực. Các công ty này đều được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán New York; thời gian nghiên cứu là 3 năm, giai đoạn 2005- 2007. Kết quả nghiên cứu cho thấy không có tương quan có ý nghĩa thống kê giữa thời gian thanh toán nợ (APP) và khả năng sinh lời (ROA). Đặc biệt, trái ngược với các quan điểm truyền thống và các nghiên cứu khác về mối quan hệ ngược chiều, nghiên cứu này phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) và khả năng sinh lời (ROA). Nhóm tác giả còn đưa ra đề nghị các công ty phải duy trì một số dư tiền mặt hợp lý để đảm bảo cho nhu cầu thanh toán vì các quyết định về tín dụng thương mại, sản xuất và tiền mặt có liên quan chặt chẽ với nhau trong việc quản trị vốn luân chuyển. Những phát hiện của nghiên cứu này khuyến nghị rằng các nhà quản lý có thể tạo ra giá trị cho các cổ đông của họ bằng việc giảm số ngày thu tiền khách hàng (ACP). Ngoài ra mối quan hệ ngược chiều giữa các khoản phải thu khách hàng và khả năng sinh lời của công ty cũng cho rằng các công ty có khả năng sinh lời thấp sẽ theo đuổi việc giảm tài khoản phải thu khách hàng trong nỗ lực giảm khoảng cách trong chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của họ. Cuối cùng, nhóm tác giả cũng khẳng định rằng lợi nhuận có thể tăng thêm nếu công ty quản trị vốn luân chuyển hiệu quả hơn.

Tại Việt Nam, trong những năm gần đây, vấn đề nghiên cứu về mối quan hệ giữa vốn luân chuyển với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đã được thực hiện bởi một số các tác giả. Chẳng hạn, Huỳnh Phương Đông và Jyh-tay Su (2010), nghiên cứu sử dụng một mẫu gồm 131 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn năm 2006 – 2008. Nghiên cứu phát hiện mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt; có nghĩa là



chu kỳ chuyển đổi tiền mặt dài hơn thì khả năng sinh lời thấp hơn. Vì vậy, các nhà quản lý có thể tạo ra giá trị cho các cổ đông bằng cách giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt trong một phạm vi hợp lý. Kết quả từ phân tích mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam cũng phát hiện mối quan hệ ngược chiều giữa kỳ thu tiền bình quân, số ngày tồn kho bình quân và khả năng sinh lời. Vì vậy, tác giả cho rằng các nhà quản lý có thể tăng khả năng sinh lời bằng cách giảm số ngày thu tiền và dự trữ hàng tồn kho. Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng cho thấy rằng các công ty có khả năng sinh lời càng cao thì càng trì hoãn việc thanh toán các khoản nợ của họ. Cuối cùng, nhà quản trị phải tạo ra giá trị thực cho cổ đông bằng cách công bố đầy đủ chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và duy trì các thành phần của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ở mức tối ưu.

Ngoài ra, Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi (2014), nghiên cứu sử dụng mẫu là 220 công ty niêm yết trên sàn HOSE và HNX bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng giai đoạn 2007-2012. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp chạy hồi quy FEM (Fixed Effects Model). Kết quả nghiên cứu cho thấy các biến nghiên cứu đại diện cho vốn luân chuyển (số ngày phải thu, số ngày phải trả, số ngày tồn kho và chu kỳ luân chuyển tiền mặt) đều có tác động tiêu cực đến lợi nhuận doanh nghiệp.

Vương Đức Hoàng Quân và các cộng sự (2014), nghiên cứu sử dụng số liệu của 238 công ty niêm yết trên sàn Thành phố HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2008 đến 2013. Cũng giống như nghiên cứu ở các nước khác trên thế giới, trong bài viết này nhóm tác giả tìm thấy mối quan hệ nghịch biến giữa khả năng tạo ra lợi nhuận của công ty và chu kỳ tiền mặt, thời gian tồn kho và thời gian thu tiền. theo phương pháp chạy mô hình OLS nhóm tác giả thấy khoản phải trả tương quan ngược chiều với lợi nhuận nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Nguyễn Thị Uyên Uyên và Từ Thị Kim Thoa (2014), bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng gồm 208 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố HCM (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2006 đến 2012, bằng phương pháp OLS. Kiểm định mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời ở các doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cho thấy việc quản trị vốn luân chuyển hiệu quả bằng cách rút ngắn kỳ thu tiền và kỳ lưu kho sẽ gia tăng khả năng sinh lời cho các doanh nghiệp. Nhóm tác giả còn nghiên cứu còn nghiên cứu ở một số ngành khác nhau và kết quả cho thấy do đặc điểm ngành khác nhau mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lời giữa các ngành cũng khác nhau.

Để dễ dàng theo dõi kết quả định lượng của các nghiên cứu trước. Tác giả tóm lược mối quan hệ giữa các biến số nguyên nhân và kết quả như sau:

**Bảng 1.3: Đo lường tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến ROA**

Các biến số độc lập		Tác động	Tác giả nghiên cứu trước	Phương pháp ước lượng
1. Tổng nợ trên tổng tài sản	DA	+	Berger (2006); Xu (2005); Gleason (2000); Trần Hùng Sơn và Trần Viết Hoàng (2008)	2SLS; OLS
		-	Ahmad (2012); Salim và Yadav (2012); Abbadì và Abu-Rub (2012); Salehi và Mahmoodi (2011); Zeitun và Tian (2007); Huang và Song (2006)	OLS; FEM, REM; GLS; GMM
		N/A	Elkelish (2007); Jiraporn (2008); Saeedi (2011); Ogbulu (2012);	OLS; REM; FEM
2. Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	SDA	+	Berger (2006); Xu (2005); Gleason (2000); Trần Hùng Sơn và Trần Viết Hoàng (2008)	2SLS; OLS
		-	Ahmad (2012); Khan (2012); Salim và Yadav (2012); Salehi và Mahmoodi (2011); Zeitun và Tian (2007)	OLS;
3. Nợ dài hạn trên tổng tài sản	LDA	+	Berger (2006); Xu (2005); Gleason (2000); Trần Hùng Sơn và Trần Viết Hoàng (2008)	2SLS; OLS
		-	Khan (2012); Salim và Yadav (2012); Salehi và Mahmoodi (2011); Zeitun và Tian (2007)	OLS; FEM
		N/A	Ahmad (2012);	OLS
4. Số ngày thu tiền bình quân	ACR	+	Abuzayed (2011); Arbidance và Ignatjeva (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Tryfonidis và Lazaridic (2006), Dong và Su (2010); Sial và Chauhdry (2010); Ashraf (2012); Usama (2012), Maroori và Mohamad (2012);	OLS; FEM

5. Số ngày tồn kho bình quân	ICP	+	Abuzayed (2011); Arbidance và Ignatjeva (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Tryfonidis và Lazaridic (2006), Dong và Su (2010); Sial và Chauhdry (2010); Ashraf (2012); Usama (2012), Maroori và Mohamad (2012);	OLS; FEM
		N/A	Tryfonidis và Lazaridic (2006); Gill (2010)	OLS
6. Số ngày trả tiền bình quân	APP	+	Tryfonidis và Lazaridic (2006), Dong và Su (2010); Arbidance và Ignatjeva (2012); Usama (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Sial và Chauhdry (2010); Abuzayed (2011); Ashraf (2012); Maroori và Mohamad (2012)	OLS; FEM, OLS; GMM
		N/A	Gill (2010)	WLS
7. Chu kỳ chu chuyển tiền	CCC	+	Abuzayed (2011); Arbidance và Ignatjeva (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Deloof (2003), Tryfonidis và Lazaridic (2006), Garcia (2010); Sial và Chauhdry (2010); Dong và Su (2010); Ashraf (2012); Usama (2012), Maroori và Mohamad (2012); Enqvist và cộng sự (2012), Ogundipe và cộng sự (2012), Nobanee và cộng sự (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
<p>Ghi chú: Chỉ thống kê các biến số chính trong mô hình</p> <p>Dấu + : tác động cùng chiều; Dấu - : tác động nghịch chiều; N/A: không có ý nghĩa thống kê (Nguồn: Tác giả tổng hợp)</p>				

**Bảng 1.4: Đo lường tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến ROE**

Các biến số độc lập		Tác động	Tác giả nghiên cứu trước	Phương pháp ước lượng
1. Tổng nợ trên tổng tài sản	DA	+	Berger (2006); Xu (2005); Gleason (2000); Trần Hùng Sơn và Trần Việt	2SLS; OLS
		-	Ahmad (2012); Salim và Yadav (2012); Abbadi và Abu-Rub (2012); Zeitun và Tian (2007); Huang và Song (2006)	OLS; FEM, REM; GLS; GMM
		N/A	Amjed (2007); Carpentier (2006); Elkelish (2007); Jiraporn (2008); Saeedi (2011); Ogbulu (2012); Salehi và Mahmoodi (2011); Krishman và Moyer (1997)	OLS; REM; FEM

2. Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	SDA	+	Amjed (2007); Berger (2006); Xu (2005); Gleason (2000); Trần Hùng Sơn và Trần Việt Hoàng (2008)	2SLS; OLS
		-	Ahmad (2012); Salim và Yadav (2012); Salehi và Mahmoodi (2011); Zeitun và Tian (2007)	OLS;
		N/A	Khan (2012); Salehi và Mahmoodi (2011)	
3. Nợ dài hạn trên tổng tài sản	LDA	+	Ahmad (2012); Berger (2006); Xu (2005); Gleason (2000); Trần Hùng Sơn	2SLS; OLS
		-	Amjed (2007); Salim và Yadav (2012); Salehi và Mahmoodi (2011); Zeitun và	
		N/A	Khan (2012); Salehi và Mahmoodi (2011)	OLS
4. Số ngày thu tiền bình quân	ACR	+	Abuzayed (2011); Arbidance và Ignatjeva (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Tryfonidis và Lazaridic (2010), Dong và Su (2010); Sial và Chauhdry (2010); Ashraf (2012); Usama (2012), Maroori và Mohamad (2012);	OLS; FEM
5. Số ngày tồn kho bình quân	ICP	+	Abuzayed (2011); Arbidance và Ignatjeva (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Tryfonidis và Lazaridic (2010), Dong và Su (2010); Sial và Chauhdry (2010); Ashraf (2012); Usama (2012), Maroori và Mohamad (2012);	OLS; FEM
6. Số ngày trả tiền bình quân	APP	+	Tryfonidis và Lazaridic (2010), Dong và Su (2010); Arbidance và Ignatjeva (2012); Usama (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Sial và Chauhdry (2010); Abuzayed (2011); Ashraf (2012); Maroori và Mohamad (2012)	OLS; FEM, OLS; GMM
7. Chu kỳ chu chuyển tiền	CCC	+	Abuzayed (2011); Arbidance và Ignatjeva (2012)	OLS; FEM, REM; GMM
		-	Garcia -Teruel và Martinez - Solano (2003), Deloof (2003), Tryfonidis và Lazaridic (2010), Garcia (2010); Sial và Chauhdry (2010); Dong và Su (2010);	OLS; FEM, REM; GMM
<p>Ghi chú: Chỉ thống kê các biến số chính trong mô hình</p> <p>Dấu + : tác động cùng chiều; Dấu - : tác động nghịch chiều; N/A: không có ý nghĩa thống kê (Nguồn: Tác giả tổng hợp)</p>				

### 1.3. THẢO LUẬN VÀ ĐÁNH GIÁ

Các thực nghiệm trong và ngoài nước trước đây đã chứng minh và giải

pháp hiệu quả quản trị tài chính chịu sự tác động bởi nhiều yếu tố, đối với cấu trúc vốn và vốn luân chuyển thì có sự khác biệt giữa những nhóm DN thuộc ngành nghề kinh doanh, ở những không gian và thời gian khác nhau.

Một số công trình nghiên cứu trước đây kể cả trong và ngoài nước cũng đưa ra được ngưỡng phù hợp trong cấu trúc vốn, đặc biệt là nợ vay của các ngành nghề riêng biệt. Tuy nhiên, trong phạm vi nghiên cứu của luận án, tác giả đang xem xét trên bình diện tổng thể (gồm tất cả các ngành kinh doanh của các doanh nghiệp SME), vì vậy chưa xem xét đến ngưỡng cấu trúc vốn phù hợp cho các ngành khác nhau.

Nghiên cứu thực nghiệm được sử dụng chủ yếu và áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng cụ thể như là phân tích tương quan, phân tích hồi quy tuyến tính đa biến với dữ liệu bảng kết hợp với những kiểm định thích hợp. Báo cáo tài chính là nguồn số liệu được thu thập chủ yếu để xác định các chỉ tiêu tài chính trong mô hình nghiên cứu của các nghiên cứu thực nghiệm trước đây.

Các nghiên cứu trong nước đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm phân tích định lượng các yếu tố tác động đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp mà ít có kết hợp phân tích đồng thời với yếu tố định tính (thực trạng quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển). Các phân tích định lượng có thể đưa ra được những kết quả rất cụ thể và chi tiết về khía cạnh tác động và ảnh hưởng đến hiệu quả doanh nghiệp, nhưng nếu chỉ tập trung vào đó sẽ chưa thấy được rõ ràng bản chất và nguyên nhân dẫn đến ảnh hưởng này.

Như vậy, trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đây đã được xem xét, tác giả đề xuất mô hình của luận án vừa thừa kế một phần ý tưởng từ các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, vừa thực hiện bổ sung, điều chỉnh để hoàn thiện hơn đối với vấn đề nghiên cứu là cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính trong doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM. Với ý tưởng đó luận án không chỉ tiếp cận nghiên cứu những khía cạnh khác nhau cấu trúc vốn, vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của DN mà còn khảo sát thực trạng cấu trúc vốn, vốn luân chuyển và cách tiếp cận vốn của DN.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 1**

Trên nền tảng lý thuyết về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính, tác giả đã tiến hành thống kê các kết quả nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính trong và ngoài nước. Đây là căn cứ rất quan trọng được sử dụng để xây dựng mô hình lý thuyết, mô hình nghiên cứu thực nghiệm, hệ thống các biến và phương pháp nghiên cứu phục vụ cho quá trình phân tích cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh trong chương 3 và chương 4. Cuối cùng, việc tổng kết các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài của các doanh nghiệp đã cho tác giả tìm ra khoảng trống trong nghiên cứu, từ đó định hướng vấn đề nghiên cứu.

## CHƯƠNG 2

### THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN, VỐN LUÂN CHUYỂN VÀ HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Nội dung chương 2 phản ánh thực trạng, xu hướng phát triển, vai trò quan trọng của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn đối Thành phố Hồ Chí Minh. Ngoài ra, trên cơ sở dữ liệu được thu thập từ cuộc điều tra khảo sát trong 2 năm 2014 và 2015, kết quả phân tích đã phản ánh đánh giá cách quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP.HCM hiện nay.

#### 2.1. SƠ LƯỢC VỀ DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA

##### 2.1.1. Khái niệm doanh nghiệp nhỏ và vừa ở các quốc gia trên thế giới

Doanh nghiệp nhỏ và vừa hay SME (Small and Medium enterprises) nói chung là những doanh nghiệp có số lao động hay doanh số ở dưới mức giới hạn nào đó. SME là từ viết tắt được phổ biến ở Cộng đồng các nước Châu Âu và các tổ chức quốc tế như World Bank, United Nation, WTO và ở Mỹ.(OECD, 2006)

##### ❖ Ở Châu Âu:

Các nước thuộc cộng đồng chung Châu Âu truyền thống có cách định nghĩa về SMEs của riêng họ, ví dụ ở Đức, SMEs được định nghĩa là doanh nghiệp có số lao động dưới 500 người. Nhưng cho đến nay EU đã bắt đầu có khái niệm về SMEs chuẩn hóa hơn. Những doanh nghiệp có dưới 50 lao động thì được xếp vào doanh nghiệp nhỏ và những doanh nghiệp có dưới 250 lao động được xếp vào doanh nghiệp vừa.

Trong hầu hết các nền kinh tế, doanh nghiệp nhỏ chiếm đa số. Ở EU, SMEs chiếm 99% và số lao động lên đến 65 triệu người. Trong một số khu vực kinh tế, SMEs giữ vai trò chủ đạo trong công cuộc cải tạo và là động lực phát triển của nền kinh tế.

##### 2.1.2. Khái niệm doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam

Tại Việt Nam, theo Nghị định 56/2009/NĐ-CP của Chính phủ ngày 30/6/2009 về việc trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp vừa và nhỏ được định nghĩa tại điều 3 chương I. Theo đó, Doanh nghiệp nhỏ và vừa là

cơ sở kinh doanh đã đăng ký kinh doanh theo quy định pháp luật, được chia thành ba cấp: siêu nhỏ, nhỏ, vừa theo quy mô tổng nguồn vốn (tổng nguồn vốn tương đương tổng tài sản được xác định trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp) hoặc số lao động bình quân năm (tổng nguồn vốn là tiêu chí ưu tiên), cụ thể ở bảng 2.1 như sau:

**Bảng 2.1: Quy định về loại hình doanh nghiệp**

Quy mô Khu vực	Doanh nghiệp siêu nhỏ	Doanh nghiệp nhỏ		Doanh nghiệp vừa	
	Số lao động	Tổng nguồn vốn	Số lao động	Tổng nguồn vốn	Số lao động
<b>I. Nông, lâm nghiệp và thủy sản</b>	Dưới 10 người	20 tỷ đồng trở xuống	Trên 10 - 200 người	Trên 20 - 100 tỷ đồng	Trên 200 - 300 người
<b>2. Công nghiệp và xây dựng</b>	Dưới 10 người	20 tỷ đồng trở xuống	Trên 10 - 200 người	Trên 20 - 100 tỷ đồng	Trên 200 - 300 người
<b>2I. Thương mại và dịch vụ</b>	Dưới 10 người	Dưới 10 tỷ Đồng	Trên 10 - 50 người	Trên 10 - 50 tỷ đồng	Trên 50 - 100 người

(Theo Nghị định 56/2009/NĐ-CP ngày 30 tháng 6 năm 2009)

## 2.2. THỰC TRẠNG DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

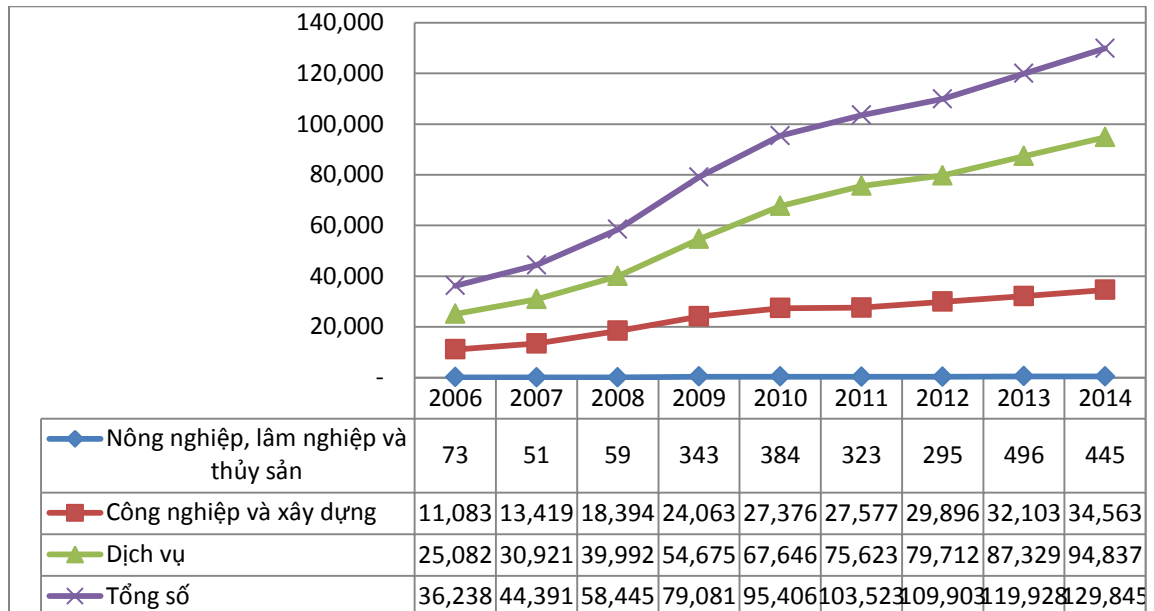
Trong thời gian 9 năm (2006 – 2014), ngoài chính sách khuyến khích phát triển chung của cả nước, thành phố đã có những chính sách ưu đãi riêng phù hợp với các đối tượng đầu tư đã tạo điều kiện cho các doanh nghiệp hình thành và phát triển cùng với điều kiện địa lý thuận lợi, hạ tầng giao thông đa dạng ngày càng hoàn thiện. Điều đặc biệt là số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa đăng ký kinh doanh mới luôn có xu hướng cao hơn năm trước và kể cả những năm khó khăn, khủng hoảng kinh tế toàn cầu thì số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa mới cũng không giảm.

Số lượng doanh nghiệp tăng nhanh đã tạo điều kiện cho người lao động có nhiều cơ hội tìm việc làm không những cho người dân ở thành phố mà còn cho những người dân của các tỉnh thành khác có nhu cầu làm việc tại thành phố.



Số doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm 96% tổng số doanh nghiệp của thành phố. Tổng số vốn hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa chiếm 86% tổng bình quân vốn hoạt động trên thành phố.

**Hình 2.1: Số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh**



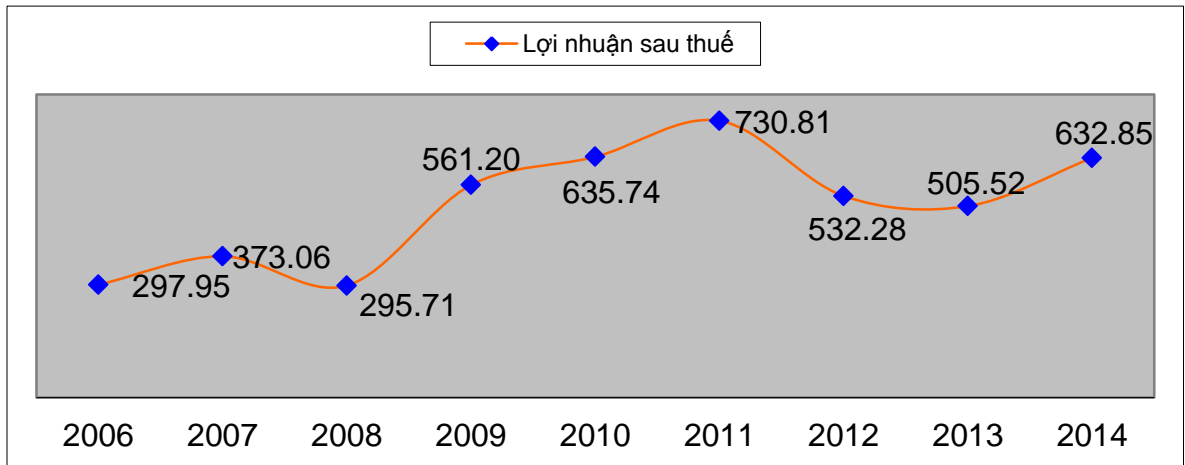
(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

Hình 2.1 cho ta thấy số lượng doanh nghiệp SME của thành phố giai đoạn từ 2006 đến 2014 tăng lên gấp 4 lần, sau 9 năm. Trong khoảng thời gian từ 2006-2008 là số doanh nghiệp tăng cao nhất và 2 năm 2011-2012 là thời gian doanh nghiệp nhỏ và vừa phát triển thấp và đó cũng là thời gian nền kinh tế trong nước khó khăn vì bị tác động của khủng hoảng kinh tế thế giới. Ngoài ra, cơ cấu qua các năm thì loại hình chiếm chủ đạo tại thành phố là loại hình doanh nghiệp liên quan đến dịch vụ, chiếm 60%-75% trong loại hình doanh nghiệp. Và lĩnh vực công nghiệp và xây dựng chiếm tỷ lệ cao nhất về lao động, hiện nay có 2.339.600 lao động, chiếm 57,4% tổng lao động của doanh nghiệp thành phố, gấp 3,4 lần năm 2006.

### 2.3. THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

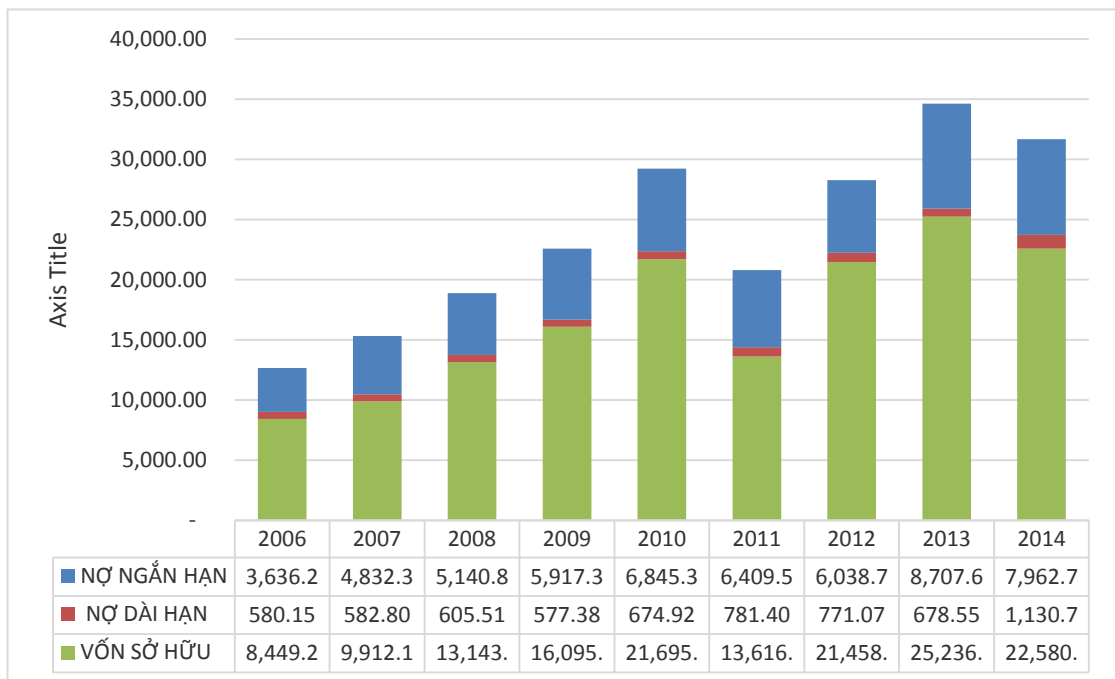
**Hình 2.2: Lợi nhuận trung bình sau thuế của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM**

Đơn vị tính: triệu đồng



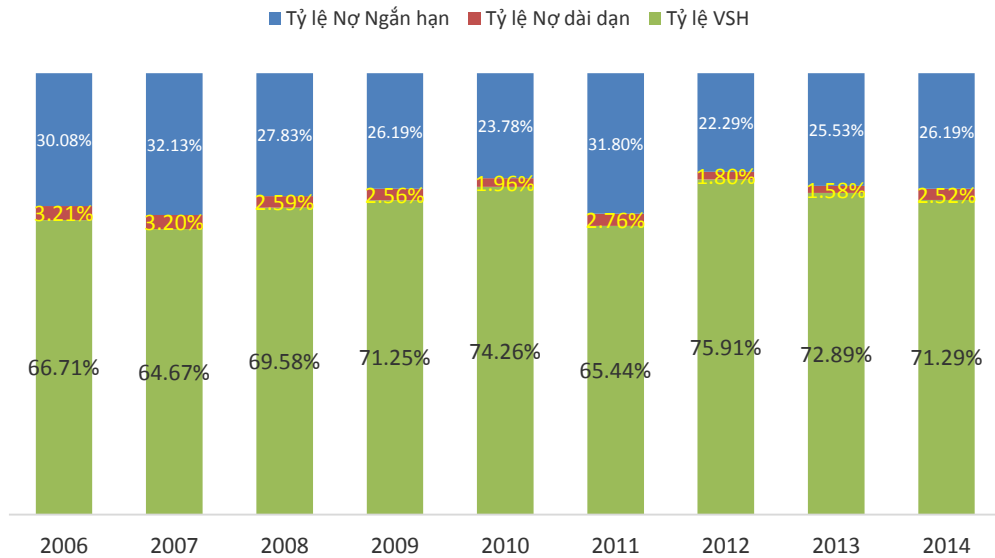
(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

**Hình 2.3: Cơ cấu vốn trung bình của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh**



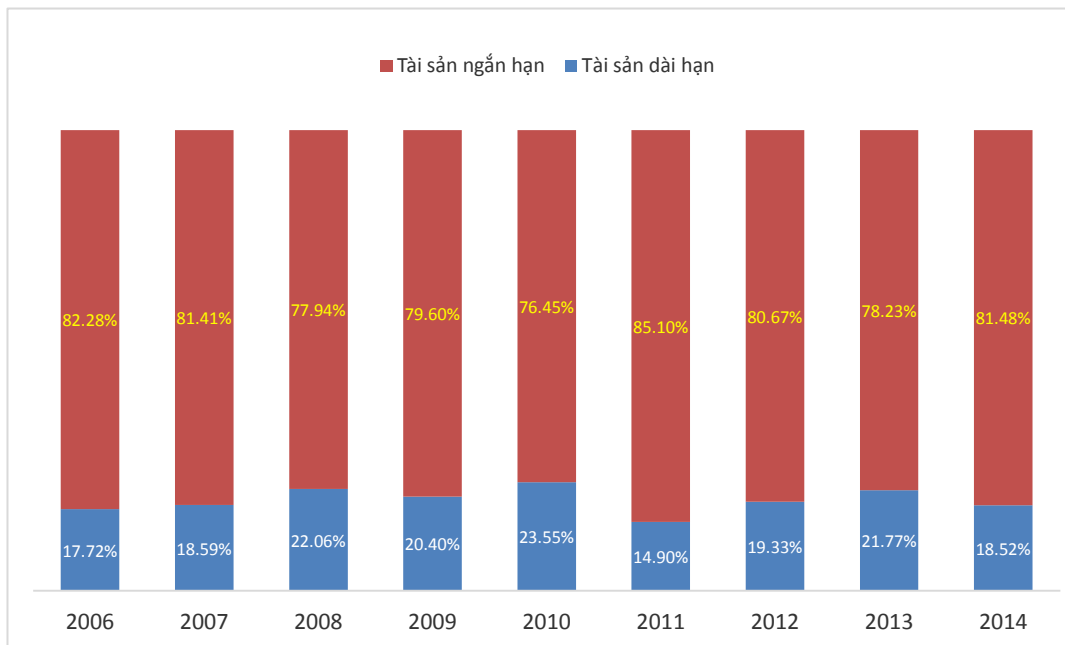
(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

**Hình 2.4: Tỷ lệ cơ cấu vốn trên tổng tài sản trung bình của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh**



(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

**Hình 2.5: Tỷ lệ tài sản dài hạn và tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh**



(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

Thông qua các biểu đồ trên, có thể thấy bộ phận doanh nghiệp SME trên địa

bàn TP. HCM đang sử dụng cấu trúc nguồn vốn với vốn chủ sở hữu luôn được duy trì ở tỷ lệ trên 65% so với tổng nguồn vốn qua các giai đoạn (theo Hình 2.5). Và trong cấu trúc về nợ, nợ ngắn hạn là nguồn vốn tài trợ chủ đạo cho quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp khi tỷ lệ luôn chiếm trên 89% so với tổng nợ.

Theo hình 2.5 và hình 2.6 sẽ cho chúng ta thấy, nếu chúng ta xét trên khía cạnh tài trợ cho tài sản thì bản thân cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp SME đang ở mức độ rất cao khi tài sản dài hạn được tài trợ từ nguồn dài hạn như vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn và tỷ lệ vốn lưu động ròng luôn đạt ở mức tối thiểu khoảng 40% trên tổng tài sản. Do vậy, mặc dù tỷ lệ nợ ngắn hạn tuy cao nhưng vẫn được sử dụng hợp lý cho các nhu cầu về tài sản ngắn hạn (ví dụ như nguyên vật liệu, tồn kho, v.v...) nhằm phục vụ hoạt động sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp.

Theo thực tế tình hình phát triển kinh tế xã hội trong giai đoạn từ 2006 đến 2014 cho thấy có sự ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả cũng như quan điểm sử dụng trong cấu trúc vốn của các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Tiêu biểu trong giai đoạn nền kinh tế Việt Nam phát triển tốt ở thời kỳ 2006 đến 2010, tổng giá trị tài sản bình quân của loại hình doanh nghiệp này có bước phát triển đáng kể, đặc biệt là 2010. Cấu trúc nguồn vốn cũng được duy trì tương đối ở mức 76% - 24% là nợ. Tỷ lệ này giảm mạnh vào năm 2010 (tỷ lệ 70%) trong khi các chủ doanh nghiệp tập trung đầu tư hơn cho doanh nghiệp của mình bằng cách tăng cường bộ phận nguồn vốn chủ sở hữu (theo hình 2.5). Nhưng với mức VCSH này thì cấu trúc nợ của khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn khá thấp.

Theo hình 2.3 và hình 2.4 chúng ta sẽ thấy nền kinh tế trong những năm 2011 và 2012 rơi vào trong giai đoạn khó khăn, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp bị ảnh hưởng tương đối, tuy lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2011 vẫn duy trì được đà tăng trưởng nhưng lượng nguồn vốn huy động từ nguồn vay nợ đã giảm đáng kể, đồng thời là việc rút phần lớn nguồn vốn tự có ra khỏi hoạt động sản xuất kinh doanh. Cụ thể là hình 2.4, nguồn vốn chủ sở hữu giảm dần qua các năm từ 2010 (trung bình 1 doanh nghiệp có mức vốn chủ sở hữu 15.248 triệu đồng) giảm còn (9.774,2 triệu đồng) cho năm 2014, có thể thấy là tác động của nền kinh tế trong giai đoạn khó khăn tác động sớm đến thói quen cấu trúc và sử dụng nguồn vốn trước và có độ trễ đối với kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của khối Doanh nghiệp SME.

Tiếp theo, tác giả nhận định chi tiết thông qua 2 giai đoạn, nhìn vào đồ thị ta nhận thấy tài sản và vốn chủ sở hữu của Doanh nghiệp vừa và nhỏ thay đổi rõ rệt nhất với 2 giai đoạn như sau:

+ Giai đoạn 1 (từ năm 2006 đến 2010): tổng tài sản của doanh nghiệp tăng rất nhanh và tài sản này tăng chủ yếu do vốn chủ sở hữu (tăng 84.2% và tương ứng với mức tăng 3.671) Với các nguyên nhân như sau:

- Đây là giai đoạn tiền khủng hoảng kinh tế Thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng và ngày càng diễn biến thêm trầm trọng, nhất là sau năm 2008 tại Việt Nam và khi bắt đầu khủng hoảng thì các doanh nghiệp đang trong tình trạng tăng trưởng tốt trở nên khó khăn hơn nên để đảm bảo tăng trưởng theo hướng ổn định Doanh nghiệp vừa và nhỏ bắt buộc phải tăng vốn chủ sở hữu vì không thể tận dụng được đòn bẩy tài chính (nếu càng tăng nợ thì rủi ro càng tăng và có khả năng không thể trả được nợ sẽ là nguyên nhân dẫn đến phá sản hàng loạt – đây là giai đoạn Doanh nghiệp vừa và nhỏ bị phá sản rất nhiều).

- Bên cạnh đó, trong giai đoạn này thì lạm phát của Việt Nam rất cao (2008: 18,52%) nên chính phủ yêu cầu các ngân hàng phải thắt chặt tín dụng với mục tiêu kiềm chế lạm phát nên các ngân hàng hạn chế cho vay, điều này cho thấy Doanh nghiệp vừa và nhỏ muốn tăng quy mô bắt buộc phải tăng VCSH.

- Nguyên nhân chủ yếu của vấn đề này là do các Doanh nghiệp vừa và nhỏ còn thiếu vốn để đầu tư đổi mới trang thiết bị, nâng cấp công nghệ sản xuất cùng với việc tiếp cận nguồn vốn vay từ ngân hàng khó khăn, chi phí vay từ các tổ chức tín dụng phi ngân hàng lại khá cao.

- Vấn đề nữa, do lãi suất các ngân hàng rất cao và cao hơn khả năng chịu đựng cũng như khả năng sinh lời của các DN nên họ chấp nhận tăng vốn sẽ hiệu quả hơn.

- Theo Nguyễn Thị Cành (2008), các báo cáo, chứng từ của Doanh nghiệp vừa và nhỏ thiếu chính xác, mang tính đối phó, không được chuẩn tắc theo quy định và cung cấp thông tin không đầy đủ. Trên thực tế có không ít doanh nghiệp xây dựng nhiều báo cáo khác nhau để nộp cho ngân hàng, cơ quan thuế và cho chủ doanh nghiệp. Điều này có thể xuất phát từ trình độ hiểu biết thấp về các quy định của chính phủ cũng như do sự thiếu ý thức và các quy định hành chính thiếu đồng bộ, rườm rà. Bộ phận quản lý giám sát theo dõi các hoạt động sản xuất kinh

doanh còn thiếu hoặc sơ sài, thiếu kỹ năng quản lý làm giảm tính chính xác trong các báo cáo tài chính. Hầu hết các giao dịch của các doanh nghiệp này không sử dụng các văn bản chính thống do nhà nước quy định mà chủ yếu dùng qua các loại hợp đồng viết tay, hợp đồng miệng, giao kèo có tính quan hệ huyết thống và lấy chữ tín. Những việc làm này làm cho việc thống kê, ghi chép gặp khó khăn và không chính xác.

- Thêm một vấn đề quan trọng nữa đối với doanh nghiệp SME là trong bối cảnh khó khăn này cộng thêm nợ xấu tăng cao nên buộc các ngân hàng phải có các biện pháp để quản trị rủi ro như: doanh nghiệp cần xác định rõ mục đích vay vốn, số tiền cần vay và khả năng hoàn trả nợ vay tốt. Tuy nhiên, với doanh nghiệp SME tại Thành phố HCM mặc dù chứng minh được mục đích vay nhưng họ lại chưa xác định được số tiền vay cũng như khả năng trả nợ. Ngoài ra, trong giai đoạn này cũng như quy trình xét duyệt hồ sơ chặt chẽ hơn như hồ sơ vay phải thông qua hội đồng xét duyệt tập trung (trước đây có hồ sơ chỉ qua chi nhánh hay phòng giao dịch với các khoản vay thấp) ... và chính điều này làm cho các doanh nghiệp muốn được vay phải đạt các tiêu chuẩn cao hơn nhưng các doanh nghiệp SME rất khó đảm bảo các tiêu chuẩn này vì vậy buộc các doanh nghiệp SME phải tăng vốn chủ sở hữu khi cần nên nợ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong tài sản. Doanh nghiệp cần xác định rõ mục đích vay vốn, số tiền cần vay và khả năng hoàn trả nợ vay.

+ Giai đoạn 2 (từ năm 2011 đến 2014): tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp SME giảm rất nhanh trong năm 2011 nhưng sau đó tăng mạnh trở lại nhưng tỷ trọng của vốn chủ sở hữu cũng chiếm tỷ trọng rất cao so với nợ. Với các nguyên nhân như sau: Sau một thời gian dài bị khủng hoảng kinh tế cũng như các khó khăn xảy ra như: thua lỗ kéo dài, quy mô thị trường bị thu hẹp ... đối với doanh nghiệp vừa và nhỏ thì rất nhiều doanh nghiệp bắt buộc phải phá sản và chính điều này làm cho các doanh nghiệp SME tại TP. HCM bị giảm sút tài sản và vốn chủ sở hữu trong năm 2012. Mặc dù trong năm 2012 vẫn có rất nhiều số lượng lớn doanh nghiệp SME đăng ký thành lập và khi tác giả tìm hiểu thì số lượng cũng như quy mô doanh nghiệp SME đăng ký mới vẫn thấp hơn so với doanh nghiệp SME bị phá sản và nó cũng là một nguyên nhân làm cho TS và VCSH sụt giảm. Tuy nhiên, TS và VCSH lại tăng mạnh trong những năm 2012 đến 2014 so với năm 2011 lại là do lúc này các Doanh nghiệp vừa và nhỏ lại nhận thức rõ giai đoạn khủng hoảng đã

qua nên rất nhiều DN thành lập mới và tăng nhanh hơn DN cũ bị phá sản.

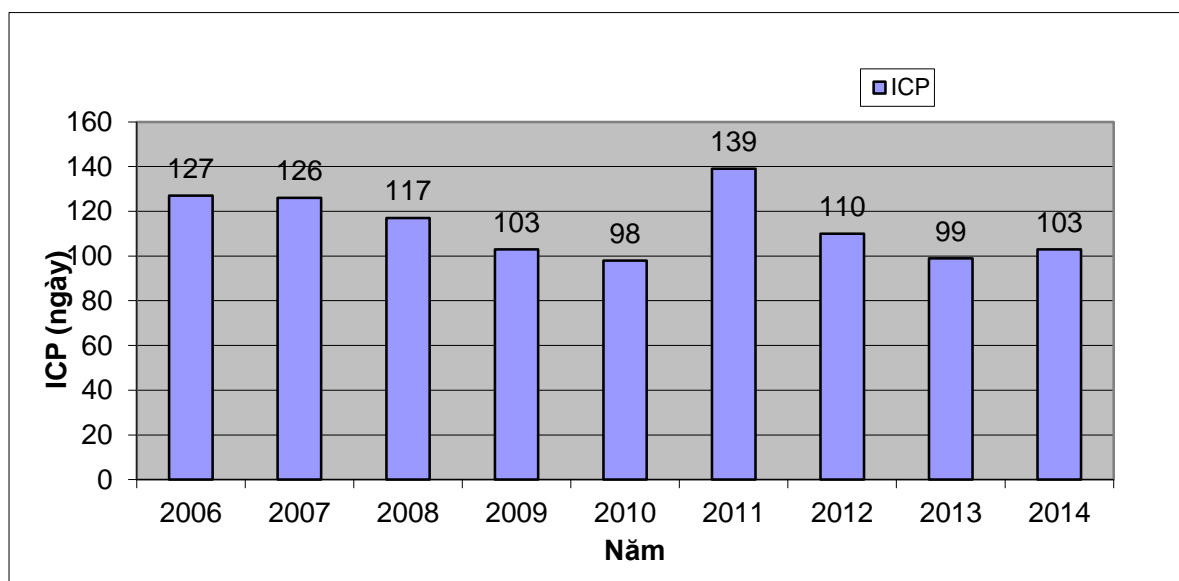
Theo biểu đồ hình 2.4, thì sau giai đoạn khủng hoảng những năm 2011 và 2012, việc phát triển kinh doanh của các doanh nghiệp SME có những bước tăng trưởng trở lại và đặc biệt là năm 2014, có thể thấy dấu hiệu phục hồi rõ ràng nhất khi tổng giá trị tài sản trong doanh nghiệp quay lại ngưỡng tương đương với năm 2010. Tuy nhiên, kết hợp với biểu đồ hình 2.5 có thể thấy là quan niệm của người điều hành các doanh nghiệp này cũng đã thay đổi khi họ duy trì lượng vốn tự có trong năm 2014 chỉ ở mức khoảng 35%, tận dụng hơn đối với các khoản vay nợ và đặc biệt là bắt đầu chú trọng vào các khoản vay nợ mang tính dài hạn.

Những hỗ trợ về lãi suất từ ngân hàng và chính sách nhà nước, tuy nhiên khối doanh nghiệp này vẫn rất khó tiếp cận nguồn vốn vay, tác giả sẽ thảo luận sâu hơn về vấn đề này ở phần khảo sát.

Như vậy, cũng có thể thấy rằng tình hình biến động của kinh tế vĩ mô một phần không nhỏ có tác động đến hoạt động của bộ phận doanh nghiệp nhỏ và vừa. Kinh tế vĩ mô biến động không chỉ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh mà còn ảnh hưởng cả đến phương pháp sử dụng và cấu trúc nguồn vốn trong doanh nghiệp.

#### 2.4. THỰC TRẠNG VỐN LUÂN CHUYỂN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

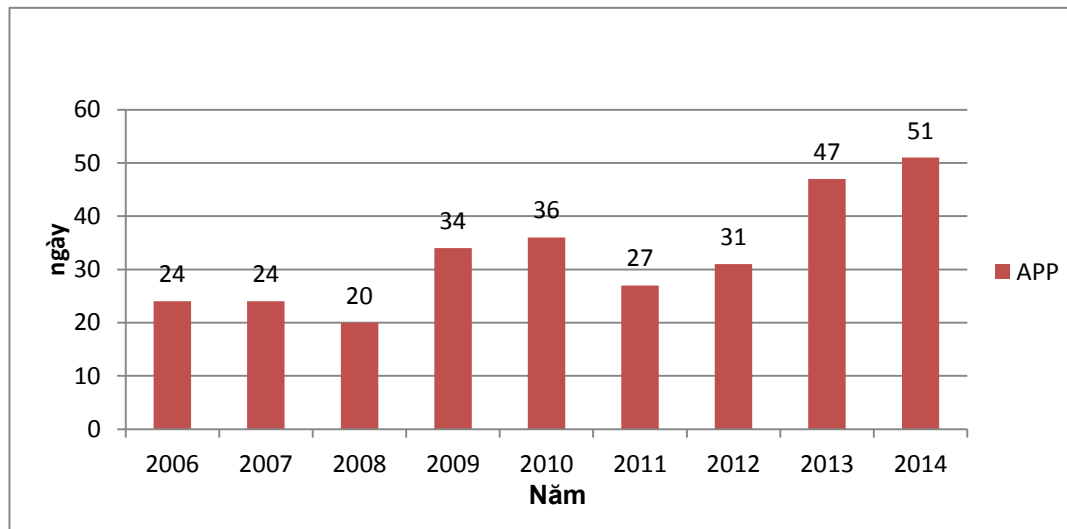
**Hình 2.6: Số ngày tồn kho bình quân của Doanh nghiệp nhỏ và vừa**



(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

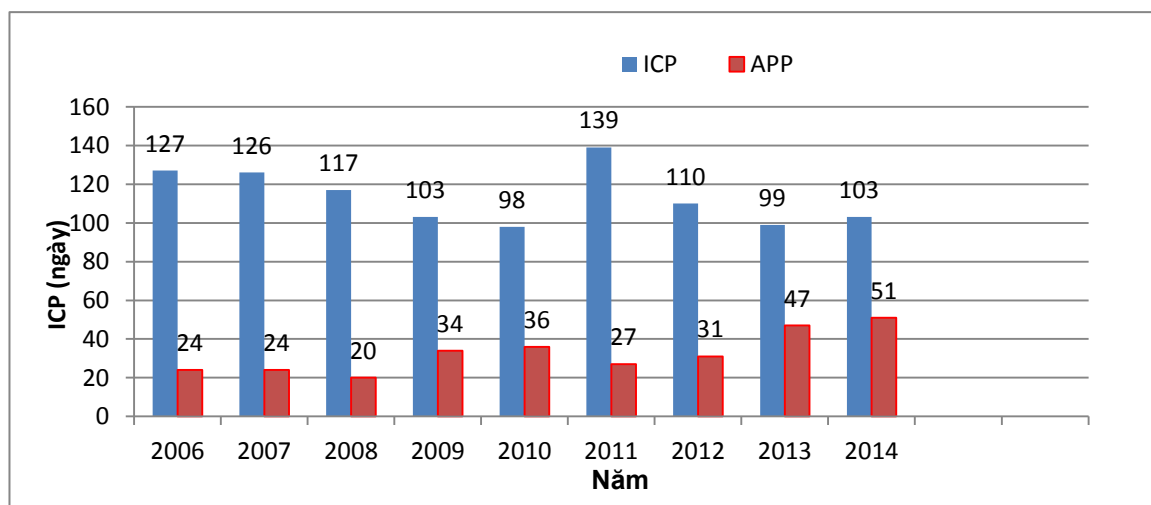
Theo Hình 2.7 ta sẽ thấy, vòng quay hàng tồn kho của bộ phận doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh cho thấy tương đối rõ ràng về khả năng kinh doanh của bộ phận này. Mức độ duy trì ở số lượng vòng quay bình quân trong thời kỳ 2006 đến 2010 luôn duy trì ở mức khoảng 3 vòng/năm và tăng dần 4 vòng/ năm vào khoảng thời điểm năm 2010. Mặc dù giai đoạn này có tương đối nhiều biến động về tình hình kinh tế vĩ mô tuy nhiên việc luân chuyển hàng hóa trong hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn được đảm bảo. Trong năm 2011 số vòng quay hàng tồn kho giảm trở lại 3 vòng/ năm vào thời kỳ khủng hoảng , khối doanh nghiệp này cần lưu trữ hàng nhiều hơn để tránh sự khan hiếm hàng trong giai đoạn này. Điều này cho thấy, số ngày tồn kho bình quân tương đối ổn định, việc kinh doanh và sản xuất luôn được bộ phận doanh nghiệp này chú trọng và đạt được những kết quả nhất định. Điều này dễ hiểu bởi vì đại đa số các doanh nghiệp nhỏ và vừa đều là những doanh nghiệp phát triển nên từ nền tảng truyền thống và dày dặn kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh của gia đình hoặc là tận dụng được tất cả những lợi thế hiểu biết và mối quan hệ đối với đầu vào cũng như đầu ra của bộ phận chủ doanh nghiệp. Mặt khác, việc tập trung hoạt động quản lý của chính những người lãnh đạo doanh nghiệp (thông thường cũng là chủ doanh nghiệp) trong hoạt động thường nhật của doanh nghiệp cũng giúp cho bộ phận này được phát triển chuyên sâu và thống nhất trong phương châm cũng như chiến lược hoạt động. Việc luân chuyển hàng hóa khá nhanh cho thấy mức độ chất lượng và ổn định trong cơ cấu đầu vào và đầu ra của doanh nghiệp. Cho dù có thể nói là trong giai đoạn này, nền kinh tế Việt Nam cơ bản có 2 kỳ biến động xấu vẫn không ảnh hưởng lớn đến việc xoay vòng hàng tồn kho trong doanh nghiệp. Cho dù số ngày tồn kho bình quân không cho thấy được mức độ về lượng kinh doanh của bộ phận doanh nghiệp này, nhưng có thể thấy được tính am hiểu thị trường kinh doanh và ứng phó với những thay đổi của môi trường kinh tế nhằm đảm bảo được tính bền vững trong chu kỳ kinh doanh của bộ phận doanh nghiệp này là khá tốt.



**Hình 2.7: Số ngày trả tiền bình quân của Doanh nghiệp nhỏ và vừa**

(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

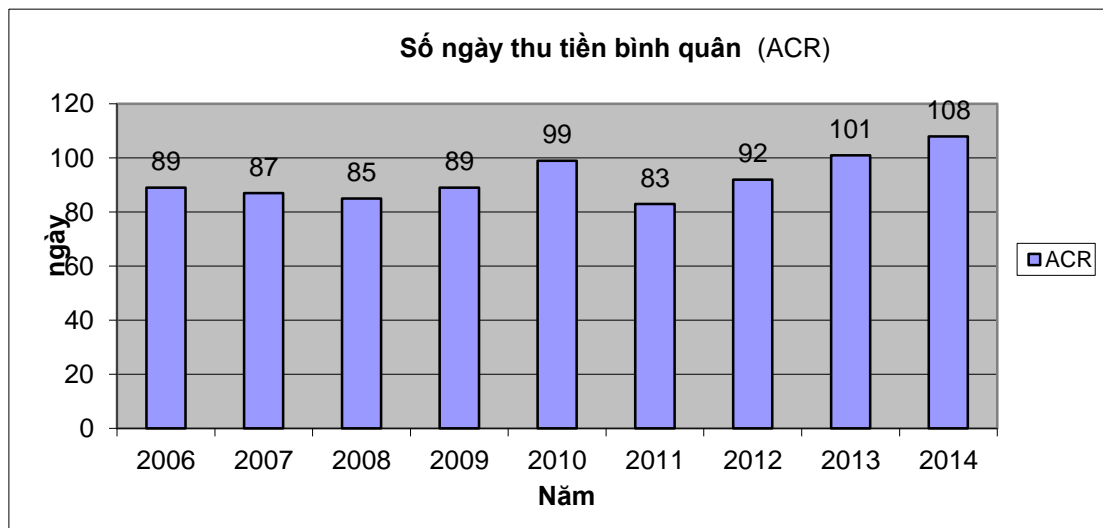
Trên lý thuyết, việc kéo dài được số ngày trả tiền bình quân sẽ tạo thuận lợi hơn rất nhiều đối với hiệu quả kinh doanh. Theo đồ thị hình 2.8, tiến độ thanh toán nhà cung cấp nhanh đối với doanh nghiệp được xem là khả năng chiếm dụng vốn chưa cao. Số ngày trả tiền bình quân khoảng 1 tháng vào năm 2006 và tăng dần lên khoảng 2 tháng trong giai đoạn năm 2014. Một mặt điều này làm tăng áp lực vốn cho doanh nghiệp, một mặt cho thấy được mức độ tín nhiệm và mức độ ổn định trong nguồn cung cấp đầu vào cho doanh nghiệp là chưa cao.

**Hình 2.8: So sánh biến động của số ngày tồn kho bình quân (ICP) và số ngày trả tiền bình quân (APP)**

(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

Trong Hình 2.9, ta có thể thấy trong đa phần các thời kỳ, số ngày trả tiền bình quân luôn ngắn hơn số ngày tồn kho bình quân. Một phần với việc chu kỳ thanh toán hàng bán ngắn làm cho doanh nghiệp bị động trong khâu sản xuất và tổ chức kinh doanh, một phần khác khi thực tế số ngày tồn kho bình quân dài hơn số ngày trả tiền bình quân cho thấy được hiệu quả sử dụng vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của bộ phận doanh nghiệp này trong giai đoạn trên là chưa hiệu quả. Đối với các doanh nghiệp, việc càng kéo dài số ngày trả tiền bình quân luôn được đặt lên hàng ưu tiên. Trong suốt giai đoạn từ 2006 đến 2014, việc số ngày trả tiền bình quân luôn ngắn không biến động gì nhiều (trừ năm 2011 khi nền kinh tế rơi vào khủng hoảng) nhưng mức độ ổn định và duy trì là đáng quan tâm. Điều này một lần nữa cho thấy Doanh nghiệp nhỏ và vừa luôn bị áp lực về vốn trong hoạt động sản xuất và kinh doanh, tính bất ổn định trong lượng hàng đầu vào của doanh nghiệp đang và sẽ là khó khăn cho bộ phận doanh nghiệp này tiếp tục phát triển trong giai đoạn sắp tới.

**Hình 2.9: Số ngày thu tiền bình quân(ACR) của Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM**



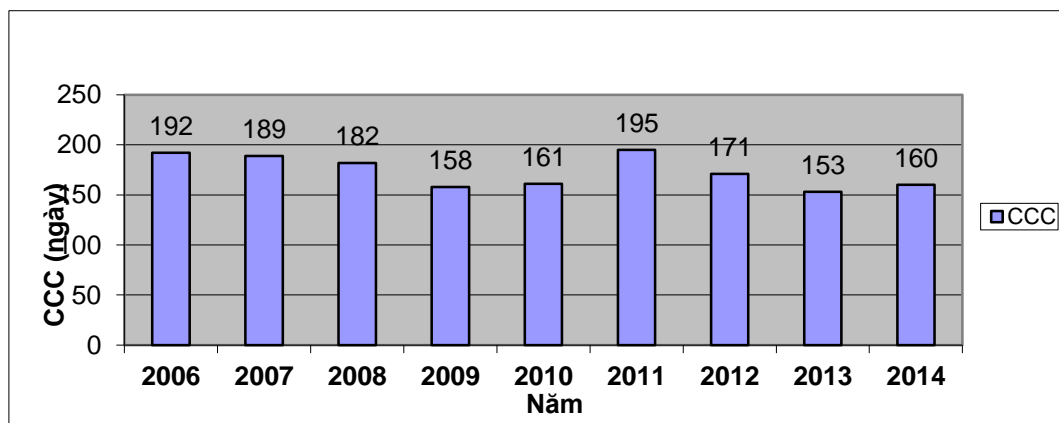
(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

Hình 2.7 và hình 2.8 cho thấy nếu như việc chưa cân đối tốt giữa số ngày tồn kho bình quân và số ngày trả tiền bình quân tạo ra những khó khăn cho hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của bộ phận doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố thì chu kỳ phải thu khách hàng (theo hình 2.10) cũng là vấn đề lớn cần

phải được quan tâm. Rõ ràng là với việc số ngày thu tiền bình quân của bộ phận doanh nghiệp này kéo dài khoảng 3 – 4 tháng sẽ làm chậm tiến độ dòng tiền kinh doanh quay trở lại doanh nghiệp và mục tiêu xoay vòng được dòng vốn cho các kỳ kinh doanh kế tiếp nhau bị hạn chế và gần như không thể thực hiện. Sự cộng hưởng với vòng quay hàng tồn kho với số ngày trả tiền bình quân đang làm cho Doanh nghiệp nhỏ và vừa bị động về vốn thì thực trạng về kỳ phải thu bình quân của khối doanh nghiệp này lại cộng hưởng làm cho việc tận dụng một cách hiệu quả nhất nguồn vốn lại đang rơi vào thế vô cùng bị động.

Với công thức  $CCC = ICP + ACR - APP$  thì rõ ràng kỳ luân chuyển tiền của bộ phận doanh nghiệp này đang bị ảnh hưởng rất lớn. Điều đó thể hiện rõ ràng qua đồ thị sau (hình 2.10):

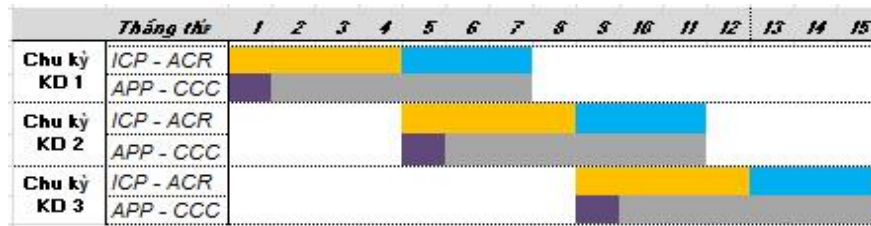
**Hình 2.10: Chu kỳ luân chuyển tiền mặt bình quân (CCC) của Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM**



(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

Điều này cho thấy một đồng vốn doanh nghiệp bỏ vào cho hoạt động sản xuất kinh doanh chỉ được thu hồi sau bình quân 6 tháng. Tương tự ở khía cạnh hiệu quả, mặc dù lợi nhuận trong kỳ kinh doanh được thể hiện rất rõ thông qua hoạt động kinh doanh, nhưng xét về yếu tố dòng tiền thì gần như doanh nghiệp không đạt được như kỳ vọng.

Để so sánh tương quan giữa CCC và 3 yếu tố còn lại là ICP, APP và ACR, có thể mô hình hóa (hình 2.12) cơ bản hoạt động sản xuất, kinh doanh và bán hàng thu tiền cũng như tái tài trợ các chu kỳ kinh doanh nối tiếp của một doanh nghiệp trong giai đoạn vừa rồi thông qua mô hình sau:



Trong đó: ■ ICP: Số ngày tồn kho bình quân ■ ACR: Số ngày thu tiền bình quân  
■ APP: Số ngày trả tiền bình quân ■ CCC: Chu kỳ luân chuyển tiền mặt

(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

### Hình 2.11: Kỳ chuyển đổi tiền mặt và kỳ kinh doanh liên tiếp qua 3 chu kỳ

Khi dòng tiền chảy ra cho nhu cầu kinh doanh của chu kỳ một phát sinh vào tháng thứ 1 thì sẽ được thu hồi về vào tháng thứ 7, trong khi đó, với năng lực hoạt động của doanh nghiệp tại thời điểm từ khi kết thúc việc bán hàng của chu kỳ kinh doanh thứ 1 đến tháng thứ 7 thì doanh nghiệp đã tiếp tục trải qua hơn 2 chu kỳ kinh doanh tiếp theo. Như vậy có thể thấy rằng cho dù hoạt động sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp có thể đạt được 3 vòng quay trong một năm thì yếu tố thuận lợi nhất về sử dụng được nguồn vốn của 1 chu kỳ gói đầu cho các chu kỳ tiếp theo là không thể thực hiện được. Dòng vốn của chu kỳ kinh doanh thứ nhất chỉ có thể được tiếp tục sử dụng tại chu kỳ kinh doanh thứ 3 của doanh nghiệp.

Với mô hình này, đúng lý thuyết nếu doanh nghiệp chỉ cần 1 phần vốn để tài trợ cho liên tiếp các chu kỳ kinh doanh thì bộ phận doanh nghiệp nhỏ và vừa tại thành phố Hồ Chí Minh đang phải sử dụng đến 2/3 tổng giá trị vốn. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong đó quan trọng nhất sẽ là các chỉ tiêu về ROA và ROE.

Khi hiệu quả sử dụng vốn không được tốt, đồng thời kỳ vọng về lợi nhuận của chủ doanh nghiệp cũng phải được đáp ứng phân tương đối thì vấn đề này không chỉ đang ảnh hưởng cục bộ đến lợi ích của cá nhân bộ phận doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng lớn đến giá thành và giá bán của sản phẩm trên thị trường. Nói cách khác, đây cũng có thể xem là vấn đề ảnh hưởng lớn đến yếu tố vĩ mô của nền kinh tế khi mà bộ phận doanh nghiệp nhỏ và vừa đang chiếm đến 96% số lượng doanh nghiệp và chiếm 42% GDP nếu chỉ tính riêng tại Thành phố HCM.

Không chỉ vấn đề liên quan đến sử dụng số lượng vốn, vấn đề về thời hạn sử dụng vốn cũng sẽ là vấn đề lớn. Nếu theo đúng thực trạng được mô tả qua mô hình

trên, yếu tố vốn ngắn hạn với những ưu thế rõ ràng được thể hiện trên lý thuyết cũng như thực tế lại hoàn toàn không mang lại hiệu quả tốt cho doanh nghiệp. Trong khi đó, yếu tố vốn trung hạn lại có vẻ ích lợi hơn về tính ổn định và đảm bảo được việc duy trì liên tục hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

## **2.5. THỰC TRẠNG QUẢN LÝ CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH THÔNG QUA CUỘC KHẢO SÁT**

Nhằm phản ánh đánh giá thực trạng quản lý về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển hiện nay ở doanh nghiệp SME trên địa bàn TP. HCM, nhận diện những vấn đề còn tồn tại về cách thức quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển. Do đó, tác giả đã thực hiện khảo sát lấy ý kiến của các chủ doanh nghiệp trên thành phố.

### **2.5.1. Phương pháp thực hiện**

Theo đó, quá trình nghiên cứu được thực hiện qua hai giai đoạn: nghiên cứu sơ bộ và nghiên cứu chính thức.

Nghiên cứu sơ bộ được thực hiện thông qua việc sử dụng phương pháp thống kê, từ đó diễn giải, đánh giá đối tượng nghiên cứu, và đặc biệt sử dụng phương pháp chuyên gia nhằm phỏng vấn lấy ý kiến từ các chuyên gia để hoàn chỉnh bảng câu hỏi phục vụ cho giai đoạn nghiên cứu sau. Từ bảng câu hỏi thiết kế dựa trên cơ sở lý thuyết và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước, tác giả đã tiến hành phỏng vấn lấy ý kiến đóng góp của 12 chuyên gia thuộc thành phố Hồ Chí Minh. Mục đích của việc phỏng vấn chuyên gia nhằm giúp loại bỏ các yếu tố không rõ nghĩa hay trùng lặp giữa các yếu tố quan sát gây hiểu nhầm cho người được phỏng vấn, và đồng thời hiệu chỉnh được một số câu từ rõ nghĩa, phản ánh chính xác bản chất vấn đề nghiên cứu. Các chuyên gia phỏng vấn là các tiến sĩ kinh tế đầu ngành, những người làm việc lâu năm tại Cục thuế, Cục thống kê, Ban thanh tra, Ban quản lý, Hiệp hội doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh. Từ đóng góp ý kiến của các chuyên gia, bảng câu hỏi được hoàn chỉnh và thiết kế bao gồm 3 phần: Phần 1 liên quan đến thông tin cơ bản về doanh nghiệp, phần 2 được thiết kế nhằm đánh giá quản lý cấu trúc vốn của chủ Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh và phần 3 nhằm đánh giá quản lý vốn luân chuyển của chủ Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh hiện nay.

Sau khi tiến hành nghiên cứu sơ bộ nhằm thiết lập bảng câu hỏi quá trình nghiên cứu chính thức được thực hiện theo hai công đoạn. Một là tiến hành điều tra khảo sát tại các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh theo mẫu tính toán thuận tiện. Quá trình điều tra khảo sát đã được tác giả thực hiện thông qua nhiều hình thức khác nhau như: phỏng vấn bằng cách trao đổi trực tiếp, phỏng vấn qua điện thoại, gửi phiếu khảo sát qua đường bưu điện, gửi phiếu khảo sát qua email... Hai là, với dữ liệu thu thập được trong quá trình điều tra, tác giả đã tính toán các kết quả thống kê mô tả nhằm phản ánh đánh giá thực trạng quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh hiện nay.

### 2.5.2. Mẫu nghiên cứu

Theo công thức tính mẫu do Yamane đưa ra năm 1973 , ta có số mẫu Doanh nghiệp nhỏ và vừa cần khảo sát dựa trên số Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh tổng thể là:

$$\text{Công thức tổng quát: } n = N/(1+Ne^2)$$

Trong đó:

- n: số mẫu được chọn;
- N: số tổng thể nghiên cứu;
- e: mức sai số chấp nhận, thông thường để đảm bảo mức tin cậy trong ước lượng là 95% thì sai số chấp nhận là 5%.

Áp dụng cho trường hợp Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh:

Với N = 119.923 số lượng Doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2013

Ta có  $n = 119.923 / (1 + 119.923 \times 0.05^2) = 399$  doanh nghiệp

Với kết quả tính toán trên, số mẫu cần khảo sát là 399 doanh nghiệp. Quá trình lấy mẫu được thực hiện theo phương pháp thuận tiện tập trung tại thành phố Hồ Chí Minh. Mặc dù phương pháp lấy mẫu thuận tiện không cho kết quả mang tính đại diện cao nhưng vì đối tượng được khảo sát ở đây là Doanh nghiệp nhỏ và vừa, vì vậy chấp nhận sai số thông qua phương pháp điều tra này là phù hợp với nghiên cứu.

Ngoài ra, thông tin được phản hồi chủ yếu từ chủ doanh nghiệp, kế toán

trường, trưởng phòng kinh doanh. Việc thực hiện điều tra khảo sát được thực hiện từ tháng 6 năm 2014 đến tháng 05 năm 2015. Quá trình khảo sát chủ yếu do chính tác giả thực hiện, đồng thời có sự trợ giúp của các cá nhân đang làm việc tại các đơn vị như: Hiệp hội doanh nghiệp nhỏ và vừa thành phố Hồ Chí Minh, Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh, Cục thuế thành phố Hồ Chí Minh, Ban quản lý khu chế xuất trong thành phố Hồ Chí Minh. Tác giả phát ra 636 phiếu điều tra, tổng mẫu thu về trong quá trình điều tra là 563 doanh nghiệp nhưng trong đó có 95 phiếu bị loại vì không trả lời trên 2 câu hỏi của phần khảo sát, phiếu hợp lệ đạt yêu cầu chiếm tỷ lệ 83,12% (468 doanh nghiệp).

### 2.5.3. Kết quả khảo sát

#### 2.5.3.1. Thống kê mô tả mẫu quan sát

Hầu hết các doanh nghiệp được khảo sát đều ở độ tuổi từ 5 năm đến 10 năm (chiếm tỷ trọng 57,3%), số doanh nghiệp hoạt động trên 10 năm là 126 doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 26,9%) và có 73 doanh nghiệp có độ tuổi dưới 5 năm. Trình độ chuyên môn của lãnh đạo chủ yếu là trung cấp chuyên nghiệp có 316 doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 67,5%), trình độ lãnh đạo theo quan sát trong mẫu có 126 chủ doanh nghiệp học cao đẳng và đại học (chiếm tỷ trọng 27,0%), phần còn lại chủ doanh nghiệp học trên đại học chỉ có 26 chủ doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 5,5%). Và trong sơ đồ tổ chức về hoạt động tài chính của doanh nghiệp thì đến 411 doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 88%) doanh nghiệp được khảo sát không có bộ phận tài chính độc lập, mà phòng kế toán sẽ thực hiện luôn chức năng quản trị tài chính. Chỉ có 57 doanh nghiệp (chiếm tỷ trọng 12%) là có bộ phận phân tích tài chính độc lập.

**Bảng 2.2 Thống kê mô tả mẫu khảo sát**

<b>Phần I: Giới thiệu doanh nghiệp</b>			
<b>1. Độ tuổi của doanh nghiệp</b>	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. ≤ 5 năm	73	15,8	15,8
b. Trên 5 năm đến 10 năm	269	57,3	73,1
c. Trên 10 năm	126	26,9	100
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100</b>	

<b>2. Trình độ chuyên môn của lãnh đạo doanh nghiệp</b>	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Trung học chuyên nghiệp	316	67,5	67,5
b. Cao đẳng, đại học	126	27,0	94,5
c. Trên đại học	26	5,5	100
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100</b>	

### **3. Trong sơ đồ tổ chức hoạt động tài chính doanh nghiệp anh chị thì:**

	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Có bộ phận tài chính độc lập với bộ phận kế toán	57	12	12
b. Bộ phận kế toán cũng thực hiện chức năng quản trị tài chính của doanh nghiệp	411	88	100
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100</b>	

*(Nguồn: Tính toán của tác giả)*

#### **2.5.3.2. Kết quả đánh giá**

Theo kết quả thống kê của 468 Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh từ cuộc khảo sát do tác giả thực hiện trong 2 năm 2014 -2015. Với 2 nội dung nghiên cứu về quản lý cấu trúc vốn và quản lý vốn luân chuyển của doanh nghiệp, Đa số các doanh nghiệp đều có sự quan tâm nhất định về cách thức quản lý cấu trúc vốn, còn về quản lý vốn luân chuyển thì hầu như chủ doanh nghiệp chưa có mức độ quan tâm xác đáng cũng như sự am hiểu rõ ràng, đa số chỉ quan tâm đến vòng quay hàng tồn kho, đủ để cung cấp cho khách hàng. Ngoài ra, qua cuộc điều tra tác giả còn nhìn nhận thấy các doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn kinh doanh, cung ứng hàng, quản lý tài sản lưu động theo kiểu truyền thống, chủ yếu dựa vào kinh nghiệm và tập quán, chưa có sự chuyên nghiệp trong cách quản lý, như cung cấp theo chuỗi cung ứng sản phẩm, chưa sử dụng nhiều về sản phẩm bao thanh toán để tránh rủi ro trong việc kinh doanh của mình.

Quản lý cấu trúc vốn của doanh nghiệp nhỏ và vừa được tác giả đánh giá dựa trên 2 nhóm tiêu chí chính:



- Nhóm thứ nhất: Khi cần nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh thì doanh nghiệp huy động từ đâu.

- Nhóm thứ hai: cách thức tiếp cận vốn vay của doanh nghiệp và tỷ lệ thành công trong việc tiếp cận nguồn vốn nợ vay từ ngân hàng.

(1) Với nhóm tiêu chí thứ nhất tác giả xây dựng 5 câu hỏi như sau:

**Bảng 2.3: Kết quả khảo sát về nhu cầu huy động vốn**

<b>1. Doanh nghiệp Anh/Chị có xảy ra những khó khăn về nguồn vốn không?</b>			
	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Thường xuyên	248	53%	53%
b. thỉnh thoảng	126	27%	80%
c. Không xảy ra	94	20%	100%
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100%</b>	
<b>2. Doanh nghiệp Anh/Chị có xây dựng kế hoạch về cấu trúc vốn (nợ vay/ vốn chủ sở hữu) không?</b>			
	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Thường xuyên	79	17%	17%
b. thỉnh thoảng	126	27%	44%
c. Không xảy ra	263	56%	100%
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100%</b>	
<b>3. Khi cần nguồn tài trợ cho chi phí hoạt động – sản xuất – kinh doanh, doanh nghiệp anh chị thường ưu tiên sử dụng nguồn:</b>			
	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Huy động vốn từ cổ đông	201	43%	43%
b. Vay thương mại các ngân hàng thương mại	225	48%	91%
c. Vay, mượn từ các nguồn khác	42	9%	100%
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100</b>	

**4. Khi cần tài trợ cho việc phát triển mở rộng thêm hoạt động sản xuất – kinh doanh nhằm mục tiêu phát triển đưa doanh nghiệp lên một mức quy mô mới, doanh nghiệp anh chị thường ưu tiên sử dụng nguồn:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Huy động vốn từ cổ đông	313	67%	67%
b. Vay thương mại các ngân hàng thương mại	131	28%	95%
c. Vay, mượn từ các nguồn khác	24	5%	100%
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100</b>	

**5. Theo quan điểm của doanh nghiệp anh chị thì nguồn vốn hoạt động sản xuất kinh doanh khó huy động nhất là loại nguồn:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Huy động vốn từ cổ đông	23	5%	5%
b. Vay thương mại các ngân hàng thương mại	366	78%	83%
c. Vay, mượn từ các nguồn khác (sử dụng công nợ thương mại hoặc vay mượn người thân, bạn bè, ...)	79	17%	100%
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100</b>	

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Từ Bảng 2.5, kết quả thu về, Doanh nghiệp không hoặc rất ít thiết lập kế hoạch về cấu trúc vốn, thường xuyên thiếu vốn trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Thực trạng cho thấy doanh nghiệp chưa thực sự chủ động trong vấn đề lên kế hoạch và chiến lược đưa ra chiến lược tài trợ cụ thể cho doanh nghiệp, cho thấy sự thiếu chuyên nghiệp và thụ động trong vấn đề quản lý cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Khi cần nguồn vốn để tài trợ cho chi phí sản xuất kinh doanh (nguồn vốn ngắn hạn) tỷ lệ Doanh nghiệp nhỏ và vừa đi vay tại ngân hàng thương mại là 48% (225 doanh nghiệp), tỷ lệ Doanh nghiệp nhỏ và vừa huy động vốn từ cổ đông là 43%, còn lại vay mượn từ nguồn khác chiếm tỷ lệ 9%.

Còn khi doanh nghiệp cần nguồn vốn để mở rộng thêm hoạt động sản xuất

kinh doanh (nguồn vốn dài hạn) thì nguồn vốn được huy động từ cổ đông được các doanh nghiệp lựa chọn nhiều nhất với 313 doanh nghiệp (chiếm tỷ lệ 67%), vay các ngân hàng thương mại chiếm tỷ lệ 28% (131 doanh nghiệp) và vay mượn từ nguồn khác chiếm tỷ lệ 5% (24 doanh nghiệp). Từ kết quả khảo sát chúng ta có thể thấy Doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn khó khăn trong vấn đề tiếp cận nguồn vốn vay dài hạn từ ngân hàng thương mại.

Theo các nhà nghiên cứu của tổ chức CIEM (2009) hỏi các chủ Doanh nghiệp vừa và nhỏ về những vấn đề khó khăn lớn nhất mà DN gặp phải trong quá trình tăng trưởng DN thì yếu tố thiếu vốn được những người chủ DN này đưa lên hàng đầu. Nguồn vốn hoạt động chủ yếu dựa vào vốn tự có và vay trên thị trường phi tài chính. Mặc dù chính phủ đã đưa ra nhiều chính sách hỗ trợ vốn như bảo lãnh tín dụng và hỗ trợ tín dụng.

(2) Với nhóm tiêu chí thứ hai tác giả xây dựng 5 câu hỏi như sau:

Cách thức tiếp cận vốn vay của doanh nghiệp và tỷ lệ thành công trong việc tiếp cận nguồn vốn nợ vay từ ngân hàng

**Bảng 2.4 Kết quả khảo sát về cách thức tiếp cận vốn vay**

<b>1. Khi làm hồ sơ vay ngân hàng thì tỷ lệ hồ sơ vay thành công của doanh nghiệp là bao nhiêu</b>			
	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Từ 70% trở lên	52	11%	11%
b. Từ 50% đến dưới 70%	80	17%	28%
c. Từ 30% đến dưới 50%	201	43%	71%
d. Dưới 30%	135	29%	100%
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100</b>	
<b>2. Trong các vấn đề liên quan đến việc vay vốn từ các ngân hàng thương mại thì người thường đi làm việc chính thức sẽ là:</b>			
	<b>Số lượng (DN)</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Doanh nghiệp anh chị chưa từng vay vốn tại ngân hàng thương mại	79	17%	17%
b. Cán bộ tài chính chuyên trách	32	7%	24%
c. Kế toán trưởng	127	27%	51%

d. Giám đốc doanh nghiệp (trong trường hợp giám đốc không đồng thời là chủ doanh nghiệp)	56	12%	63%
e. Chủ doanh nghiệp	174	37%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100	

### 3. Hình thức vay chủ yếu hiện nay của doanh nghiệp:

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Vay tín chấp theo dự án đầu tư	79	17%	17%
b. Vay thế chấp bằng tài sản	32	83%	100%
<b>Tổng cộng</b>		100%	

### 4. Những khó khăn khi tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng:

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Lãi suất vay cao	79	17%	17%
b. Thiếu tài sản thế chấp	32	7%	24%
c. Vướng mắc về thủ tục hành chính	127	27%	51%
d. Khó khăn về lập phương án kinh doanh	230	49%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

### 5. Mức độ hỗ trợ tín dụng của ngân hàng:

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Thấp	276	59%	59%
b. Trung bình	149	32%	81%
c. Cao	43	19%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Trong 468 doanh nghiệp được khảo sát thì 201 doanh nghiệp (43%) cho rằng vay vốn ngân hàng thành công vẫn còn rất thấp chỉ từ 30%-50%.

Những Doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa có bộ phận chuyên trách quản lý mảng

tài chính liên quan đến việc vay vốn ngân hàng mà do Chủ doanh nghiệp kiêm nhiệm là 174 doanh nghiệp (chiếm tỷ lệ 37%) hay do bộ phận kế toán kiêm nhiệm là 127 doanh nghiệp (chiếm tỷ lệ 27%). Theo mẫu khảo sát thì 17% doanh nghiệp được điều tra chưa từng vay vốn ngân hàng.

Hình thức vay vốn ngân hàng thương mại là hình thức huy động mà doanh nghiệp mong muốn nhưng mức độ không cao. Việc vay vốn từ ngân hàng chủ yếu thông qua hai hình thức đó là vay tín chấp theo dự án đầu tư và vay thế chấp, tuy nhiên hình thức vay thế chấp chiếm đa số 96%, còn lại là vay tín chấp theo dự án đầu tư 4% thể hiện qua bảng 2.6. Với hình thức vay là vay thế chấp, điều này cũng gây khó khăn và cản trở khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa khi tiếp cận vốn này, vì các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa thường hay khó khăn trong việc thế chấp tài sản.

Thế nhưng, trong những khó khăn mà Doanh nghiệp nhỏ và vừa gặp phải khi tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng thì khó khăn do vướng mắc về thủ tục hành chính chiếm 42%, khó khăn về thiếu tài sản thế chấp chiếm 31% , việc lập phương án kinh doanh chiếm 15%, còn với lãi suất ngân hàng khá tốt chỉ có 10% trong mẫu khảo sát cho là khó khăn trong việc trả lãi vay cho ngân hàng. Như vậy để hỗ trợ nhiều hơn cho doanh nghiệp trong việc tiếp cận vốn vay thì các ngân hàng thương mại cần phải giảm thủ tục vay nhiều hơn nữa, cũng như tạo điều kiện thuận lợi để các Doanh nghiệp nhỏ và vừa tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn.

Với bảng 2.6 cho thấy mức độ hỗ trợ tín dụng của ngân hàng còn tương đối thấp, cụ thể mức độ hỗ trợ từ mức trung bình trở xuống chiếm đa số (97%), chỉ có 3% doanh nghiệp cho rằng mức độ hỗ trợ là cao. Thực tế cho thấy rằng để giúp các Doanh nghiệp nhỏ và vừa có nguồn đầu tư phát triển thì các ngân hàng thương mại cần phải có chính sách ưu đãi và hỗ trợ loại hình doanh nghiệp này nhiều hơn nữa thông qua lãi vay hoặc hạn mức tín dụng.

Một thực trạng được đặt ra, nguồn vốn tự có của các doanh nghiệp rất hiếm có thể đáp ứng được năng lực sản xuất của doanh nghiệp dù cho là doanh nghiệp lớn, vì vậy mà các doanh nghiệp phải nhờ đến các nguồn vốn từ bên ngoài chủ yếu là vốn từ hệ thống ngân hàng. Theo Nguyễn Thị Cành (2008) cho thấy chỉ khoảng 52.5% Doanh nghiệp vừa và nhỏ trong tổng số DN điều tra được cho vay vốn từ

ngân hàng thương mại, con số đối với các DN lớn là 100%. Hiện nay, theo báo cáo của khảo sát Đặc điểm môi trường kinh doanh Việt Nam (2009) cho thấy chỉ có 30% DN nộp hồ sơ vay vốn đối với ngân hàng thương mại trong khi đó có đến 75.3% DN cần vay vốn. Rõ ràng, các Doanh nghiệp vừa và nhỏ cần vốn nhưng tại sao số lượng nộp hồ sơ xin vay lại thấp như vậy, với lý do về những thủ tục rườm rà từ hệ thống ngân hàng mang lại rào cản cho Doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Tiếp theo, tác giả tổng hợp thông kê về vốn luân chuyển của doanh nghiệp nhỏ và vừa được tác giả đánh giá trên 2 nhóm tiêu chí chính:

- Nhóm thứ nhất: cách thức phân phối hàng, tiêu thụ sản phẩm và lựa chọn nhà cung cấp, dự trữ hàng tồn kho.

- Nhóm thứ hai: như hình 2.10 trong phần 2.3 của chương đã cho thấy số ngày thu tiền bình quân của doanh nghiệp nhỏ và vừa kéo dài trung bình 93 ngày nên nhóm thứ hai tác giả đi sâu khảo sát về các khoản nợ phải thu của doanh nghiệp.

(1) Với nhóm tiêu chí thứ nhất tác giả xây dựng 6 câu hỏi như sau:

**Bảng 2.5 Kết quả khảo sát về cách thức phân phối hàng, tiêu thụ sản phẩm**

<b>1. Doanh nghiệp anh chị phân phối hàng theo phương pháp:</b>			
	<b>Số lần lựa chọn</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Sử dụng hệ thống đại lý phân phối bên ngoài	407	87%	87%
b. Sử dụng hệ thống kinh doanh của công ty	61	13%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	
<b>2. Doanh nghiệp của anh chị tiêu thụ sản phẩm theo phương pháp:</b>			
	<b>Số lần lựa chọn</b>	<b>Tỷ trọng (%)</b>	<b>Tỷ trọng lũy kế (%)</b>
a. Luôn có lượng khách hàng thân thuộc đặt hàng số lượng lớn hàng năm	126	27%	27%

b. Bán sỉ cho các đối tác là hệ thống phân phối với chính sách thanh toán linh hoạt hoặc chấp thuận cho gói đầu	206	44%	71%
c. Thực hiện ủy thác cho các cửa hàng bán lẻ	75	16%	87%
d. Thực hiện bán lẻ thông qua hệ thống kinh doanh của công ty	61	13%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

### 3. Quan điểm doanh nghiệp anh chị đối với việc dự trữ hàng tồn kho là:

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Luôn luôn duy trì lượng hàng tồn kho nhất định để phục vụ sản xuất – kinh doanh	168	36%	36%
b. Chỉ tiến hành mua hàng hóa hoặc nguyên vật liệu khi nhận được đơn đặt hàng.	248	53%	89%
c. Hàng hóa hoặc nguyên vật liệu được mua theo kế hoạch sản xuất kinh doanh lập sẵn hàng năm.	52	11%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

### 4. Nguồn cung cấp đầu vào doanh nghiệp anh chị là:

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Nguồn hàng hóa, nguyên vật liệu từ bạn hàng thân thiết có quan hệ lâu dài	196	42%	42%
b. Lựa chọn nhiều nhà cung cấp để chọn ra nhà cung cấp có chi phí rẻ nhất	108	23%	65%
c. Nhà cung cấp được khách hàng đầu ra chỉ định.	164	35%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

**5. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc lựa chọn nhà cung cấp đầu vào được lựa chọn dựa trên yếu tố:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Uy tín và chất lượng đối với sản phẩm, nguyên liệu đầu vào	127	27%	27%
b. Chi phí thấp	229	49%	76%
c. Có những chính sách ưu đãi về tiền độ thanh toán	112	24%	100%
<b>Tổng cộng</b>	<b>468</b>	<b>100%</b>	

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Với câu hỏi của bảng khảo sát, kết quả thống kê cho thấy khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang phân phối hàng chủ yếu theo hệ thống đại lý (chiếm tỷ lệ 87%), đây là hệ thống phân phối truyền thống, phương thức tạo hệ thống kinh doanh vẫn còn khá mới so với khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa (chiếm tỷ lệ 13%), khi tiêu thụ sản phẩm thì Doanh nghiệp nhỏ và vừa ưa chuộng bán sỉ cho các đối tác là hệ thống phân phối với chính sách thanh toán linh hoạt hoặc chấp nhận gởi đầu (chiếm tỷ lệ 44%). Qua kết quả thống kê cũng cho biết Doanh nghiệp nhỏ và vừa thường dự trữ hàng tồn kho khi nhận được đơn đặt hàng (chiếm tỷ lệ 53%). Việc lựa chọn nhà cung cấp đầu vào được doanh nghiệp ưu tiên đó là chi phí thấp (chiếm tỷ lệ 49%), cùng với nguồn cung cấp hàng hóa và nguyên vật liệu từ bạn hàng thân thiết có mối quan hệ lâu dài (chiếm tỷ lệ 42%).

(2) Với nhóm tiêu chí thứ hai tác giả xây dựng 6 câu hỏi, đi sâu vào phần quản lý các khoản phải thu khách hàng như sau:

**Bảng 2.6: Kết quả khảo sát quản lý các khoản phải thu khách hàng**

**1. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc chấp thuận cho người mua trả chậm tiền tạo được lợi thế:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Tăng doanh thu bán hàng	318	68%	68%
b. Đẩy nhanh vòng quay tồn kho trong doanh nghiệp	103	22%	90%



c. Không có lợi thế	47	10%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

**2. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc chấp thuận cho người mua trả chậm chỉ khi người mua đạt được một trong những tiêu chuẩn nào sau đây:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Là khách hàng thân thiết và thường xuyên của doanh nghiệp	267	57%	57%
b. Là khách hàng lớn và uy tín	177	38%	95%
c. Có được sự bảo lãnh của bên thứ ba có uy tín (ví dụ là ngân hàng)	24	5%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

**3. Đối với tình hình thực tế doanh nghiệp anh chị, tỷ lệ giá trị hàng bán chấp thuận cho khách hàng trả chậm trên tổng doanh thu thông thường là:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Từ 70% trở lên	126	27%	27%
b. Từ 50% đến dưới 70%	169	36%	63%
c. Từ 30% đến dưới 50%	84	18%	81%
d. Dưới 30%	89	19%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

**4. Doanh nghiệp anh chị sẽ chọn phương án nào sau đây:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Chấp nhận chiết khấu giá bán để thu hồi tiền ngay khi bán hàng	173	37%	37%
b. Đồng ý cho khách hàng thanh toán chậm để đảm bảo doanh số của doanh nghiệp	295	63%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

**5. Trong quy chế kinh doanh của doanh nghiệp anh chị, các quyết định liên quan đến chấp thuận cho khách hàng thanh toán chậm hoặc chiết khấu giá bán thường là do:**

	Số lượng (DN)	Tỷ trọng (%)	Tỷ trọng lũy kế (%)
a. Giám đốc doanh nghiệp quyết định	430	92%	92%
b. Có quy chế cụ thể cho từng cấp quản lý	5	1%	93%
c. Có quy định cho từng loại khách hàng (ví dụ khách hàng thân thiết và thường xuyên hoặc khách hàng lớn của doanh nghiệp)	33	7%	100%
<b>Tổng cộng</b>	468	100%	

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Theo kết quả khảo sát ở Bảng 2.8 chúng ta sẽ thấy cách thức quản lý khoản phải thu của khách hàng với quan điểm bán thiếu có lợi thế tăng doanh thu bán hàng (chiếm tỷ lệ 68%), và tỷ lệ bán hàng cho khách hàng trả chậm trên tổng doanh thu từ 50%-70% chiếm tỷ lệ 36% trong tổng mẫu khảo sát. Ngoài ra, có tới 295 chủ doanh nghiệp đồng ý cho khách hàng thanh toán chậm để đảm bảo doanh số của doanh nghiệp (chiếm tỷ lệ 63%), và phương án bán thiếu cho khách hàng là quyết định của chủ doanh nghiệp chiếm 92% tương đương 430 doanh nghiệp, và thực trạng cho thấy các Doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa có quy chế cho từng cấp quản lý.

Theo nhận định của các ngân hàng thương mại cho thấy khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa có vốn chủ sở hữu chưa cao, không có người bảo lãnh, doanh nghiệp cũng chưa lập phương án kinh doanh có đủ sức thuyết phục, nhiều doanh nghiệp chưa thực hiện đúng chế độ thống kê kế toán. Do đó ngân hàng không có cơ sở để đánh giá và quyết định việc cho vay, nhiều doanh nghiệp luôn ngần ngại tính minh bạch tình hình kinh doanh của mình cho ngân hàng, không quen với thủ tục và cách tiếp cận các nguồn vốn của ngân hàng.

Chính vì khó khăn trên, các Doanh nghiệp nhỏ và vừa hầu như không đáp ứng được điều kiện vay vốn của ngân hàng như điều kiện về khả năng tài chính, tính khả thi của dự án hay điều kiện tài sản bảo đảm.

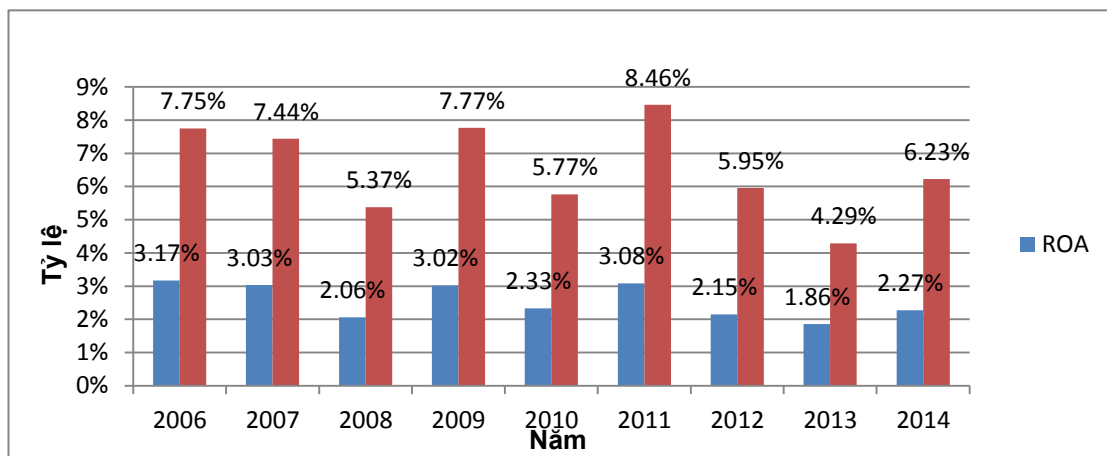
Qua khảo sát chúng ta cũng thấy tổ chức và quản lý về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của Doanh nghiệp nhỏ và vừa còn kém, một phần do năng lực của chủ

doanh nghiệp còn hạn chế, chưa đủ cán bộ có trình độ nghiệp vụ, ít hoặc không có điều kiện tổ chức bồi dưỡng nâng cao trình độ nghiệp vụ. Các chủ doanh nghiệp thường không hoạch định chiến lược dài hạn, một phần do họ không có thời gian, hay thời gian chủ yếu dành cho việc giải quyết những vấn đề tác nghiệp hàng ngày. Phần khác họ cũng chưa quen với việc hoạch định chiến lược hoặc không thấy tầm quan trọng của việc hoạch định chiến lược, nên họ vẫn làm theo thói quen, cảm tính, chưa nắm bắt thông tin và tiếp cận thị trường để theo kịp với chuyển đổi nhanh chóng của nền kinh tế.

## 2.6. HIỆU QUẢ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH GIAI ĐOẠN 2006-2014

ROA và ROE là tiêu chí quan trọng để đánh giá hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao chứng tỏ hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp đó rất tốt.

**Hình 2.12: Tỷ lệ ROA và ROE của Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại TP.HCM**



(Nguồn: Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh)

Qua hình 2.12 cho thấy, giai đoạn 2006 đến 2014 tỷ lệ ROA luôn duy trì ở mức 2% - 3,08%, tỷ lệ ROE dao động từ khoảng 5% - 8,46%. Nếu so với tốc độ tăng trưởng GDP của cả thành phố trung bình qua các năm khoảng 9,6%, điều này cho thấy hiệu quả tài chính của khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa cao và chưa phát triển đồng bộ. Còn so sánh chỉ số này với các công ty niêm yết thì con số này thấp hơn từ 2 đến 3 lần, cụ thể chỉ số ROA trung bình 7,56% và ROE trung bình

11,93% của công ty niêm yết.

Thực trạng này cho thấy một cách tổng quát do đặc thù các Doanh nghiệp nhỏ và vừa công nghệ lạc hậu, trình độ quản lý thấp nên hiệu quả tài chính thấp hơn so với các công ty niêm yết và so với tốc độ tăng trưởng của thành phố. Như vậy, Doanh nghiệp nhỏ và vừa có khả năng sinh lời thấp sẽ bị giới hạn nhiều hơn về nguồn vốn nội sinh, không ổn định về tài chính, quản lý chưa tốt, chưa phát huy hết tiềm lực của doanh nghiệp, hoạt động sản xuất kinh doanh kém hiệu quả. Từ khảo sát trên ta có thể thấy các chủ Doanh nghiệp vừa và nhỏ ở thành phố thường ít được đào tạo bài bản, khả năng cập nhật thông tin còn yếu. Bảng 2.4, cho ta thấy chỉ có 27% chủ doanh nghiệp được điều tra trong mẫu có trình độ từ cao đẳng trở lên, trong khi có tới 67,5% chủ doanh nghiệp trong mẫu không được đào tạo qua trường lớp nghiệp vụ.

## **2.7. NHỮNG TỒN TẠI CỦA CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SME TRÊN ĐỊA BÀN TP. HCM**

Có thể thấy rằng, việc tìm kiếm hiệu quả kinh doanh bị tác động và ảnh hưởng rất lớn từ cấu trúc sử dụng vốn và vốn luân chuyển của doanh nghiệp. Trong khi cấu trúc sử dụng vốn được thể hiện qua sách lược và chiến lược tài chính thì vốn luân chuyển được thể hiện rất lớn từ chiến lược cũng như sách lược kinh doanh. Bên cạnh đó, các yếu tố khách quan nền kinh tế cũng như khách quan về các mối quan hệ tương hỗ trong quá trình tìm kiếm nguồn vốn hay các mối quan hệ đối với bạn hàng và nhà cung cấp cũng đã ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả kinh doanh. Vấn đề được nghiên cứu trong chương 2 đã cho thấy những tồn tại của hệ thống Doanh nghiệp nhỏ và vừa đối với cấu trúc vốn và vốn luân chuyển phần nào ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả hoạt động biểu hiện như sau:

**Thứ nhất:** xét về cấu trúc vốn của hệ thống doanh nghiệp SME trong giai đoạn 2006 đến 2014 được đánh giá là khá an toàn khi tỷ trọng VCSH luôn chiếm một phần rất lớn trong tổng tài sản. Chúng ta cũng biết, việc sử dụng đúng đắn tỷ lệ nợ sẽ tạo ra đòn bẩy tài chính tốt trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động. Với cấu trúc vốn như vậy thì hiệu quả hoạt động của bộ phận doanh nghiệp SME đang khiêm tốn là điều dễ hiểu. Quan điểm về hoạch định chiến lược tài chính trong doanh nghiệp là nhắm đến một tỷ lệ vàng đối với cấu trúc nợ và VCSH nhằm tối đa

hóa hiệu quả hoạt động nhưng vẫn duy trì cân đối ở một mức an toàn. Tuy nhiên, vấn đề đang thấy được ở cấu trúc vốn của bộ phận Doanh nghiệp nhỏ và vừa đó là sự ưu tiên an toàn được đặt lên trên hiệu quả. Đây là một trong số những nhược điểm cố hữu của nền sản xuất nhỏ lẻ phát xuất từ lâu đời trong nền kinh tế chúng ta.

**Thứ hai:** Bộ phận doanh nghiệp SME đang được vận hành trên hệ thống quản trị vô cùng tinh gọn, thiếu những bộ phận chuyên gia được đào tạo bài bản nhằm đưa ra những sách lược kinh doanh cũng như chiến lược tài chính đúng đắn cũng đã phần nào hạn chế sự phát triển cũng như kèm hãm hiệu quả hoạt động. Việc kinh doanh và điều hành các hoạt động trong doanh nghiệp đang bị lệ thuộc quá lớn vào chủ doanh nghiệp cũng phần nào hạn chế những ý tưởng mới, những hướng đi độc đáo trong công tác quản trị tài chính cũng như kinh doanh nhằm tạo hiệu ứng tốt hơn cho hoạt động của doanh nghiệp.

**Thứ ba:** Một trong những tồn tại dễ thấy ở bộ phận doanh nghiệp SME đó là ưu tiên tập trung vào sản xuất và kinh doanh, quá chú trọng cho bán hàng mà quên đi công tác thu hồi những công nợ phải thu hoặc cố kéo dài công nợ phải trả đã phần nào làm cho nhu cầu nguồn vốn của doanh nghiệp tăng cao không cần thiết. Nếu tập trung hơn vào quá trình thu hồi nợ, khả năng giảm thiểu nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh đồng thời nâng cao hiệu quả hoạt động là rất khả quan. Nếu không chỉ cân đối vào vòng quay hàng tồn kho mà phối hợp nhịp nhàng chu kỳ kinh doanh với các khoản phải thu và phải trả sẽ giúp kỳ luân chuyển tiền ngắn lại và nhu cầu vốn cho các kỳ kinh doanh kế tiếp nhau sẽ được tái tận dụng nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động trong doanh nghiệp.

**Thứ tư:** Sự dễ vỡ hay nói cách khác đó là tính mong manh của bộ phận Doanh nghiệp nhỏ và vừa đối với các biến động trong nền kinh tế cũng là một vấn đề lớn. Có thể thấy việc thiếu hoạch định chiến lược dài hạn đang khiến cho hiệu quả hoạt động của bộ phận doanh nghiệp này lệ thuộc rất nhiều vào điều kiện khách quan nền kinh tế. Chiến lược được hoạch định rõ ràng, nghiên cứu được đầu tư, dự báo được quan tâm sẽ không chỉ giúp doanh nghiệp vượt qua được khó khăn của nền kinh tế và còn tạo ra những cú huých đi ngược dòng đánh dấu hiệu quả và phát triển lớn cho doanh nghiệp.

**Thứ năm:** Việc tiếp cận đối với các nguồn vốn tín dụng cũng là một trong

những vấn đề lớn. Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang thực sự khó khăn đối với các nguồn vốn mang tính chất hỗ trợ, ưu đãi từ hệ thống NHTM cũng như chính sách Nhà nước. Điều này cũng là một trong những nguyên nhân khiến cho bộ phận doanh nghiệp này không thể phát triển lớn hơn trong sản xuất và cũng khó có thể phát triển nhanh và mạnh trong xu thế phát triển quá nhanh của việc hợp tác hóa toàn cầu.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

Trong chương 2, luận án đã phân tích vai trò của doanh nghiệp SME trong nền kinh tế của khu vực. Tác giả đã mô tả phân tích thực trạng cấu trúc vốn, vốn luân chuyển và hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME trên địa bàn TP. HCM giai đoạn 2006 đến 2014. Ngoài ra, tác giả sử dụng phương pháp định tính để thực hiện khảo sát các doanh nghiệp SME về cách thức quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển hiện nay trên địa bàn TP. HCM. Từ thực trạng trong chương 2, doanh nghiệp SME còn tồn tại nhiều hạn chế bắt nguồn từ cấu trúc vốn và vốn luân chuyển và điều này có thể ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, để có được giải pháp tối ưu cho các doanh nghiệp về cách quản lý hiệu quả tài chính tác giả cần tiến hành nghiên cứu thực nghiệm với phương pháp định lượng, phân tích tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển lên hiệu quả quản trị tài chính của Doanh nghiệp nhỏ và vừa. Và kết quả phương pháp nghiên cứu định lượng sẽ được trình bày ở chương 3 và chương 4 của luận án.

## CHƯƠNG 3

### PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Trong chương này luận án xây dựng các giả thuyết cần kiểm định cấu trúc vốn và vốn luân chuyển ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính. Trên cơ sở đó, xây dựng mô hình lý thuyết cũng như mô hình nghiên cứu thực nghiệm kết hợp với các phương pháp hồi quy khác nhau nhằm đưa ra kết quả kiểm định đáng tin cậy và hiệu quả nhất

#### 3.1. XÂY DỰNG GIẢ THUYẾT

Trong luận án này, tác giả hướng đến tìm mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Đại diện cho cấu trúc vốn là tỷ lệ nợ vay, tác giả cho rằng tỷ lệ nợ vay tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Đại diện cho vốn luân chuyển là kỳ thu tiền bình quân, kỳ chuyển đổi hàng tồn kho, kỳ thanh toán cho người bán, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, tác giả cho rằng kỳ thu tiền bình quân, kỳ chuyển đổi hàng tồn kho, kỳ thanh toán cho người bán, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Ngoài ra, quy mô của doanh nghiệp, độ tuổi của doanh nghiệp, các khoản thuế và tài sản cố định cũng tác động đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.

Đại diện về tính hiệu quả thể hiện thông qua các chỉ tiêu báo cáo tài chính là ROE, ROA và yếu tố giá trị thị trường là Tobin Q, EPS, P/E, tuy nhiên như đã trình bày ở chương 1, chương 2 đối với khối doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa niêm yết và chưa đủ điều kiện niêm yết thì để xác định giá thị trường là Tobin Q, EPS, P/E là điều rất khó và là không thể. Thế nên trong luận án này, tác giả đo lường tính hiệu quả quản trị tài chính thông qua hai chỉ tiêu ROA, ROE.

Trong luận án này, 7 giả thuyết được nêu như sau:

##### 3.1.1 Cấu trúc vốn có sử dụng nợ vay

Theo lý thuyết M&M và lý thuyết chi phí đại diện, tại một mức nợ vay được xác định trước của doanh nghiệp, hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp có tương quan thuận với tỷ lệ nợ vay và làm giảm chi phí đại diện. Khi tỷ lệ nợ vay vượt quá một mức nào đó, hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp đó tương quan nghịch chiều với tỷ lệ nợ vay vì lợi ích thu được từ mức vay nợ tăng thêm nhỏ

hơn mức gia tăng của chi phí đại diện. Mặt khác, khi sử dụng nợ vay cao cũng mang đến cho doanh nghiệp một chi phí đó là chi phí kiệt quệ tài chính dẫn đến phá sản; đến một mức nào đó, khi mỗi tỷ lệ nợ vay tăng thêm, hiện giá từ tầm chắn thuế không cao hơn hiện giá từ chi phí kiệt quệ tài chính, thì nợ không còn mang lại lợi ích cho doanh nghiệp.

Theo chương 2, chúng ta đã thấy cấu trúc vốn của khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang nghiêng về phần vốn chủ sở hữu, tổng nợ chỉ chiếm 30% trong tổng tài sản. Với tỷ lệ nợ vay còn ở mức khá thấp, theo lý thuyết M&M và lý thuyết chi phí đại diện, tại một mức nợ vay này, tác giả nhận định hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp có tương quan thuận với tỷ lệ nợ vay.

Amjed (2007), đã tìm thấy tổng nợ có mối quan hệ cùng chiều đối với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA); San và Heng (2012), phát hiện ra rằng tỷ lệ nợ dự kiến có tác động cùng chiều đáng kể đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp trên cả các chỉ tiêu báo cáo tài chính và yếu tố giá trị thị trường; Berger (2006) cũng cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo bằng ROA, ROE có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn. Giả thuyết đặt ra là:

*H1: Cấu trúc vốn của Doanh nghiệp nhỏ và vừa có sử dụng nợ vay sẽ tác động cùng chiều đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.*

### **3.1.2. Nợ vay ngắn hạn**

Như số liệu thống kê giai đoạn 2006 – 2014 ở chương 2, chúng ta đã thấy nợ ngắn hạn chiếm trung bình khoảng 90% của tổng nợ. Từ đó, tác giả nhận định nợ ngắn hạn có tác động tích cực đến hiệu quả quản trị tài chính.

Cùng nghiên cứu của Abor (2005), cho thấy ra rằng tỷ số nợ ngắn hạn có quan hệ cùng chiều với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của các công ty ở Ghana, Salim và Yadav (2012), phát hiện ra rằng tỷ số nợ ngắn hạn tỷ lệ nghịch chiều với tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) của các công ty ở Malaysia. Với nghiên cứu của Cheng (2009), cho thấy nợ ngắn hạn cùng chiều với (ROA) do đó, ta có giả thuyết:

*H2: Nợ vay ngắn hạn có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.*

### **3.1.3. Nợ vay dài hạn**

Nghiên cứu của Ahmad và cộng sự (2012), San và Heng (2012) cũng cho thấy



mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) đối với công ty nhỏ và vừa. Điều này được giải thích bởi vì thực tế nợ dài hạn có chi phí thấp hơn và ổn định hơn dẫn đến lợi nhuận doanh nghiệp sẽ cao hơn, ta đặt giả thuyết:

*H3: Nợ vay dài hạn có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.*

#### **3.1.4. Số ngày thu tiền bình quân**

Số ngày thu tiền bình quân càng giảm, đồng nghĩa với việc hạn chế sử dụng chính sách tín dụng bán hàng hoặc khả năng thu hồi vốn nhanh chóng. Từ đó làm cho kỳ luân chuyển tiền rút ngắn và mang lại hiệu quả tài chính. Qua chương 2 cho chúng ta thấy số ngày thu tiền bình quân của Doanh nghiệp nhỏ và vừa giai đoạn 2006 – 2014 là khoảng 120 ngày tương đương 4 tháng và là 3 vòng/năm, trong khi đó số ngày phải trả bình quân trong giai đoạn này là khoảng 1 tháng từ số liệu thống kê, tác giả nhận định Doanh nghiệp nhỏ và vừa cần giảm số ngày thu tiền bình quân.

Cùng Arunkumar (2012), đã tìm thấy số ngày thu tiền bình quân có mối quan hệ ngược chiều đối với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA); , Afeef (2010), phát hiện ra rằng số ngày thu tiền bình quân có tác động ngược chiều đáng kể đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trên cả các chỉ tiêu báo cáo tài chính và yếu tố giá trị thị trường; Mathuva (2010) cũng cho thấy hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với kỳ phải thu khách hàng. Giả thuyết đặt ra là:

*H4: Số ngày thu tiền bình quân sẽ tác động ngược chiều đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.*

#### **3.1.5. Số ngày tồn kho bình quân**

Nghiên cứu ở Mỹ và Kenya cho kết luận có quan hệ cùng chiều giữa số ngày tồn kho bình quân với hiệu quả tài chính; thì các nghiên cứu ở Tây Ban Nha, Việt Nam và Pakistan lại cho kết luận về mối quan hệ ngược chiều giữa số ngày tồn kho bình quân với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.

Mối quan hệ cùng chiều giữa số ngày tồn kho bình quân với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp có thể được giải thích rằng các công ty duy trì mức tồn kho cao sẽ giảm bớt chi phí phát sinh do những gián đoạn tiềm năng trong quá trình sản xuất. Điều này giúp ngăn ngừa thua lỗ trong kinh doanh do khan hiếm

sản phẩm và giúp giảm chi phí cung ứng hàng hóa; đồng thời các công ty được bảo vệ khỏi các biến động giá gây ra do các yếu tố kinh tế vĩ mô bất lợi.

Ngược lại, mối quan hệ cùng chiều giữa số ngày tồn kho bình quân với hiệu quả tài chính được (Huỳnh Phương Đông và Su, 2010) giải thích rằng nếu hàng hóa cần nhiều thời gian hơn để tiêu thụ thì khả năng sinh lời sẽ chịu ảnh hưởng bất lợi. Đối với Doanh nghiệp nhỏ và vừa với mức độ đầu tư vào hàng tồn kho, Số ngày tồn kho bình quân là khoảng 3 tháng, làm phát sinh chi phí tồn kho, chi phí cơ hội do đầu tư vào hàng tồn kho, dẫn đến hiệu quả tài chính kém.

Tương tự nghiên cứu của Mathuva (2010) các công ty niêm yết ở Kenya. Vì vậy, ta có giả thuyết:

*H5: Số ngày tồn kho bình quân có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.*

### **3.1.6. Số ngày trả tiền bình quân**

Khoản phải trả được xem là khoản tín dụng thương mại từ nhà cung cấp, giúp cho doanh nghiệp có được nguồn vốn hỗ trợ vào hoạt động kinh doanh. Doanh nghiệp càng trì hoãn việc trả tiền cho nhà cung cấp, số ngày trả tiền sẽ gia tăng, chu kỳ luân chuyển tiền giảm. Chu kỳ luân chuyển tiền càng ngắn cho thấy hiệu quả quản trị vốn luân chuyển càng cao, vì gia tăng hiệu suất hoạt động mang lại hiệu quả tài chính.

Hay nói một cách khác, mối quan hệ cùng chiều giữa số ngày trả tiền bình quân với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp có thể được giải thích rằng việc trì hoãn thanh toán cho các nhà cung cấp đảm bảo cho công ty có thêm tiền mặt để mua nhiều hàng tồn kho hơn để bán, vì vậy làm gia tăng doanh thu, dẫn đến tăng lợi nhuận.

Mối quan hệ cùng chiều giữa số ngày trả tiền bình quân với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nghiên cứu của Arunkumar (2012), (Huỳnh Phương Đông và Su, 2010), Mathuva (2010);

Từ kết quả thống kê ở chương 2 chúng ta thấy số ngày trả tiền bình quân là khoảng 1 tháng, cộng với việc khó khăn trong việc tiếp cận vốn vay, do đó, tín dụng thương mại từ nhà cung cấp yếu tố đầu vào là một trong những nguồn tài trợ cho vốn luân chuyển của khối doanh nghiệp này, ta đặt giả thuyết:

*H6: Kỳ phải trả khách hàng có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả quản trị*

*tài chính của doanh nghiệp.*

### **3.1.7. Chu kỳ luân chuyển tiền**

Chu kỳ luân chuyển tiền là độ dài thời gian khoảng tiền được sử dụng mua nguyên vật liệu để sản xuất thành phẩm hoàn chỉnh sau đó bán sản phẩm và thu tiền. Do đó, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp có thể bị suy giảm hay gia tăng vì chu kỳ luân chuyển tiền bị kéo dài hay được rút ngắn.

Chu kỳ luân chuyển tiền càng ngắn, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh càng cao, dẫn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp càng tăng (Nguyễn Tấn Bình và Lê Minh Đức, 2007). Hơn nữa rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền đồng nghĩa với việc làm cho đồng tiền nhanh chóng tham gia vào hoạt động kinh doanh, phát sinh nhiều cơ hội tạo ra lợi nhuận cho doanh nghiệp, sẽ làm gia tăng kết quả kinh doanh cho doanh nghiệp (Enqvist và cộng sự, 2012).

Shin và Soenen (1998), cũng cho rằng chu kỳ luân chuyển tiền được rút ngắn sẽ làm gia tăng hiệu quả tài chính hơn. Rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền đồng nghĩa với việc là giảm độ dài thời gian đồng tiền không được lưu thông, chi phí sử dụng vốn và chi phí cơ hội theo đó giảm theo, dẫn đến lợi nhuận kinh doanh của doanh nghiệp tăng lên. Như vậy, chu kỳ luân chuyển tiền càng ngắn sẽ làm lợi nhuận hoạt động doanh nghiệp tăng lên và ngược lại. Mọi quan hệ ngược chiều giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nghiên cứu của Deloof (2003), Arunkumar (2012), (Huỳnh Phương Đông và Su, 2010), Mathuva (2010);

Mối tương quan này được giải thích rằng việc tối thiểu hóa đầu tư vào tài sản ngắn hạn có thể giúp thúc đẩy gia tăng hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Điều này đảm bảo rằng tiền mặt không được duy trì trong kinh doanh quá lâu và được dùng để tạo ra lợi nhuận cho công ty. Ngoài ra, mối tương quan này cũng phù hợp với quan điểm cho rằng độ trễ thời gian giữa chi tiêu để mua nguyên vật liệu và thu tiền từ bán các thành phẩm có thể quá lâu và việc làm giảm độ trễ thời gian này sẽ làm gia tăng hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp, ta đặt giả thuyết:

**H7:** *Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.*

### 3.2. ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

#### 3.2.1. Điều kiện của dữ liệu thu thập và biến lựa chọn trong mô hình nghiên cứu

Việc lựa chọn các biến và dữ liệu sử dụng trong mô hình phải đáp ứng được các yêu cầu sau:

*Thứ nhất*, số liệu được lựa chọn là số liệu từ bảng cân đối kế toán và bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh được doanh nghiệp nộp theo yêu cầu của chi cục thuế, cục thống kê hàng năm.

*Thứ hai*, các biến trong mô hình phải có đầy đủ dữ liệu trong giai đoạn 2006 – 2014.

*Thứ ba*, mô hình hồi quy và các biến được lựa chọn phải là mô hình bao gồm các biến đã được các nhà kinh tế khác nghiên cứu và công bố trong các báo cáo trước đây.

#### 3.2.2. Lựa chọn biến phụ thuộc

Theo khung lý thuyết tại chương 1, hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp được thể hiện thông qua nhiều chỉ tiêu: ví dụ các chỉ tiêu thể hiện qua báo cáo tài chính của doanh nghiệp như Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE), Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), Tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI), Tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên doanh thu (GM) thể hiện qua các nghiên cứu thực nghiệm của Abor (2005), El-Sayed Ebaid (2009), Dawar (2014). Bên cạnh đó, một số các chỉ tiêu giá trị thị trường như Tobin's Q, Tỷ lệ Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu so với giá trị sổ sách (MBVR), P/E, hay Tỷ lệ của tổng số Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và Giá trị sổ sách của các khoản nợ chia cho Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVE) được áp dụng để đánh giá hiệu quả hoạt động trong các nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), Shahid (2003), Zhou (2001).

Sự lựa chọn các tiêu chí để đánh giá hiệu quả quản trị tài chính có thể bị ảnh hưởng bởi mục tiêu của doanh nghiệp là lựa chọn các tiêu chí hiệu quả (thể hiện qua các chỉ tiêu trong báo cáo tài chính hay thể hiện qua các chỉ tiêu giá trị thị trường) cũng như tính hiệu quả của thị trường cổ phiếu, thị trường vốn.

Tại Việt Nam, nếu đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán thì các chỉ tiêu giá trị thị trường như Tobin's Q, Tỷ lệ Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu so với giá trị sổ sách (MBVR), P/E, hay Tỷ lệ của tổng số Giá trị thị trường

của vốn chủ sở hữu và Giá trị sổ sách của các khoản nợ chia cho Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVE) rất dễ xác định. Tuy nhiên, đối với khối doanh nghiệp SME chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán thì việc xác định giá thị trường của doanh nghiệp ấy là chưa đủ cơ sở và rất khó xác định.

Với đặc thù của các doanh nghiệp SME tại TP. HCM, tác giả chọn các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính theo cách Sayed Ebaid (2009); Ahmad và cộng sự (2012); Salim và cộng sự (2012); Dawar (2014) sử dụng trong nghiên cứu của mình thể hiện ROA và ROE trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp.

### 3.2.3. Lựa chọn biến độc lập và biến kiểm soát

Để phân tích tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp, tác giả sử dụng các biến độc lập như sau: cấu trúc vốn được đo bằng 3 tỷ số nợ đó là tổng nợ trên tổng tài sản (DA), tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SDA), tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA).

Để phân tích tác động của vốn luân chuyển lên hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp, tác giả sử dụng các biến độc lập như sau: vốn luân chuyển được đo bằng 4 tiêu chí kỳ thu tiền bình quân (ACR), kỳ chuyển đổi hàng tồn kho (ICP), kỳ thanh toán cho người bán (APP), chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC). Bảng 3.1 Tác giả tóm tắt các nghiên cứu trước đây.

**Bảng 3.1 Tóm tắt các biến liên quan đến hiệu quả quản trị tài chính của các nghiên cứu trước**

<b>Biến phụ thuộc</b>	<b>Biến độc lập</b>	<b>Biến kiểm soát</b>	<b>Nguồn (tác giả)</b>
ROE	DA, STD, LTD	SIZE, AGE, SG	Abor (2005)
ROE	DA, STD, LTD	SIZE	Ebaid (2009)
ROA, ROE	DA, STD, LTD	SIZE, AGE, TANG	San và Heng (2012)
ROA, ROE	STD, LTD	SIZE, GROW	Ebaid (2009)
ROA	DA, STD, LTD	SIZE, AGE	Gleason và cộng sự (2000)
ROA, ROE	TDTA, STDTA, LTDTA	SIZE, TAX, TANGIBILITY	Zeitun và Tian (2007)
ROA, ROE	TDTA, STDTA,	SIZE, TANG	Khan (2012)

	LTDTA		
ROA, ROE	TD, STD, LTD	SIZE, AGROW, EFF, SGROW	Ahmad và các cộng sự (2012)
ROA, ROE	TD, STD, LTD	SIZE, GROWTH	Salim và Yadav (2012)
ROA, ROE	CCC	Size	Jose và các cộng sự (1996)
ROA	CCC, AR, INV, AP	SIZE, SGROW, GDPGR	Terel và Solano (2003)
ROA	CCC, ACP, ITID, APP	SIZE, DR, CR	Sial và Chaudhry (2010)
ROA, ROE	CCC, RCP, ICP, PDP	SIZE, LEV, GROWTH, GDP	Tryfonidis và Lazaridis (2006)
ROA	CCC, ACP, ICP, APP	SIZE, DR, CR	Mathuva (2010)
ROA, ROE	CCC, ACP, ICP, APP	SIZE, LEV, AGE	Saghir và các cộng sự (2011)
ROA	CCC, ACP, ICP, APP	SIZE, DEBT, FA	Abbasali và Milad (2012)

*(Nguồn: tác giả tổng hợp)*

Ngoài ra theo các nghiên cứu trước các yếu tố khác cũng có thể ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp, do đó tác giả đưa các biến: quy mô của doanh nghiệp (Size), độ tuổi của doanh nghiệp (Age), các khoản thuế (Tax) và tài sản cố định (Tang) vào mô hình làm biến kiểm soát. Các biến kiểm soát này cũng được xem như là biến giải thích.

Các biến này được Abor (2005); Ahmad và cộng sự (2012); Salim và cộng sự (2012); Dawar (2014); Salim (2012); Zeitun và Tian (2014); Saghir và các cộng sự (2011); Abbasali và Milad (2012) sử dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm của mình.

**Bảng 3.2: Tổng hợp các biến nghiên cứu thực nghiệm trong các mô hình**

<b>Mã biến</b>	<b>Tên biến</b>	<b>Cách tính</b>
<b>ROA</b>	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản bình quân
<b>ROE</b>	Tỷ suất sinh lợi trên VCSH	Lợi nhuận sau thuế/ VCSH bình quân
<b>DA</b>	Tổng nợ trên tổng tài sản	Tổng nợ bình quân/ TTS bình quân
<b>SDA</b>	Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	Tổng nợ ngắn hạn bình quân/ tổng tài sản bình quân
<b>LDA</b>	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản	Tổng nợ dài hạn bình quân/ tổng tài sản bình quân
<b>ACR</b>	Số ngày thu tiền bình quân	(Khoản phải thu bình quân x 365)/ Doanh thu bán hàng
<b>ICP</b>	Số ngày tồn kho bình quân	(Hàng tồn kho bình quân X 365)/Giá vốn hàng bán
<b>APP</b>	Số ngày trả tiền bình quân	(Khoản phải trả bình quân x 365)/ Doanh thu mua hàng
<b>CCC</b>	Chu kỳ luân chuyển tiền	Số ngày phải thu + Số tồn kho - Số ngày phải trả
<b>Size</b>	Quy mô công ty	Ln (Tổng tài sản)
<b>Age</b>	Thâm niên hoạt động	Năm t – Năm t0
<b>Tax</b>	Thuế	Thuế thu nhập doanh nghiệp/ (lợi nhuận trước thuế)
<b>Tang</b>	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình	Tài sản cố định hữu hình Tổng tài sản

### 3.2.4. Xây dựng mô hình

#### 3.2.4.1. Mô hình nghiên cứu tổng quát

Từ các biến đã lựa chọn ở phần trên và dựa vào cách tiếp cận của các nghiên cứu đã tiến hành thành công ở nhiều nước và các giả thuyết trên, tác giả đề xuất mô hình áp dụng trong nghiên cứu kết hợp giữa cấu trúc vốn và vốn luân chuyển cùng tác động đến hiệu quả quản trị tài chính như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum \beta_i X_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc  $Y_{it}$  lần lượt là các biến phụ thuộc ROA, ROE.

$Y_{it}$  : ROA, ROE của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ,  $i = 1,2,3,4,5 \dots 1032$

$\beta_0$ : Hệ số góc của mô hình

$\beta_i$ : Hệ số hồi quy của biến  $X_{it}$

$X_{it}$ : Các biến độc lập các nhau của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$

$t$ : thời gian: 1,2,3...9 năm

$u_{it}$ : phần dư của mô hình

### 3.2.4.2. Mô hình nghiên cứu cụ thể

Mô hình hồi quy được thiết lập để kiểm chứng mối quan hệ của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp được viết thông qua 8 mô hình, được thiết lập như sau:

**Bảng 3.3. Các mô hình trong nghiên cứu**

Mục đích		Mô hình	Ký hiệu
Xem xét tác động	Đến biến phụ thuộc		
DA, ACR, ICP, APP	ROA	$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 ACR_{it} + \beta_3 ICP_{it} + \beta_4 APP_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Tax_{it} + \beta_8 Tang_{it} + u_{it}$	(1.a)
SDA, LDA, ACR, ICP, APP		$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{it} + \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 ACR_{it} + \beta_4 ICP_{it} + \beta_5 APP_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Tang_{it} + u_{it}$	(1.b)
DA, CCC		$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Tax_{it} + \beta_6 Tang_{it} + u_{it}$	(1.c)
SDA, LDA, ACR, CCC		$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{it} + \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 CCC_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Tax_{it} + \beta_7 Tang_{it} + u_{it}$	(1.d)
DA, ACR, ICP, APP	ROE	$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 ACR_{it} + \beta_3 ICP_{it} + \beta_4 APP_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Tax_{it} + \beta_8 Tang_{it} + u_{it}$	(2.a)



SDA, LDA, ACR, ICP, APP		$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{it} + \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 ACR_{it} + \beta_4 ICP_{it} + \beta_5 APP_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Tang_{it} + u_{it}$	(2.b)
DA, CCC		$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Tax_{it} + \beta_6 Tang_{it} + u_{it}$	(2.c)
SDA, LDA, ACR, CCC		$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{it} + \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 CCC_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Tax_{it} + \beta_7 Tang_{it} + u_{it}$	(2.d)

**Bảng 3.4. Bảng tóm tắt các biến số và dấu kỳ vọng trong mô hình nghiên cứu**

STT	KÍ HIỆU	TÊN BIẾN	CÁCH TÍNH	Dấu
<b>BIẾN PHỤ THUỘC:</b> đo lường hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME				
1	ROA	Tỷ suất sinh lời trên TTS	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ TTS Bình quân	
2	ROE	Tỷ suất sinh lời trên VCSH	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ VCSH Bình quân	
<b>BIẾN ĐỘC LẬP CHÍNH:</b> đo lường cấu trúc vốn và vốn luân chuyển				
1	DA	Tỷ lệ Nợ so với tổng TTS	Tổng nợ bình quân / tổng tài sản bình quân	+
2	SDA	Tỷ lệ Nợ ngắn hạn so với tổng TTS	Nợ ngắn hạn bình quân/ tổng tài sản bình quân	+
3	LDA	Tỷ lệ Nợ dài hạn so với tổng TTS	Nợ dài hạn bình quân/ tổng tài sản bình quân	+
4	ACR	Số ngày thu tiền bình quân	(Khoản phải thu bình quân x 365)/ Doanh thu bán hàng	-
5	ICP	Số ngày tồn kho bình quân	(Hàng tồn kho bình quân x 365)/Giá vốn hàng bán	-
6	APP	Số ngày trả tiền bình quân	(Khoản phải trả bình quân x 365)/ Doanh thu bán hàng	+
7	CCC	Chu kỳ luân chuyển tiền	Số ngày phải thu + số tồn kho - số ngày phải trả .	-

<b>BIẾN KIỂM SOÁT</b>				
8	Size	Quy mô doanh nghiệp	Logarith của Tổng tài sản	+/-
9	Age	Độ tuổi của doanh nghiệp	Năm t – Năm thành lập	+
10	Tax	Thuế	Thuế TNDN/LN trước thuế và lãi vay	+
11	Tang	Tỷ lệ cơ cấu tài sản cố định	Tài sản cố định bình quân/TTS bình quân	+/-
<i>Ghi chú: Dấu + : tác động cùng chiều, Dấu - : tác động nghịch chiều.</i>				

### **3.3. DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU**

#### **3.3.1. Dữ liệu thu thập**

Các số liệu quan đến quá trình phân tích được thu thập trực tiếp dựa trên cơ sở những số liệu thực tế trong quá trình hoạt động của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trong thời gian từ 2006 – 2014.

Dữ liệu nghiên cứu là số liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính (bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh) của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2006 – 2014.

Theo luật doanh nghiệp số 60/2005/QH11 thì các doanh nghiệp được yêu cầu cung cấp đầy đủ báo cáo tài chính hàng năm cho chi cục thuế và cục thống kê chủ quản tạo điều kiện thuận lợi cho việc thu thập số liệu báo cáo tài chính cũng như các thông tin hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Và trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh có hệ thống cơ sở dữ liệu chính thức từ cục thống kê Thành phố Hồ Chí Minh. Phạm vi nghiên cứu là các doanh nghiệp nhỏ và vừa với nhiều lĩnh vực và ngành nghề hoạt động, thời gian nghiên cứu từ năm 2006 đến 2014, kỳ quan sát tính theo năm. Phù hợp với các nghiên cứu trên thế giới, các công ty hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, tài chính, bảo hiểm... không nằm trong phạm vi nghiên cứu của chuyên đề này.

Trong tổng số 1.586 doanh nghiệp thu thập số liệu hoạt động liên tục trong 9 năm, mẫu cuối cùng được chọn gồm 1.032 doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có giá trị dị biệt ở các biến bị loại ra khỏi mẫu.

#### **3.3.2. Xử lý dữ liệu thu thập**

Sau khi xác định được đối tượng, phương tiện và phạm vi nghiên cứu, tác giả

tiến hành các bước lọc mẫu như sau:

**Bước 1:** Đầu tiên trong 1.586 báo cáo tài chính của doanh nghiệp được cung cấp từ Cục Thống kê Thành phố HCM hoạt động liên tục trong khoảng thời gian 2006 - 2014, loại 391 doanh nghiệp có báo cáo tài chính không theo quy định của Bộ tài chính (như nợ phải thu, phải trả khách hàng, vốn chủ sở hữu là số âm, doanh thu, giá vốn cũng cho ra số âm), tác giả chọn 1.195 doanh nghiệp.

**Bước 2:** Tác giả tiếp tục loại các doanh nghiệp có doanh thu, giá vốn liên tục 2 năm liền kề là bằng 0, với tiêu chí trên tác giả loại 136 doanh nghiệp, còn lại 1.059 doanh nghiệp.

**Bước 3:** Để tránh làm ảnh hưởng đến kết quả hồi quy, với 1.059 doanh nghiệp tác giả loại 27 doanh nghiệp cho ra báo cáo dị biệt như ROA, ROE tỷ lệ quá cao (2666,87%) hay quá thấp (-82600%). Từ đó, còn lại 1.032 doanh nghiệp

**Bước 4:** Tác giả đã xây dựng bộ dữ liệu gồm 1.032 doanh nghiệp trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh thời gian nghiên cứu là 9 năm từ 2006 – 2014, ta có kích cỡ mẫu gồm 9.288 quan sát.

Nghiên cứu sử dụng phần mềm Excel để xử lý dữ liệu cơ bản để tính toán và tạo ra giá trị của những biến số cần phân tích trong mô hình. Từ đó xây dựng một bảng dữ liệu thông qua việc kết hợp các chuỗi dữ liệu theo thời gian (từ 2006 – 2014) của các dữ liệu nghiên cứu theo không gian (các Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM).

### 3.4. PHƯƠNG PHÁP HỒI QUY

Luận án sử dụng dữ liệu bảng cho việc phân tích hồi quy. Những ưu điểm của việc sử dụng dữ liệu bảng trong ước lượng, theo Gujarati (2004) như sau:

Dữ liệu bảng liên kết các đối tượng cá thể (các công ty các quốc gia,...) theo thời gian, nên có sự không đồng nhất (heterogeneity) giữa các cá thể này. Kỹ thuật ước lượng dữ liệu bảng có thể xem xét đến sự không đồng nhất này bằng cách đưa vào những biến số đặc trưng riêng của từng cá thể (firms, countries,...) nghiên cứu.

Bằng việc kết hợp những chuỗi quan sát theo thời gian và không gian, dữ liệu bảng hạn chế được hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến số độc lập, bậc tự do được tăng thêm và hiệu quả hơn.

Dữ liệu bảng có thể phát hiện và đo lường một cách tốt hơn sự tác động

không thể quan sát được theo dữ liệu chỉ theo thời gian hoặc chỉ theo không gian thuần túy, tránh được phần nào việc bỏ sót các biến số có ý nghĩa trong mô hình.

Dữ liệu bảng có thể tối thiểu hóa độ chệch (bias) có thể phát sinh nếu chúng ta kết hợp các cá thể thành nhóm.

Luận án này, tác giả so sánh các phương pháp chạy mô hình OLS, FEM, REM để lựa chọn mô hình phù hợp nhất cho dữ liệu bảng. Sau khi thu thập xong dữ liệu, số liệu được xử lý theo trình tự khai báo biến, nhập dữ liệu, khảo sát tương quan cặp giữa các biến, chạy thống kê mô tả và trình bày dữ liệu, phân tích hồi quy. Trong việc lý giải kết quả nghiên cứu, tác giả sẽ sử dụng các lý thuyết đã nghiên cứu, kết hợp thực tiễn của môi trường khảo sát để biện luận ý nghĩa kinh tế của mối tương quan có ý nghĩa thống kê giữa các biến độc lập từ kết quả kiểm định.

### 3.4.1. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng

Đối với dữ liệu bảng, có rất nhiều phương pháp để ước lượng hồi quy cho mô hình nghiên cứu. Mỗi một phương pháp đều có ưu điểm và nhược điểm của, hầu hết các nghiên cứu sử dụng từ mô hình phổ biến nhất đến phức tạp hơn, phù hợp với dữ liệu nghiên cứu. Tác giả sử dụng các mô hình hồi quy tuyến tính đa biến để xem xét ảnh hưởng của các biến độc lập đến biến phụ thuộc. Có các phương pháp ước lượng hồi quy phổ biến:

#### Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS)

Đối với phương pháp Pooled OLS hay còn gọi là phương pháp OLS (Ordinary Least Squares), là phương pháp hồi quy sử dụng dữ liệu bảng cơ bản nhất. Mô hình này giả định các hệ số chặn và độ dốc sử dụng trong mô hình hồi quy là không thay đổi theo thời gian và cho các mẫu quan sát. Mô hình hồi quy được viết như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum \beta_i X_{it} + u_{it}$$

Trong đó: -  $\beta_0$  là hằng số của mô hình,  $\beta_1, \beta_2 \dots \beta_i$  là hệ số hồi quy,  $u$  là phần dư của mô hình hồi quy (đại diện cho sai số và các biến không xuất hiện trong mô hình)

-  $i$  là doanh nghiệp nghiên cứu,  $t$  là năm nghiên cứu

Do thực tế các giai đoạn quan sát mẫu sẽ khác nhau và các công ty trong mẫu có những đặc thù riêng, vì vậy mà có các hệ số chặn khác nhau. Do đó, mô hình hồi quy Pooled OLS trên tập dữ liệu thu được của các đối tượng theo thời gian, do vậy nó xem như tác động giữa các đối tượng khác nhau là không thay đổi theo đối tượng và

thời gian. Khi xảy ra trường hợp này, Pooled OLS có thể sẽ bóp méo mối quan hệ giữa biến độc lập và biến phụ thuộc và làm sai lệch đi mối quan hệ thực tế giữa biến độc lập và biến phụ thuộc của các quan sát mẫu.

#### ✚ Phương pháp hồi quy tác động cố định (Fixed effects model\_ FEM)

Mô hình FEM hay còn gọi là mô hình bình phương tối thiểu các biến giả (Least Squares Dummy Variable - LSDV). Mô hình tác động cố định không bỏ qua các ảnh hưởng theo chuỗi thời gian và các đơn vị chéo, hay nói cách khác, mô hình hồi quy với tác động chéo cố định xây dựng dựa trên giả định về tung độ gốc khác nhau giữa các đơn vị chéo nhưng hệ số góc không đổi. Mô hình có dạng như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum \beta_i X_{it} + \mu_{it}$$

Trong đó: -  $\beta_0$  là hằng số của mô hình,  $\beta_1, \beta_2 \dots \beta_i$  là hệ số hồi quy.

-  $\mu_{it} = \alpha_i + u_{it}$ : Sai số và các biến không xuất hiện của mô hình, hồi quy tuyến tính cố định được tách làm hai thành phần. Thành phần  $\alpha_i$  đại diện cho các yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng nhưng không thay đổi theo thời gian (xác định được). Thành phần  $u_{it}$  đại diện cho những yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng và thay đổi theo thời gian.

-  $i$  là doanh nghiệp nghiên cứu,  $t$  là năm nghiên cứu

#### ✚ Phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random effects model \_REM)

Ở mô hình tác động cố định, tung độ gốc giữa các đơn vị chéo khác nhau, trong khi đó, ở mô hình tác động ngẫu nhiên, những tác động làm cho tung độ gốc của các đơn vị chéo khác nhau được tách ra khỏi tung độ gốc của mô hình.

Mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên có dạng:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum \beta_i X_{it} + \mu_{it}$$

Trong đó: -  $\beta_0$  là hằng số của mô hình,  $\beta_1, \beta_2 \dots \beta_i$  là hệ số hồi quy.

-  $\mu_{it} = \omega_i + \epsilon_{it}$  một giả định quan trọng trong mô hình tác động ngẫu nhiên là thành phần sai số  $\mu_{it}$  không tương quan với bất kì biến giải thích nào trong mô hình.

-  $i$  là doanh nghiệp nghiên cứu,  $t$  là năm nghiên cứu.

#### ✚ Phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (Generalized Least Square\_GLS)

Phương pháp GLS là phương pháp OLS đối với các biến số đã biến đổi để

thỏa mãn các giả thuyết bình phương tối thiểu tiêu chuẩn. Phương pháp này được sử dụng để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và sự tương quan trong mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên, phương pháp GLS sẽ không khắc phục hiện tượng biến bị nội sinh (endogeneity). Garcia – Teruel và Martinez - Solano (2003) và Garcia (2010), đã sử dụng trong nghiên cứu của mình.

### **Phương pháp sai phân theo phương pháp tác động cố định (Generalized method of moment\_GMM)**

Các phương pháp hồi quy OLS, FEM, REM, GLS... có những thế mạnh riêng và song hành đó cũng có những tồn tại khác nhau, trong đó các vấn đề phổ biến hay gặp phải là do đặc tính dữ liệu dẫn đến kết quả ước lượng có thể bị chệch, như các hiện tượng: đa cộng tuyến, tương quan, tự tương quan, nội sinh. Nói cách khác, có một số vấn đề nảy sinh khi tiến hành ước lượng mô hình đó là:

- (1) Các biến có thể được xem là nội sinh bởi vì quan hệ nhân quả có thể xảy ra theo hai chiều hướng: từ các biến giải thích đến biến được giải thích và ngược lại. Việc hồi qui các biến này có thể dẫn đến sự tương quan với sai số, tức xảy ra hiện tượng nội sinh làm chệch kết quả;
- (2) Tác động cố định hàm chứa sai số trong mô hình hồi quy bao gồm tính đặc thù của các biến không quan sát được (vi) và sai số đặc thù quan sát được (eit);
- (3) Sự hiện diện của biến trễ Yit -1 trong mô hình sẽ dẫn đến hiện tượng tự tương quan;
- (4) Dữ liệu bảng trong các nghiên cứu thường có thời gian ngắn (T ngắn) và mảng không gian lớn (N lớn)

Để giải quyết vấn đề, ước lượng GMM của Arellano-Bond (1991) dựa trên cơ sở được đề xuất bởi Holtz-Eakin, Newey & Rosen (1988). Trong thủ tục GMM, cần phân biệt biến được công cụ (instrumented) và biến công cụ (instrument). Nếu các biến được dự đoán là nội sinh (tương đương với ngoại sinh không nghiêm ngặt) thì sắp xếp vào nhóm biến được công cụ theo tiếp cận gmm; và khi đó chỉ có giá trị trễ của các biến này mới là các công cụ thích hợp (Judson và các cộng sự, 1996). Còn nếu như các biến giải thích được xác định là ngoại sinh nghiêm ngặt cũng như các biến công cụ được thêm vào (nếu có) thì xếp vào nhóm biến công cụ (iv-instrument variable). Các biến được cho là ngoại sinh nghiêm ngặt thì giá trị hiện tại và trễ của chúng đều là các công cụ thích hợp (Judson và các cộng sự, 1996). Ngoài ra, để

kiểm định Sargan không bị yếu thì số lượng các biến công cụ được lựa chọn về nguyên tắc phải nhỏ hơn hoặc bằng số lượng các nhóm.

Ước lượng theo phương pháp GMM của Arellano-Bond được thiết kế thích hợp cho dữ liệu bảng với T nhỏ và N lớn (vấn đề 4), (Judson cộng sự, 1996; Roodman, 2006). Tính hợp lý của các công cụ được sử dụng trong phương pháp GMM được đánh giá qua các thống kê Sargan và Arellano-Bond (AR): kiểm định Sargan xác định tính chất phù hợp của các biến công cụ trong mô hình GMM. Đây là kiểm định giới hạn về nội sinh (over-identifying restrictions) của mô hình. Kiểm định Sargan với giả thuyết  $H_0$  biến công cụ là ngoại sinh, nghĩa là không tương quan với sai số của mô hình. Vì thế, giá trị p của thống kê Sargan càng lớn tốt. Còn kiểm định Arellano-Bond về tự tương quan (autocorrelation) có giả thuyết  $H_0$ : không tự tương quan, trong đó kiểm định AR (2) quan trọng hơn bởi vì nó kiểm tra tự tương quan ở các cấp độ.

Tóm lại, phương pháp GMM sử dụng các độ trễ thích hợp của các biến được công cụ để tạo nên các biến công cụ. Ngoài ra, GMM còn khai thác dữ liệu gộp của bảng và ràng buộc độ dài chuỗi dữ liệu thời gian của các đơn vị bảng trong bảng dữ liệu. Từ đó, cho phép sử dụng một cấu trúc trễ thích hợp để khai thác đặc tính năng động của dữ liệu.

### **3.4.2. Trình tự thực hiện nghiên cứu định lượng**

Bằng phương pháp xử lý số liệu và ước lượng hồi quy đã được trình bày trên đây, nghiên cứu thực hiện lần lượt theo trình tự sau:

#### **3.4.2.1. Phân tích thống kê mô tả**

Phương pháp này được sử dụng để mô tả những đặc tính cơ bản của dữ liệu thu thập nhằm có cái nhìn tổng quát nhất về mẫu nghiên cứu. Thông qua mô tả, tóm tắt thống kê các biến độc lập và biến phụ thuộc của các doanh nghiệp trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn năm 2006 đến 2014 cho thấy được giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và bé nhất của từng biến nghiên cứu.

#### **3.4.2.2. Phân tích tương quan**

Phân tích tương quan được sử dụng để xem xét mối quan hệ giữa các biến phụ thuộc và các biến kiểm soát. Kết quả phân tích tương quan có thể bước đầu đánh giá được các dự báo của mô hình. Ngoài ra, trong trường hợp các biến độc lập có mối tương quan cao thì đây là dấu hiệu của đa cộng tuyến, do đó đây là một cơ sở để tác

giả thực hiện kiểm định đa cộng tuyến và điều chỉnh mô hình.

### 3.4.2.3. Phân tích hồi quy

Trong khi phân tích tương quan kiểm tra có tồn tại mối tương quan giữa các biến hay không thì phân tích hồi quy được dùng để đo lường mức độ ảnh hưởng của các biến độc lập với các biến phụ thuộc, qua đó cho biết chiều tác động của từng biến độc lập đến biến phụ thuộc. Phương pháp này sẽ cho phép tác giả đưa ra những bằng chứng xác thực để trả lời các câu hỏi nghiên cứu của luận án. Thông qua phương pháp tổng bình phương bé nhất (OLS), hằng số và các tham số của mô hình sẽ được ước lượng. Hệ số Prob (P-value) của kết quả phân tích hồi quy cho biết mức độ tác động của các biến độc lập lên từng biến phụ thuộc. Các mức thống kê có ý nghĩa thường được sử dụng là 1%, 5% hoặc 10% (hay nói cách khác là độ tin cậy 99%, 95% hoặc 90%). Trong luận án này, tác giả chọn mức thống kê có ý nghĩa là 10%, tức là biến độc lập chỉ được xem là có ảnh hưởng mạnh đến biến phụ thuộc khi giá trị Prob của từng biến độc lập trong mô hình hồi quy nhỏ hơn 10% ( $P\text{-value} < 0,1$ ), và ngược lại. Tuy nhiên, một số trường hợp hệ số Prob. lớn hơn 0,1 nhưng nhỏ hơn 0,15 vẫn được tác giả lưu ý, điều này có nghĩa là biến độc lập có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc với độ tin cậy là 85%.

**Bước 1:** So sánh mô hình theo phương pháp Pooled OLS với phương pháp FEM, tác giả kiểm chứng bằng kiểm định F. Nếu kết quả kiểm định bác bỏ  $H_0$  có nghĩa mô hình phù hợp với phương pháp FEM và chuyển sang bước 2. Ngược lại, chuyển sang bước 3.

**Bước 2:** So sánh mô hình theo phương pháp FEM với phương pháp REM, tác giả kiểm chứng bằng kiểm định Hausman. Nếu kết quả kiểm định bác bỏ  $H_0$  có nghĩa mô hình phù hợp với phương pháp FEM và chuyển sang bước 5. Ngược lại, chuyển sang bước 3.

**Bước 3:** So sánh mô hình theo phương pháp Pooled OLS với phương pháp REM, tác giả kiểm chứng bằng kiểm định LM (lệnh `xttest0`). Nếu kết quả kiểm định bác bỏ  $H_0$  có nghĩa mô hình phù hợp với phương pháp REM và chuyển sang bước 5. Ngược lại, chuyển sang bước 4.

**Bước 4:** Thực hiện kiểm định Chow. Nếu kiểm định Chow chấp nhận  $H_0$  có nghĩa là phương pháp OLS phù hợp. Ngược lại sử dụng phương pháp REM.

**Bước 5:** Sau khi lựa chọn phương pháp chạy mô hình phù hợp, tác giả sẽ kiểm



tra phương sai thay đổi, đa cộng tuyến, tự tương quan, hiện tượng nội sinh của mô hình. Trong trường hợp mô hình có khuyết tật, tác giả sẽ sử dụng phương pháp GLS (Generalized least squares) và phương pháp GMM (Generalized method of moment) để khắc phục.

Luận án trình bày theo đúng các bước và thực hiện các kiểm định theo đúng các bước và thực hiện các kiểm định nhằm tìm ra mô hình phù hợp cho nghiên cứu. Với ba phương pháp OLS, FEM, REM, nghiên cứu sẽ tóm tắt một số kiểm định nhằm xác định phương pháp phù hợp là kiểm định F, Hausman, LM, Chow.

### 3.4.3. Các phương pháp kiểm định

#### 3.4.3.1 Các kiểm định lựa chọn mô hình

**Kiểm định F:** là một kiểm định nhằm lựa chọn phương pháp OLS và FEM, dựa trên giả định không có sự khác biệt giữa tung độ gốc theo đơn vị không gian. Kiểm định này được Stata 12 hỗ trợ khi sử dụng nhóm lệnh “xt”.

- $H_0$  cho rằng tất cả các hệ số vi đều bằng 0 (nghĩa là không có sự khác biệt giữa các đối tượng hoặc các thời điểm khác nhau). => chọn phương pháp chạy mô hình OLS.

- Bác bỏ giả thuyết  $H_0$  với mức ý nghĩa cho trước với (mức ý nghĩa 5%) sẽ cho thấy ước lượng tác động cố định (FEM) là phù hợp.

Nếu  $P\_value < 0.05$ , thì bác bỏ giả thiết  $H_0$  hay có thể chọn phương pháp chạy mô hình hệ số ngẫu nhiên. Ngược lại, phù hợp với mô hình OLS.

Theo đó, giả thuyết  $H_0$  cho rằng sai số của ước lượng thô không bao gồm các sai lệch giữa các đối tượng  $var(v_i) = 0$  (hay phương sai giữa các đối tượng hoặc các thời điểm là không đổi). Bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , cho thấy sai số trong ước lượng có bao gồm cả sự sai lệch giữa các nhóm, và phù hợp với ước lượng tác động ngẫu nhiên. Sự phù hợp của ước lượng tác động ngẫu nhiên và tác động cố định được kiểm chứng trên cơ sở so sánh với ước lượng thô.

**Kiểm định Hausman:** là kiểm định nhằm lựa chọn phương pháp OLS và FEM phù hợp cho hồi quy dữ liệu bảng, dựa trên giả định  $H_0$  không có sự tương quan giữa biến giải thích và các sai số ngẫu nhiên  $\varepsilon_i$  vì tương quan là nguyên nhân tạo nên sự khác biệt giữa FEM và REM.

- Giả thuyết  $H_0$  cho rằng không có sự tương quan giữa sai số đặc trưng giữa các đối tượng ( $v_i$ ) với các biến giải thích Xit trong mô hình. Ước lượng REM là hợp lý theo giả thuyết  $H_0$  nhưng lại không phù hợp ở giả thuyết thay thế. Ước lượng FEM

là hợp lý cho cả giả thuyết  $H_0$  và giả thuyết thay thế.

- Giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ thì ước lượng tác động cố định là phù hợp hơn so với ước lượng tác động ngẫu nhiên.

Ngược lại, chưa có đủ bằng chứng để bác bỏ  $H_0$  nghĩa là không bác bỏ được sự tương quan giữa sai số và các biến giải thích thì ước lượng tác động cố định không còn phù hợp và ước lượng ngẫu nhiên sẽ ưu tiên được sử dụng.

Nếu  $P\_value < 0.05$ , thì bác bỏ giả thiết  $H_0$  hay có thể chọn phương pháp chạy mô hình hệ số tác động cố định. Ngược lại, phù hợp với mô hình REM.

**Kiểm định LM của Breusch – Pagan:** là kiểm định nhằm lựa chọn mô hình REM hay OLS, dựa trên giả định phương sai của các sai số ngẫu nhiên  $\varepsilon_i$  bằng 0.

- Giả thuyết  $H_0$  cho rằng phương sai các sai số ngẫu nhiên  $\varepsilon_i$  bằng 0 chọn phương pháp chạy mô hình OLS.

- Giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ thì ước lượng tác động cố định là phù hợp hơn so với phương pháp chạy mô hình hệ số không thay đổi OLS.

Nếu  $P\_value < 0.05$ , thì bác bỏ giả thiết  $H_0$  hay có thể chọn phương pháp chạy mô hình hệ số tác động ngẫu nhiên. Ngược lại, phù hợp với phương pháp chạy mô hình OLS.

**Kiểm định Chow:** là một kiểm tra đối với hệ số độ dốc của dữ liệu bảng dựa trên giả định không có sự khác biệt giữa các hệ số độ dốc theo đơn vị không gian. Kiểm định này được Stata 12 hỗ trợ khi sử dụng nhóm lệnh “xt”.

- Giả thuyết  $H_0$  Hệ số độ dốc theo các đơn vị không gian bằng nhau chọn phương pháp chạy mô hình OLS.

- Giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ có sự khác biệt về hệ số độ dốc theo đơn vị không gian thì ước lượng tác động cố định (REM) là phù hợp hơn so với phương pháp chạy mô hình hệ số không thay đổi OLS.

Nếu  $P\_value < 0.05$ , thì bác bỏ giả thiết  $H_0$  hay có thể chọn phương pháp chạy mô hình hệ số tác động cố định. Ngược lại, phù hợp với phương pháp chạy mô hình OLS.

Sau khi chọn được mô hình phù hợp sẽ kiểm định đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai thay đổi và hiện tượng nội sinh đối với mô hình để từ đó có các biện pháp khắc phục nhằm đảm bảo tính vững và hiệu quả của mô hình.

### 3.4.3.2 Các kiểm định giả thuyết hồi quy

#### ✚ Kiểm định phương sai thay đổi

Một trong các giả thuyết chủ yếu cho hồi quy bình phương bé nhất thông thường OLS là phương sai không thay đổi. Nếu phương sai không phải là một hằng số thì được coi là phương sai thay đổi; lúc này ước lượng hệ số hồi quy tính được bằng phương pháp OLS là không hiệu quả. Để kiểm định sự vi phạm giả thiết này của mô hình, tác giả sử dụng kiểm định dạng Breusch-pagan và kiểm định white có sửa đổi với các giả thiết  $H_0$ : không có hiện tượng phương sai thay đổi,  $H_1$ : có hiện tượng phương sai thay đổi. Nếu kết quả kiểm định cho giá trị P-value là nhỏ (nhỏ hơn 0.05 ngầm định), giả thiết  $H_0$  bị bác bỏ và chấp nhận giả thiết  $H_1$ .

#### ✚ Kiểm định đa cộng tuyến

Khi phân tích tương quan, hệ số tương quan giữa các biến cao là dấu hiệu của đa cộng tuyến. Để phát hiện trường hợp một biến có tương quan tuyến tính mạnh với các biến còn lại của mô hình, ta khảo sát các cặp tương quan giữa các biến độc lập được thực hiện bằng cách thiết lập ma trận hệ số tương quan để tìm ra những cặp biến có hệ số tương quan cao Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008), Gujarati (1995) cho rằng, để loại trừ vấn đề đa cộng tuyến, cần nghiên cứu kỹ hệ số tương quan giữa các biến, nếu chúng vượt quá 0.8, mô hình hồi quy sẽ gặp vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng. Do đó, để giảm thiểu đa cộng tuyến, tác giả sẽ loại bỏ biến ra khỏi mô hình hồi quy đối với cặp biến có hệ số tương quan lớn hơn 0.8.

Ngoài ra, để đảm bảo tính chính xác, tác giả sẽ sử dụng thêm hệ số phóng đại phương sai (VIF - Variance Inflation Factor) để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến. Theo quy tắc kinh nghiệm khi  $VIF_j > 10$  thì mức độ cộng tuyến được xem là cao và khi đó, các hệ số hồi quy được ước lượng với độ chính xác không cao. Dựa vào kết quả kiểm định hồi quy tuyến tính và hệ số VIF, các biến có hệ số VIF lớn hơn 10 sẽ bị loại ra khỏi mô hình<sup>1</sup> và tiếp tục phân tích hồi quy cho đến khi không còn biến nào có giá trị VIF lớn hơn 10, tức là không còn hiện tượng đa cộng tuyến.

#### ✚ Kiểm định tự tương quan

Sau khi kiểm định sự phù hợp của mô hình, bước kế tiếp là kiểm định hiện tượng tự tương quan của các biến trong mô hình. Khi có tồn tại hiện tượng tự tương quan, tuy các ước lượng OLS vẫn là các ước lượng không chệch nhưng chúng không phải là ước lượng hiệu quả. Nói cách khác, ước lượng OLS không phải là ước lượng không chệch tốt nhất. Phương pháp kiểm định có ý nghĩa nhất để phát

hiện tình trạng tự tương quan xảy ra trong mô hình phương pháp kiểm định Wooldridge, trong đó giả thiết  $H_0$  được đề cập là không có hiện tượng tự tương quan,  $H_1$  là có hiện tượng tự tương quan. Nếu kết quả kiểm định cho giá trị P-value là nhỏ (nhỏ hơn 0.05 ngầm định), giả thiết  $H_0$  bị bác bỏ và chấp nhận giả thiết  $H_1$ .

#### **Kiểm tra biến nội sinh**

Biến nội sinh là những biến có sự tương quan với phần dư. Đây là những vấn đề thường gặp cả trong lý thuyết về kinh tế vi mô và vĩ mô. Sự xuất hiện biến nội sinh sẽ dẫn đến các trường hợp như sai số trong biến, hoặc được xác định đồng thời qua các biến giải thích khác. Trong các trường hợp này, OLS không còn phù hợp với những thông số ước lượng tin cậy.

Trong luận án này, tác giả dùng phương pháp Durbin – Wu – Hausman Test để kiểm tra biến độc lập của mô hình có phải là biến nội sinh hay không thông qua 4 bước:

**Bước 1:** Hồi quy mô hình với biến phụ thuộc là biến mà chúng ta nghi ngờ bị nội sinh, biến độc lập bao gồm tất cả các biến trong mô hình hồi quy chính và biến công cụ.

**Bước 2:** Lấy phần dư ( $r$ ) của mô hình vừa chạy xong ở bước 01 (predict  $r$ , resid)

**Bước 3:** Hồi quy mô hình chính, nhưng có bổ sung thêm phần dư ( $r$ ) của mô hình vừa chạy xong ở bước 01=> mục đích kiểm tra phần dư ( $r$ ) có tác động đến biến phụ thuộc của mô hình chính hay không

**Bước 4:** Kiểm định hệ số ( $r$ ) với giả thiết: (câu lệnh test  $r$ )

$H_0$ : Biến không bị nội sinh (ngoại sinh)

$H_1$ : Biến bị nội sinh

Nếu p-value của kiểm định( $r$ ) nhỏ hơn mức ý nghĩa thống kê (5%) => kết luận bác bỏ  $H_0$  => Biến bị nội sinh.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3**

Từ cơ sở lý thuyết nền 7 giả thuyết ban đầu đã được xây dựng liên quan đến cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính. Ngoài ra, tác giả đã trình bày dữ liệu nghiên cứu, xác định các biến nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu cùng các mô hình nghiên cứu thực nghiệm. Tác giả sẽ trình bày kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả trong chương 4.

## CHƯƠNG 4

### PHÂN TÍCH DỮ LIỆU VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm được trình bày dưới đây được thực hiện theo phương pháp nghiên cứu đã trình bày ở chương 3. Đặc điểm của mẫu nghiên cứu được trình bày qua phân thống kê mô tả các biến trong mô hình, mối tương quan của từng cặp biến với nhau và cuối cùng là phân tích hồi quy. Dựa vào mô hình hồi quy tuyến tính, tác giả lần lượt xem xét ảnh hưởng của việc quản trị từng thành phần cấu trúc vốn và vốn luân chuyển lên hiệu quả quản trị của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh.

#### 4.1. PHÂN TÍCH THỐNG KÊ MÔ TẢ

Các thống kê mô tả bao gồm: trung bình (Mean), trung vị (Std. Dev.), giá trị lớn nhất (Max), giá trị nhỏ nhất (Min). Kết quả thống kê mô tả dữ liệu của các biến quan sát được thể hiện tại bảng 4.1

**Bảng 4.1: Thống kê mô tả**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	9288	0.021996	0.080889	-0.57692	1.559539
ROE	9288	0.044463	0.261845	-0.80952	9.913369
DA	9288	0.297825	0.284842	0	0.996495
SDA	9288	0.273189	0.274566	0	0.996495
LDA	9288	0.024636	0.086667	0	0.960714
ACR	9288	93.23351	121.7732	0	1006.792
ICP	9288	113.9156	69.18235	0.003987	495.9522
APP	9288	33.26912	50.00477	0	1019.232
CCC	9288	173.88	137.1661	-109.439	997.4394
Size	9288	8.976333	1.359379	2.484907	15.25336
Age	9288	13.07569	4.239744	9	55
Tax	9288	0.136391	0.172493	-0.3913	0.325373
Tang	9288	0.196632	0.17434	0	0.986012

*(Nguồn: số liệu báo cáo tài chính cung cấp Cục thống kê Thành phố HCM  
tác giả tính toán từ Stata 12.0)*

Có tất cả 9.288 dữ liệu nghiên cứu trong khoảng thời gian từ năm 2006 đến 2014 của 13 biến trong các mô hình nghiên cứu (2 biến độc lập, 6 biến phụ thuộc

và 4 biến kiểm soát). Kết quả cho thấy:

**Biến ROA** – *Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản*: Trong giai đoạn 2006-2014, có sự phân biệt khá rõ rệt giữa ROA của các doanh nghiệp khác nhau trong khối SME. Một số SME có ROA lớn nhất và cao nhất là rất lớn. Cụ thể: ROA giao động từ (-57,69%) đến (155,95%) và đạt giá trị trung bình là 2,20%.

**Biến ROE** – *Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu*: Có sự phân biệt khá rõ rệt giữa ROE của các doanh nghiệp khác nhau trong khối SME. Một số SME có ROA lớn nhất và cao nhất là khá lớn. Cụ thể: ROA giao động từ (-80,95%) đến (991,33%) và đạt giá trị trung bình là 4,44%.

**Biến DA** – *Tổng nợ trên tổng tài sản*: trung bình của các doanh nghiệp đạt 29,78%.

**Biến SDA** – *Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản*: trung bình của doanh nghiệp đạt 27,31%.

**Biến LDA** – *Nợ dài hạn trên tổng tài sản*: trung bình của doanh nghiệp đạt 2,46%.

**Biến ACR** – *Số ngày thu tiền bình quân*: trung bình các công ty phải mất 93 ngày để thu đủ tiền từ khách hàng (khoảng 3 tháng).

**Biến ICP** – *Số ngày tồn kho bình quân*: trung bình các công ty phải mất 113 ngày để sản xuất và tiêu thụ được thành phẩm trong kho (khoảng hơn 3 tháng).

**Biến APP** – *Số ngày trả tiền bình quân*: trung bình các công ty mất 33 ngày để thanh toán hết cho nhà cung cấp (khoảng 1 tháng)

**Biến CCC** – *Chu kỳ luân chuyển tiền mặt*: chu kỳ chuyển đổi tiền mặt trung bình các công ty trong mẫu là 173 ngày (khoảng hơn 5,5 tháng).

## 4.2. PHÂN TÍCH TƯƠNG QUAN

Hệ số tương quan ( $r$ ) là chỉ số thống kê phản ánh mức độ quan hệ tuyến tính giữa các biến. Hệ số này biến thiên từ +1 đến -1. Thông qua hệ số tương quan có thể biết chiều tương quan riêng giữa biến phụ thuộc với biến giải thích. Đồng thời cho thấy xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy (nếu  $r > 8$ ). Trong trường hợp có sự khác biệt về xu hướng tác động của các biến độc lập và biến phụ thuộc giữa kết quả theo hệ số tương quan và kết quả theo mô hình hồi quy. Khi đó, mô hình hồi quy có thể chưa đáp ứng đủ các giả thuyết của mô hình nghiên

cứu, điều này làm đầu của hệ số ước lượng có thể khác biệt so với xu hướng tác động dựa trên số liệu thực tế. Theo Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008), mối quan hệ tuyến tính giữa các biến có thể được ước lượng thông qua giá trị hệ số tương quan như sau:

- (i)  $r > 0$ : Hai biến số có mối quan hệ cùng chiều;  
 $r < 0$ : Hai biến số có mối quan hệ ngược chiều;  
 $r = 0$ : Hai biến số không có mối quan hệ tuyến tính.
- (ii)  $|r| = 1$ : Tương quan tuyến tính tuyệt đối.
- (iii)  $|r| > 0.8$ : Tương quan tuyến tính rất mạnh.
- (iv)  $|r| = 0.6 - 0.8$ : Tương quan tuyến tính mạnh.
- (v)  $|r| = 0.4 - 0.6$ : Có tương quan tuyến tính.
- (vi)  $|r| = 0.2 - 0.4$ : Tương quan tuyến tính yếu.
- (vii)  $|r| < 0.2$  Tương quan tuyến tính rất yếu hoặc không có tương quan tuyến tính.

Hoặc theo Hoàng Ngọc Nhậm (2008) , khi tương quan cặp giữa các biến giải thích cao (lớn hơn 0,5) thì có thể xảy ra đa cộng tuyến.

Nhìn vào ma trận tương quan giữa các biến trình bày trong bảng 4.2 cho thấy những mối quan hệ giữa các biến phụ thuộc, biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình.

**Bảng 4.2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập**

	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>DA</b>	<b>SDA</b>	<b>LDA</b>	<b>ACR</b>	<b>ICP</b>	<b>APP</b>	<b>CCC</b>	<b>Size</b>	<b>Age</b>	<b>Tax</b>	<b>Tang</b>
<b>ROA</b>	1.0000												
<b>ROE</b>	0.6958	1.0000											
<b>DA</b>	0.0327	0.0438	1.0000										
<b>SDA</b>	0.0351	0.0461	0.9527	1.0000									
<b>LDA</b>	-0.0037	-0.0023	0.2686	-0.0370	1.0000								
<b>ACR</b>	-0.0756	-0.0719	0.3715	0.3898	-0.0022	1.0000							
<b>ICP</b>	-0.0412	-0.0101	0.2032	0.2123	-0.0047	0.0514	1.0000						
<b>APP</b>	0.0248	0.0062	0.292	0.2905	0.0393	0.4083	-0.1164	1.0000					
<b>CCC</b>	-0.0788	-0.0667	0.3946	0.3360	-0.0186	0.7649	0.5924	-0.0608	1.0000				
<b>Size</b>	-0.0972	-0.0739	0.1825	0.1678	0.0682	0.1516	-0.0718	0.1812	0.0323	1.0000			
<b>Age</b>	0.0860	0.0505	0.0821	0.0719	0.0421	0.0283	-0.0225	0.0380	-0.0001	0.2638	1.0000		
<b>Tax</b>	0.2646	0.1587	0.0489	0.0442	0.0204	-0.0213	-0.0366	-0.0071	-0.0348	0.2885	0.1481	1.0000	
<b>Tang</b>	-0.0248	-0.0412	-0.0480	-0.1071	0.1814	0.0506	-0.4315	-0.0087	-0.1695	0.2312	0.1492	0.0474	1.0000

(Nguồn: số liệu trong báo cáo tài chính cung cấp Cục thống kê Thành phố HCM

tác giả tính toán từ Stata 12.0)



Về mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và biến độc lập cùng với các biến kiểm soát trong mô hình. Kết quả tại bảng 4.2 cho thấy, các biến độc lập và biến kiểm soát đều có mối quan hệ tuyến tính với biến phụ thuộc. Tuy nhiên, mối quan hệ tuyến tính này là không mạnh ( $r < 0,6$ ). Trong đó, nợ dài hạn trên tổng tài sản (LDA), kỳ thu tiền bình quân (ACR), kỳ luân chuyển hàng tồn kho (ICP), chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC), quy mô tổng tài sản của doanh nghiệp (Size) và tài sản cố định trên tổng tài sản (Tang) có mối quan hệ ngược chiều đến các biến phụ thuộc (ROA) và (ROE). Còn lại các biến độc lập và kiểm soát khác đều có mối quan hệ tuyến tính dương với 2 biến phụ thuộc. Về mức độ tương quan giữa từng biến độc lập và biến kiểm soát đến biến phụ thuộc trong mô hình cho thấy là không cao.

Về mối quan hệ giữa các biến độc lập cùng với các biến kiểm soát trong mô hình. Theo bảng 4.2 các biến độc lập và các biến kiểm soát trong mô hình có DA và SDA tương quan rất mạnh ( $r = 0.95$ ) cùng với khung lý thuyết, trên cơ sở 2 biến tương quan này. Tác giả đã tách biến nghiên cứu DA và SDA ở hai mô hình nghiên cứu khác nhau. Tiếp theo, cặp biến (CCC) và (ACR) tương quan mạnh ( $r = 0.76$ ), (CCC) và (ICP) có tương quan tuyến tính ( $r = 0.59$ ), cũng dựa trên khung lý thuyết và mức độ tương quan của các cặp biến, tác giả cũng tách (CCC) và (ACR), (ICP) ở các mô hình khác nhau. Ngoài ra, các biến độc lập và các biến kiểm soát được sử dụng trong mô hình đều có hệ số tương quan khá thấp ( $r < 0,39$ ). Tuy nhiên, để khẳng định kết luận về hiện tượng đa cộng tuyến sau khi hồi quy mô hình.

#### **4.3. PHÂN TÍCH HỒI QUY VỚI POOLED OLS, FEM VÀ REM**

Trong luận án cấu trúc vốn được chia làm 3 biến DA, SDA, LDA, vốn luân chuyển là 4 biến ACR, ICP, APP, CCC ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính được đo lường thông qua ROA và ROE. Từ đó ta có 8 mô hình hồi quy, tác giả sẽ so sánh và lựa chọn mô hình nào sẽ là mô hình phù hợp: Pooled OLS, FEM hay REM. Để xem xét, lựa chọn mô hình phù hợp giữa 3 phương pháp hồi quy trên, tác giả sử dụng kiểm định P và kiểm định Hausman đã được trình bày trong Chương 3.

#### 4.3.1. Mô hình hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROA

Bao gồm các mô hình:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 ACR_{it} + \beta_3 ICP_{it} + \beta_4 APP_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Tax_{it} + \beta_8 Tang_{it} + u_{it} \quad (1.a)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{it} + \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 ACR_{it} + \beta_4 ICP_{it} + \beta_5 APP_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Tang_{it} + u_{it} \quad (1.b)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Tax_{it} + \beta_6 Tang_{it} + u_{it} \quad (1.c)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{it} + \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 CCC_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Tax_{it} + \beta_7 Tang_{it} + u_{it} \quad (1.d)$$

**Bảng 4.3 Kết quả mô hình với biến phụ thuộc ROA**

ROA	Mô hình 1.a			Mô hình 1.b			Mô hình 1.c			Mô hình 1.d		
	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM
<b>DA</b>	0.341 [1.31]	0.102 [0.30]	0.548** [1.98]				0.227 [0.96]	-0.0356 [-0.12]	0.381 [1.51]			
<b>SDA</b>				0.423 [1.54]	0.287 [0.79]	0.669** [2.28]	-0.0024*** [-4.91]	-0.00110* [-1.84]	0.0019*** [-3.68]	0.294 [1.19]	0.103 [0.32]	0.473* [1.77]
<b>LDA</b>				-0.00299 [-0.41]	-0.0104 [-1.22]	-0.00327 [-0.43]				-0.00364 [-0.52]	-0.0106 [-1.29]	-0.00366 [-0.50]
<b>ACR</b>	-0.0258 [-4.34]	-0.0152 [-2.10]	-0.024*** [-3.88]	-0.027*** [-4.43]	-0.0176** [-2.37]	-0.026*** [-4.04]						
<b>ICP</b>	-0.056*** [-5.47]	-0.031** [-2.51]	-0.043*** [-3.97]	-0.055*** [-5.45]	-0.0305** [-2.51]	-0.042*** [-3.95]						
<b>APP</b>	0.000571 [0.94]	-0.00024 [-0.41]	0.000142 [0.25]	0.568 [0.93]	-0.238 [-0.41]	0.139 [0.24]						
<b>CCC</b>							-0.002*** [-4.91]	-0.001* [-1.84]	-0.002*** [-3.68]	-0.002*** [-4.98]	-0.0012** [-2.04]	-0.002*** [-3.79]
<b>Size</b>	0.288*** [5.73]	-0.173** [-2.07]	0.170*** [2.94]	0.287*** [5.71]	-0.167** [-2.00]	0.169*** [2.94]	0.233*** [4.90]	-0.204*** [-2.71]	0.109** [1.99]	0.232*** [4.87]	-0.205*** [-2.72]	0.108** [1.96]
<b>Age</b>	0.0797*** [5.18]	-0.0473 [-0.77]	0.0878*** [4.28]	0.0796*** [5.17]	-0.0473 [-0.77]	0.0875*** [4.27]	0.0822*** [5.57]	-0.0481 [-0.80]	0.0916*** [4.56]	0.0822*** [5.57]	-0.0483 [-0.81]	0.0916*** [4.56]
<b>Tax</b>	0.211*** [88.71]	0.187*** [78.68]	0.199*** [86.15]	0.211*** [88.66]	0.187*** [78.65]	0.199*** [86.11]	0.212*** [91.63]	0.188*** [81.72]	0.200*** [88.92]	0.212*** [91.60]	0.188*** [81.71]	0.200*** [88.89]
<b>Tang</b>	-0.015*** [-3.62]	-0.033*** [-5.72]	-0.02*** [-4.36]	-0.014*** [-3.34]	-0.032*** [-5.58]	-0.019*** [-4.10]	-0.00859** [-2.37]	-0.028*** [-5.47]	-0.016*** [-3.86]	-0.008** [-2.17]	-0.028*** [-5.39]	-0.015*** [-3.68]
<b>_cons</b>	-0.012*** [-2.74]	0.047*** [4.07]	-0.0036 [-0.65]	-0.013*** [-2.76]	0.0466*** [4.02]	-0.0037 [-0.67]	-0.014*** [-3.34]	0.046*** [4.30]	-0.003 [-0.64]	-0.0139*** [-3.33]	0.046*** [4.31]	-0.0032 [-0.62]

<b>N</b>	8794	8794	8794	8794	8794	8794	9288	9288	9288	9288	9288	9288
<b>R-sq</b>	0.49	0.45		0.49	0.451		0.489	0.453		0.489	0.453	
<b>Prob&gt;F</b>		0.000			0.000			0.000			0.000	
<b>Hausman Prob&gt;chi2</b>		0.000			0.000			0.000			0.000	

**Ghi chú:** \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Bảng kiểm định F chúng ta thấy  $\text{Prob} > F = 0.000 < \alpha = 5\%$ , do đó, với mức ý nghĩa 5% ta bác bỏ  $H_0$ . Nghĩa là, với dữ liệu thu thập được, cho thấy phương pháp chạy mô hình FEM là phù hợp, OLS là không phù hợp vì có sự tồn tại các ảnh hưởng cố định ở mỗi doanh nghiệp theo thời gian.

Sau khi chọn phương pháp chạy mô hình FEM thay cho phương pháp chạy OLS, luận án nghiên cứu lần lượt đi vào ước lượng dữ liệu bảng đã có dựa vào phương pháp chạy mô hình FEM và REM. Từ kết quả chạy mô hình FEM và REM tác giả sẽ đi kiểm định Hausman để so sánh lựa chọn mô hình FEM hay REM. Kết quả kiểm định Hausman được trình bày tại bảng 4.3 (kết quả chi tiết ở phụ lục 4, mục 2). Ta thấy,  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$  nghĩa là  $P\_value = 0.000 < \alpha = 5\%$ , do đó đủ cơ sở để bác bỏ giả thiết  $H_0$ , thì ước lượng tác động cố định (FEM) là phù hợp hơn so với ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM).

Qua các kiểm định phương pháp chạy mô hình FEM là mô hình tốt nhất được lựa chọn. Tuy nhiên, trước khi phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến các biến hiệu quả quản trị tài chính, tác giả sẽ tiến hành sử dụng các kiểm định: phương sai thay đổi, đa cộng tuyến, tự tương quan, hiện tượng nội sinh và thực hiện các hiệu chỉnh cần thiết nhằm khắc phục hạn chế của mô hình.

#### **4.3.2. Mô hình hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROE**

Bao gồm các mô hình:

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DA}_{it} + \beta_2 \text{ACR}_{it} + \beta_3 \text{ICP}_{it} + \beta_4 \text{APP}_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} + \beta_6 \text{Age}_{it} + \beta_7 \text{Tax}_{it} + \beta_8 \text{Tang}_{it} + \text{uit} \quad (2.a)$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SDA}_{it} + \beta_2 \text{LDA}_{it} + \beta_3 \text{ACR}_{it} + \beta_4 \text{ICP}_{it} + \beta_5 \text{APP}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 \text{Age}_{it} + \beta_8 \text{Tax}_{it} + \beta_9 \text{Tang}_{it} + \text{uit} \quad (2.b)$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DA}_{it} + \beta_2 \text{CCC}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Age}_{it} + \beta_5 \text{Tax}_{it} + \beta_6 \text{Tang}_{it} + \text{uit} \quad (2.c)$$

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SDA}_{it} + \beta_2 \text{LDA}_{it} + \beta_3 \text{CCC}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Age}_{it} + \beta_6 \text{Tax}_{it} + \beta_7 \text{Tang}_{it} + \text{uit} \quad (2.d)$$

**Bang 4.4 Kết quả mô hình với biến phụ thuộc ROE**

ROE	Mô hình 2.a			Mô hình 2.b			Mô hình 2.c			Mô hình 2.d		
	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM	OLS	FEM	REM
<b>DA</b>	3.420*** [4.04]	2.696** [2.24]	3.283*** [3.81]				2.858*** [3.73]	2.159** [2.00]	2.726*** [3.47]			
<b>SDA</b>				3.672*** [4.12]	2.740** [2.13]	3.525*** [3.87]				2.991*** [3.71]	2.113* [1.85]	2.85*** [3.45]
<b>LDA</b>				0.0145 [0.61]	0.0242 [0.80]	0.0143 [0.59]				0.0169 [0.74]	0.025 [0.86]	0.0166 [0.71]
<b>ACR</b>	-0.085*** [-4.37]	-0.072*** [-2.79]	-0.083*** [-4.20]	-0.088*** [-4.46]	-0.072*** [-2.74]	-0.086*** [-4.28]						
<b>ICP</b>	-2.081 [-1.05]	1.871 [0.90]	-1.628 [-0.82]	-2.092 [-1.06]	1.871 [0.90]	-1.637 [-0.83]						
<b>APP</b>	0.0221 [0.67]	0.0424 [0.98]	0.0232 [0.69]	0.0228 [0.69]	0.0424 [0.98]	0.0238 [0.71]						
<b>CCC</b>							-0.006*** [-3.63]	-0.0048** [-2.26]	-0.0057*** [-3.46]	-0.006*** [-3.67]	-0.0048** [-2.20]	-0.006*** [-3.49]
<b>Size</b>	-0.0709 [-1.41]	0.374* [1.70]	-0.0715 [-1.35]	-0.0714 [-1.42]	0.374* [1.70]	-0.0719 [-1.36]	-0.0634 [-1.32]	0.374* [1.76]	-0.0641 [-1.25]	-0.0635 [-1.32]	0.374* [1.76]	-0.0641 [-1.25]
<b>Age</b>	0.266 [1.62]	0.761** [2.57]	0.282* [1.67]	0.264 [1.61]	0.763** [2.57]	0.280* [1.65]	0.219 [1.41]	0.535** [2.00]	0.232 [1.44]	0.217 [1.40]	0.535** [2.00]	0.23 [1.43]
<b>Tax</b>	2.238*** [88.71]	2.369*** [78.68]	2.250*** [88.17]	2.238*** [88.66]	2.369*** [78.65]	2.249*** [88.13]	2.238*** [91.63]	2.373*** [81.72]	2.253*** [90.95]	2.238*** [91.60]	2.374*** [81.71]	2.253*** [90.92]
<b>Tang</b>	-0.0301** [-2.25]	0.00731 [0.36]	-0.0282** [-2.05]	-0.0276** [-2.02]	0.00747 [0.36]	-0.0259* [-1.84]	-0.043*** [-3.68]	-0.00392 [-0.21]	-0.041*** [-3.32]	-0.042*** [-3.52]	-0.00404 [-0.22]	-0.04*** [-3.19]
<b>_cons</b>	-0.0183 [-1.25]	-0.133*** [-3.23]	-0.0202 [-1.33]	-0.0185 [-1.26]	-0.134*** [-3.23]	-0.0204 [-1.34]	-0.00608 [-0.45]	-0.102*** [-2.70]	-0.0078 [-0.55]	-0.00598 [-0.44]	-0.10*** [-2.70]	-0.0077 [-0.54]

<b>N</b>	8794	8794	8794	8794	8794	8794	9288	9288	9288	9288	9288	9288
<b>R-sq</b>	0.486	0.448		0.486	0.448		0.486	0.451		0.489	0.453	
<b>Prob&gt;F</b>		0.000			0.000			0.000			0.000	
<b>Hausman Prob&gt;chi2</b>		0.000			0.000			0.000			0.000	

Bằng kiểm định F chúng ta thấy  $\text{Prob} > F = 0.000 < \alpha = 5\%$ , do đó, với mức ý nghĩa 5% ta bác bỏ  $H_0$ . Nghĩa là, với dữ liệu thu thập được, cho thấy phương pháp chạy mô hình FEM là phù hợp, OLS là không phù hợp vì có sự tồn tại các ảnh hưởng cố định ở mỗi doanh nghiệp theo thời gian.

Sau khi chọn phương pháp chạy mô hình FEM thay cho phương pháp chạy OLS, luận án nghiên cứu lần lượt đi vào ước lượng dữ liệu bằng đã có dựa vào phương pháp chạy mô hình FEM và REM. Từ kết quả chạy mô hình FEM và REM tác giả sẽ đi kiểm định Hausman để so sánh lựa chọn mô hình FEM hay REM. Kết quả kiểm định Hausman được trình bày tại bảng 4.4 (kết quả chi tiết ở phụ lục 4, mục 2). Ta thấy,  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$  nghĩa là  $P\_value = 0.000 < \alpha = 5\%$ , do đó đủ cơ sở để bác bỏ giả thiết  $H_0$ , thì ước lượng tác động cố định (FEM) là phù hợp hơn so với ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM).

Qua các kiểm định phương pháp chạy mô hình FEM là mô hình tốt nhất được lựa chọn. Tuy nhiên, trước khi phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến các biến hiệu quả quản trị tài chính, tác giả sẽ tiến hành sử dụng các kiểm định: phương sai thay đổi, đa cộng tuyến, tự tương quan, hiện tượng nội sinh và thực hiện các hiệu chỉnh cần thiết nhằm khắc phục hạn chế của mô hình.

### **4.3.3 Kiểm định kết quả hồi quy**

#### **4.3.3.1. Kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi**

Để kiểm định xem mô hình có bị phương sai thay đổi hay không, tác giả sử dụng kiểm định Modified Wald test lệnh (xttest 3).

Với giả thiết  $H_0$  : không có hiện tượng phương sai thay đổi

$H_1$ : có hiện tượng phương sai thay đổi.

Nếu kết quả kiểm định cho giá trị P-value là nhỏ (nhỏ hơn 0.05 ngầm định), giả thiết  $H_0$  bị bác bỏ và chấp nhận giả thiết  $H_1$ .

Dựa trên kết quả tại bảng 4.5 hệ số  $P\_value < \alpha = 0.05$  của 8 mô hình. Vì vậy giả thiết  $H_0$  bị bác bỏ. Nghĩa là, với mức ý nghĩa 5% phương pháp chạy mô hình FEM xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi ở cả 8 mô hình (kết quả chi tiết tại phụ lục 4 đến phụ lục 11, mục 3)



**Bảng 4.5: Kiểm định xttest 3 về phương sai thay đổi cho phương pháp FEM**

<b>Mô hình kiểm định</b>	<b>Biến phụ thuộc</b>	<b>Biến cấu trúc vốn và vốn luân chuyển</b>	<b>P_value</b>	<b>Lựa chọn phương pháp hồi quy</b>
Mô hình 1.a	ROA	DA, ACR, ICP, APP	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 4)
Mô hình 1.b		SDA, LDA, ACR, ICP, APP	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 5)
Mô hình 1.c		DA, CCC	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 6)
Mô hình 1.d		SDA, LDA, CCC	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 7)
Mô hình 2.a	ROE	DA, ACR, ICP, APP	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 8)
Mô hình 2.b		SDA, LDA, ACR, ICP, APP	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 9)
Mô hình 2.c		DA, CCC	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 10)
Mô hình 2.d		SDA, LDA, CCC	0.000	Có hiện tượng phương sai thay đổi (phụ lục 11)

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Kết quả kiểm định 8 mô hình trên cho thấy các giá trị P-value nhận được đều bằng  $0.000 < \alpha$  (5%), điều này hàm ý giả thuyết  $H_0$  là không có hiện tượng phương sai thay đổi trong các mô hình bị bác bỏ với mức ý nghĩa 5%. Do đó, tác giả tiến

hành khắc phục khuyết tật của mô hình hồi quy bằng phương pháp hồi quy GLS.

#### 4.3.3.2. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

Để phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, tác giả sử dụng hệ số phóng đại phương sai (VIF – Variance Inflation Factor). Có nhiều đề xuất khác nhau cho giá trị của VIF, nhưng phổ biến nhất là 10, theo đó là mức tối đa của VIF mà vượt quá giá trị đó có thể gây ra hiện tượng đa cộng tuyến (ví dụ, Hair, Anderson, Tatham và Black, 1995; Kennedy, 1992; Marquardt, 1970; Neter, Wasserman và Kutner, 1989). Các khuyến nghị khác của VIF như là 5 (Rogerson, 2001) và thậm chí 4 (ví dụ, Pan và Jackson, 2008). Quan sát bảng hệ số hồi quy của mô hình, hệ số VIF của các biến < 10 nên không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra giữa các biến trong các mô hình.

Nội dung được trình bày tóm tắt ở bảng 4.6 và bảng 4.7, nội dung chi tiết được trình bày ở các phụ lục 4 đến phụ lục 7, mục 5 tương ứng

**Bảng 4.6: Kết quả hồi quy VIF với biến phụ thuộc ROA**

Variable	Mô hình 1.a		Mô hình 1.b		Mô hình 1.c		Mô hình 1.d	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
<b>ROA</b>	1.96	0.5096	1.96	0.5095	1.96	0.5106	1.96	0.5106
<b>DA</b>	1.39	0.7202			1.26	0.7942		
<b>SDA</b>			1.44	0.6957			1.29	0.7752
<b>LDA</b>			1.05	0.9567			1.04	0.9651
<b>ACR</b>	1.32	0.7562	1.36	0.7333				
<b>ICP</b>	1.29	0.7767	1.29	0.7763				
<b>APP</b>	1.00	0.9983	1.00	0.9982				
<b>CCC</b>					1.26	0.7953	1.28	0.7837
<b>Size</b>	1.19	0.8396	1.19	0.8394	1.17	0.8564	1.17	0.8557
<b>Age</b>	1.10	0.9099	1.10	0.9097	1.09	0.916	1.09	0.916
<b>Tax</b>	1.94	0.5143	1.94	0.5143	1.95	0.514	1.95	0.514
<b>Tang</b>	1.32	0.755	1.38	0.7223	1.11	0.9008	1.15	0.8709
<b>Mean VIF</b>	1.39		1.37		1.4		1.36	

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

**Bảng 4.7: Kết quả hồi quy VIF với biến phụ thuộc ROE**

Variable	Mô hình 2.a		Mô hình 2.b		Mô hình 2.c		Mô hình 2.d	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
<b>ROE</b>	1.94	0.5143	1.94	0.5143	1.95	0.514	1.95	0.514
<b>DA</b>	1.39	0.7202			1.26	0.7942		
<b>SDA</b>			1.44	0.6957			1.29	0.7752
<b>LDA</b>			1.05	0.9567			1.04	0.9651
<b>ACR</b>	1.32	0.7562	1.36	0.7333				
<b>ICP</b>	1	0.9983	1	0.9982				
<b>APP</b>	1.29	0.7767	1.29	0.7763				
<b>CCC</b>					1.26	0.7953	1.28	0.7837
<b>Size</b>	1.1	0.9099	1.1	0.9097	1.09	0.916	1.09	0.916
<b>Age</b>	1.19	0.8396	1.19	0.8394	1.17	0.8564	1.17	0.8557
<b>Tax</b>	1.96	0.5096	1.96	0.5095	1.96	0.5106	1.96	0.5106
<b>Tang</b>	1.32	0.755	1.38	0.7223	1.11	0.9008	1.15	0.8709
<b>Mean VIF</b>	1.39		1.37		1.4		1.36	

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

#### 4.3.3.3 Kiểm tra hiện tượng tự tương quan

Phương pháp kiểm định Wooldridge test được sử dụng để kiểm định xem có hiện tượng tự tương quan hay không cho các mô hình hồi quy.

Đặt giả thiết:

H0: không có hiện tượng tự tương quan

H1: có hiện tượng tự tương quan

Nếu kết quả kiểm định cho giá trị  $P\_value < \alpha = 0.05$ , giả thiết H0 bị bác bỏ và chấp nhận giả thiết H1, tức là có hiện tượng tự tương quan xảy ra.

Kết quả kiểm định cho thấy:

Từ mô hình 1.a đến mô hình 1.d với biến phụ thuộc ROA: thì P-value cho kết quả lần lượt: 1.a ( $p = 0.039$ ); 1.b ( $p = 0.038$ ); 1.c ( $p = 0,047$ ); 1.d ( $p = 0.45$ ). Các giá trị P-value đều nhỏ hơn  $\alpha$  (5%), hàm ý rằng giả thiết H0 bị bác bỏ với mức ý nghĩa 5%, nghĩa là các biến trong các mô hình nêu trên có xảy ra hiện tượng tự tương quan. Nội dung được trình bày tóm tắt ở bảng 4.8, nội dung chi tiết được trình bày ở các phụ lục 4 đến phụ lục 7, mục 5 tương ứng.

Từ mô hình 2.a đến mô hình 2.d với biến phụ thuộc ROE, thì P-value cho kết

quả lần lượt: 2.a ( $p = 0.183$ ); 2.b ( $p = 0.180$ ); 2.c ( $p = 0.173$ ); 2.d ( $p = 0.170$ ). Các giá trị P-value đều lớn hơn  $\alpha$  (5%), hàm ý rằng chưa có bằng chứng thống kê cho thấy giả thiết  $H_0$  bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 5%, như vậy không có bằng chứng thống kê cho thấy các biến trong mô hình nêu trên có hiện tượng tự tương quan. Nội dung được trình bày ở bảng 4.8, nội dung chi tiết được trình bày ở các phụ lục 8 đến phụ lục 11, mục 5 tương ứng.

**Bảng 4.8: Kiểm định Wooldridge test về tự tương quan**

Mô hình kiểm định	Biến phụ thuộc	Biến cấu trúc vốn và vốn luân chuyển	P_value	Lựa chọn phương pháp hồi quy
Mô hình 1.a	ROA	DA, ACR, ICP, APP	0.039	Có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 4, mục 5)
Mô hình 1.b		SDA, LDA, ICP, APP	0.038	Có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 5, mục 5)
Mô hình 1.c		DA, CCC	0.047	Có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 6, mục 5)
Mô hình 1.d		SDA, LDA, CCC	0.045	Có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 7, mục 5)
Mô hình 2.a	ROE	DA, ACR, ICP, APP	0.183	Không có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 8, mục 5)
Mô hình 2.b		SDA, LDA, ICP, APP	0.180	Không có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 9, mục 5)
Mô hình 2.c		DA, CCC	0.173	Không có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 10, mục 5)
Mô hình 2.d		SDA, LDA, CCC	0.170	Không có hiện tượng tự tương quan (phụ lục 11, mục 5)

#### 4.4. PHÂN TÍCH HỒI QUY BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS

##### 4.4.1. Kết quả hồi quy bằng GLS

Sau khi thực hiện hồi quy và kiểm định, lựa chọn mô hình phù hợp là FEM, tác giả tiến hành khắc phục các khuyết tật được phát hiện của mô hình bằng phương pháp GLS (Generalized least squares) với sự trợ giúp của phần mềm Stata. Các kết quả được trình bày bên dưới (bảng 4.9, bảng 4.10) là các kết quả đã được khắc phục những khuyết tật của mô hình (kết quả chi tiết cho từng mô hình tương ứng từ phụ lục 4 đến phụ lục 11, mục 6).

**Bảng 4.9 kết quả hồi quy của 4 mô hình với biến phụ thuộc ROA**

ROA	Mô hình 1.a	Mô hình 1.b	Mô hình 1.c	Mô hình 1.d
<b>DA</b>	0.100*** [10.42]		0.0936*** [9.25]	
<b>SDA</b>		0.118*** [11.46]		0.108*** [10.00]
<b>LDA</b>		-0.00817 [-0.03]		0.0301 [0.11]
<b>ACR</b>	-0.0191*** [-9.16]	-0.0211*** [-9.90]		
<b>ICP</b>	-0.0108*** [-2.73]	-0.0107*** [-2.73]		
<b>APP</b>	0.0216*** [27.21]	0.0216*** [27.12]		
<b>CCC</b>			-0.00163*** [-8.15]	-0.00177*** [-8.80]
<b>Size</b>	-0.00255*** [-11.30]	-0.00252*** [-11.29]	-0.00167*** [-6.83]	-0.00164*** [-6.79]
<b>Age</b>	0.0397*** [5.04]	0.0393*** [5.04]	0.0635*** [6.96]	0.0632*** [6.96]
<b>Tax</b>	0.267*** [62.01]	0.266*** [62.30]	0.274*** [63.55]	0.272*** [63.75]
<b>Tang</b>	-0.00668*** [-4.51]	-0.00517*** [-3.51]	-0.00878*** [-5.98]	-0.00805*** [-5.59]
<b>_cons</b>	0.0273*** [12.70]	0.0269*** [12.61]	0.0178*** [7.81]	0.0176*** [7.85]
<b>N</b>	<b>9288</b>	<b>9288</b>	<b>9288</b>	<b>9288</b>

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

**Bảng 4.10 Kết quả hồi quy của 4 mô hình với biến phụ thuộc ROE**

ROE	Mô hình 2.a	Mô hình 2.b	Mô hình 2.c	Mô hình 2.d
<b>DA</b>	0.552*** [22.29]		0.488*** [19.56]	
<b>SDA</b>		0.613*** [22.89]		0.534*** [20.15]
<b>LDA</b>		1.283** [2.12]		1.490** [2.33]
<b>ACR</b>	-0.0833*** [-14.50]	-0.0905*** [-15.40]		
<b>ICP</b>	-0.0409*** [-4.46]	-0.0395*** [-4.34]		
<b>APP</b>	0.0412*** [24.68]	0.0415*** [24.80]		
<b>CCC</b>			-0.686*** [-13.60]	-0.727*** [-14.33]
<b>Size</b>	-0.00141*** [-3.02]	-0.00138*** [-2.96]	0.000877* [1.77]	0.000859* [1.74]
<b>Age</b>	0.0405*** [2.78]	0.0407*** [2.83]	0.0969*** [6.11]	0.0985*** [6.29]
<b>Tax</b>	0.525*** [60.95]	0.521*** [62.15]	0.538*** [65.13]	0.531*** [67.09]
<b>Tang</b>	-0.0366*** [-11.74]	-0.0327*** [-10.81]	-0.0444*** [-14.94]	-0.0419*** [-14.86]
<b>_cons</b>	0.0330*** [8.08]	0.0318*** [7.81]	0.0108*** [2.59]	0.0106*** [2.58]
<b>N</b>	<b>9288</b>	<b>9288</b>	<b>9288</b>	<b>9288</b>

. (Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

#### 4.4.2. Kiểm tra hiện tượng nội sinh giữa các biến

Khi giả thiết về sự không tương quan giữa biến độc lập và sai số bị vi phạm thì hiện tượng nội sinh xảy ra. Biến độc lập trong mô hình vừa đóng vai trò là biến ngoại sinh (do tác động đến Y) vừa là biến nội sinh (do bị sai số tác động). Mô hình có biến độc lập là biến nội sinh gọi là mô hình bị hiện tượng nội sinh. Hiện tượng nội sinh làm cho các ước lượng thu được bằng phương pháp hồi quy tuyến tính cổ điển (OLS) không còn là ước lượng vững.

Để kiểm tra hiện tượng nội sinh, tác giả sử dụng kiểm định Durbin – Wu –

Hausman (DWH). Kết quả kiểm định nội sinh cho các biến được tổng hợp và trình bày trong bảng dưới đây (kết quả chi tiết được trình bày trong phụ lục 12):

**Bảng 4.11: Kết quả kiểm tra nội sinh với biến phụ thuộc ROA**

Tên biến	P_value	Hiện tượng nội sinh	Biến công cụ
DA	0.70953	Không phát hiện	
SDA	0.81429	Không phát hiện	
LDA	0.63625	Không phát hiện	
ACR	0.11499	Không phát hiện	
ICP	0.0100	Có hiện tượng nội sinh	Biến trễ của biến bị nội sinh
APP	0.4055	Không phát hiện	
CCC	0.00545	Có hiện tượng nội sinh	Biến trễ của biến bị nội sinh

**Ghi chú:** Kiểm định Durbin - Wu – Hausman (P\_value), mức ý nghĩa để bác bỏ hoặc chấp nhận giả thiết  $H_0$ : biến công cụ là ngoại sinh là 5%

**Bảng 4.12: Kết quả kiểm tra nội sinh với biến phụ thuộc ROE**

Tên biến	P_value	Hiện tượng nội sinh	Biến công cụ
DA	0.9886	Không phát hiện	
SDA	0.13774	Không phát hiện	
LDA	0.46048	Không phát hiện	
ACR	0.37665	Không phát hiện	
ICP	0.00638	Có hiện tượng nội sinh	Biến trễ của biến bị nội sinh
APP	0.09092	Không phát hiện	
CCC	0.02576	Có hiện tượng nội sinh	Biến trễ của biến bị nội sinh

**Ghi chú:** Kiểm định Durbin - Wu – Hausman (P\_value), mức ý nghĩa để bác bỏ hoặc chấp nhận giả thiết  $H_0$ : biến công cụ là ngoại sinh là 5%

Kết quả kiểm định cho thấy có 02 biến ICP và CCC bị nội sinh với mức ý nghĩa 5% trong mô hình hồi quy GLS. Để khắc phục, tác giả sử dụng biến công cụ là biến trễ của các biến bị nội sinh và phương pháp hồi quy GMM.

#### 4.5. PHÂN TÍCH HỒI QUY BẰNG PHƯƠNG PHÁP GMM

Để khắc phục hiện tượng nội sinh, cần phải sử dụng đến biến công cụ với phương pháp hồi quy phù hợp (trường hợp này tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GMM). Một biến công cụ tốt phải thỏa mãn đồng thời 2 điều kiện là có tương quan mạnh với biến nội sinh nhưng đồng thời không tương quan với các thành phần sai số của mô hình. Tính hợp lý của biến công cụ trong GMM được đánh giá qua các kiểm định Sargan và Arellano-Bond, trong đó kiểm định Sargan đánh giá mức độ phù hợp của các biến công cụ trong mô hình GMM. Đây là kiểm định giới hạn về nội sinh của mô hình, với giả thuyết  $H_0$  biến công cụ là ngoại sinh. Do đó, giá trị p của thống kê Sargan càng lớn càng tốt. Còn kiểm định Arellano-Bond về tự tương quan có giả thiết  $H_0$ : không tự tương quan và áp dụng cho số dư sai phân. Kiểm định tiến trình AR(1) thường bác bỏ giả thiết  $H_0$  bởi vì  $Ae_{it} = e_{it} - e_{it-1}$  và  $Ae_{it-1} = e_{it-1} - e_{it-2}$ , cả 2 đều có  $e_{it-1}$ . Cho nên kiểm định AR(2) quan trọng hơn vì nó kiểm tra tự tương quan ở mọi cấp độ.



#### 4.5.1. Kết quả hồi quy

Kết quả tổng hợp được trình bày ở bảng bên dưới (bảng 4.13, bảng 4.14) như sau:

**Bảng 4.13 Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA**

ROA	Mô hình 1.a	Mô hình 1.b	Mô hình 1.c	Mô hình 1.d
<b>DA</b>	0.0759** [1.97]		0.156*** [2.98]	
<b>SDA</b>		0.0978** [2.48]		0.179*** [3.14]
<b>LDA</b>		-0.866 [-0.96]		-0.445 [-0.52]
<b>ACR</b>	-0.0227*** [-3.29]	-0.0252*** [-3.60]		
<b>ICP</b>	0.0254 [0.51]	0.0239 [0.48]		
<b>APP</b>	0.0201*** [21.52]	0.0201*** [21.51]		
<b>CCC</b>			-0.554** [-2.49]	-0.574** [-2.53]
<b>Size</b>	-0.00151** [-2.46]	-0.00151** [-2.46]	0.000628 [1.10]	0.000601 [1.06]
<b>Age</b>	0.0774*** [4.51]	0.0773*** [4.51]	0.113*** [6.75]	0.113*** [6.76]
<b>Tax</b>	0.179*** [45.82]	0.179*** [45.81]	0.184*** [46.73]	0.184*** [46.73]
<b>Tang</b>	-0.0200** [-2.14]	-0.0188** [-2.01]	-0.0353*** [-6.76]	-0.0340*** [-6.60]
<b>_cons</b>	0.0220** [2.36]	0.0220** [2.36]	0.0121** [2.11]	0.0123** [2.13]
<b>Số quan sát</b>	9288	9288	9288	9288
<b>Kiểm định Sargan</b>	0.350	0.325	0.015	0.014
<b>Tự hồi quy bậc 2 - AR(2)</b>	0.691	0.668	0.679	0.650

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

**Bảng 4.14 Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROE**

ROE	Mô hình 2.a	Mô hình 2.b	Mô hình 2.c	Mô hình 2.d
<b>DA</b>	0.605*** [4.11]		0.632** [2.44]	
<b>SDA</b>		0.690*** [4.57]		0.715** [2.51]
<b>LDA</b>		-0.361 [-0.10]		-0.474 [-0.15]
<b>ACR</b>	-0.133*** [-5.02]	-0.142*** [-5.32]		
<b>ICP</b>	-0.162 [-0.86]	-0.166 [-0.88]		
<b>APP</b>	0.0348*** [9.77]	0.0348*** [9.76]		
<b>CCC</b>			-1.781 [-1.48]	-1.864 [-1.51]
<b>Size</b>	0.000547 [0.23]	0.000549 [0.23]	0.00403* [1.86]	0.00393* [1.81]
<b>Age</b>	0.165** [2.52]	0.164** [2.51]	0.220*** [3.45]	0.220*** [3.45]
<b>Tax</b>	0.384*** [25.72]	0.384*** [25.71]	0.396*** [26.28]	0.396*** [26.27]
<b>Tang</b>	-0.104*** [-2.91]	-0.0987*** [-2.75]	-0.109*** [-4.84]	-0.105*** [-4.80]
<b>_cons</b>	0.0431 [1.21]	0.0428 [1.20]	0.0102 [0.42]	0.0111 [0.45]
<b>Số quan sát</b>	9288	9288	9288	9288
<b>Kiểm định Sargan</b>	0.79	0.774	0.742	0.723
<b>Tự hồi quy bậc 2 - AR(2)</b>	0.558	0.566	0.158	0.159

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

(Kết quả chi tiết cho từng mô hình được trình bày ở phụ lục 4 đến phụ lục 11, mục 6).

#### 4.5.2. Kết quả kiểm định

Kết quả kiểm định Sargan test cho thấy không có hiện tượng nội sinh xảy ra trong mô hình. Bởi vì các giá trị p của kiểm định Sargan đều lớn hơn  $\alpha$  (1%) cho

thấy giả thuyết  $H_0$  các biến là ngoại sinh được chấp nhận ở mức ý nghĩa 1%.

Kết quả kiểm định tự tương quan Arellano-Bond AR(2) cũng cho thấy không có hiện tượng tự tương quan xảy ra ở tất cả các bậc của mô hình với mức ý nghĩa 1%.

Ngoài ra để ước lượng không bị yếu, số lượng các biến công cụ phải nhỏ hơn hoặc bằng các nhóm. Kết quả ước lượng được trình bày ở phụ lục 4 đến phụ lục 11, mục 6 đều có số lượng biến công cụ nhỏ hơn số nhóm, đảm bảo tính vững của mô hình.

#### **4.6. KẾT QUẢ TỪ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU**

Sau khi thực hiện lựa phân tích hồi quy, kiểm định và khắc phục các khuyết tật của các mô hình theo GLS và GMM, tác giả trình bày kết quả tổng hợp vào bảng dưới đây

**Bảng 4.15: Kết quả hồi quy phương pháp GLS và GMM với biến phụ thuộc ROA**

Biến phụ thuộc ROA	Mô hình 1.a		Mô hình 1.b		Mô hình 1.c		Mô hình 1.d	
	GLS	GMM	GLS	GMM	GLS	GMM	GLS	GMM
<b>DA</b>	0.100*** [10.42]	0.0759** [1.97]			0.0936*** [9.25]	0.156*** [2.98]		
<b>SDA</b>			0.118*** [11.46]	0.0978** [2.48]			0.108*** [10.00]	0.179*** [3.14]
<b>LDA</b>			-0.00817 [-0.03]	-0.866 [-0.96]			0.0301 [0.11]	-0.445 [-0.52]
<b>ACR</b>	-0.0191*** [-9.16]	-0.0227*** [-3.29]	-0.0211*** [-9.90]	-0.0252*** [-3.60]				
<b>ICP</b>	-0.0108*** [-2.73]	0.0254 [0.51]	-0.0107*** [-2.73]	0.0239 [0.48]				
<b>APP</b>	0.0216*** [27.21]	0.0201*** [21.52]	0.0216*** [27.12]	0.0201*** [21.51]				
<b>CCC</b>					-0.00163*** [-8.15]	-0.554** [-2.49]	-0.00177*** [-8.80]	-0.574** [-2.53]
<b>Size</b>	-0.00255*** [-11.30]	-0.00151** [-2.46]	-0.0025*** [-11.29]	-0.00151** [-2.46]	-0.00167*** [-6.83]	0.000628 [1.10]	-0.00164*** [-6.79]	0.000601 [1.06]
<b>Age</b>	0.0397*** [5.04]	0.0774*** [4.51]	0.0393*** [5.04]	0.0773*** [4.51]	0.0635*** [6.96]	0.113*** [6.75]	0.0632*** [6.96]	0.113*** [6.76]

<b>Tax</b>	0.267*** [62.01]	0.179*** [45.82]	0.266*** [62.30]	0.179*** [45.81]	0.274*** [63.55]	0.184*** [46.73]	0.272*** [63.75]	0.184*** [46.73]
<b>Tang</b>	-0.00668*** [-4.51]	-0.0200** [-2.14]	-0.0052*** [-3.51]	-0.0188** [-2.01]	-0.00878*** [-5.98]	-0.0353*** [-6.76]	-0.00805*** [-5.59]	-0.0340*** [-6.60]
<b>_cons</b>	0.0273*** [12.70]	0.0220** [2.36]	0.0269*** [12.61]	0.0220** [2.36]	0.0178*** [7.81]	0.0121** [2.11]	0.0176*** [7.85]	0.0123** [2.13]
<b>Số quan sát</b>	9288	9288	9288	9288	9288	9288	9288	9288
<b>Kiểm định Sargan</b>		0.35		0.325		0.015		0.014
<b>Tự hồi quy bậc 2 - AR(2)</b>		0.691		0.668		0.679		0.65

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

**Bảng 4.16: Kết quả hồi quy phương pháp GLS và GMM với biến phụ thuộc ROE**

Biến phụ thuộc ROE	Mô hình 2.a		Mô hình 2.b		Mô hình 2.c		Mô hình 2.d	
	GLS	GMM	GLS	GMM	GLS	GMM	GLS	GMM
<b>DA</b>	0.552*** [22.29]	0.605*** [4.11]			0.488*** [19.56]	0.632** [2.44]		
<b>SDA</b>			0.613*** [22.89]	0.690*** [4.57]			0.534*** [20.15]	0.715** [2.51]
<b>LDA</b>			1.283** [2.12]	-0.361 [-0.10]			1.490** [2.33]	-0.474 [-0.15]
<b>ACR</b>	-0.0833*** [-14.50]	-0.133*** [-5.02]	-0.0905*** [-15.40]	-0.142*** [-5.32]				
<b>ICP</b>	-0.0409*** [-4.46]	-0.162 [-0.86]	-0.0395*** [-4.34]	-0.166 [-0.88]				
<b>APP</b>	0.0412*** [24.68]	0.0348*** [9.77]	0.0415*** [24.80]	0.0348*** [9.76]				
<b>CCC</b>					-0.686*** [-13.60]	-1.781 [-1.48]	-0.727*** [-14.33]	-1.864 [-1.51]
<b>Size</b>	-0.00141*** [-3.02]	0.000547 [0.23]	-0.00138*** [-2.96]	0.000549 [0.23]	0.000877* [1.77]	0.00403* [1.86]	0.000859* [1.74]	0.00393* [1.81]
<b>Age</b>	0.0405*** [2.78]	0.165** [2.52]	0.0407*** [2.83]	0.164** [2.51]	0.0969*** [6.11]	0.220*** [3.45]	0.0985*** [6.29]	0.220*** [3.45]

<b>Tax</b>	0.525*** [60.95]	0.384*** [25.72]	0.521*** [62.15]	0.384*** [25.71]	0.538*** [65.13]	0.396*** [26.28]	0.531*** [67.09]	0.396*** [26.27]
<b>Tang</b>	-0.0366*** [-11.74]	-0.104*** [-2.91]	-0.0327*** [-10.81]	-0.0987*** [-2.75]	-0.0444*** [-14.94]	-0.109*** [-4.84]	-0.0419*** [-14.86]	-0.105*** [-4.80]
<b>_cons</b>	0.0330*** [8.08]	0.0431 [1.21]	0.0318*** [7.81]	0.0428 [1.20]	0.0108*** [2.59]	0.0102 [0.42]	0.0106*** [2.58]	0.0111 [0.45]
<b>Số quan sát</b>	8794	9288	8794	9288	9288	9288	9288	9288
<b>Kiểm định Sargan</b>	0.448		0.448		0.451		0.451	
<b>Tự hồi quy bậc 2 - AR(2)</b>		0.79		0.774		0.742		0.723

(Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 12.0)

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Sau khi lựa chọn mô hình và khắc phục khuyết tật, tác giả xem xét kết quả hồi quy của Bảng 4.15 và Bảng 4.16 để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu đã được đề cập ở chương 3:

**Giả thuyết H1:** *nêu ra rằng “Cấu trúc vốn có sử dụng nhiều nợ vay sẽ tác động cùng chiều đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp”.*

Theo kết quả hồi quy, trong giai đoạn 2006 – 2014, ta thấy biến tổng nợ trên tổng tài sản (DA) tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của khối SME và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1% và 5% cho cả 4 mô hình (1.a, 1.c, 2.a và 2.c) và cả ở phương pháp hồi quy GLS và GMM. Cụ thể hệ số hồi quy  $\beta_{DA}$  từ khoảng 0.0759 - 0.156 khi tác động đến biến ROA (bảng 4.15) và  $\beta_{DA}$  trong khoảng 0.605 - 0.632 khi tác động đến biến ROE (bảng 4.16), nghĩa là: với các yếu tố khác không đổi, nếu DA tăng (giảm) 1% thì mức ROA của khối SME tăng (giảm) trong khoảng 0.0759 - 0.156%; Với các yếu tố khác không đổi, nếu DA tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROE của khối SME tăng (giảm) trong khoảng 0.605 - 0.632%.

Kết quả này khẳng định giả thuyết H1 “Cấu trúc vốn có sử dụng nhiều nợ vay sẽ tác động cùng chiều đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp” là phù hợp với khối SME. Các SME có tỷ lệ nợ vay trong tổng tài sản cao sẽ mang lại hiệu quả quản trị tài chính tốt hơn. Điều này phù hợp với lý thuyết tín hiệu của Ross (1977), cho thấy cấu trúc vốn có nợ vay là đáng tin cậy, vì nếu dòng tiền tương lai không xảy ra, doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với chi phí phá sản. Kết quả này cũng phù hợp với thực tiễn hoạt động của SME với nhu cầu thiếu hụt nguồn vốn và việc sử dụng nợ vay sẽ làm giảm chi phí tài chính cho doanh nghiệp (vì thường chi phí nợ vay sẽ thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu) đồng thời sẽ mang lại lợi ích từ tấm lá chắn thuế và lãi vay cho doanh nghiệp.

Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Berger (2006), Trần Hùng Sơn và Trần Việt Hoàng (2008), đã tìm thấy tổng nợ có mối quan hệ cùng chiều đối với hiệu quả quản trị tài chính; Xu (2005), cho thấy mối quan hệ vững chắc về hiệu quả tài chính được đo lường bằng ROE với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có mối quan hệ cùng chiều. Tương tự với Abor (2005), và các kết quả này hỗ trợ cho lý thuyết của Modigliani và Miller (1958), và lý thuyết tín hiệu thị trường của Ross (1977).



**Giả thuyết H2:** *Nợ vay ngắn hạn có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp*

Để xem xét sự khác biệt trong tác động của nợ dài hạn/tổng tài sản (LDA) và nợ ngắn hạn/tổng tài sản (SDA) đối với hiệu quả quản trị tài chính, tác giả xây dựng mô hình 1(a,c), 2(a,c) để làm rõ giả thuyết H2 và H3 bằng cách tóm tắt lên bảng 4.15 và 4.16.

Từ kết quả của bảng 4.15 và 4.16, trong cả 02 phương pháp hồi quy GMM và GLS ta thấy biến SDA tác động tích cực đến biến phụ thuộc và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1% và 5% đối với PT (1a, 1c) (biến phụ thuộc là ROA); PT (2a, 2c) (biến phụ thuộc là ROE). Cụ thể: hệ số hồi quy  $\beta_{SDA}$  từ khoảng 0.0978 - 0.179 khi tác động đến biến ROA (bảng 4.15) và  $\beta_{SDA}$  trong khoảng 0.690 - 0.715 khi tác động đến biến ROE (bảng 4.16). Nghĩa là: với các yếu tố khác không đổi, nếu SDA tăng (giảm) 1% thì mức ROA của khối SME tăng (giảm) trong khoảng 0.0978 - 0.179%; Với các yếu tố khác không đổi, nếu SDA tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROE của khối SME tăng (giảm) trong khoảng 0.690 - 0.715 đơn vị. Cho thấy sử dụng nợ vay ngắn hạn trong cấu trúc vốn có tác động làm tăng hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.

Kết quả này khẳng định giả thuyết H2 “Nợ vay ngắn hạn có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp” là phù hợp đối với các Doanh nghiệp nhỏ và vừa. Trên thực tế, nợ ngắn hạn có ưu điểm là dễ huy động hơn, rủi ro lãi suất và tỷ giá ít hơn hoặc dễ dự đoán hơn; tuy nhiên lại gây áp lực lên các hệ số về khả năng thanh toán của doanh nghiệp và trong tổng nợ của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa (đã được kiểm định là có tác động cùng chiều đến hiệu quả quản trị tài chính ở trên) thì nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn (trung bình chiếm khoảng từ 90% đến 95%). Như vậy, nếu tổng nợ tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp thì nợ ngắn đóng vai trò chủ yếu.

Kết quả của nghiên cứu này cũng giống với kết quả nghiên cứu của Abor (2005), Amjed (2007), Trần Hùng Sơn và Trần Việt Hoàng (2008). Nghiên cứu này cho thấy rằng nợ ngắn hạn ít tốn chi phí và các SME ở thành phố Hồ Chí Minh giai

đoạn 2006-2014 đã sử dụng hiệu quả các khoản nợ vay ngắn hạn. Thế nên với nghiên cứu này các SME tăng nợ vay ngắn hạn sẽ vẫn tăng hiệu quả tài chính.

**Giả thuyết H3:** *Nợ vay dài hạn có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.*

Với bảng 4.15 và bảng 4.16 để làm rõ giả thuyết H3 Nợ vay dài hạn có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp, kết quả hồi quy cho thấy tác động của LDA là không rõ ràng ở các mô hình với các phương pháp hồi quy. Trong khi kết quả hồi quy GLS cho thấy LDA tác động cùng chiều có ý nghĩa thống kê ở mô hình 2.b và 2.d thì lại tác động ngược chiều không có ý nghĩa thống kê ở mô hình 1.b và 1.d. Ngược lại kết quả hồi quy GMM cho thấy LDA tác động ngược chiều và không có ý nghĩa thống kê ở cả 8 mô hình. Điều này cho thấy, các khuyết tật của mô hình có ảnh hưởng đáng kể đến mức ý nghĩa thống kê của các biến, làm cho kết quả hồi quy của các mô hình theo phương pháp GLS không còn đạt độ tin cậy. Các khuyết tật này sau khi được khắc phục bằng phương pháp hồi quy GMM cho kết quả phù hợp với kết quả nghiên cứu của Han (2012); Salim và Yadav (2012); Salehi và Mahmoodi (2011); Zeitun và Tian (2007); Amjed (2007).

Trên thực tế, đối với các SME, trong giai đoạn 2006 – 2014, ta thấy tỷ trọng của LDA là khá nhỏ trong tổng nợ (trung bình chiếm 5% đến 10%) và kết quả hồi quy bằng GMM cũng chưa tìm thấy bằng chứng thống kê cho tác động của LDA đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản là 2,46% là khá nhỏ trong tổng nợ, cho thấy các công cụ tài chính khác chưa được các doanh nghiệp khai thác hiệu quả.

Đặc thù của khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể giảm đầu tư vào tài sản cố định bằng cách thuê mướn cơ sở và thiết bị. Tuy nhiên không có cách nào tránh khỏi đầu tư vào tài sản ngắn hạn để phục vụ cho sản xuất, do đó, tài sản ngắn hạn (nguồn ngắn hạn) có ý nghĩa đặc biệt đối với giám đốc tài chính của Doanh nghiệp nhỏ và vừa. Ngoài ra, một Doanh nghiệp nhỏ và vừa khó tiếp cận với thị trường vốn dài hạn, do đó họ phải trông cậy nhiều hơn vào nguồn ngắn hạn.

Đối với việc ít sử dụng các nguồn tài trợ bằng nợ mang tính dài hạn của các

doanh nghiệp Việt Nam, tác giả cho rằng lý do quan trọng hơn hết là do những khiếm khuyết của bản thân thị trường tài chính và thói quen cũng như mức độ hiểu biết của doanh nghiệp đối với loại hình tài trợ này. Theo quan sát các báo cáo tài chính, công cụ thuê tài chính - một hình thức của tài trợ bằng nợ dài hạn - được rất ít các doanh nghiệp sử dụng.

Trong thực tế SME đang được vận hành trên hệ thống quản trị thiếu hẳn những bộ phận chuyên gia được đào tạo bài bản nhằm đưa ra những sách lược kinh doanh lâu dài cũng như sách lược tài chính đúng đắn cũng đã phần nào hạn chế và sử dụng nợ dài hạn chưa hiệu quả.

Ta sử dụng bảng 4.15 và 4.16 có biến độc lập là kỳ thu tiền của khách hàng (ACR), kỳ lưu kho bình quân (ICP), kỳ phải trả cho khách hàng (APP), kỳ luân chuyển tiền (CCC) để làm rõ các giả thuyết H4, H5, H6, H7 và 2 bảng trên cho thấy một cách tổng quát tác động của các biến độc lập và biến kiểm soát lên hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.

**Giả thuyết H4:** *nêu ra rằng “Số ngày thu tiền bình quân sẽ tác động ngược chiều đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp”.*

Từ kết quả trên ta thấy biến kỳ thu tiền bình quân (ACR) tác động ngược chiều và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa là 1% ở các mô hình 1.a, 1.b, 2.a và 2.b kể cả ở phương pháp GLS và GMM. Cụ thể hệ số hồi quy  $\beta_{ACR}$  từ khoảng (-0.0211 đến -0.0191) khi tác động đến biến ROA (bảng 4.48) và  $\beta_{ACR}$  trong khoảng (-0.0905 đến -0.0833) khi tác động đến biến ROE (bảng 4.49). Điều này hàm ý rằng với các yếu tố khác không đổi, nếu ACR tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROA của khối SME giảm (tăng) trong khoảng (-0.0211 đến -0.0191) đơn vị; với các yếu tố khác không đổi, nếu ACR tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROE của khối SME giảm (tăng) trong khoảng (-0.0905 đến -0.0833) đơn vị. Kết quả này khẳng định giả thuyết H4 cho rằng ACR có tác động ngược chiều đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp, cho thấy nếu rút ngắn ngày thu tiền khách hàng có tác động tích cực đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp đối với các Doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết quản trị tài chính, bởi vì trong

trường hợp nếu các yếu tố khác không đổi thì số ngày thu tiền bình quân tăng đồng nghĩa với việc gia tăng các khoản phải thu; từ đó làm giảm dòng thu nhập thực tế của doanh nghiệp và do đó ảnh hưởng gián tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Như Mathuva (2010) đã giải thích rằng khách hàng càng thanh toán hóa đơn sớm, công ty càng có nhiều tiền mặt để tái đầu tư, do vậy doanh số đạt được càng cao, dẫn đến khả năng sinh lợi cao hơn.

Kết quả này giống với nghiên cứu của Dong và Su (2010), Ashraf (2012). Thực tế cho thấy, các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trong giai đoạn 2006 đến 2014, số ngày thu tiền bình quân là 93 ngày, tương ứng là 3 tháng để thu hồi công nợ, trong khi đó đối với công ty niêm yết trên thị trường chỉ là 41 ngày tương ứng là hơn 1 tháng. Mỗi quan hệ ngược chiều này và kết quả thống kê cho thấy SME nhìn chung hiện tại chưa có chính sách bán hàng hiệu quả và nếu doanh nghiệp rút ngắn được số ngày thu tiền bình quân thì sẽ tăng hiệu quả quản trị tài chính.

***Giả thuyết H5:** Số ngày tồn kho bình quân có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.*

Theo lý thuyết quản trị tài chính, mỗi chu kỳ kinh doanh, vốn của doanh nghiệp được chuyển hóa qua các dạng từ tiền mặt đến hàng tồn kho, khoản phải thu và trở về hình thái cơ bản ban đầu là tiền mặt. Sự trục trặc trong quá trình luân chuyển vốn sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động quản trị tài chính của doanh nghiệp, hàm ý rằng kỳ lưu kho, kỳ thanh toán và chu kỳ luân chuyển tiền càng ngắn khả năng sinh lợi càng cao. Kỳ lưu kho ngắn, tức là hàng tồn kho được luân chuyển nhanh hơn, nên khả năng sinh lợi cao hơn.

Với phương pháp hồi quy GLS thì ICP tác động ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính ở cả 4 mô hình 1.a, 1.b, 2.a và 2.b với mức ý nghĩa là 1%. Cụ thể hệ số hồi quy  $\beta_{ICP}$  từ khoảng (-0.0108 đến -0.0107) khi tác động đến biến ROA (bảng 4.48) và  $\beta_{ICP}$  trong khoảng (-0.0409 đến -0.0395) khi tác động đến biến ROE (bảng 4.49), hàm ý rằng với các yếu tố khác không đổi, nếu ACR tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROA của khối SME giảm (tăng) trong khoảng (-0.0108 đến -0.0107) đơn vị; với các yếu tố khác không đổi, nếu ICP tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROE của

khối SME giảm (tăng) trong khoảng (-0.0409 đến -0.0395) đơn vị. Tuy nhiên do ICP được phát hiện là biến nội sinh trong cả 4 mô hình, nghĩa là ICP có tương quan với sai số của mô hình làm mất đi tính vững của mô hình. Để khắc phục, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GMM với biến công cụ là biến trễ của ICP. Kết quả hồi quy bằng phương pháp GMM cho thấy biến số ngày tồn kho bình quân (ICP) mặc dù có mối quan hệ ngược chiều đến biến phụ thuộc tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê hàm ý rằng không có bằng chứng thống kê cho thấy ICP thật sự tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Điều này có thể là do hạn chế của số liệu mà tác giả thu thập được

Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Afeef (2010), Garcia-Teruel và Martinez-Solano (2003), Từ Thị Kim Thoa và Nguyễn Thị Uyên Uyên, cùng với nghiên cứu của Nguyễn Ngọc Hân (2012).

***Giả thuyết H6: Số ngày trả tiền bình quân có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.***

Từ kết quả trên ta thấy biến ngày trả tiền bình quân (APP) có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa là 1% cho cả 4 mô hình 1.a, 1.b, 2.a và 2.b ở cả phương pháp hồi quy GLS và GMM. Cụ thể hệ số hồi quy  $\beta_{APP}$  là 0.0216 khi tác động đến biến ROA (bảng 4.15) và  $\beta_{APP}$  trong khoảng 0.0412 - 0.0415 khi tác động đến biến ROE (bảng 4.16), nghĩa là: với các yếu tố khác không đổi, nếu APP tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROA của khối SME tăng (giảm) 0.0216 đơn vị; Với các yếu tố khác không đổi, nếu APP tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROE của khối SME tăng (giảm) trong khoảng 0.0412 - 0.0415 đơn vị.

Khoản chi phí phải trả cho nhà cung cấp thực chất có thể xem như là một nguồn tài trợ dưới hình thức tín dụng thương mại. Doanh nghiệp càng trì hoãn việc trả tiền cho nhà cung cấp, số ngày trả tiền sẽ gia tăng giúp doanh nghiệp rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền để tăng hiệu quả quản trị vốn lưu động, góp phần làm tăng hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.

Kết quả này phù hợp với nghiên cứu Lazardidis và Tryfonidis (2006), Arun và Ramanan (2012), Nguyễn Ngọc Hân (2012), các nghiên cứu trên cho rằng các công

ty cố gắng trì hoãn các khoản thanh toán cho nhà cung cấp để tận dụng nguồn tài trợ với chi phí rẻ và tiền mặt từ việc hoãn thanh toán tốt hơn cho việc dụng vốn luân chuyển của công ty mình. Việc trì hoãn thanh toán thường được kéo dài lâu nhất có thể, nhưng không phá hủy mối quan hệ kinh doanh với nhà cung cấp, không làm ảnh hưởng đến uy tín của công ty.

***Giả thuyết 7:** Kỳ luân chuyển tiền có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.*

Kết quả hồi quy ở cả 2 phương pháp GLS và GMM đối với mô hình 1.c và 1.d để xem xét tác động của kỳ luân chuyển tiền (CCC) đều cho thấy biến CCC có tác động ngược chiều đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Trong khi phương pháp hồi quy GLS cho thấy CCC có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa là 1% cho cả 4 mô hình thì phương pháp GMM cho thấy CCC chỉ có ý nghĩa thống kê với mức 5% ở mô hình 1.c và 1.d. Mặc dù vậy, kết quả hồi quy cho thấy CCC có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp. Theo kết quả này, nếu CCC bị kéo dài thì hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp sẽ kéo giảm. Theo lý thuyết về quản trị vốn lưu động, tiền mặt là tài sản không sinh lợi, do vậy nếu đồng tiền không được luân chuyển một cách nhanh chóng sẽ làm mất cơ hội tạo ra lợi ích cho doanh nghiệp. Vì vậy rút ngắn CCC sẽ làm gia tăng hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.

Cụ thể, với hệ số hồi quy  $\beta_{ccc}$  từ khoảng (-0.00167 đến -0.00164) khi tác động đến biến ROA (bảng 4.15) và  $\beta_{ccc}$  trong khoảng (-0.686 đến -0.727) khi tác động đến biến ROE (bảng 4.16), nghĩa là: với các yếu tố khác không đổi, nếu CCC tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROA của khối SME giảm (tăng) trong khoảng -0.00167 đến -0.00164 đơn vị; với các yếu tố khác không đổi, nếu CCC tăng (giảm) 1 đơn vị thì mức ROE của khối SME giảm (tăng) trong khoảng (-0.686 đến -0.727) đơn vị.

Kết quả từ bảng 4.15 và bảng 4.16 của mô hình này tương đồng với hầu hết các kết quả nghiên cứu trước đây trên thế giới cũng như tại Việt Nam. Mối tương quan ngược chiều giữa CCC và hiệu quả tài chính có thể giải thích rằng việc tối thiểu hóa đầu tư vào vốn luân chuyển có thể giúp doanh nghiệp thúc đẩy gia tăng

lợi nhuận, Điều này đảm bảo rằng tiền mặt không được duy trì trong kinh doanh quá lâu, nó phải được xoay vòng nhanh và dùng để tạo ra lợi nhuận cho công ty.

Như vậy, từ kết quả phân tích hồi quy, ta có cơ sở để chấp nhận 7 giả thuyết nghiên cứu ở chương 3. Dấu của các hệ số DA, SDA, LDA, ACR, ICP, APP, CCC trong các mô hình đều thống nhất với giả thuyết ban đầu, tuy nhiên LDA không có ý nghĩa kê trong cả 2 phương pháp hồi quy GLS và GMM; ICP không có ý nghĩa thống kê ở phương pháp hồi quy GMM. Điều này có thể được giải thích do bộ số liệu thu thập là từ các Doanh nghiệp nhỏ và vừa vốn ưa thích sử dụng nợ ngắn hạn và hoạt động trong các lĩnh vực cung cấp dịch vụ, nơi hàng tồn kho có tỷ trọng thấp và như vậy thời gian lưu kho bình quân ít ảnh hưởng đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.

Ngoại trừ các vấn đề trên thì kết quả hồi quy các biến độc lập còn lại ủng hộ giả thuyết cho rằng cấu trúc vốn của SME đang tác động tích cực đến hiệu quả quản trị tài chính. Đối với vốn luân chuyển thì rút ngắn kỳ luân chuyển tiền mặt, Số ngày thu tiền bình quân, Số ngày tồn kho bình quân sẽ làm tăng hiệu quả quản trị tài chính. Đồng thời cũng chấp nhận giả thuyết trì hoãn kỳ thanh toán bình quân cũng làm gia tăng hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhưng đảm bảo không phá hủy mối quan hệ kinh doanh với nhà cung cấp, làm mất uy tín của doanh nghiệp.

### **Ảnh hưởng của các biến kiểm soát đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp**

Đối với các biến kiểm soát trong mô hình, quy mô của doanh nghiệp (Size) và tỷ lệ tài sản cố định/tổng tài sản (Tang) có tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy với khối SME thì các doanh nghiệp có quy mô nhỏ đang hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp lớn hơn. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu không ủng hộ qua điểm giá trị tài sản cố định cao thì mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp; hàm ý rằng các Doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay chưa sử dụng hiệu quả tài sản cố định và nếu SME gia tăng tỷ lệ Tang thì lại giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Điều này đặt ra cho các Doanh nghiệp nhỏ và vừa

những thách thức và các giải pháp để nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản cố định của doanh nghiệp.

Độ tuổi của doanh nghiệp (Age) trong mẫu nghiên cứu tương quan cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính và có ý nghĩa thống kê trong tất cả các mô hình nghiên cứu và ở các phương pháp GLS cũng như GMM. Điều này cho thấy trong giai đoạn 2006 đến 2014 các Doanh nghiệp nhỏ và vừa kinh doanh sản xuất lâu năm có lợi thế hơn các doanh nghiệp non trẻ và các doanh nghiệp non trẻ dễ bị tổn thương hơn trước những biến động của nền kinh tế. Kết hợp với tác động của Size, có thể dễ dàng nhận thấy rằng: trong khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa thì doanh nghiệp nào có quy mô nhỏ và thời gian hoạt động lâu thường có hiệu quả quản trị tài chính tốt và ngược lại. Điều này phù hợp với bản chất của Doanh nghiệp nhỏ và vừa là các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Đối với biến thuế thu nhập doanh nghiệp/lợi nhuận trước thuế và lãi vay (Tax) tác động cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp có ý nghĩa thống kê ở cả 4 mô hình với phương pháp GLS và GMM. Điều này cho thấy với Doanh nghiệp nhỏ và vừa nộp thuế vào ngân sách nhiều hơn sẽ mang lợi hiệu quả tài chính tốt hơn, điều này phù hợp với thực tế tương quan với việc doanh nghiệp có lợi nhuận hiệu quả quản trị tài chính tốt hơn sẽ đóng góp vào ngân sách nhà nước nhiều hơn.

#### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 4**

Trong chương 4, tác giả đã thực hiện lựa chọn mô hình cho phù hợp và tiến hành đi khắc phục mô hình, và thực hiện hồi quy. Thông qua các kết quả hồi quy, tác giả đã kiểm định các giả thuyết được đặt ra ở chương 3 và có kết luận về sự tác động của các biến độc lập đến biến phụ thuộc.

Trong chương 5 cũng là chương cuối của nghiên cứu này, tác giả sẽ đưa ra những kiến nghị phù hợp với nội dung nghiên cứu cũng như môi trường nghiên cứu và kết luận lại toàn bộ quá trình nghiên cứu.



## CHƯƠNG 5

### KẾT LUẬN VÀ GIẢI PHÁP

Tổng hợp các kết quả nghiên cứu của luận án, từ đó tác giả đưa ra một số chính sách nhằm hoàn thiện chính sách quản lý cấu trúc vốn, vốn luân chuyển để doanh nghiệp đạt được tối ưu về hiệu quả quản trị tài chính. Ngoài ra, luận án còn có những gợi ý chính sách hỗ trợ nguồn vốn cho doanh nghiệp nhỏ và vừa từ nhà nước, từ các định chế tài chính khác

#### **5.1. KẾT LUẬN VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TRÊN ĐỊA BÀN TP. HCM**

Mục tiêu của quản trị tài chính của doanh nghiệp là đưa ra quyết định tài chính, như quyết định đầu tư, quyết định tài trợ, quyết định phân phối thì trong đó quyết định được xem là quyết định quan trọng nhất trong các quyết định tài chính của công ty vì nó tạo ra giá trị doanh nghiệp Nguyễn Minh Kiều (2014). Quyết định đầu tư tài sản lưu động, sử dụng đòn bẩy là yếu tố không thể không đề cập đến khi đánh giá tình hình tài chính của công ty qua các con số trong báo cáo tài chính. Một cấu trúc vốn và vốn luân chuyển phù hợp sẽ dẫn dắt công ty đi đến những thành công cũng như tối đa hóa lợi ích cho chủ doanh nghiệp, ngược lại một quyết định sai lầm về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển sẽ khiến doanh nghiệp trả giá rất đắt, thậm chí có thể bị phá sản hay phải bán các tài sản của mình để cơ cấu lại hoạt động. Do đó, xác định được xu hướng tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển lên hiệu quả quản trị tài chính là điều rất quan trọng để doanh nghiệp có hướng đi đúng đắn trong thị trường đầy cạnh tranh.

Từ cơ sở trên tác giả đã mô tả phân tích thực trạng cấu trúc vốn, vốn luân chuyển và hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành phố HCM giai đoạn 2006 đến 2014. Ngoài ra, tác giả đã thực hiện khảo sát các doanh nghiệp nhỏ và vừa về cách thức quản lý cấu trúc vốn và vốn luân chuyển hiện nay trên địa bàn Thành phố HCM. Từ đó, tác giả sẽ đưa ra những tồn tại hạn chế về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố HCM.

Với nghiên cứu thực nghiệm, tác giả đã sử dụng dữ liệu bảng với 9.288 dữ liệu nghiên cứu của 1.032 doanh nghiệp hoạt động trên địa bàn Thành phố HCM từ năm 2006 đến năm 2014, theo 3 phương pháp phân tích hồi quy là Pooled OLS,

FEM, REM các biến độc lập là Tỷ lệ nợ hạn so với tổng tài sản (DA), Tỷ lệ nợ ngắn hạn so với tổng tài sản (SDA), Tỷ lệ nợ dài hạn so với tổng tài sản (LDA), Số ngày thu tiền bình quân (ACR), Số ngày tồn kho bình quân (ICP), Số ngày trả tiền bình quân, Quy mô công ty (Size), Độ tuổi của doanh nghiệp (Age), Số thuế (Tax), Tỷ lệ cơ cấu tài sản cố định (Tang). Tác giả nhận thấy mô hình FEM là mô hình phù hợp để thiết lập tác động của các biến độc lập và biến kiểm soát đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp dựa trên kiểm định F và kiểm định Hausman. Tuy nhiên, mô hình FEM vẫn có những khuyết tật như phương sai thay đổi, tự tương quan và hiện tượng nội sinh. Do đó, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GLS và GMM để khắc phục các khuyết tật của mô hình.

Như vậy, từ kết quả phân tích hồi quy GLS và GMM, ta có cơ sở để chấp nhận 7 giả thuyết nghiên cứu ở chương 3. Dấu của các hệ số DA, SDA, LDA, ACR, ICP, APP, CCC trong 8 mô hình đều thống nhất với dự báo ban đầu khi đặt giả thuyết, tuy nhiên kết quả hồi quy bằng phương pháp GMM cho thấy biến APP, ICP mặc dù có mối quan hệ ngược chiều đến biến phụ thuộc tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê hàm ý rằng không có bằng chứng thống kê cho thấy APP và ICP thật sự tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Kết quả nghiên cứu cho rằng cấu trúc vốn của Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang tác động tích cực đến hiệu quả quản trị tài chính. Đối với vốn luân chuyển thì rút ngắn kỳ luân chuyển tiền mặt, kỳ phải thu khách hàng, kỳ luân chuyển hàng tồn kho sẽ làm tăng hiệu quả quản trị tài chính. Đồng thời cũng chấp nhận giả thuyết trì hoãn kỳ thanh toán bình quân cũng làm gia tăng hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhưng đảm bảo không phá hủy mối quan hệ kinh doanh với nhà cung cấp, làm mất uy tín của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cũng đưa ra giải pháp cho các Doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam: hiệu quả quản trị tài chính sẽ cải thiện nếu chú trọng quản lý tốt cấu trúc vốn và vốn luân chuyển; đặc biệt là rút ngắn thời gian thu tiền khách hàng và kéo dài thời gian thanh toán cho chủ nợ.

## **5.2. MỘT SỐ GIẢI PHÁP VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ VỐN LUÂN CHUYỂN**

Kết quả phân tích sơ bộ trong chương 2 cho thấy hiệu quả quản trị tài chính của Doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Thành phố Hồ Chí Minh còn thấp, nguyên nhân chủ yếu là việc xây dựng cấu trúc vốn, sử dụng nợ vay, quản trị vốn luân chuyển và thu hồi, chi trả công nợ và quản lý hàng tồn kho chỉ mang tính chất đối phó, bộc phát, thiếu cơ sở khoa học và tầm nhìn dài hạn. Các lý thuyết và bằng chứng nghiên

cứu thực nghiệm của tác giả ở Chương 1 và Chương 4 đã minh chứng cho các nhận định trên. Vì vậy, trên cơ sở các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm đó, tác giả đưa ra các đề xuất giải pháp để nâng cao hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp trên cơ sở tái cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của Doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Thành phố Hồ Chí Minh. Cụ thể như sau:

### **5.2.1. Giải pháp xây dựng một cấu trúc vốn phù hợp để tăng hiệu quả quản trị tài chính tại doanh nghiệp SME**

Rõ ràng rằng không thể có một công thức chung để xác định cấu trúc vốn tối ưu cho tất cả các doanh nghiệp. Mỗi doanh nghiệp đều nên có một cấu trúc vốn mục tiêu riêng của mình, phù hợp với những tiêu chí chung của ngành, của thị trường tài chính và đặc điểm riêng của mình. Việc xây dựng một cấu trúc vốn mục tiêu, hay cũng chính là cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp nên được xem xét các yếu tố sau đây:

#### **5.2.1.1. Giải pháp chính sách về nợ ngắn hạn doanh nghiệp SME**

Dựa trên thực trạng chương 2 và kết quả nghiên cứu chương 4, chúng ta sẽ thấy: thực trạng cấu trúc vốn của Doanh nghiệp nhỏ và vừa nghiêng về vốn chủ sở hữu hơn là nợ vay (nợ vay chỉ chiếm 29.78% trên tổng tài sản). Theo kết quả hồi quy, trong giai đoạn 2006 – 2014, ta thấy biến tổng nợ trên tổng tài sản (DA) tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của khối SME và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1% và 5% cho cả 4 mô hình (1.a, 1.c, 2.a và 2.c) và cả ở phương pháp hồi quy GLS và GMM. Các SME có tỷ lệ nợ vay trong tổng tài sản cao sẽ mang lại hiệu quả quản trị tài chính tốt hơn. Tuy nhiên, thực tiễn hoạt động cho thấy Doanh nghiệp nhỏ và vừa với nhu cầu thiếu hụt nguồn vốn, khó tiếp cận với nguồn vốn nợ vay trong khi đó việc sử dụng nợ vay sẽ làm giảm chi phí tài chính cho doanh nghiệp (vì thường chi phí nợ vay sẽ thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu) đồng thời sẽ mang lại lợi ích từ tầm lá chắn thuế và lãi vay cho doanh nghiệp.

Để thực hiện điều chỉnh nợ vay ngắn hạn, gia tăng hiệu quả quản trị tài chính, doanh nghiệp có thể nghiên cứu và thực hiện các biện pháp cụ thể sau:

**Thứ nhất**, doanh nghiệp nên chuẩn bị tốt hồ sơ vay vốn, báo cáo tài chính minh bạch, lịch sử giao dịch tốt, thông tin tín dụng không có nợ quá hạn, mục đích vay rõ ràng... tất cả đều tăng khả năng tiếp cận vốn và giảm chi phí giao dịch từ các ngân hàng, cũng như các tổ chức tín dụng.

**Thứ hai**, đàm phán vay vốn từ cán bộ công nhân viên, các thành viên, cá nhân trong công ty hoặc ngoài công ty với lãi suất cao hơn lãi suất tiết kiệm của ngân

hàng có cùng kỳ hạn, khi vay phải có hợp đồng ký kết vay vốn. Việc này vừa có lợi cho chủ doanh nghiệp lẫn cá nhân cho vay vốn. Tuy nhiên, nguồn tài trợ này không ổn định và không mang tính chuyên nghiệp trong kinh doanh, nó bị giới hạn bởi thời gian và giá trị.

*Thứ ba*, doanh nghiệp đảm bảo thực hiện thanh toán tiền hàng cho nhà cung cấp theo đúng thỏa thuận, mục đích để gia tăng uy tín và vị thế của doanh nghiệp, từ đó tăng cường các hoạt động đàm phán mở rộng chính sách tín dụng thương mại, điều này cũng rất phù hợp với kết quả nghiên cứu của chương 4, cần tăng số ngày phải trả bình quân để gia tăng hiệu quả quản trị tài chính.

### **5.2.1.2. Giải pháp chiến lược nợ vay dài hạn trên thị trường vốn, sử dụng các công cụ tài chính tại doanh nghiệp SME**

Kết quả ở chương 4 đã cho thấy nợ vay dài hạn chỉ chiếm tỷ trọng từ 1,9% – 3,2%, rất nhỏ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy bằng GMM cũng chưa tìm thấy bằng chứng thống kê cho tác động của LDA đến hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản là 2,46% là khá nhỏ trong tổng nợ, cho thấy các công cụ tài chính khác chưa được các doanh nghiệp khai thác hiệu quả. Những nguyên nhân ảnh hưởng đến việc các doanh nghiệp có khuynh hướng ít hoặc không sử dụng nợ dài hạn là:

Chi phí đất đỏ cũng như các thủ tục để phát hành nợ vay vốn trung dài hạn của ngân hàng còn nhiều phức tạp mà doanh nghiệp chưa đáp ứng được.

Bộ phận SME đang được vận hành trên hệ thống quản trị quá tinh gọn, thiếu hẳn những bộ phận chuyên gia được đào tạo bài bản nhằm đưa ra những sách lược kinh doanh lâu dài phần nào đã hạn chế sự phát triển cũng như kèm hãm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nếu Doanh nghiệp nhỏ và vừa cắt giảm đầu tư vào tài sản cố định bằng cách thuê mướn cơ sở thiết bị, đầu tư và sử dụng hợp lý cho các nhu cầu về tài sản ngắn hạn (ví dụ như nguyên vật liệu, tồn kho, v.v...) nhằm phục vụ hoạt động sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp.

Đối với việc ít sử dụng các nguồn tài trợ bằng nợ mang tính dài hạn của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa, tác giả cho rằng lý do quan trọng hơn hết là do những khiếm khuyết của bản thân thị trường tài chính và thói quen cũng như mức độ hiểu biết của doanh nghiệp đối với loại hình tài trợ này. Theo quan sát các báo cáo tài chính, công cụ thuê tài chính - một hình thức của tài trợ bằng nợ dài hạn - được rất ít các doanh nghiệp sử dụng.

Tuy nhiên, đối với các Doanh nghiệp nhỏ và vừa có nhu cầu thực sự sử dụng nợ dài hạn cho chiến lược phát triển lâu dài của doanh nghiệp, tác giả đưa ra 2 biện pháp sau đây:

**Thứ nhất**, SME thường hạn chế vốn tự có, uy tín cũng như tài sản thế chấp, dẫn đến việc khó tiếp cận nguồn nợ vay dài hạn. Để đảm bảo cho việc mở rộng sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp cần đa dạng nguồn vốn vay dài hạn. Mà ở Việt Nam hiện nay, kênh huy động vốn dài hạn truyền thống của doanh nghiệp vẫn là vay nợ từ ngân hàng. Việc phụ thuộc quá lớn vào nguồn vốn ngân hàng làm cho các doanh nghiệp gặp rất nhiều hạn chế. Một trong những giải pháp cung cấp nguồn vốn dài hạn hiệu quả mà Doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay nên áp dụng là hình thức cho thuê tài chính (CTTC). Nguyên nhân chính thúc đẩy hoạt động CTTC phát triển nhanh là do nó thể hiện hình thức tài trợ có tính an toàn cao, tiện lợi và hiệu quả cho các bên giao dịch. Việc huy động vốn bằng việc đi thuê tài chính có lợi thế rất tốt để tài trợ cho các dự án đầu tư dây chuyền công nghệ hay cải tiến máy móc. Việc này cũng giúp cho Doanh nghiệp nhỏ và vừa đang sử dụng đúng mục tiêu chiến lược kinh doanh dài hạn.

**Thứ hai**, Các doanh nghiệp cũng có thể tìm nguồn tài trợ khác thông qua việc liên kết, liên doanh với các đối tác đầu tư, hoặc các quỹ đầu tư mạo hiểm cũng là một địa chỉ được ưa thích đối với nhiều doanh nghiệp đang trên đà tăng trưởng mạnh ở nhiều nước trên thế giới.

### **5.2.1.3. Những giải pháp khác về nợ vay cho doanh nghiệp SME**

Ngoài việc khai thác tối đa các lợi thế của riêng mình, mỗi doanh nghiệp nên có những điều chỉnh chính sách tài trợ phù hợp với tiêu chuẩn của ngành mà doanh nghiệp hoạt động. Nói chung, các doanh nghiệp thường có khuynh hướng tập trung sát mức tỷ lệ nợ của từng ngành để có thể phản ánh rằng phần lớn rủi ro kinh doanh mà doanh nghiệp gặp phải là do ngành hoạt động ấn định. Nếu một doanh nghiệp chấp nhận một cấu trúc vốn khác biệt với mức bình quân của ngành, họ phải thuyết phục các thị trường tài chính rằng rủi ro kinh doanh của mình khác biệt đáng kể với rủi ro của một doanh nghiệp trung bình trong ngành để đảm bảo cho cấu trúc vốn khác biệt này.

### **5.2.2. Giải pháp xây dựng vốn luân chuyển để quản trị tài chính doanh nghiệp hiệu quả tại doanh nghiệp SME**

Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra một số đề xuất chính sách nhằm tăng hiệu quả quản trị tài chính của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa khi quản lý vốn

luân chuyển. Vốn luân chuyển bao gồm quản lý tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn. Nếu như Doanh nghiệp nhỏ và vừa quản lý hiệu quả số ngày phải thu khách hàng, số ngày lưu kho, số ngày phải trả người bán và chu kỳ tiền mặt thì sẽ gia tăng hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp.

#### **5.2.2.1. Số ngày thu tiền bình quân**

Một trong những tồn tại dễ thấy ở chương 2, bộ phận SME hay ưu tiên tập trung vào sản xuất và kinh doanh, việc quá ưu ái cho bán hàng mà quên đi công tác thu hồi những công nợ phải thu đã phần nào làm cho nhu cầu nguồn vốn của doanh nghiệp tăng cao không cần thiết. Kết quả nghiên cứu cho thấy ACR (số ngày thu tiền bình quân) là tác động ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Đồng thời thực nghiệm cho thấy: các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trong giai đoạn 2006 đến 2014, số ngày thu tiền bình quân là 93 ngày, tương ứng là 3 tháng để thu hồi công nợ, trong khi đó đối với công ty niêm yết trên thị trường chỉ là 41 ngày tương ứng là hơn 1 tháng. Như vậy, kết quả nghiên cứu và kết quả thống kê cho thấy Doanh nghiệp SME chưa có chính sách bán hàng hiệu quả, bởi vì trong trường hợp nếu các yếu tố khác không đổi thì số ngày thu tiền bình quân tăng đồng nghĩa với việc gia tăng các khoản phải thu; từ đó làm giảm dòng thu nhập thực tế của doanh nghiệp và do đó ảnh hưởng gián tiếp đến hiệu quả tài chính của Doanh nghiệp nhỏ và vừa. Như Mathuva (2010) đã giải thích rằng khách hàng càng thanh toán hóa đơn sớm, công ty càng có nhiều tiền mặt để tái đầu tư, do vậy doanh số đạt được càng cao, dẫn đến khả năng sinh lợi cao hơn. Doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng bằng cách.

Để cải thiện các khoản phải thu, tác giả đưa ra biện pháp cụ thể sau đây:

**Thứ nhất**, nâng cao chất lượng sản phẩm, tạo vị thế trên thị trường, xây dựng bộ tiêu chuẩn bán chịu phù hợp với điều kiện cụ thể trong từng giai đoạn hoạt động của doanh nghiệp.

**Thứ hai**, chủ doanh nghiệp nên theo đuổi một chính sách tín dụng chặt chẽ với kỳ hạn thanh toán hợp lý. Khi quyết định thời hạn bán chịu, chủ doanh nghiệp phải xem xét các yếu tố như: rủi ro kinh doanh của khách hàng, khối lượng hàng mua, loại hàng hóa, đo lường chất lượng tín dụng, loại hình của công ty...

**Thứ ba**, Doanh nghiệp nhỏ và vừa nên theo dõi thường xuyên số ngày thu tiền bình quân và thời hạn thu các khoản phải thu, kiểm tra xem các khoản phải thu có đúng theo kế hoạch không.

**Thứ tư**, chiết khấu bằng tiền khi khách hàng thanh toán trước hạn hoặc chiết

khẩu theo khối lượng hàng cho những khách hàng sẵn sàng ký hợp đồng mua dài hạn.

**Thứ năm**, Doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể áp dụng hình thức dịch vụ “bao thanh toán”, với những doanh nghiệp thường xuyên bán chịu hàng hóa sẽ bán lại những khoản phải thu cho một công ty chuyên môn làm nghiệp vụ thu hồi nợ. Theo Nguyễn Minh Kiều (2014) nhờ sự chuyên môn hóa việc thu hồi nợ nên sau khi mua lại các khoản nợ, công ty mua nợ có thể nâng cao được hiệu suất thu hồi nợ và giảm lợi thế thu hồi nợ nhờ lợi thế về quy mô.

Công việc của quản lý các khoản phải thu không phải là tối thiểu hóa nợ xấu mà là tối đa hóa hiệu quả của quản trị tài chính, do đó đôi khi phải chấp nhận rủi ro như có nhiều khách hàng thường xuyên và đáng tin cậy của doanh nghiệp.

#### **5.2.2.2. Số ngày tồn kho bình quân**

Hàng tồn kho là nguồn cơ bản tạo ra doanh thu cho doanh nghiệp, đặc điểm là đối với doanh nghiệp sản xuất, thương mại, hàng tồn kho có vai trò là tấm đệm an toàn giữa các giai đoạn khác nhau trong chu kỳ sản xuất kinh doanh, dự trữ và tiêu thụ sản phẩm.

Với kết quả nghiên cứu trong chương 2 cho thấy thực trạng các Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh cần giảm kỳ lưu kho bình quân, tinh gọn những hạng mục có lượng hàng tồn kho lớn (hàng tồn kho đang chiếm tỷ trọng 31,2% trong tổng tài sản) từ đó sẽ đem lại dòng tiền đáng kể cho doanh nghiệp. Tuy nhiên do ICP được phát hiện là biến nội sinh trong cả 4 mô hình, nghĩa là ICP có tương quan với sai số của mô hình làm mất đi tính vững của mô hình. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GMM với biến công cụ là biến trễ của ICP. Kết quả hồi quy bằng phương pháp GMM cho thấy biến ICP mặc dù có mối quan hệ ngược chiều đến biến phụ thuộc tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê hàm ý rằng không có bằng chứng thống kê cho thấy ICP thật sự tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp. Điều này có thể là do đặc điểm, tính chất của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa hoặc hạn chế của số liệu mà tác giả thu thập được.

Thế nhưng, dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đó, tác giả cũng đưa ra giải pháp giúp chủ doanh nghiệp có thể rút ngắn thời gian lưu kho nhằm gia tăng hiệu quả quản trị tài chính bằng cách.

**Thứ nhất**, chủ doanh nghiệp cần có chính sách tồn kho, để cân bằng các mục tiêu khác nhau như: giảm chi phí sản xuất, giảm chi phí tồn kho, khắc phục yếu tố mùa vụ, chống lại biến động giá cả và tăng khả năng đáp ứng nhu cầu cho khách

hàng.

**Thứ hai**, để chủ động nguồn hàng nhưng vẫn không bị thua lỗ từ tồn kho lớn, các doanh nghiệp cần duy trì mức dự trữ vừa phải, biết xác định thời điểm đặt hàng, ưu tiên những mặt hàng bán chạy. Để biết mức tồn kho thế nào là hợp lý, chủ doanh nghiệp cần:

(i) Nắm bắt nhu cầu thị trường, tính toán lượng tồn kho thực tế. Chẳng hạn, muốn kiểm kê nhanh số lượng tồn kho, doanh nghiệp cần phân loại mặt hàng, đánh dấu ký tự, xem xét phiếu nhập kho cũng như tiến hành kiểm tra xem hàng nào còn tốt, hàng nào đã hao mòn hay hư hỏng.

(ii) Hoạch định cung ứng, doanh nghiệp cần đánh giá công suất sản xuất, năng lực tài chính và khả năng cung ứng hàng hóa (đầu vào) từ đối tác. Nếu các yếu tố trên đều theo hướng thuận lợi và doanh nghiệp đang kinh doanh trong môi trường không có nhiều biến động thì họ chỉ cần duy trì tồn kho ở mức tối thiểu. Tuy nhiên, nếu giá nguyên vật liệu đầu vào thay đổi hay cục diện cung cầu biến chuyển thì việc tồn kho phải được tính toán kỹ lưỡng.

(iii) Tính toán lượng đặt hàng, doanh nghiệp có thể tính toán lượng hàng hóa tồn kho cần thiết bằng cách sử dụng một trong hai mô hình EOQ hoặc POQ đã trình bày trong phần tổng quan lý thuyết.

Tóm lại, để chủ động nguồn hàng nhưng vẫn không bị thua lỗ từ tồn kho lớn, các doanh nghiệp cần duy trì mức dự trữ vừa phải, biết xác định thời điểm đặt hàng, ưu tiên dự trữ những mặt hàng bán chạy.

**Thứ ba**, doanh nghiệp có thể nhờ phần mềm kế toán hàng tồn kho hỗ trợ các công đoạn thu thập dữ liệu để có thông tin chuẩn xác hơn cho công tác dự báo. Tuy nhiên, khi tăng số ngày tồn kho, để đảm bảo lượng hàng ổn định trong kho, các nhà quản lý phải cân nhắc kỹ lưỡng, tránh hàng hóa hư hỏng do bảo quản dẫn đến chất lượng hàng không đảm bảo sẽ làm cho doanh nghiệp bị mất uy tín trên thị trường.

### 5.2.2.3. Số ngày phải trả bình quân

Theo lý thuyết quản trị tài chính ngắn hạn, khoản phải trả cho nhà cung cấp là khoản tín dụng thương mại mà các doanh nghiệp sử dụng tài trợ cho vốn lưu động của mình. Thông thường các doanh nghiệp gia tăng hiệu quả quản trị bằng việc trì hoãn thời gian trả tiền, phù hợp với kết quả nghiên cứu của luận án, APP (Số ngày phải trả bình quân) tương quan cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính. Qua kết quả nghiên cứu trong chương 2 cho thấy Doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa biết tận dụng tối đa các khoản tín dụng thương mại, với số ngày phải trả là khoảng 30 ngày.



Kết hợp kết quả hồi quy ta thấy biến ngày trả tiền bình quân (APP) có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa là 1% cho cả 4 mô hình 1.a, 1.b, 2.a và 2.b ở cả phương pháp hồi quy GLS và GMM. Điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết quản trị tài chính, khoản chi phí phải trả cho nhà cung cấp thực chất có thể xem như là một nguồn tài trợ dưới hình thức tín dụng thương mại. Doanh nghiệp càng trì hoãn việc trả tiền cho nhà cung cấp, số ngày trả tiền sẽ gia tăng giúp doanh nghiệp rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền để tăng hiệu quả quản trị vốn lưu động, góp phần làm tăng hiệu quả quản trị tài chính doanh nghiệp.

Từ kết quả nghiên cứu, tác giả sẽ đưa ra giải pháp giúp chủ doanh nghiệp có thể kéo dài thời gian thanh toán cho nhà cung cấp bằng các cách sau:

**Thứ nhất**, doanh nghiệp nên đa dạng hóa nhà cung cấp, để gia tăng cơ hội mua chịu hàng hóa hay dịch vụ.

**Thứ hai**, chủ doanh nghiệp nên tích cực đàm phán với nhà cung cấp, chú trọng bảo vệ uy tín, củng cố vị thế tín dụng bằng cách minh chứng năng lực tài chính và luôn có thiện chí trả nợ, để gia tăng uy tín của mình trong thị trường, từ đó sẽ dễ dàng trong việc đàm phán với nhà cung cấp.

Ngoài ra, nghiên cứu này được thực hiện trong giai đoạn các Doanh nghiệp nhỏ và vừa gặp nhiều khó khăn về vốn lưu động, do vậy các doanh nghiệp chấp nhận chi phí cao để trì hoãn thanh toán cho nhà cung cấp, để có được nguồn tài trợ từ khoản tín dụng thương mại này.

#### **5.2.2.4. Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt**

Từ kết quả nghiên cứu, ta thấy CCC có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính. Theo kết quả này, nếu CCC bị kéo dài thì hiệu quả quản trị tài chính sẽ giảm. Theo lý thuyết về quản trị vốn luân chuyển, tiền mặt là tài sản không sinh lợi, do vậy nếu đồng tiền không được luân chuyển một cách nhanh chóng sẽ làm mất cơ hội tạo ra lợi ích cho doanh nghiệp. Vì vậy rút ngắn CCC sẽ làm gia tăng hiệu quả quản trị tài chính. Mối tương quan ngược chiều giữa CCC và hiệu quả tài chính có thể giải thích rằng việc tối thiểu hóa đầu tư vào vốn luân chuyển có thể giúp doanh nghiệp thúc đẩy gia tăng hiệu quả quản trị tài chính, điều này đảm bảo rằng tiền mặt không được duy trì trong kinh doanh quá lâu, nó phải được xoay vòng nhanh và dùng để tạo ra hiệu quả cho Doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Tóm lại, mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và hiệu quả quản trị tài chính là khá mật thiết. Ba thành phần của chu kỳ tiền mặt gồm kỳ phải thu khách hàng, kỳ chuyển đổi hàng tồn kho và kỳ thanh toán cho nhà cung cấp được quản lý

theo những cách khác nhau để tối đa hóa hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp, hoặc để thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp.

### **5.2.3 Giải pháp đối với các biến kiểm soát liên quan đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME**

Đối với các biến kiểm soát trong mô hình, quy mô của doanh nghiệp (Size) và tỷ lệ tài sản cố định/tổng tài sản (Tang) có tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy với khối SME thì các doanh nghiệp có quy mô nhỏ đang hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp lớn hơn. Kết quả nghiên cứu cũng không ủng hộ qua điểm giá trị tài sản cố định cao thì mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp; hàm ý rằng các Doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay chưa sử dụng có hiệu quả tài sản cố định và nếu SME gia tăng tỷ lệ Tang thì lại giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Điều này là do:

- Các doanh nghiệp nhỏ và vừa thông thường có quy mô nhỏ, thì có lợi thế trong việc kiểm soát hoạt động hơn, đặc biệt là trong bối cảnh nền kinh tế gặp khó khăn. Do đó, đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa, việc mở rộng quy mô không đi kèm với việc tái cấu trúc về quản lý, đồng nghĩa với việc gia tăng rủi ro trong việc quản lý hoạt động, dẫn đến hiệu quả quản trị thấp, các chi phí quản lý sẽ gia tăng và gây áp lực đối với doanh nghiệp ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả tài chính. Khi thị trường gặp khó khăn, việc duy trì một quy mô lớn làm doanh nghiệp khó khăn trong việc tái cấu trúc, từ đó làm giảm hiệu quả tài chính cũng như hoạt động của doanh nghiệp.

- Các doanh nghiệp nhỏ và vừa khi đầu tư mở rộng bằng cách gia tăng tài sản cố định (nhà cửa, máy móc, thiết bị,...) cần phải thận trọng. Bởi vì nếu doanh nghiệp nhỏ và vừa đầu tư mở rộng tài sản một cách không cân nhắc (đặc biệt là sử dụng nguồn vốn tài trợ dài hạn từ bên ngoài) chẳng những sẽ không làm gia tăng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp mà còn có tác động làm giảm đi tính hiệu quả đó do doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực trả nợ trong khi quy mô, nguồn lực tài chính có hạn.

Do đó, doanh nghiệp nhỏ và vừa nên xây dựng một kế hoạch phát triển có tầm nhìn trong dài hạn, trong đó phân tích rõ những thời điểm và loại tài sản nên đầu tư mở rộng, gắn liền với quy mô phát triển của doanh nghiệp, đồng thời đi kèm với việc đầu tư đó là kế hoạch tài trợ và trả nợ rõ ràng, có tính khả thi.

### **5.3. HẠN CHẾ CỦA BÀI NGHIÊN CỨU VÀ ĐỀ XUẤT HƯỚNG NGHIÊN CỨU MỚI**

Luận án nghiên cứu thực nghiệm và đưa ra những đề xuất, giải pháp đối với cấu trúc vốn và vốn luân chuyển để nâng cao hiệu quả quản trị tài chính của khối Doanh nghiệp nhỏ và vừa. Tuy nhiên, luận án vẫn còn những hạn chế trong quá trình nghiên cứu nên tác giả sẽ đưa ra những đề xuất cho hướng nghiên cứu mới.

Việc thu thập số liệu, đối với các công ty niêm yết, thì số liệu công bố được quy định bởi luật chứng khoán, quy định minh bạch hóa về các báo cáo tài chính, thế nên nguồn số liệu phân tích sẽ dễ dàng tìm thấy trên các website. Còn đối với các Doanh nghiệp nhỏ và vừa, do bị hạn chế bởi năng lực quản trị nên số liệu của các báo cáo còn mang tính chất đối phó, thế nên trong quá trình nghiên cứu của tác giả, số liệu báo cáo được thu thập trực tiếp từ các Doanh nghiệp nhỏ và vừa sẽ thiếu độ tin cậy. Do đó số liệu được cung cấp từ cục thống kê được xem là nguồn đáng tin cậy nhất.

Theo lý thuyết, có nhiều chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản trị tài chính nhưng do hạn chế về việc thu thập dữ liệu nên tác giả không thể đưa hết vào luận án nghiên cứu này.

Nghiên cứu cũng chưa xem xét tác động của ngành nghề đến hiệu quả quản trị tài chính bởi sự hạn chế của số liệu và do đó việc nghiên cứu cung cấp bằng chứng về cấu trúc vốn và vốn luân chuyển có thể tác động khác nhau đến hiệu quả quản trị tài chính trong các ngành nghề, lĩnh vực khác nhau là cần thiết cho các nghiên cứu mở rộng sau này.

Với hướng nghiên cứu mới các nghiên cứu nên tìm mối quan hệ phi tuyến giữa vốn luân chuyển và hiệu quả quản trị của doanh nghiệp SME.

Ngoài ra, với hướng nghiên cứu tiếp theo nên xem xét các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế có tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp SME.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### 🚩 TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

1. Vũ Đình Bách và các cộng sự 2004, Những vấn đề cơ bản về kinh tế vĩ mô, Nhà xuất bản thống kê.
2. Nguyễn Thị Cành 2008, Khả năng tiếp cận nguồn tài chính của Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam, Tạp chí phát triển kinh tế số 212, tháng 07/2008, trang 28- 33.
3. Võ Hồng Đức & Võ Tường Luân 2014, "*Bằng chứng thực nghiệm về hạn mức sử dụng nợ tối ưu trong các doanh nghiệp niêm yết tại VN*", Tạp chí Phát triển Kinh tế số 280 (02/2014), trang 43-60.
4. Nguyễn Hữu Huân & Lê Nguyễn Quỳnh Hương 2014, *Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam*, tạp chí Công nghệ Ngân hàng, số 101 (8/2014), trang 50-60.
5. Hoàng Ngọc Nhậm 2008, *Giáo trình Kinh tế lượng*, Trường ĐHKT TP HCM, trang 265.
6. Phan Đình Nguyên và Nguyễn Ngọc Trãi 2014, *Tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam*, Tạp chí công nghệ ngân hàng, số 104, (tháng 11/2014), trang 54-61.
7. Nguyễn Năng Phúc, 2011, *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính*. Hà Nội: Nhà xuất bản Đại học Kinh tế quốc dân.
8. Vương Đức Hoàng Quân, Lê Quang Minh, Lâm Quang Lộc và Trần Minh Tâm 2014, *Mối liên hệ giữa quản trị vốn lưu động và khả năng tạo ra lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2008-2013*, Tạp chí công nghệ ngân hàng, số 101, (tháng 8/2014), trang 23-30.
9. Trần Hùng Sơn và Trần Việt Hoàng 2008, *Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*, Tạp chí kinh tế phát triển, số 218, tháng 12 năm 2008, trang 36- 41.
10. Lê Thanh Ngọc 2014, Hoàn thiện cơ chế tài chính nhằm nâng cao chất lượng đào tạo ở các trường đại học công lập, Tạp chí công nghệ ngân hàng, số 102, tháng 9 năm 2014, trang 52- 62.
11. Nguyễn Minh Kiều 2014, Tài chính doanh nghiệp căn bản, Nhà xuất bản tài

chính.

12. Phạm Quang Sáng 2011, Hiệu quả giáo dục, Thư viện bài giảng điện tử, trung tâm phân tích dự báo nhu cầu nhân lực.
13. Từ Thị Kim Thoa & Nguyễn Thị Uyên Uyên 2014, *Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam*, Tạp chí pháp triển và hội nhập, số 14(24), tháng 01 năm 2014, trang 62- 70.
14. Trần Ngọc Thơ và các Cộng sự 2007, *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản thống kê.
15. Trần Ngọc Thơ và các Cộng sự 2013, *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản thống kê.
16. Trương Bá Thanh và Trần Đình Khôi Nguyên 2001, Giáo trình Phân tích hoạt động kinh doanh Đà Nẵng: Đại học kinh tế - Đại học Đà Nẵng.
17. Nguyễn Văn Thuận 2010, Quản trị tài chính, Nhà xuất bản thống kê.
18. Nguyễn Quang Thu 2011, Quản trị tài chính căn bản, Nhà xuất bản lao động.
19. Ngô Vi Trọng và Lê Thị Minh Nguyên 2015, Tổng quan các nghiên cứu về tác động của quản trị vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, Tạp chí công nghệ ngân hàng, số 109, tháng 4 năm 2015, trang 44-54
20. Hoàng Trọng – Chu Nguyễn Mộng Ngọc 2008, *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, NXB Hồng Đức.
21. Võ Xuân Vinh & Nguyễn Thành Phú 2014, *Nợ vay và giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng từ mô hình hồi quy ngưỡng*, tạp chí Công nghệ Ngân hàng, số 103 (10/2014), trang 31-38.
22. Luật doanh nghiệp của Quốc hội số 60/2005/QH11, ngày 29/11/2005.
23. Nghị định của Chính phủ số 56/2009/NĐ-CP về sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 90/2001/NĐ-CP, ngày 30 tháng 06 năm 2009.
24. Quyết định số 234/2003/QĐ-BTC, chuẩn mực kế toán 21, Bộ trưởng Bộ Tài chính, ngày 30 tháng 12 năm 2003.

#### TÀI LIỆU TIẾNG ANH

25. Abbasali, P., & Milad, E. 2012, *Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange*, International Journal of Business & Social Science; May2012, Vol. 3 Issue 9, p311

26. Abor, J. 2005, *The effect of capital structure on profitability : an empirical analysis of listed firms in Ghana*, Journal of Risk Finance, 6: 438-447.
27. Afeef, M. 2011, *Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan*", International Journal of Business & Social Science; 2011, Vol. 2 Issue 22, p173.
28. Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. 2012, *Capital Structure Effect on firms performance: Focusing on Consumers and Industrials sectors on Malaysian Firms*. International Review of Business Research papers, Vol.8.No.5, pp.137-155.
29. Altman, E., 1984 *The Success of Business Failure Prediction Models (An International Survey)* , Journal of Banking and Finance, 8, pp. 171-184.
30. Amjed, S. 2007, *The impact of Financial structure on profitability: study of Pakistan's Textile Sector*, Mibes 2007, pp.440-450.
31. Arunkumar, O, N., & Radharamanan, T, R. 2012, *Analysis of effects of working capital management on corporate profitability of Indian Manufacturing Firms*, International Journal of Business Insights & Transformation; Oct2011-Mar2012, Vol. 5 Issue 1, p71.
32. Behn, R, D. 2003, *Why Measure Performance? Different Purposes Require Different Measures*, Public Administration Review, 10/2003, Vol 63, No.5, 586-805.
33. Berger, A & Bonaccorsi di Patti, E. 2006, *Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*, Journal of Banking and Finance, 32: 1065-1102.
34. Berry, A. & Jarvis, R. 2006, *Accounting in a Business Context*, Fourth Edition, London, UK: Thomson.
35. Boisjoly, R.P., 2009. The cash flow implications of managing working capital and capital investment. *Journal of Business & Economic Studies*, 15(1), 98-108.
36. Bradley, et al., 1984. *Synergistic gains from corporate acquisition and their division between the stockholders of target and acquiring firms*. Journal of Financial Economics 21, 3-40.

37. Brainard, W.C., and J. Tobin 1968: "*Pitfalls in Financial Model Building*," *American Economic Review*.
38. Brigham, E, F & Houston, J, F., 2007, *Financial Management*, (4<sup>th</sup> edn), Cengage Learning.
39. Carpentier, C. 2006, *The valuation effects of long term changes in capital structure*, *International Journal of managerial Finance*. Vol.2, No.1, pp.4-18.
40. Chakravarthy, B, S. 1986, *Measuring strategic performance*, *Strategic Management Journal*, 7(5), pp 437–458.
41. Chung, C, N, H, Y, Yau. & Chien Liu, W 2008, "Investigation of Target Capital Structure for Electronic Listed Firms in Taiwan" *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 44, No. 4, pp. 75–87.
42. Damodaran, A. 2006, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, University Edition 2rd Edition.
43. Deloof, M. 2003, *Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3-4), 573-588.
44. Demsetz, H. & Villalonga, B. 2001, *Ownership structure and corporate performance*, *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
45. Douglas, H. E., Whitney, N., & Harvey, S. R. 1988, *Estimating Vector Autoregressions with Panel Data*, *Econometrica*, Vol. 56, No. 6. (Nov., 1988), pp. 1371-1395
46. Donaldson, C. 1961, *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determinants of corporate debt capacity*. Boston, Division of research, Harvard University
47. Đông, H, P., & Su, J, T. 2010, *The relationship between working capital management and profitability: a Vietnam case*, *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN Issue 01/2010; 49:1450- 2887.
48. Fama, E, F., & Miller, M, H. 1972, *The Theory of Finance*, New York: Holt, Rhinehart and Winston.
49. Faulkender, M., & Wang, R. 2006, *Corporate Financial policy and the Value of Cash*, *Journal of Finance* (61), 1957-1997.
50. Firer, C., Ross, A, S., Westerfield, R,W & Jordan, B, D. 2012, *Fundamentals of Corporate Finance*. 5<sup>th</sup> edition, McGraw – Hill/Irwin.
51. Flibeck, G., Krueger, T., & Preece, D. 2007, *CFO Magazin's Working Capital*

- Survey: Do Selected Firms Work for Shareholders?*, Quarterly Journal of Business & Economics, 46 (2), 3-22.
52. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. 2010, *The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States*, Business and Economics Journal, 10, 1-9.
53. Gleason, K. C., Mathur, L. K. & Mathur, I. 2000, *The interrelationship between cultures, capital structure, and performance: Evidence from European retailers*. Journals of Business Research, Vol.50, pp.185-191.
54. Gujarati, D, L. 1995, *Basic Economics*, 3rd , 1995, trang 159.
55. Hampton, J, J., & Wagner, C, L. 1989, *Working Capital Management*. New York, NY: John Wiley & Sons.
56. Hasan et al 2014, *Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh*, International Journal of Business and Management; Vol. 9, No. 5; 2014. pp.184-194.
57. Hsing, H., Hsiung, H,H., & Juo-Lien, W. 2012, *Value creation potential of intellectual capital in the digital content industry*, Investment Management and Financial Innovations, Volume 9, Issue 2, pp 81 - 90.
58. Hu, Y., & Izumida, S. 2008, *Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data*, Corporate Governance: An International Review, vol. 16, no. 4, pp. 342-58.
59. Huang, S. & Song, F.M. 2006, *The Determinants of Capital Structure: Evidence from China*. China Economic Review, 17: 14-35.
60. Jeng-Ren, C., (et al) 2006, The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 10(1), 149-155.
61. Jenkins, M., Ambrosini, V., & Collier, N, 2011, *Advanced Strategic Management: a multi-perspect4e approach, second edn*, Palgrave McMillan.
62. Jensen, M, C,. & Meckling, W, H. 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs Ownership Structure*, Journal of Financial Economics Vol.3, 305-360.
63. Jensen, M, C.1986, *Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers*, American Economic Review 76, 323-329.
64. Jose, M.L., Lancaster, C., & Stevens, J, L. 1996, *Corporate Return and Cash*



- Conversion Cycle*, Journal of Economics and Finance, 20(1), pp. 33-46.
65. Judson, R., & Owen, A., 1996, *Estimating Dynamic Panel Data Models: A Practical Guide for Macroeconomists*, Economics Letters, 65:9-15.
66. Kiviet, J. F. 1995, *On Bias, Inconsistency, and Efficiency of Various Estimators in Dynamic Panel Data Models*, Journal of Econometrics, 68, 53-78.
67. Khan, I. 2012, *Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance: Evidence from India*, Social Science Research Network, Online Web.
68. 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.
69. Lazaridis, I., & Tryfonidis D. 2006, *Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange*, Journal of Financial Management and Analysis, Vol. 19, pp. 26-35.
70. Le, T.V., & Buck, T. 2011, *State ownership and listed firm performance: a universally negative governance relationship?*, Journal of Management & Governance, vol. 15, no. 2, pp. 227-48.
71. Li, T., Sun, L., & Zou, L. 2009, *State ownership and corporate performance: A quantile regression analysis of Chinese listed companies*, China Economic Review, vol. 20, pp. 703-16.
72. Macguigan, R., Kretlow, J., Moyer, R. 2006, *Contemporary Financial Management*, 10th edition, Thomson.
73. Mahembe, E. 2011, *Literature Review on Small and Medium Enterprises' Access to Credit and Support in South Africa*, Underhill corporate solutions(UCS)
74. Majumbar, S. & Chhibber, P. 1999, *Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance*, Public Choice, 98: 287-305.
75. Maness, T, S., & Zietlow, J, T. 2005, *Short-term financial management*, 3<sup>rd</sup> edition, Ohio: South-Western/Thomson Learning, 302-308.
76. Mansoori, E., & Muhammad, D, J. 2012, *The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Singapore*, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 9/2012 Vol. 4, No. 5, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2185840>.

77. Mathuva, D, M. 2010, *The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms*, Research Journal of Business Management, 4(1), pp. 1 – 11.
78. Modigliani, F., & Miller, M. 1958, *The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*, The American Economic Review 48(3), pp.291–297.
79. Modigliani, F., & Miller, M. 1963, *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, The American Economic Review, Vol. 53, 1963, pp. 443–53.
80. Murphy, G. B., J. W. Trailer and R. C. Hill 1996, *Measuring Performance in Entrepreneurship Research*, Journal of Business Research, Vol 36 No 1 pp 15-23.
81. Mitani, H. 2014, *Capital structure and competitive position in product market*, International Review of Economics and Finance 29, 358–371
82. Myers, S. C, 1977. *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Finance and Economics, vol. 5, no. 2, 147-175.
83. 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, Vol.3 No.2, 1984, pp. 187-222.
84. Nickell, S. 1981, *Biases in Dynamic Models with Fixed Effects*, Econometrica, 49, 1417-1426.
85. Nirajini, A & Priya, K, B. 2013, *Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Trading Companies in Sri Lanka*, International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 3, Issue 5, May 2013. pp1-9.
86. Nour, A, R, 2012, *Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Palestine Stock Exchange*, Journal of Money, Investment and Banking, Issue 23 (2012), pp. 109-117.
87. OECD 2006, *Financing SMEs and Entrepreneurs*. OECD Policy Brief
88. Parrino, R., Kidwell, D.S., Bates, T.W., 2011, *Fundamentals of Corporate Finance* 2nd. Publisher: Wiley.
89. Phillips, P, A., & Sipahioglu, A. 2004, *Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests*,

- Service Industries Journal, vol. 24, no. 5, pp. 31-51.
90. Pouraghajan, A., & Emamgholipourarchi, M. 2012, *Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange*, International Journal of Business & Social Science; May 2012, Vol. 3 Issue 9, p311.
  91. Pratheepkanth, P. 2011, *Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Selected Business Companies in Colombo Stock Exchange Sri Lanka*, Journal of Arts, Science & Commerce, 2 (2): 1-13.
  92. Richards, V.D. and E.J. Laughlin, 1980. *A cash conversion cycle approach to liquidity analysis*, Finance Manage., 9: 32-38.
  93. Rimo, A., & Panbunyuen, P., 2010. *The effect of company characteristics on working capital management: A quantitative study of Swedish listed companies*. Master thesis. Umea School of Business.
  94. Roodman, D. 2006, *How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata*, The Center for Global Development, Working Paper Number 103 December 2006.
  95. Ross, S, A. 1977, *The Determination of financial Structure: the Incentive Signalling Approach*, Bell Journal of Economics 8, 23-40.
  96. Saghir, A., Hashmi, F, M., & Hussain, M, N. 2011, *Working Capital Management and Profitability: Evidence from Pakistan Firms*, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol 3, No 8, pp. 1092-1105.
  97. Salim, M. & Yadav, D. 2012, *Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysia Listed Companies*, Procedia Social and Behavioral Sciences, pp.156-166.
  98. Saeedi, A. & Mahmoodi, I. 2011, *Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies*, International Research Journal of Finance and Economics, 70: 21-28.
  99. 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.
  100. Schiantarelli, F., & A. SMeBenelli, (1999), *The Maturity Structure of Debt: Determinants and Effects on Firms' Performance? Evidence from the United Kingdom and Italy*, Policy Research Working Paper Series, The World

Bank.

101. Shah, SZA, Butt, SA & Saeed, MM 2011, '*Ownership structure and performance of firms: Empirical evidence from an emerging market*', *African Journal of Business Management*, vol. 5, no. 2, pp. 515-23.
102. Shahid, A, S. 2003, *Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from The Egyptian Stock Market*, Working Paper, [online],(www.ssrn.com)
103. Stulz, R. 1990, *Managerial discretion and optimal financing policies*, *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
104. Teruel, P, J, G,. & Solano, P, M. 2003, *Effects of Working Capital Management on SME Profitability*, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, No. 2, pp. 164-177.
105. Tian, L & Estrin, S 2008, *Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?*, *Journal of Comparative Economics*, vol. 36, no. 1, pp. 74-89.
106. Tobin, J. 1969: *A general equilibrium approach to monetary theory*, *Journal of Money Credit and Banking*.
107. Tsuji, C. 2013, *Corporate Profitability and Capital Structure: The Case of the Machinery Industry Firms of the Tokyo Stock Exchange*, *International Journal of Business Administration*, 4(3), pp.14-21.
108. Wang, K & Xiao, X 2011, '*Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China*', *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 30, no. 1, pp. 89-100.
109. Xu, W., Xu, X., & Zhang,S. 2005, *An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure*, *China-USA Business Review*.
110. Yamane, T. 1973, *Statistics: An Introductory Analysis* (3<sup>rd</sup> ed), Harper & Row, New York.
111. Zeitun, R and Tian, G. 2007, *Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan*, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1: 40-53.

## PHỤ LỤC 1

### BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT

**(Thảo luận nhằm khám phá thực trạng về các quyết định cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh)**

Xin chào Ông/Bà!

Tôi là nghiên cứu sinh đến từ trường Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh. Hiện nay, tôi đang thực hiện nghiên cứu khảo sát *Quyết định Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển trong thực tiễn của các nhà quản trị doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP. HCM*. Tôi rất cần sự hỗ trợ của quý Ông/Bà về thông tin đánh giá thực trạng về các quyết định cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh.

Mọi thông tin cung cấp trong phiếu khảo sát sẽ được sử dụng duy nhất cho công tác thống kê và phân tích trong đề tài nghiên cứu “Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP. HCM” của tôi tại Trường Đại Học Ngân Hàng TP. Hồ Chí Minh. Do đó, tôi rất cảm ơn Ông/Bà đã trả lời phiếu khảo sát này, và tôi xin cam đoan những gì Ông/Bà cung cấp sẽ hoàn toàn được bảo mật.

Xin chân thành cảm ơn!

Theo Ông/Bà những thông tin được sử dụng nhằm đánh giá quản lý cấu trúc vốn, cách thức tiếp cận vốn và vốn luân chuyển của DNNVV tại TP.HCM hiện nay trong bản câu hỏi dưới đây có phù hợp không?

#### **I. Giới thiệu:**

Xin Ông/Bà cung cấp một vài thông tin cá nhân để thuận tiện cho việc khảo sát và thống kê.

Tên doanh nghiệp (đơn vị) đang công tác:

Địa chỉ: .....

Điện thoại liên lạc:.....

Họ tên người thực hiện: .....

Chức vụ: .....

**II. Thông tin chung của doanh nghiệp:**

**1. Độ tuổi của doanh nghiệp của Ông/Bà ?**

≤ 5 năm

Trên 5 năm đến 10 năm

Trên 10 năm

➤ **Ý kiến của ông bà**

Phù hợp

Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành. ....

.....  
.....  
.....  
.....

**Trình độ chuyên môn của lãnh đạo doanh nghiệp Ông/Bà :**

Trung học chuyên nghiệp

Cao đẳng, đại học

Trên đại học

➤ **Ý kiến của ông bà**

Phù hợp

Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành. ....

.....  
.....  
.....  
.....

**2. Trong sơ đồ tổ chức hoạt động tài chính doanh nghiệp Ông/Bà có:**

Bộ phận kế toán cũng thực hiện chức năng quản trị tài chính của doanh nghiệp

Có bộ phận tài chính độc lập với bộ phận kế toán

➤ Ý kiến của ông bà

Phù hợp

Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....

.....  
.....  
.....  
.....

**III. Quản lý cấu trúc vốn của doanh nghiệp:**

**1. Doanh nghiệp Ông/Bà có xảy ra những khó khăn về nguồn vốn không?**

Thường xuyên

thỉnh thoảng

Không xảy ra

➤ Ý kiến của ông bà

Phù hợp

Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....

.....  
.....  
.....  
.....

**2. Doanh nghiệp Ông/Bà có xây dựng kế hoạch về cấu trúc vốn (nợ vay/vốn chủ sở hữu) không?**

Thường xuyên

thỉnh thoảng

Không xảy ra

**➤ Ý kiến của ông bà**

Phù hợp

Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....

**3. Khi cần nguồn tài trợ cho chi phí hoạt động – sản xuất – kinh doanh, doanh nghiệp anh chị thường ưu tiên sử dụng nguồn:**

Vay thương mại các ngân hàng thương mại

Huy động vốn từ cổ đông

Vay, mượn từ các nguồn khác

**➤ Ý kiến của ông bà**

Phù hợp

Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....

**4. Khi cần tài trợ cho việc phát triển mở rộng thêm hoạt động sản xuất – kinh doanh nhằm mục tiêu phát triển đưa doanh nghiệp lên một mức quy mô mới, doanh nghiệp anh chị thường ưu tiên sử dụng nguồn:**

Huy động vốn từ cổ đông

Vay thương mại các ngân hàng thương mại

Vay, mượn từ các nguồn khác (sử dụng công nợ thương mại hoặc vay mượn người thân, bạn bè, ...)

**➤ Ý kiến của ông bà**

Phù hợp



- Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....  
.....

**5. Theo quan điểm của doanh nghiệp anh chị thì nguồn vốn hoạt động sản xuất kinh doanh khó huy động nhất là loại nguồn:**

- Huy động vốn từ cổ đông  
 Vay thương mại các ngân hàng thương mại  
 Vay, mượn từ các nguồn khác (sử dụng công nợ thương mại hoặc vay mượn người thân, bạn bè, ...)

**➤ Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp  
 Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....

**6. Khi làm hồ sơ vay ngân hàng thì tỷ lệ hồ sơ vay thành công của doanh nghiệp là bao nhiêu**

- Từ 70% trở lên  
 Từ 50% đến dưới 70%  
 Từ 30% đến dưới 50%  
 Dưới 30%

**➤ Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp  
 Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành.....

.....  
.....  
.....  
.....

**7. Trong các vấn đề liên quan đến việc vay vốn từ các ngân hàng thương mại thì người thường đi làm việc chính thức sẽ là:**

- Doanh nghiệp anh chị chưa từng vay vốn tại ngân hàng thương mại
- Cán bộ tài chính chuyên trách
- Kế toán trưởng
- Giám đốc doanh nghiệp (trong trường hợp giám đốc không đồng thời là chủ doanh nghiệp)
- Chủ doanh nghiệp

**➤ Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....

**8. Hình thức vay chủ yếu hiện nay của doanh nghiệp:**

- Vay tín chấp theo dự án đầu tư
- Vay thế chấp bằng tài sản

**➤ Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....

.....  
.....

**9. Những khó khăn khi tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng:**

- Lãi suất vay cao
- Thiếu tài sản thế chấp
- Vướng mắc về thủ tục hành chính
- Khó khăn về lập phương án kinh doanh

**➤ Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành. ....

.....  
.....  
.....  
.....

**10. Mức độ hỗ trợ tín dụng của ngân hàng:**

- Thấp
- Trung bình
- Cao

**➤ Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành. ....

.....  
.....  
.....  
.....

#### IV. Quản lý vốn luân chuyển của doanh nghiệp

##### 1. Doanh nghiệp anh chị phân phối hàng theo phương pháp:

- Sử dụng hệ thống đại lý phân phối bên ngoài
- Sử dụng hệ thống kinh doanh của công ty

##### ➤ Ý kiến của ông bà

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....

##### 2. Doanh nghiệp của anh chị tiêu thụ sản phẩm theo phương pháp:

- Luôn có lượng khách hàng thân thuộc đặt hàng số lượng lớn hàng năm
- Bán sỉ cho các đối tác là hệ thống phân phối với chính sách thanh toán linh hoạt hoặc chấp thuận cho gói đầu
- Thực hiện ủy thác cho các cửa hàng bán lẻ
- Thực hiện bán lẻ thông qua hệ thống kinh doanh của công ty

##### ➤ Ý kiến của ông bà

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....

##### 3. Quan điểm doanh nghiệp anh chị đối với việc dự trữ hàng tồn kho là:

- Luôn luôn duy trì lượng hàng tồn kho nhất định để phục vụ sản xuất – kinh doanh

- Chỉ tiến hành mua hàng hóa hoặc nguyên vật liệu khi nhận được đơn đặt hàng.
- Hàng hóa hoặc nguyên vật liệu được mua theo kế hoạch sản xuất kinh doanh lập sẵn hàng năm.

➤ **Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....

**4. Nguồn cung cấp đầu vào doanh nghiệp anh chị là:**

- Nguồn hàng hóa, nguyên vật liệu từ bạn hàng thân thiết có quan hệ lâu dài
- Lựa chọn nhiều nhà cung cấp để chọn ra nhà cung cấp có chi phí rẻ nhất
- Nhà cung cấp được khách hàng đầu ra chỉ định.

➤ **Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....

**5. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc lựa chọn nhà cung cấp đầu vào được lựa chọn dựa trên yếu tố:**

- Uy tín và chất lượng đối với sản phẩm, nguyên liệu đầu vào
- Chi phí thấp
- Có những chính sách ưu đãi về tiến độ thanh toán
- Uy tín và chất lượng đối với sản phẩm, nguyên liệu đầu vào

➤ **Ý kiến của ông bà**

Phù hợp

Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....

.....  
.....  
.....  
.....

**6. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc chấp thuận cho người mua trả chậm tạo được lợi thế:**

Tăng doanh thu bán hàng

Đẩy nhanh vòng quay tồn kho trong doanh nghiệp

Không có lợi thế

➤ **Ý kiến của ông bà**

Phù hợp

Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành.....

.....  
.....  
.....  
.....

**7. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc chấp thuận cho người mua trả chậm chỉ khi người mua đạt được một trong những tiêu chuẩn nào sau đây:**

Là khách hàng thân thiết và thường xuyên của doanh nghiệp

Là khách hàng lớn và uy tín

Có được sự bảo lãnh của bên thứ ba có uy tín (ví dụ là ngân hàng)

➤ **Ý kiến của ông bà**

Phù hợp

- Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....  
.....

**8. Đối với tình hình thực tế doanh nghiệp anh chị, tỷ lệ giá trị hàng bán chấp thuận cho khách hàng trả chậm trên tổng doanh thu thông thường là:**

- Từ 70% trở lên  
 Từ 50% đến dưới 70%  
 Từ 30% đến dưới 50%  
 Dưới 30%

➤ **Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp  
 Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....

**9. Doanh nghiệp anh chị sẽ chọn phương án nào sau đây:**

- Chấp nhận chiết khấu giá bán để thu hồi tiền ngay khi bán hàng  
 Đồng ý cho khách hàng thanh toán chậm để đảm bảo doanh số của doanh nghiệp

➤ **Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp  
 Không phù hợp.Nên chỉnh sửa thành.....  
.....  
.....

.....  
**10. Trong quy chế kinh doanh của doanh nghiệp anh chị, các quyết định liên quan đến chấp thuận cho khách hàng thanh toán chậm hoặc chiết khấu giá bán thường là do:**

- Giám đốc doanh nghiệp quyết định
- Có quy chế cụ thể cho từng cấp quản lý
- Có quy định cho từng loại khách hàng (ví dụ khách hàng thân thiết và thường xuyên hoặc khách hàng lớn của doanh nghiệp)

➤ **Ý kiến của ông bà**

- Phù hợp
- Không phù hợp. Nên chỉnh sửa thành. ....

.....  
.....  
.....  
.....

*Xin chân thành cảm ơn ý kiến đóng góp của các Ông/Bà*



## PHỤ LỤC 2

### BẢNG CÂU HỎI KHẢO SÁT

Xin chào Anh/Chị :

Tôi là nghiên cứu sinh đến từ trường Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh. Hiện nay, tôi đang thực hiện nghiên cứu khảo sát *Quyết định Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển trong thực tiễn của các nhà quản trị doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP. HCM* Thông tin Quý doanh nghiệp cung cấp sẽ giúp đánh giá thực trạng về các quyết định cấu trúc vốn và vốn luân chuyển của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh.

Mọi thông tin cung cấp trong phiếu khảo sát sẽ được sử dụng duy nhất cho công tác thống kê và phân tích trong đề tài nghiên cứu “Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP. HCM” của tôi tại Trường Đại Học Ngân Hàng TP. Hồ Chí Minh. Do đó, tôi rất cảm ơn Anh/Chị đã trả lời phiếu khảo sát này, và tôi xin cam đoan những gì Anh/Chị cung cấp sẽ hoàn toàn được bảo mật.

Xin chân thành cảm ơn!

#### I. Giới thiệu:

Xin Anh/Chị cung cấp một vài thông tin cá nhân để thuận tiện cho việc khảo sát và thống kê.

Tên doanh nghiệp (đơn vị) đang công tác:

Địa chỉ: .....

Điện thoại liên lạc:.....

Họ tên người thực hiện: .....

Chức vụ: .....

#### II. Thông tin chung của doanh nghiệp:

##### 1. Độ tuổi của doanh nghiệp của Anh/Chị?

≤ 5 năm

Trên 5 năm đến 10 năm

Trên 10 năm

**2. Trình độ chuyên môn của lãnh đạo doanh nghiệp Anh/Chị:**

Trung học chuyên nghiệp

Cao đẳng, đại học

Trên đại học

**3. Trong sơ đồ tổ chức hoạt động tài chính doanh nghiệp Anh/Chị có:**

Bộ phận kế toán cũng thực hiện chức năng quản trị tài chính của doanh nghiệp

Có bộ phận tài chính độc lập với bộ phận kế toán

**III. Quản lý cấu trúc vốn của doanh nghiệp:**

**1. Doanh nghiệp Anh/Chị có xảy ra những khó khăn về nguồn vốn không?**

Thường xuyên

thỉnh thoảng

Không xảy ra

**2. Doanh nghiệp Anh/Chị có xây dựng kế hoạch về cấu trúc vốn (nợ vay/vốn chủ sở hữu) không?**

Thường xuyên

thỉnh thoảng

Không xảy ra

**3. Khi cần nguồn tài trợ cho chi phí hoạt động – sản xuất – kinh doanh, doanh nghiệp anh chị thường ưu tiên sử dụng nguồn:**

Vay thương mại các ngân hàng thương mại

Huy động vốn từ cổ đông

Vay, mượn từ các nguồn khác

**4. Khi cần tài trợ cho việc phát triển mở rộng thêm hoạt động sản xuất – kinh doanh nhằm mục tiêu phát triển đưa doanh nghiệp lên một mức quy mô mới, doanh nghiệp anh chị thường ưu tiên sử dụng nguồn:**

- Huy động vốn từ cổ đông
- Vay thương mại các ngân hàng thương mại
- Vay, mượn từ các nguồn khác (sử dụng công nợ thương mại hoặc vay mượn người thân, bạn bè, ...)

**5. Theo quan điểm của doanh nghiệp anh chị thì nguồn vốn hoạt động sản xuất kinh doanh khó huy động nhất là loại nguồn:**

- Huy động vốn từ cổ đông
- Vay thương mại các ngân hàng thương mại
- Vay, mượn từ các nguồn khác (sử dụng công nợ thương mại hoặc vay mượn người thân, bạn bè, ...)

**6. Khi làm hồ sơ vay ngân hàng thì tỷ lệ hồ sơ vay thành công của doanh nghiệp là bao nhiêu**

- Từ 70% trở lên
- Từ 50% đến dưới 70%
- Từ 30% đến dưới 50%
- Dưới 30%

**7. Trong các vấn đề liên quan đến việc vay vốn từ các ngân hàng thương mại thì người thường đi làm việc chính thức sẽ là:**

- Doanh nghiệp anh chị chưa từng vay vốn tại ngân hàng thương mại
- Cán bộ tài chính chuyên trách
- Kế toán trưởng
- Giám đốc doanh nghiệp (trong trường hợp giám đốc không đồng thời là chủ doanh nghiệp)

Chủ doanh nghiệp

**8. Hình thức vay chủ yếu hiện nay của doanh nghiệp:**

Vay tín chấp theo dự án đầu tư

Vay thế chấp bằng tài sản

**9. Những khó khăn khi tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng:**

Lãi suất vay cao

Thiếu tài sản thế chấp

Vướng mắc về thủ tục hành chính

Khó khăn về lập phương án kinh doanh

**10. Mức độ hỗ trợ tín dụng của ngân hàng:**

Thấp

Trung bình

Cao

**IV. Quản lý vốn luân chuyển của doanh nghiệp**

**1. Doanh nghiệp anh chị phân phối hàng theo phương pháp:**

Sử dụng hệ thống đại lý phân phối bên ngoài

Sử dụng hệ thống kinh doanh của công ty

**2. Doanh nghiệp của anh chị tiêu thụ sản phẩm theo phương pháp:**

Luôn có lượng khách hàng thân thuộc đặt hàng số lượng lớn hàng năm

Bán sỉ cho các đối tác là hệ thống phân phối với chính sách thanh toán linh hoạt hoặc chấp thuận cho gởi đầu

Thực hiện ủy thác cho các cửa hàng bán lẻ

Thực hiện bán lẻ thông qua hệ thống kinh doanh của công ty

**3. Quan điểm doanh nghiệp anh chị đối với việc dự trữ hàng tồn kho là:**

- Luôn luôn duy trì lượng hàng tồn kho nhất định để phục vụ sản xuất – kinh doanh
- Chỉ tiến hành mua hàng hóa hoặc nguyên vật liệu khi nhận được đơn đặt hàng.
- Hàng hóa hoặc nguyên vật liệu được mua theo kế hoạch sản xuất kinh doanh lập sẵn hàng năm.

**4. Nguồn cung cấp đầu vào doanh nghiệp anh chị là:**

- Nguồn hàng hóa, nguyên vật liệu từ bạn hàng thân thiết có quan hệ lâu dài
- Lựa chọn nhiều nhà cung cấp để chọn ra nhà cung cấp có chi phí rẻ nhất
- Nhà cung cấp được khách hàng đầu ra chỉ định.

**5. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc lựa chọn nhà cung cấp đầu vào được lựa chọn dựa trên yếu tố:**

- Uy tín và chất lượng đối với sản phẩm, nguyên liệu đầu vào
- Chi phí thấp
- Có những chính sách ưu đãi về tiến độ thanh toán
- Uy tín và chất lượng đối với sản phẩm, nguyên liệu đầu vào

**6. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc chấp thuận cho người mua trả chậm tạo được lợi thế:**

- Tăng doanh thu bán hàng
- Đẩy nhanh vòng quay tồn kho trong doanh nghiệp
- Không có lợi thế

**7. Theo quan điểm doanh nghiệp anh chị, việc chấp thuận cho người mua trả chậm chỉ khi người mua đạt được một trong những tiêu chuẩn nào sau đây:**

- Là khách hàng thân thiết và thường xuyên của doanh nghiệp

- Là khách hàng lớn và uy tín
- Có được sự bảo lãnh của bên thứ ba có uy tín (ví dụ là ngân hàng)

**8. Đối với tình hình thực tế doanh nghiệp anh chị, tỷ lệ giá trị hàng bán chấp thuận cho khách hàng trả chậm trên tổng doanh thu thông thường là:**

- Từ 70% trở lên
- Từ 50% đến dưới 70%
- Từ 30% đến dưới 50%
- Dưới 30%

**9. Doanh nghiệp anh chị sẽ chọn phương án nào sau đây:**

- Chấp nhận chiết khấu giá bán để thu hồi tiền ngay khi bán hàng
- Đồng ý cho khách hàng thanh toán chậm để đảm bảo doanh số của doanh nghiệp

**10. Trong quy chế kinh doanh của doanh nghiệp anh chị, các quyết định liên quan đến chấp thuận cho khách hàng thanh toán chậm hoặc chiết khấu giá bán thường là do:**

- Giám đốc doanh nghiệp quyết định
- Có quy chế cụ thể cho từng cấp quản lý
- Có quy định cho từng loại khách hàng (ví dụ khách hàng thân thiết và thường xuyên hoặc khách hàng lớn của doanh nghiệp)

*Xin chân thành cảm ơn ý kiến đóng góp của các Anh/Chị*

### PHỤ LỤC 3

CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM  
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

## ĐƠN XIN XÁC NHẬN

**Kính gửi:** Cục Trưởng Cục Thống Kê Thành Phố Hồ Chí Minh

Tôi tên: Bùi Đan Thanh

Ngày sinh: 26/11/1981

Nơi sinh: Hà Nội

CMND số: 025796996

Ngày cấp 14/08/2013 Tại: Công An TP. HCM

Địa chỉ thường trú: 263 Dương Bá Trạc, Phường 1, Quận 8, TP. HCM

Địa chỉ liên lạc : 263 Dương Bá Trạc, Phường 1, Quận 8, TP. HCM

Điện thoại: 0909.297.179

Là Giảng viên trường: Cao Đẳng Kinh Tế TP. HCM. Khoa: Tài Chính Kế Toán

Là Nghiên cứu sinh của Trường Đại Học Ngân Hàng TP.HCM trúng tuyển năm học 2012 - 2013.

Với đề án nghiên cứu:

Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành Phố Hồ Chí Minh.

Nay tôi làm đơn này kính mong Cục Thống Kê xác nhận đã cung cấp các số liệu về DNNVV để tôi hoàn thành luận án và số liệu cụ thể như sau:

- Số liệu các báo cáo tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành Phố Hồ Chí Minh.

- Số liệu liên quan đến thực trạng của doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Thành Phố Hồ Chí Minh, cũng như cả nước trong giai đoạn năm 2006 – 2014.

Tôi xin chân thành cảm ơn!

XÁC NHẬN CỦA CỤC THỐNG KÊ  
CỤC TRƯỞNG



TP. Hồ Chí Minh, ngày 09 tháng 10 năm 2015

Người Làm Đơn

A handwritten signature in blue ink, appearing to be "Bui Dan Thanh".

Bùi Đan Thanh

## PHỤ LỤC 4

### Phương trình 1.a: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROA và biến độc lập SDA, LDA, ACR, ICP, APP

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

. reg ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang

Source	SS	df	MS	
Model	29.6753468	8	3.70941835	Number of obs = 8794
Residual	30.8340519	8785	.003509852	F( 8, 8785) = 1056.86
Total	60.5093987	8793	.006881542	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4904
				Adj R-squared = 0.4900
				Root MSE = .05924

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DA	.3409515	.2599032	1.31	0.190	-.1685196 .8504225
ACR	-.0258136	.0059525	-4.34	0.000	-.0374818 -.0141453
ICP	-.0555742	.0101509	-5.47	0.000	-.0754724 -.0356761
APP	.5714658	.608063	0.94	0.347	-.62048 1.763412
Size	.2882034	.0503316	5.73	0.000	.1895418 .386865
Age	.0797308	.0153935	5.18	0.000	.049556 .1099056
Tax	.2110965	.0023797	88.71	0.000	.2064317 .2157613
Tang	-.0148603	.0041096	-3.62	0.000	-.0229161 -.0068045
_cons	-.0123451	.0044975	-2.74	0.006	-.0211612 -.003529

. xtreg ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs = 8794
Group variable: stt	Number of groups = 1032
R-sq: within = 0.4505	Obs per group: min = 6
between = 0.5674	avg = 8.5
overall = 0.4701	max = 9
	F(8,7754) = 794.61
corr(u_i, Xb) = 0.1710	Prob > F = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DA	.1019655	.3391477	0.30	0.764	-.5628556 .7667865
ACR	-.0151988	.0072356	-2.10	0.036	-.0293826 -.0010151
ICP	-.0304979	.0121354	-2.51	0.012	-.0542866 -.0067092
APP	-.2395134	.5829023	-0.41	0.681	-1.382159 .9031325
Size	-.173016	.0834278	-2.07	0.038	-.336557 -.0094751
Age	-.0472594	.0617292	-0.77	0.444	-.1682653 .0737466
Tax	.1874103	.0023818	78.68	0.000	.1827412 .1920793
Tang	-.03287	.0057497	-5.72	0.000	-.0441409 -.021599
_cons	.0472503	.0116022	4.07	0.000	.0245069 .0699937
sigma_u	.03351575				
sigma_e	.05352142				
rho	.28168209	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F(1031, 7754) = 2.92 Prob > F = 0.0000

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**



## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

. xtreg ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    8794
Group variable: stt                   Number of groups =    1032

R-sq:  within = 0.4505                 Obs per group: min =     6
      between = 0.5674                  avg =            8.5
      overall  = 0.4701                 max =            9

                                         F(8,7754)       =   794.61
corr(u_i, Xb) = 0.1710                 Prob > F        =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	.1019655	.3391477	0.30	0.764	-.5628556	.7667865
ACR	-.0151988	.0072356	-2.10	0.036	-.0293826	-.0010151
ICP	-.0304979	.0121354	-2.51	0.012	-.0542866	-.0067092
APP	-.2395134	.5829023	-0.41	0.681	-1.382159	.9031325
Size	-.173016	.0834278	-2.07	0.038	-.336557	-.0094751
Age	-.0472594	.0617292	-0.77	0.444	-.1682653	.0737466
Tax	.1874103	.0023818	78.68	0.000	.1827412	.1920793
Tang	-.03287	.0057497	-5.72	0.000	-.0441409	-.021599
_cons	.0472503	.0116022	4.07	0.000	.0245069	.0699937
sigma_u	.03351575					
sigma_e	.05352142					
rho	.28168209	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(1031, 7754) = 2.92 Prob > F = 0.0000

### . est sto FEM1

. xtreg ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, re

```
Random-effects GLS regression      Number of obs   =    8794
Group variable: stt                 Number of groups =    1032

R-sq:  within = 0.4479                 Obs per group: min =     6
      between = 0.6392                  avg =            8.5
      overall  = 0.4896                 max =            9

                                         Wald chi2(8)    =   7756.49
corr(u_i, X) = 0 (assumed)           Prob > chi2     =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	.5478768	.276653	1.98	0.048	.0056469	1.090107
ACR	-.0244136	.0062926	-3.88	0.000	-.0367468	-.0120803
ICP	-.0423071	.01067	-3.97	0.000	-.06322	-.0213943
APP	.141838	.5785823	0.25	0.806	-.9921625	1.275839
Size	.1696235	.0576796	2.94	0.003	.0565737	.2826734
Age	.0877712	.0204958	4.28	0.000	.0476001	.1279423
Tax	.1992606	.002313	86.15	0.000	.1947271	.203794
Tang	-.0200187	.0045915	-4.36	0.000	-.0290179	-.0110195
_cons	-.0035744	.0054859	-0.65	0.515	-.0143265	.0071777
sigma_u	.02046007					
sigma_e	.05352142					
rho	.12750359	(fraction of variance due to u_i)				



## 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang  
(obs=8794)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROA	1.96	1.40	0.5096	0.4904
DA	1.39	1.18	0.7202	0.2798
ACR	1.32	1.15	0.7562	0.2438
ICP	1.29	1.13	0.7767	0.2233
APP	1.94	1.39	0.5143	0.4857
Size	1.19	1.09	0.8396	0.1604
Age	1.10	1.05	0.9099	0.0901
Tax	1.00	1.00	0.9983	0.0017
Tang	1.32	1.15	0.7550	0.2450

Mean VIF 1.39

	Eigenval	Cond Index
1	5.5126	1.0000
2	1.5961	1.8584
3	0.9743	2.3787
4	0.6590	2.8923
5	0.5149	3.2719
6	0.2889	4.3679
7	0.2546	4.6532
8	0.1325	6.4509
9	0.0564	9.8850
10	0.0106	22.7950

Condition Number 22.7950

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)  
Det(correlation matrix) 0.2447

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**

## 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 1031) = 4.293

Prob > F = 0.0385

**Đọc Prob > F = 0.0385 < 0.05 => có hiện tượng tự tương quan**

## 6. Khắc phục phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan (GLS)

```
. xtgls ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, panels (h) corr(ar1)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares  
Panels: heteroskedastic  
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.2945)

Estimated covariances = 1032      Number of obs = 9288  
Estimated autocorrelations = 1      Number of groups = 1032  
Estimated coefficients = 9      Time periods = 9  
Wald chi2(8) = 5958.62  
Prob > chi2 = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
DA	.1001089	.0096119	10.42	0.000	.0812698 .1189479
ACR	-.0190746	.0020832	-9.16	0.000	-.0231576 -.0149916
ICP	-.0108301	.0039645	-2.73	0.006	-.0186004 -.0030599
APP	.0216063	.000794	27.21	0.000	.0200501 .0231625
Size	-.0025475	.0002255	-11.30	0.000	-.0029895 -.0021056
Age	.0396941	.007872	5.04	0.000	.0242652 .055123
Tax	.2674764	.0043136	62.01	0.000	.2590219 .275931
Tang	-.006679	.0014806	-4.51	0.000	-.009581 -.003777
_cons	.0273075	.0021508	12.70	0.000	.023092 .0315231

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng GMM

```
. xtabond2 ROA DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, gmm(1.ICP, lag(1 2)) iv(DA ACR APP Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: stt      Number of obs = 9288  
Time variable : nam      Number of groups = 1032  
Number of instruments = 28      Obs per group: min = 9  
Wald chi2(8) = 2984.73      avg = 9.00  
Prob > chi2 = 0.000      max = 9

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
DA	.0759066	.0385238	1.97	0.049	.0004013 .1514118
ACR	-.0227145	.0069128	-3.29	0.001	-.0362634 -.0091656
ICP	.0254133	.0494816	0.51	0.608	-.0715688 .1223954
APP	.0200695	.0009324	21.52	0.000	.018242 .0218971
Size	-.0015139	.0006155	-2.46	0.014	-.0027203 -.0003075
Age	.0773552	.0171399	4.51	0.000	.0437617 .1109488
Tax	.1791874	.0039103	45.82	0.000	.1715233 .1868514
Tang	-.0199596	.0093093	-2.14	0.032	-.0382056 -.0017137
_cons	.0219844	.0092977	2.36	0.018	.0037612 .0402077

Instruments for first differences equation

Standard

D. (DA ACR APP Size Age Tax Tang)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)  
L(1/2).L.ICP

Instruments for levels equation

Standard

DA ACR APP Size Age Tax Tang

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)  
D.L.ICP

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -30.54 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.40 Pr > z = 0.691

Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 20.76 Prob > chi2 = 0.350  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Sargan test excluding group: chi2(12) = 6.06 Prob > chi2 = 0.913

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 14.70 Prob > chi2 = 0.040

iv(DA ACR APP Size Age Tax Tang)

Sargan test excluding group: chi2(12) = 10.56 Prob > chi2 = 0.567

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 10.20 Prob > chi2 = 0.178

## PHỤ LỤC 5

### Phương trình 1.b: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROA và biến độc lập SDA, LDA, ACR, ICP, APP

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

```
. reg ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8794
Model	29.6784461	9	3.29760512	F( 9, 8784) =	939.52
Residual	30.8309527	8784	.003509899	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4905
				Adj R-squared =	0.4900
Total	60.5093987	8793	.006881542	Root MSE =	.05924

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SDA	.4231034	.2742148	1.54	0.123	-.1144217 .9606285
LDA	-.0029946	.0072939	-0.41	0.681	-.0172924 .0113033
ACR	-.0268013	.0060446	-4.43	0.000	-.0386501 -.0149524
ICP	-.055348	.0101538	-5.45	0.000	-.0752519 -.0354441
APP	.567796	.6080796	0.93	0.350	-.6241823 1.759774
Size	.2874331	.0503386	5.71	0.000	.1887577 .3861085
Age	.07955	.0153948	5.17	0.000	.0493727 .1097274
Tax	.2110461	.0023803	88.66	0.000	.2063801 .2157122
Tang	-.0140368	.004202	-3.34	0.001	-.0222738 -.0057998
_cons	-.0124114	.0044981	-2.76	0.006	-.0212286 -.0035941

```
. xtreg ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   8794
Group variable: stt                    Number of groups =  1032

R-sq:  within = 0.4506                  Obs per group:  min =    6
      between = 0.5659                  avg   =    8.5
      overall  = 0.4701                  max   =    9

corr(u_i, Xb) = 0.1695                  F(9,7753)       =   706.67
                                          Prob > F        =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SDA	.286775	.3618804	0.79	0.428	-.4226083 .9961584
LDA	-.0103848	.0085	-1.22	0.222	-.0270471 .0062776
ACR	-.0176262	.0074228	-2.37	0.018	-.032177 -.0030755
ICP	-.0304523	.0121346	-2.51	0.012	-.0542394 -.0066653
APP	-.2384422	.5828599	-0.41	0.682	-1.381005 .9041206
Size	-.1674044	.0835097	-2.00	0.045	-.3311061 -.0037028
Age	-.0473336	.0617247	-0.77	0.443	-.1683307 .0736635
Tax	.1873533	.002382	78.65	0.000	.1826839 .1920226
Tang	-.0321781	.0057687	-5.58	0.000	-.0434863 -.0208699
_cons	.0466202	.0116093	4.02	0.000	.0238628 .0693775
sigma_u	.03351067				
sigma_e	.05351749				
rho	.28165058	(fraction of variance due to u_i)			

```
F test that all u_i=0:      F(1031, 7753) =    2.92      Prob > F = 0.0000
```

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**

## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      8794
Group variable: stt                    Number of groups =      1032

R-sq:  within = 0.4506                  Obs per group:  min =        6
      between = 0.5659                  avg =            8.5
      overall  = 0.4701                  max =            9

                                         F(9,7753)       =      706.67
corr(u_i, Xb) = 0.1695                  Prob > F        =      0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	.286775	.3618804	0.79	0.428	-.4226083	.9961584
LDA	-.0103848	.0085	-1.22	0.222	-.0270471	.0062776
ACR	-.0176262	.0074228	-2.37	0.018	-.032177	-.0030755
ICP	-.0304523	.0121346	-2.51	0.012	-.0542394	-.0066653
APP	-.2384422	.5828599	-0.41	0.682	-1.381005	.9041206
Size	-.1674044	.0835097	-2.00	0.045	-.3311061	-.0037028
Age	-.0473336	.0617247	-0.77	0.443	-.1683307	.0736635
Tax	.1873533	.002382	78.65	0.000	.1826839	.1920226
Tang	-.0321781	.0057687	-5.58	0.000	-.0434863	-.0208699
_cons	.0466202	.0116093	4.02	0.000	.0238628	.0693775
sigma_u	.03351067					
sigma_e	.05351749					
rho	.28165058	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(1031, 7753) =      2.92      Prob > F = 0.0000
```

### . est sto FEM2

```
. xtreg ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, re

Random-effects GLS regression      Number of obs   =      8794
Group variable: stt                Number of groups =      1032

R-sq:  within = 0.4480                  Obs per group:  min =        6
      between = 0.6381                  avg =            8.5
      overall  = 0.4896                  max =            9

                                         Wald chi2(9)    =      7757.89
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)          Prob > chi2     =      0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	.0066928	.0029356	2.28	0.023	.0009392	.0124464
LDA	-.0032661	.0075958	-0.43	0.667	-.0181536	.0116214
ACR	-.0259318	.006412	-4.04	0.000	-.038499	-.0133645
ICP	-.0421467	.0106709	-3.95	0.000	-.0630613	-.0212321
APP	.1393881	.5785404	0.24	0.810	-.9945303	1.273306
Size	.1693696	.0576874	2.94	0.003	.0563043	.282435
Age	.0875319	.0205037	4.27	0.000	.0473454	.1277184
Tax	.1991927	.0023134	86.11	0.000	.1946585	.2037268
Tang	-.0190983	.0046527	-4.10	0.000	-.0282175	-.0099792
_cons	-.003691	.0054881	-0.67	0.501	-.0144474	.0070654
sigma_u	.02047713					
sigma_e	.05351749					
rho	.12770559	(fraction of variance due to u_i)				



## 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang
(obs=8794)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROA	1.96	1.40	0.5095	0.4905
SDA	1.44	1.20	0.6957	0.3043
LDA	1.05	1.02	0.9567	0.0433
ACR	1.36	1.17	0.7333	0.2667
ICP	1.29	1.13	0.7763	0.2237
APP	1.00	1.00	0.9982	0.0018
Size	1.19	1.09	0.8394	0.1606
Age	1.10	1.05	0.9097	0.0903
Tax	1.94	1.39	0.5143	0.4857
Tang	1.38	1.18	0.7223	0.2777

Mean VIF 1.37

	Eigenval	Cond Index
1	5.5816	1.0000
2	1.5977	1.8691
3	0.9858	2.3795
4	0.9475	2.4272
5	0.6457	2.9401
6	0.5074	3.3166
7	0.2885	4.3985
8	0.2479	4.7454
9	0.1310	6.5280
10	0.0564	9.9503
11	0.0106	22.9368

Condition Number 22.9368  
Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)  
Det(correlation matrix) 0.2265

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**

## 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 1031) = 4.313

Prob > F = 0.0381

**Đọc Prob > F = 0.0381 < 0.05 => có hiện tượng tự tương quan**



## 6. Khắc phục phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan (GLS)

```
. xtglS ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, panels (h) corr(ar1)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

```
Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.2927)
```

```
Estimated covariances = 1032      Number of obs = 9288
Estimated autocorrelations = 1      Number of groups = 1032
Estimated coefficients = 10         Time periods = 9
Wald chi2(9) = 6044.44
Prob > chi2 = 0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SDA	.1183659	.0103289	11.46	0.000	.0981217 .1386101
LDA	-.008166	.2382516	-0.03	0.973	-.4751305 .4587984
ACR	-.0211057	.0021322	-9.90	0.000	-.0252848 -.0169266
ICP	-.0107424	.0039408	-2.73	0.006	-.0184663 -.0030185
APP	.0215528	.0007949	27.12	0.000	.0199949 .0231107
Size	-.0025234	.0002236	-11.29	0.000	-.0029616 -.0020851
Age	.0393098	.0078009	5.04	0.000	.0240204 .0545992
Tax	.2664363	.0042768	62.30	0.000	.2580539 .2748187
Tang	-.0051711	.0014734	-3.51	0.000	-.008059 -.0022832
_cons	.0268817	.0021321	12.61	0.000	.0227029 .0310604

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng (GMM)

```
. xtabond2 ROA SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, gmm(l.ICP, lag(1 2)) iv(SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

```
Group variable: stt      Number of obs = 9288
Time variable : nam      Number of groups = 1032
Number of instruments = 29  Obs per group: min = 9
Wald chi2(9) = 2991.65     avg = 9.00
Prob > chi2 = 0.000       max = 9
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SDA	.0977911	.0394961	2.48	0.013	.0203801 .1752021
LDA	-.8663561	.8998601	-0.96	0.336	-2.630049 .8973373
ACR	-.0252083	.0070083	-3.60	0.000	-.0389443 -.0114723
ICP	.0239434	.0494363	0.48	0.628	-.0729499 .1208367
APP	.020055	.0009322	21.51	0.000	.0182279 .0218821
Size	-.0015135	.0006154	-2.46	0.014	-.0027196 -.0003074
Age	.0772932	.0171369	4.51	0.000	.0437054 .110881
Tax	.1791061	.0039095	45.81	0.000	.1714437 .1867685
Tang	-.018838	.0093784	-2.01	0.045	-.0372193 -.0004568
_cons	.0219742	.0092971	2.36	0.018	.0037522 .0401963

Instruments for first differences equation

```
Standard
D.(SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(1/2).L.ICP
```

Instruments for levels equation

```
Standard
SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang
_cons
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
D.L.ICP
```

```
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -30.54 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.43 Pr > z = 0.668
```

```
Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 21.22 Prob > chi2 = 0.325
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
```

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

```
GMM instruments for levels
Sargan test excluding group: chi2(12) = 6.18 Prob > chi2 = 0.906
Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 15.03 Prob > chi2 = 0.036
iv(SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang)
Sargan test excluding group: chi2(11) = 10.50 Prob > chi2 = 0.486
Difference (null H = exogenous): chi2(8) = 10.72 Prob > chi2 = 0.218
```

## PHỤ LỤC 6

### Phương trình 1.c: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROA và biến độc lập DA, CCC

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

. reg ROA DA CCC Size Age Tax Tang

Source	SS	df	MS	
Model	29.7379172	6	4.95631953	Number of obs = 9288
Residual	31.0269337	9281	.003343059	F( 6, 9281) = 1482.57
Total	60.7648508	9287	.006543001	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4894
				Adj R-squared = 0.4891
				Root MSE = .05782

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DA	.2268553	.2363366	0.96	0.337	-.2364164 .6901269
CCC	-.0024035	.0004898	-4.91	0.000	-.0033637 -.0014433
Size	.233261	.0476326	4.90	0.000	.1398907 .3266314
Age	.0822312	.0147615	5.57	0.000	.0532955 .1111669
Tax	.2121956	.0023158	91.63	0.000	.2076561 .2167351
Tang	-.0085856	.003625	-2.37	0.018	-.0156913 -.0014798
_cons	-.0139379	.0041747	-3.34	0.001	-.0221212 -.0057546

. xtreg ROA DA CCC Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs = 9288
Group variable: stt	Number of groups = 1032
R-sq: within = 0.4529	Obs per group: min = 9
between = 0.5631	avg = 9.0
overall = 0.4690	max = 9
	F(6,8250) = 1138.38
corr(u_i, Xb) = 0.1686	Prob > F = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DA	-.0355761	.3048669	-0.12	0.907	-.6331919 .5620396
CCC	-.0011023	.0005987	-1.84	0.066	-.0022758 .0000712
Size	-.2041591	.0752422	-2.71	0.007	-.3516526 -.0566655
Age	-.0481338	.0598356	-0.80	0.421	-.1654266 .069159
Tax	.1884894	.0023064	81.72	0.000	.1839683 .1930106
Tang	-.0284343	.0051983	-5.47	0.000	-.0386243 -.0182444
_cons	.0458485	.0106512	4.30	0.000	.0249695 .0667275
sigma_u	.03296799				
sigma_e	.0521835				
rho	.28527207	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F(1031, 8250) = 3.05 Prob > F = 0.0000

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**

## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROA DA CCC Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      9288
Group variable: stt                   Number of groups =      1032

R-sq:  within = 0.4529                 Obs per group:  min =        9
      between = 0.5631                   avg =           9.0
      overall = 0.4690                   max =           9

                                         F(6,8250)       =    1138.38
corr(u_i, Xb) = 0.1686                 Prob > F        =     0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	-.0355761	.3048669	-0.12	0.907	-.6331919	.5620396
CCC	-.0011023	.0005987	-1.84	0.066	-.0022758	.0000712
Size	-.2041591	.0752422	-2.71	0.007	-.3516526	-.0566655
Age	-.0481338	.0598356	-0.80	0.421	-.1654266	.069159
Tax	.1884894	.0023064	81.72	0.000	.1839683	.1930106
Tang	-.0284343	.0051983	-5.47	0.000	-.0386243	-.0182444
_cons	.0458485	.0106512	4.30	0.000	.0249695	.0667275
sigma_u	.03296799					
sigma_e	.0521835					
rho	.28527207	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(1031, 8250) = 3.05 Prob > F = 0.0000

### . est sto FEM2

```
. xtreg ROA DA CCC Size Age Tax Tang, re

Random-effects GLS regression      Number of obs   =      9288
Group variable: stt               Number of groups =      1032

R-sq:  within = 0.4505                 Obs per group:  min =        9
      between = 0.6378                   avg =           9.0
      overall = 0.4885                   max =           9

                                         Wald chi2(6)    =    8175.17
corr(u_i, X) = 0 (assumed)         Prob > chi2     =     0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	.3813612	.2533032	1.51	0.132	-.115104	.8778264
CCC	-.0019304	.0005248	-3.68	0.000	-.002959	-.0009018
Size	.109147	.0547433	1.99	0.046	.0018521	.2164419
Age	.0915792	.0200854	4.56	0.000	.0522124	.1309459
Tax	.1998078	.002247	88.92	0.000	.1954037	.204212
Tang	-.0159485	.0041364	-3.86	0.000	-.0240557	-.0078412
_cons	-.0033035	.0051294	-0.64	0.520	-.0133569	.0067499
sigma_u	.02062586					
sigma_e	.0521835					
rho	.13511834	(fraction of variance due to u_i)				



## 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROA DA CCC Size Age Tax Tang  
(obs=9288)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROA	1.96	1.40	0.5106	0.4894
DA	1.26	1.12	0.7942	0.2058
CCC	1.26	1.12	0.7953	0.2047
Size	1.17	1.08	0.8564	0.1436
Age	1.09	1.04	0.9160	0.0840
Tax	1.95	1.39	0.5140	0.4860
Tang	1.11	1.05	0.9008	0.0992

-----

Mean VIF	1.40
----------	------

	Eigenval	Cond Index
1	4.9658	1.0000
2	1.5841	1.7705
3	0.5831	2.9181
4	0.3002	4.0670
5	0.2846	4.1770
6	0.2129	4.8299
7	0.0586	9.2085
8	0.0107	21.5385

-----

Condition Number 21.5385

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.3361

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**

## 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROA DA CCC Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 1031) = 3.974

Prob > F = 0.0465

**Đọc Prob > F = 0.0465 < 0.05 => có hiện tượng tự tương quan**

## 6. Khắc phục phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan (GLS)

```
. xtgls ROA DA CCC Size Age Tax Tang, panels (h) corr(ar1)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares  
Panels: heteroskedastic  
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.3339)

Estimated covariances = 1032      Number of obs = 9288  
Estimated autocorrelations = 1      Number of groups = 1032  
Estimated coefficients = 7      Time periods = 9  
Wald chi2(6) = 4410.12  
Prob > chi2 = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	.0936471	.0101248	9.25	0.000	.0738029	.1134914
CCC	-.0016335	.0002004	-8.15	0.000	-.0020262	-.0012408
Size	-.0016654	.0002439	-6.83	0.000	-.0021435	-.0011872
Age	.0635001	.0091222	6.96	0.000	.0456213	.0813789
Tax	.273611	.0043057	63.55	0.000	.265172	.28205
Tang	-.0087796	.0014681	-5.98	0.000	-.0116571	-.0059021
_cons	.0177553	.0022726	7.81	0.000	.013301	.0222095

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng (GMM)

```
. xtabond2 ROA DA CCC Size Age Tax Tang, gmm(l.CCC, lag(1 .)) iv(DA Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: stt      Number of obs = 9288  
Time variable : nam      Number of groups = 1032  
Number of instruments = 41      Obs per group: min = 9  
Wald chi2(6) = 2427.98      avg = 9.00  
Prob > chi2 = 0.000      max = 9

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	.1557334	.0521951	2.98	0.003	.0534329	.2580338
CCC	-.553871	.2225754	-2.49	0.013	-.9901107	-.1176313
Size	.0006276	.0005683	1.10	0.270	-.0004864	.0017415
Age	.1132898	.0167779	6.75	0.000	.0804057	.1461739
Tax	.1842537	.0039427	46.73	0.000	.1765261	.1919813
Tang	-.0353089	.0052265	-6.76	0.000	-.0455525	-.0250652
_cons	.0121191	.0057471	2.11	0.035	.000855	.0233832

Instruments for first differences equation

Standard

D.(DA Size Age Tax Tang)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/8).L.CCC

Instruments for levels equation

Standard

DA Size Age Tax Tang

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.L.CCC

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -30.83 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.41 Pr > z = 0.679

Sargan test of overid. restrictions: chi2(34) = 54.37 Prob > chi2 = 0.015  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Sargan test excluding group: chi2(27) = 31.40 Prob > chi2 = 0.255

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 22.97 Prob > chi2 = 0.002

iv(DA Size Age Tax Tang)

Sargan test excluding group: chi2(29) = 35.00 Prob > chi2 = 0.204

Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 19.36 Prob > chi2 = 0.002

## PHỤ LỤC 7

### Phương trình 1.d: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROA và biến độc lập SDA, LDA, CCC

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

. reg ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang

Source	SS	df	MS	
Model	29.7405697	7	4.24865281	Number of obs = 9288
Residual	31.0242811	9280	.003343134	F( 7, 9280) = 1270.86
Total	60.7648508	9287	.006543001	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4894
				Adj R-squared = 0.4891
				Root MSE = .05782

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	.2942872	.2481676	1.19	0.236	-.1921758	.7807503
LDA	-.0036447	.0070467	-0.52	0.605	-.0174578	.0101684
CCC	-.0024565	.0004934	-4.98	0.000	-.0034237	-.0014892
Size	.2320403	.0476528	4.87	0.000	.1386303	.3254504
Age	.0821732	.0147618	5.57	0.000	.0532369	.1111095
Tax	.2121615	.0023162	91.60	0.000	.2076213	.2167017
Tang	-.0079871	.0036867	-2.17	0.030	-.0152139	-.0007603
_cons	-.0138833	.0041752	-3.33	0.001	-.0220676	-.0056991

. xtreg ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs = 9288
Group variable: stt	Number of groups = 1032
R-sq: within = 0.4530	Obs per group: min = 9
between = 0.5610	avg = 9.0
overall = 0.4689	max = 9
	F(7,8249) = 976.11
corr(u_i, Xb) = 0.1671	Prob > F = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	.1029721	.3217927	0.32	0.749	-.5278225	.7337667
LDA	-.0106009	.0082062	-1.29	0.196	-.026687	.0054853
CCC	-.0012414	.0006075	-2.04	0.041	-.0024323	-.0000506
Size	-.2045635	.0752391	-2.72	0.007	-.352051	-.057076
Age	-.0483331	.0598328	-0.81	0.419	-.1656205	.0689543
Tax	.1884539	.0023064	81.71	0.000	.1839327	.1929751
Tang	-.0280525	.0052058	-5.39	0.000	-.0382571	-.0178479
_cons	.0459532	.0106509	4.31	0.000	.0250747	.0668317
sigma_u	.03298093					
sigma_e	.05218094					
rho	.28545207	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(1031, 8249) = 3.05 Prob > F = 0.0000

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**

## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    9288
Group variable: stt                   Number of groups =   1032

R-sq:  within = 0.4530                 Obs per group:  min =     9
      between = 0.5610                   avg =           9.0
      overall = 0.4689                   max =           9

                                         F(7,8249)      =   976.11
corr(u_i, Xb) = 0.1671                 Prob > F       =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	.1029721	.3217927	0.32	0.749	-.5278225 .7337667	
LDA	-.0106009	.0082062	-1.29	0.196	-.026687 .0054853	
CCC	-.0012414	.0006075	-2.04	0.041	-.0024323 -.0000506	
Size	-.2045635	.0752391	-2.72	0.007	-.352051 -.057076	
Age	-.0483331	.0598328	-0.81	0.419	-.1656205 .0689543	
Tax	.1884539	.0023064	81.71	0.000	.1839327 .1929751	
Tang	-.0280525	.0052058	-5.39	0.000	-.0382571 -.0178479	
_cons	.0459532	.0106509	4.31	0.000	.0250747 .0668317	
sigma_u	.03298093					
sigma_e	.05218094					
rho	.28545207	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(1031, 8249) = 3.05 Prob > F = 0.0000

### . est sto FEM4

```
. xtreg ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, re

Random-effects GLS regression      Number of obs   =    9288
Group variable: stt               Number of groups =   1032

R-sq:  within = 0.4506                 Obs per group:  min =     9
      between = 0.6371                   avg =           9.0
      overall = 0.4885                   max =           9

                                         Wald chi2(7)   =  8175.92
corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Prob > chi2    =   0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	.4731614	.2671651	1.77	0.077	-.0504726 .9967954	
LDA	-.0036605	.0073621	-0.50	0.619	-.0180899 .0107689	
CCC	-.0020112	.0005302	-3.79	0.000	-.0030504 -.000972	
Size	.1075986	.0547667	1.96	0.049	.0002578 .2149394	
Age	.0915639	.020093	4.56	0.000	.0521824 .1309455	
Tax	.1997628	.0022472	88.89	0.000	.1953583 .2041672	
Tang	-.0153682	.0041726	-3.68	0.000	-.0235463 -.00719	
_cons	-.0032008	.0051313	-0.62	0.533	-.0132579 .0068563	
sigma_u	.02064356					
sigma_e	.05218094					
rho	.13533042	(fraction of variance due to u_i)				





#### 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang  
(obs=9288)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROA	1.96	1.40	0.5106	0.4894
SDA	1.29	1.14	0.7752	0.2248
LDA	1.04	1.02	0.9651	0.0349
CCC	1.28	1.13	0.7837	0.2163
Size	1.17	1.08	0.8557	0.1443
Age	1.09	1.04	0.9160	0.0840
Tax	1.95	1.39	0.5140	0.4860
Tang	1.15	1.07	0.8709	0.1291

-----

Mean VIF	1.36
----------	------

	Eigenval	Cond Index
1	5.0348	1.0000
2	1.5864	1.7815
3	0.9418	2.3121
4	0.5811	2.9435
5	0.2923	4.1500
6	0.2806	4.2361
7	0.2137	4.8541
8	0.0586	9.2724
9	0.0107	21.6936

-----

Condition Number 21.6936

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.3169

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**

## 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

```
F( 1, 1031) = 4.020
Prob > F = 0.0452
```

**Độc Prob > F = 0.0452 < 0.05 => có hiện tượng tự tương quan**

## 6. Khắc phục phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan (GLS)

```
. xtgls ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, panels (h) corr(ar1)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.3312)

```
Estimated covariances = 1032      Number of obs = 9288
Estimated autocorrelations = 1      Number of groups = 1032
Estimated coefficients = 8          Time periods = 9
                                   Wald chi2(7) = 4463.99
                                   Prob > chi2 = 0.0000
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	.1076325	.0107681	10.00	0.000	.0865273	.1287376
LDA	.0301493	.2682119	0.11	0.910	-.4955364	.5558349
CCC	-.0017694	.0002012	-8.80	0.000	-.0021637	-.0013752
Size	-.0016408	.0002415	-6.79	0.000	-.0021141	-.0011675
Age	.0631662	.0090722	6.96	0.000	.045385	.0809474
Tax	.2724093	.0042728	63.75	0.000	.2640347	.280784
Tang	-.0080458	.0014393	-5.59	0.000	-.0108667	-.0052249
_cons	.0176426	.0022474	7.85	0.000	.0132377	.0220474

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng (GMM)

```
. xtabond2 ROA SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, gmm(l.CCC, lag(1 .)) iv(SDA LDA Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: stt	Number of obs	=	9288
Time variable : nam	Number of groups	=	1032
Number of instruments = 42	Obs per group: min	=	9
Wald chi2(7) = 2431.17	avg	=	9.00
Prob > chi2 = 0.000	max	=	9

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	.179252	.0571134	3.14	0.002	.0673118	.2911921
LDA	-.4449258	.8555272	-0.52	0.603	-2.121728	1.231877
CCC	-.5740693	.2272585	-2.53	0.012	-1.019488	-.1286509
Size	.000601	.0005685	1.06	0.290	-.0005132	.0017152
Age	.1133132	.0167736	6.76	0.000	.0804376	.1461887
Tax	.1842179	.0039426	46.73	0.000	.1764906	.1919452
Tang	-.0339683	.0051493	-6.60	0.000	-.0440608	-.0238758
_cons	.0122933	.0057703	2.13	0.033	.0009836	.0236029

Instruments for first differences equation

Standard

D.(SDA LDA Size Age Tax Tang)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/8).L.CCC

Instruments for levels equation

Standard

SDA LDA Size Age Tax Tang

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.L.CCC

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -30.82 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.45 Pr > z = 0.650

Sargan test of overid. restrictions: chi2(34) = 54.56 Prob > chi2 = 0.014  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Sargan test excluding group: chi2(27) = 31.33 Prob > chi2 = 0.258

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 23.23 Prob > chi2 = 0.002

iv(SDA LDA Size Age Tax Tang)

Sargan test excluding group: chi2(28) = 35.00 Prob > chi2 = 0.170

Difference (null H = exogenous): chi2(6) = 19.56 Prob > chi2 = 0.003

## PHỤ LỤC 8

### Phương trình 2.a: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROE và biến độc lập DA, ACR, ICP, APP

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

. reg ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang

Source	SS	df	MS	
Model	308.758477	8	38.5948096	Number of obs = 8794
Residual	326.938097	8785	.037215492	F( 8, 8785) = 1037.06
				Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4857
				Adj R-squared = 0.4852
Total	635.696574	8793	.072295755	Root MSE = .19291

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	3.420196	.8456052	4.04	0.000	1.762612	5.07778
ACR	-.0846835	.0193825	-4.37	0.000	-.1226777	-.0466893
ICP	-2.08065	1.979979	-1.05	0.293	-5.961873	1.800572
APP	.022129	.0331094	0.67	0.504	-.0427732	.0870311
Size	-.0709151	.0501957	-1.41	0.158	-.1693105	.0274803
Age	.2660682	.164173	1.62	0.105	-.0557494	.5878857
Tax	2.238288	.0252325	88.71	0.000	2.188826	2.287749
Tang	-.0301295	.013388	-2.25	0.024	-.0563732	-.0038859
_cons	-.0183166	.0146499	-1.25	0.211	-.0470338	.0104006

. xtreg ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	8794
Group variable: stt	Number of groups	=	1032
R-sq: within = 0.4482	Obs per group: min =		6
between = 0.6277	avg =		8.5
overall = 0.4785	max =		9
	F(8,7754)	=	787.17
corr(u_i, Xb) = -0.1946	Prob > F	=	0.0000

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	2.695679	1.205393	2.24	0.025	.3327829	5.058575
ACR	-.0718044	.0257192	-2.79	0.005	-.122221	-.0213878
ICP	1.870926	2.072311	0.90	0.367	-2.191364	5.933216
APP	.0423728	.04316	0.98	0.326	-.0422325	.1269781
Size	.3736085	.2194338	1.70	0.089	-.056541	.8037579
Age	.7613335	.2965677	2.57	0.010	.1799807	1.342686
Tax	2.368908	.0301071	78.68	0.000	2.30989	2.427926
Tang	.0073084	.0204848	0.36	0.721	-.0328473	.0474642
_cons	-.1333883	.0412656	-3.23	0.001	-.21428	-.0524966
sigma_u	.0770358					
sigma_e	.1902852					
rho	.14081861	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(1031, 7754) = 1.24 Prob > F = 0.0000

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**

## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    8794
Group variable: stt                    Number of groups =    1032

R-sq:  within = 0.4482                  Obs per group: min =     6
      between = 0.6277                  avg           =    8.5
      overall = 0.4785                  max           =     9

corr(u_i, Xb) = -0.1946                 F(8,7754)      =    787.17
                                         Prob > F       =    0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	2.695679	1.205393	2.24	0.025	.3327829	5.058575
ACR	-.0718044	.0257192	-2.79	0.005	-.122221	-.0213878
ICP	1.870926	2.072311	0.90	0.367	-2.191364	5.933216
APP	.0423728	.04316	0.98	0.326	-.0422325	.1269781
Size	.3736085	.2194338	1.70	0.089	-.056541	.8037579
Age	.7613335	.2965677	2.57	0.010	.1799807	1.342686
Tax	2.368908	.0301071	78.68	0.000	2.30989	2.427926
Tang	.0073084	.0204848	0.36	0.721	-.0328473	.0474642
_cons	-.1333883	.0412656	-3.23	0.001	-.21428	-.0524966
sigma_u	.0770358					
sigma_e	.1902852					
rho	.14081861	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(1031, 7754) =    1.24      Prob > F = 0.0000
```

### . est sto FEM5

```
. xtreg ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, re
```

```
Random-effects GLS regression      Number of obs   =    8794
Group variable: stt                Number of groups =    1032

R-sq:  within = 0.4470                  Obs per group: min =     6
      between = 0.6534                  avg           =    8.5
      overall = 0.4857                  max           =     9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)           Wald chi2(8)    =    8163.62
                                         Prob > chi2     =    0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	3.283193	.8617266	3.81	0.000	1.59424	4.972146
ACR	-.0829486	.0197493	-4.20	0.000	-.1216565	-.0442408
ICP	-1.627831	1.977161	-0.82	0.410	-5.502996	2.247334
APP	.0232123	.0336984	0.69	0.491	-.0428354	.08926
Size	-.0714525	.0529359	-1.35	0.177	-.1752051	.0323
Age	.2817494	.1691779	1.67	0.096	-.0498331	.613332
Tax	2.249939	.0255168	88.17	0.000	2.199926	2.299951
Tang	-.0282171	.0137734	-2.05	0.040	-.0552126	-.0012217
_cons	-.0202138	.0152416	-1.33	0.185	-.0500868	.0096592
sigma_u	.02441573					
sigma_e	.1902852					
rho	.01619711	(fraction of variance due to u_i)				



#### 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang  
(obs=8794)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROE	1.94	1.39	0.5143	0.4857
DA	1.39	1.18	0.7202	0.2798
ACR	1.32	1.15	0.7562	0.2438
ICP	1.00	1.00	0.9983	0.0017
APP	1.29	1.13	0.7767	0.2233
Size	1.10	1.05	0.9099	0.0901
Age	1.19	1.09	0.8396	0.1604
Tax	1.96	1.40	0.5096	0.4904
Tang	1.32	1.15	0.7550	0.2450
Mean VIF	1.39			

	Eigenval	Cond Index
1	5.5126	1.0000
2	1.5961	1.8584
3	0.9743	2.3787
4	0.6590	2.8923
5	0.5149	3.2719
6	0.2889	4.3679
7	0.2546	4.6532
8	0.1325	6.4509
9	0.0564	9.8850
10	0.0106	22.7950

Condition Number 22.7950

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.2447

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**



## 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 1031) = 1.779

Prob > F = 0.1825

**Độc Prob > F = 0.1825 > 0.05 => chưa phát hiện ra hiện tượng tự tương quan**

## 6. Khắc phục phương sai thay đổi (GLS)

```
. xtgls ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, panels (h)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	1032	Number of obs	=	9288
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	1032
Estimated coefficients	=	9	Time periods	=	9
			Wald chi2(8)	=	6152.88
			Prob > chi2	=	0.0000

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
DA	.5516825	.0247534	22.29	0.000	.5031667 .6001982
ACR	-.083263	.0057417	-14.50	0.000	-.0945165 -.0720094
ICP	-.0409038	.0091769	-4.46	0.000	-.0588902 -.0229173
APP	.0412038	.0016692	24.68	0.000	.0379323 .0444754
Size	-.0014086	.0004657	-3.02	0.002	-.0023213 -.0004959
Age	.0404787	.0145373	2.78	0.005	.0119861 .0689712
Tax	.5249792	.0086127	60.95	0.000	.5080986 .5418597
Tang	-.036586	.003115	-11.74	0.000	-.0426913 -.0304806
_cons	.0330376	.0040907	8.08	0.000	.0250199 .0410553

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng (GMM)

```
. xtabond2 ROE DA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, gmm(l.ICP, lag(1 2)) iv(DA ACR APP Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: stt	Number of obs	=	9288
Time variable : nam	Number of groups	=	1032
Number of instruments = 28	Obs per group: min	=	9
Wald chi2(8) = 955.36	avg	=	9.00
Prob > chi2 = 0.000	max	=	9

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	.6046382	.1472385	4.11	0.000	.316056	.8932204
ACR	-.1326276	.026421	-5.02	0.000	-.1844118	-.0808434
ICP	-.1623333	.1891194	-0.86	0.391	-.5330004	.2083339
APP	.0348126	.0035638	9.77	0.000	.0278277	.0417975
Size	.0005475	.0023525	0.23	0.816	-.0040634	.0051584
Age	.1648906	.0655088	2.52	0.012	.0364957	.2932856
Tax	.3844218	.0149452	25.72	0.000	.3551298	.4137138
Tang	-.1035395	.0355805	-2.91	0.004	-.173276	-.0338031
_cons	.0430678	.0355361	1.21	0.226	-.0265817	.1127173

Instruments for first differences equation

Standard

D. (DA ACR APP Size Age Tax Tang)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/2).L.ICP

Instruments for levels equation

Standard

DA ACR APP Size Age Tax Tang

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.L.ICP

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -32.22 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.27 Pr > z = 0.790

Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 17.47 Prob > chi2 = 0.558

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Sargan test excluding group: chi2(12) = 8.37 Prob > chi2 = 0.756

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 9.10 Prob > chi2 = 0.246

iv(DA ACR APP Size Age Tax Tang)

Sargan test excluding group: chi2(12) = 11.41 Prob > chi2 = 0.494

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 6.06 Prob > chi2 = 0.533

## PHỤ LỤC 9

### Phương trình 2.b: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROE và biến độc lập SDA, LDA, ACR, ICP, APP

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

. reg ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8794
Model	308.787707	9	34.3097452	F( 9, 8784) =	921.90
Residual	326.908867	8784	.037216401	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4857
				Adj R-squared =	0.4852
Total	635.696574	8793	.072295755	Root MSE =	.19292

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	3.672287	.8921772	4.12	0.000	1.923411	5.421164
LDA	.0145327	.0237508	0.61	0.541	-.0320244	.0610897
ACR	-.0877171	.0196827	-4.46	0.000	-.1262997	-.0491345
ICP	-2.091558	1.980041	-1.06	0.291	-5.972903	1.789787
APP	.0228045	.0331186	0.69	0.491	-.0421156	.0877246
Size	-.0714394	.0501998	-1.42	0.155	-.1698428	.0269641
Age	.2637677	.1641956	1.61	0.108	-.058094	.5856294
Tax	2.237779	.0252393	88.66	0.000	2.188304	2.287254
Tang	-.0276024	.0136885	-2.02	0.044	-.054435	-.0007697
_cons	-.0185224	.0146519	-1.26	0.206	-.0472435	.0101988

. xtreg ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	8794
Group variable: stt	Number of groups =	1032
R-sq: within = 0.4482	Obs per group: min =	6
between = 0.6278	avg =	8.5
overall = 0.4785	max =	9
	F(9,7753) =	699.62
corr(u_i, Xb) = -0.1947	Prob > F =	0.0000

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	2.740226	1.286449	2.13	0.033	.218438	5.262014
LDA	.0242081	.030226	0.80	0.423	-.0350431	.0834593
ACR	-.0723904	.0263909	-2.74	0.006	-.1241237	-.0206571
ICP	1.871166	2.072445	0.90	0.367	-2.191387	5.933718
APP	.0423817	.0431629	0.98	0.326	-.0422292	.1269926
Size	.3735869	.2194479	1.70	0.089	-.0565902	.8037641
Age	.7626736	.2968944	2.57	0.010	.1806805	1.344667
Tax	2.368838	.0301172	78.65	0.000	2.3098	2.427876
Tang	.007473	.0205532	0.36	0.716	-.0328169	.0477629
_cons	-.1335369	.0412954	-3.23	0.001	-.2144871	-.0525867
sigma_u	.07703142					
sigma_e	.19029735					
rho	.1407894	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(1031, 7753) = 1.24 Prob > F = 0.0000

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**

## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      8794
Group variable: stt                   Number of groups =      1032

R-sq:  within = 0.4482                 Obs per group: min =        6
      between = 0.6278                 avg =             8.5
      overall = 0.4785                 max =             9

                                         F(9,7753)      =      699.62
corr(u_i, Xb) = -0.1947                Prob > F       =      0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	2.740226	1.286449	2.13	0.033	.218438	5.262014
LDA	.0242081	.030226	0.80	0.423	-.0350431	.0834593
ACR	-.0723904	.0263909	-2.74	0.006	-.1241237	-.0206571
ICP	1.871166	2.072445	0.90	0.367	-2.191387	5.933718
APP	.0423817	.0431629	0.98	0.326	-.0422292	.1269926
Size	.3735869	.2194479	1.70	0.089	-.0565902	.8037641
Age	.7626736	.2968944	2.57	0.010	.1806805	1.344667
Tax	2.368838	.0301172	78.65	0.000	2.3098	2.427876
Tang	.007473	.0205532	0.36	0.716	-.0328169	.0477629
_cons	-.1335369	.0412954	-3.23	0.001	-.2144871	-.0525867
sigma_u	.07703142					
sigma_e	.19029735					
rho	.1407894	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(1031, 7753) =      1.24      Prob > F = 0.0000
```

### . est sto FEM6

```
. xtreg ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, re

Random-effects GLS regression      Number of obs   =      8794
Group variable: stt                   Number of groups =      1032

R-sq:  within = 0.4470                 Obs per group: min =        6
      between = 0.6537                 avg =             8.5
      overall = 0.4857                 max =             9

                                         Wald chi2(9)    =      8164.15
corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Prob > chi2     =      0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	3.52474	.9101692	3.87	0.000	1.740841	5.308639
LDA	.0142575	.0241379	0.59	0.555	-.0330519	.0615669
ACR	-.0858788	.0200664	-4.28	0.000	-.1252083	-.0465493
ICP	-1.637427	1.977231	-0.83	0.408	-5.51273	2.237875
APP	.0237841	.0337055	0.71	0.480	-.0422775	.0898457
Size	-.0719402	.0529367	-1.36	0.174	-.1756943	.0318139
Age	.2797833	.1691912	1.65	0.098	-.0518254	.611392
Tax	2.249445	.0255236	88.13	0.000	2.199419	2.29947
Tang	-.0259004	.0140579	-1.84	0.065	-.0534534	.0016526
_cons	-.0204098	.015243	-1.34	0.181	-.0502856	.009466
sigma_u	.02440117					
sigma_e	.19029735					
rho	.01617608	(fraction of variance due to u_i)				



## 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang
(obs=8794)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROE	1.94	1.39	0.5143	0.4857
SDA	1.44	1.20	0.6957	0.3043
LDA	1.05	1.02	0.9567	0.0433
ACR	1.36	1.17	0.7333	0.2667
ICP	1.00	1.00	0.9982	0.0018
APP	1.29	1.13	0.7763	0.2237
Size	1.10	1.05	0.9097	0.0903
Age	1.19	1.09	0.8394	0.1606
Tax	1.96	1.40	0.5095	0.4905
Tang	1.38	1.18	0.7223	0.2777

-----

Mean VIF      1.37

	Eigenval	Cond Index
1	5.5816	1.0000
2	1.5977	1.8691
3	0.9858	2.3795
4	0.9475	2.4272
5	0.6457	2.9401
6	0.5074	3.3166
7	0.2885	4.3985
8	0.2479	4.7454
9	0.1310	6.5280
10	0.0564	9.9503
11	0.0106	22.9368

-----

Condition Number      22.9368  
Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)  
Det(correlation matrix)      0.2265

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**

## 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 1031) = 1.797

Prob > F = 0.1803

**Đọc Prob > F = 0.1803 > 0.05 => chưa phát hiện thấy tượng tự tương quan**

## 6. Khắc phục phương sai thay đổi (GLS)

```
. xtglsl ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, panels (h)

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances = 1032      Number of obs = 9288
Estimated autocorrelations = 0      Number of groups = 1032
Estimated coefficients = 10        Time periods = 9
                                   Wald chi2(9) = 6385.88
                                   Prob > chi2 = 0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SDA	.6126915	.0267708	22.89	0.000	.5602216 .6651613
LDA	1.282954	.6054175	2.12	0.034	.096357 2.46955
ACR	-.0904792	.0058748	-15.40	0.000	-.1019935 -.0789649
ICP	-.0394704	.0090904	-4.34	0.000	-.0572872 -.0216536
APP	.0414636	.0016718	24.80	0.000	.0381871 .0447402
Size	-.0013753	.0004645	-2.96	0.003	-.0022858 -.0004648
Age	.0407257	.0144106	2.83	0.005	.0124815 .06897
Tax	.5213134	.008388	62.15	0.000	.5048732 .5377535
Tang	-.0326812	.0030227	-10.81	0.000	-.0386055 -.0267569
_cons	.0318142	.0040733	7.81	0.000	.0238306 .0397978

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng (GMM)

```
. xtabond2 ROE SDA LDA ACR ICP APP Size Age Tax Tang, gmm(l.ICP, lag(1 2)) iv(SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

```
Group variable: stt      Number of obs = 9288
Time variable : nam      Number of groups = 1032
Number of instruments = 29      Obs per group: min = 9
Wald chi2(9) = 961.86      avg = 9.00
Prob > chi2 = 0.000      max = 9
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SDA	.6898658	.1509589	4.57	0.000	.3939919 .9857398
LDA	-.3610488	3.439372	-0.10	0.916	-7.102094 6.379997
ACR	-.1424149	.0267865	-5.32	0.000	-.1949155 -.0899143
ICP	-.1662959	.1889513	-0.88	0.379	-.5366336 .2040418
APP	.0347582	.003563	9.76	0.000	.0277748 .0417416
Size	.0005486	.0023521	0.23	0.816	-.0040613 .0051586
Age	.164475	.0654994	2.51	0.012	.0360985 .2928516
Tax	.3841099	.0149424	25.71	0.000	.3548234 .4133964
Tang	-.0986807	.0358452	-2.75	0.006	-.1689359 -.0284254
_cons	.0427812	.0355347	1.20	0.229	-.0268655 .112428

Instruments for first differences equation

```
Standard
D.(SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(1/2).L.ICP
```

Instruments for levels equation

```
Standard
SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang
_cons
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
D.L.ICP
```

```
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -32.22 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.29 Pr > z = 0.774
```

```
Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 17.35 Prob > chi2 = 0.566
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
```

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

```
GMM instruments for levels
Sargan test excluding group: chi2(12) = 8.39 Prob > chi2 = 0.754
Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 8.96 Prob > chi2 = 0.256
iv(SDA LDA ACR APP Size Age Tax Tang)
Sargan test excluding group: chi2(11) = 11.40 Prob > chi2 = 0.411
Difference (null H = exogenous): chi2(8) = 5.95 Prob > chi2 = 0.653
```

## PHỤ LỤC 10

### Phương trình 2.c: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROE và biến độc lập DA, CCC

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

. reg ROE DA CCC Size Age Tax Tang

Source	SS	df	MS	Number of obs =	9288
Model	309.460368	6	51.5767279	F( 6, 9281) =	1462.60
Residual	327.282755	9281	.035263738	Prob > F =	0.0000
Total	636.743123	9287	.068562843	R-squared =	0.4860
				Adj R-squared =	0.4857
				Root MSE =	.18779

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DA	2.85802	.7670437	3.73	0.000	1.354446 4.361594
CCC	-.0057847	.0015919	-3.63	0.000	-.0089051 -.0026643
Size	-.0633837	.0480182	-1.32	0.187	-.1575099 .0307425
Age	.2189149	.1548853	1.41	0.158	-.0846942 .522524
Tax	2.238312	.0244282	91.63	0.000	2.190427 2.286197
Tang	-.0432585	.0117682	-3.68	0.000	-.0663268 -.0201902
_cons	-.0060804	.0135666	-0.45	0.654	-.032674 .0205132

. xtreg ROE DA CCC Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	9288
Group variable: stt	Number of groups =	1032
R-sq: within = 0.4506	Obs per group: min =	9
between = 0.6322	avg =	9.0
overall = 0.4796	max =	9
corr(u_i, Xb) = -0.1975	F(6, 8250) =	1127.86
	Prob > F =	0.0000

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DA	2.159401	1.081574	2.00	0.046	.0392444 4.279558
CCC	-.0047925	.0021241	-2.26	0.024	-.0089563 -.0006286
Size	.374025	.2122977	1.76	0.078	-.042132 .790182
Age	.5345215	.2670546	2.00	0.045	.0110274 1.058016
Tax	2.373493	.0290427	81.72	0.000	2.316562 2.430425
Tang	-.0039163	.0184797	-0.21	0.832	-.0401412 .0323086
_cons	-.1019585	.037822	-2.70	0.007	-.1760991 -.027818
sigma_u	.07373191				
sigma_e	.18517559				
rho	.13684593	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F(1031, 8250) = 1.26 Prob > F = 0.0000

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**



## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROE DA CCC Size Age Tax Tang,fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    9288
Group variable: stt                   Number of groups =    1032

R-sq:  within = 0.4506                 Obs per group:  min =     9
      between = 0.6322                   avg =           9.0
      overall = 0.4796                   max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.1975                 F(6,8250)       =   1127.86
                                           Prob > F        =    0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	2.159401	1.081574	2.00	0.046	.0392444	4.279558
CCC	-.0047925	.0021241	-2.26	0.024	-.0089563	-.0006286
Size	.374025	.2122977	1.76	0.078	-.042132	.790182
Age	.5345215	.2670546	2.00	0.045	.0110274	1.058016
Tax	2.373493	.0290427	81.72	0.000	2.316562	2.430425
Tang	-.0039163	.0184797	-0.21	0.832	-.0401412	.0323086
_cons	-.1019585	.037822	-2.70	0.007	-.1760991	-.027818
sigma_u	.07373191					
sigma_e	.18517559					
rho	.13684593	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(1031, 8250) =    1.26      Prob > F = 0.0000
```

### . est sto FEM7

```
. xtreg ROE DA CCC Size Age Tax Tang,re
```

```
Random-effects GLS regression      Number of obs   =    9288
Group variable: stt                 Number of groups =    1032

R-sq:  within = 0.4498                 Obs per group:  min =     9
      between = 0.6551                   avg =           9.0
      overall = 0.4860                   max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)           Wald chi2(6)    =   8606.87
                                           Prob > chi2     =    0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	2.726152	.7861296	3.47	0.001	1.185366	4.266938
CCC	-.0056477	.0016338	-3.46	0.001	-.0088499	-.0024456
Size	-.0640766	.0513552	-1.25	0.212	-.1647309	.0365777
Age	.2316334	.1607821	1.44	0.150	-.0834938	.5467606
Tax	2.252821	.0247695	90.95	0.000	2.204274	2.301369
Tang	-.0406811	.0122357	-3.32	0.001	-.0646626	-.0166995
_cons	-.0078029	.0142432	-0.55	0.584	-.035719	.0201133
sigma_u	.02651153					
sigma_e	.18517559					
rho	.02008585	(fraction of variance due to u_i)				

```
. est sto REM3
```

```
Hausman ....
```

```
. hausman FEM7 REM7
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) FEM7	(B) REM7		
DA	2.159401	2.726152	-.5667505	.7428341
CCC	-.0047925	-.0056477	.0008553	.0013575
Size	.374025	-.0640766	.4381016	.2059927
Age	.5345215	.2316334	.3028881	.2132305
Tax	2.373493	2.252821	.1206721	.0151641
Tang	-.0039163	-.0406811	.0367648	.0138487

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(6) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
        =      73.68
Prob>chi2 =      0.0000
```

**Kết luận: Prob > chi2 = 0.0000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**

### 3. Kiểm tra phương sai thay đổi

```
. xtreg ROE DA CCC Size Age Tax Tang, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      9288
Group variable: stt                    Number of groups =      1032

R-sq:  within = 0.4506                  Obs per group:  min =         9
      between = 0.6322                  avg           =         9.0
      overall  = 0.4796                  max           =         9

F(6,8250) =      1127.86
corr(u_i, Xb) = -0.1975                Prob > F        =      0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DA	2.159401	1.081574	2.00	0.046	.0392444 4.279558
CCC	-.0047925	.0021241	-2.26	0.024	-.0089563 -.0006286
Size	.374025	.2122977	1.76	0.078	-.042132 .790182
Age	.5345215	.2670546	2.00	0.045	.0110274 1.058016
Tax	2.373493	.0290427	81.72	0.000	2.316562 2.430425
Tang	-.0039163	.0184797	-0.21	0.832	-.0401412 .0323086
_cons	-.1019585	.037822	-2.70	0.007	-.1760991 -.027818
sigma_u	.07373191				
sigma_e	.18517559				
rho	.13684593	(fraction of variance due to u_i)			

```
F test that all u_i=0:      F(1031, 8250) =      1.26      Prob > F = 0.0000
```

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

```
chi2(1032) = 9.1e+08
Prob>chi2 = 0.0000
```

**Độc Prob > chi2 = 0.0000 < 0.05 => có hiện tượng phương sai thay đổi**

#### 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROE DA CCC Size Age Tax Tang  
(obs=9288)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROE	1.95	1.39	0.5140	0.4860
DA	1.26	1.12	0.7942	0.2058
CCC	1.26	1.12	0.7953	0.2047
Size	1.09	1.04	0.9160	0.0840
Age	1.17	1.08	0.8564	0.1436
Tax	1.96	1.40	0.5106	0.4894
Tang	1.11	1.05	0.9008	0.0992

Mean VIF 1.40

	Eigenval	Cond Index
1	4.9658	1.0000
2	1.5841	1.7705
3	0.5831	2.9181
4	0.3002	4.0670
5	0.2846	4.1770
6	0.2129	4.8299
7	0.0586	9.2085
8	0.0107	21.5385

Condition Number 21.5385

Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.3361

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**

#### 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROE DA CCC Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 1031) = 1.857

Prob > F = 0.1733

**Đọc Prob > F = 0.1733 > 0.05 => không phát hiện tượng tự tương quan**

## 6. Khắc phục phương sai thay đổi (GLS)

```
. xtglsl ROE DA CCC Size Age Tax Tang, panels (h)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares  
Panels: heteroskedastic  
Correlation: no autocorrelation

```
Estimated covariances      =      1032      Number of obs      =      9288
Estimated autocorrelations =           0      Number of groups   =      1032
Estimated coefficients     =           7      Time periods       =           9
Wald chi2(6)              =     5235.54
Prob > chi2                =           0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	.4875249	.0249303	19.56	0.000	.4386624	.5363874
CCC	-.6862832	.0504507	-13.60	0.000	-.7851648	-.5874015
Size	.0008771	.0004966	1.77	0.077	-.0000963	.0018505
Age	.0968764	.0158504	6.11	0.000	.0658102	.1279426
Tax	.5378045	.008258	65.13	0.000	.5216192	.5539898
Tang	-.0443748	.0029696	-14.94	0.000	-.0501952	-.0385545
_cons	.0107585	.0041577	2.59	0.010	.0026096	.0189074

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng (GMM)

```
. xtabond2 ROE DA CCC Size Age Tax Tang, gmm(l.CCC, lag(1 2)) iv(DA Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

```
Group variable: stt      Number of obs      =      9288
Time variable : nam      Number of groups   =      1032
Number of instruments = 26      Obs per group: min =           9
Wald chi2(6) =      809.80      avg =           9.00
Prob > chi2 =           0.000      max =           9
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	.6318062	.2592419	2.44	0.015	.1237015	1.139911
CCC	-1.781093	1.207197	-1.48	0.140	-4.147156	.5849699
Size	.0040308	.002169	1.86	0.063	-.0002204	.008282
Age	.2200493	.0638531	3.45	0.001	.0948996	.345199
Tax	.395757	.0150595	26.28	0.000	.3662409	.4252731
Tang	-.1093593	.0225862	-4.84	0.000	-.1536274	-.0650912
_cons	.0102323	.0245533	0.42	0.677	-.0378913	.0583559

Instruments for first differences equation

Standard

D. (DA Size Age Tax Tang)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/2).L.CCC

Instruments for levels equation

Standard

DA Size Age Tax Tang

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.L.CCC

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -32.17 Pr > z = 0.000

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.33 Pr > z = 0.742

Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 25.08 Prob > chi2 = 0.158  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Sargan test excluding group: chi2(12) = 12.65 Prob > chi2 = 0.395

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 12.43 Prob > chi2 = 0.087

iv(DA Size Age Tax Tang)

Sargan test excluding group: chi2(14) = 14.08 Prob > chi2 = 0.444

Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 11.00 Prob > chi2 = 0.051

## PHỤ LỤC 11

### Phương trình 2.d: Kết quả hồi quy dựa trên biến phụ thuộc ROE và biến độc lập SDA, LDA, CCC

#### 1. Kết quả hồi quy so sánh phương pháp pooled OLS và FEM

. reg ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang

Source	SS	df	MS	Number of obs =	9288
Model	309.470646	7	44.2100923	F( 7, 9280) =	1253.60
Residual	327.272477	9280	.035266431	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4860
				Adj R-squared =	0.4856
Total	636.743123	9287	.068562843	Root MSE =	.18779

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SDA	2.990711	.8054889	3.71	0.000	1.411775 4.569646
LDA	.0169393	.0228867	0.74	0.459	-.0279236 .0618022
CCC	-.0058892	.0016036	-3.67	0.000	-.0090327 -.0027457
Size	-.0634821	.0480204	-1.32	0.186	-.1576125 .0306484
Age	.2165443	.1549534	1.40	0.162	-.0871984 .520287
Tax	2.238073	.0244331	91.60	0.000	2.190179 2.285968
Tang	-.0420806	.0119692	-3.52	0.000	-.0655429 -.0186182
_cons	-.0059752	.0135686	-0.44	0.660	-.0325726 .0206222

. xtreg ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	9288
Group variable: stt	Number of groups =	1032
R-sq: within = 0.4506	Obs per group: min =	9
between = 0.6321	avg =	9.0
overall = 0.4796	max =	9
	F(7,8249) =	966.62
corr(u_i, Xb) = -0.1975	Prob > F =	0.0000

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SDA	2.113261	1.14179	1.85	0.064	-.1249351 4.351458
LDA	.0250058	.0291248	0.86	0.391	-.0320861 .0820977
CCC	-.004746	.0021559	-2.20	0.028	-.0089722 -.0005199
Size	.3740942	.2123111	1.76	0.078	-.042089 .7902774
Age	.53467	.2670731	2.00	0.045	.0111396 1.0582
Tax	2.373562	.0290495	81.71	0.000	2.316618 2.430506
Tang	-.0040414	.0185074	-0.22	0.827	-.0403205 .0322377
_cons	-.1019966	.0378254	-2.70	0.007	-.1761439 -.0278492
sigma_u	.07374161				
sigma_e	.18518663				
rho	.13686291	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F(1031, 8249) = 1.26 Prob > F = 0.0000

**Kết luận: Prob > F = 0.000 < 0.05 => chọn phương pháp FEM**

## 2. Kết quả hồi quy so sánh giữa phương pháp FEM và REM

```
. xtreg ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang,fe

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   9288
Group variable: stt                   Number of groups =   1032

R-sq:  within = 0.4506                 Obs per group: min =    9
      between = 0.6321                 avg =           9.0
      overall = 0.4796                 max =           9

corr(u_i, Xb) = -0.1975                F(7,8249)       =   966.62
                                           Prob > F        =   0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	2.113261	1.14179	1.85	0.064	-.1249351	4.351458
LDA	.0250058	.0291248	0.86	0.391	-.0320861	.0820977
CCC	-.004746	.0021559	-2.20	0.028	-.0089722	-.0005199
Size	.3740942	.2123111	1.76	0.078	-.042089	.7902774
Age	.53467	.2670731	2.00	0.045	.0111396	1.0582
Tax	2.373562	.0290495	81.71	0.000	2.316618	2.430506
Tang	-.0040414	.0185074	-0.22	0.827	-.0403205	.0322377
_cons	-.1019966	.0378254	-2.70	0.007	-.1761439	-.0278492
sigma_u	.07374161					
sigma_e	.18518663					
rho	.13686291	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(1031, 8249) = 1.26 Prob > F = 0.0000

### . est sto FEM8

```
. xtreg ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang,re

Random-effects GLS regression      Number of obs   =   9288
Group variable: stt               Number of groups =   1032

R-sq:  within = 0.4498                 Obs per group: min =    9
      between = 0.6552                 avg =           9.0
      overall = 0.4860                 max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Wald chi2(7)    =   8605.84
                                           Prob > chi2     =   0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	2.849118	.826518	3.45	0.001	1.229172	4.469063
LDA	.0166082	.0233594	0.71	0.477	-.0291753	.0623917
CCC	-.0057471	.001647	-3.49	0.000	-.0089751	-.0025191
Size	-.0641495	.0513696	-1.25	0.212	-.164832	.036533
Age	.2295056	.1608721	1.43	0.154	-.085798	.5448092
Tax	2.252655	.0247757	90.92	0.000	2.204095	2.301214
Tang	-.03964	.0124221	-3.19	0.001	-.0639869	-.0152932
_cons	-.007704	.0142479	-0.54	0.589	-.0356293	.0202213
sigma_u	.02656327					
sigma_e	.18518663					
rho	.02016039	(fraction of variance due to u_i)				



## 4. Kiểm tra đa cộng tuyến

```
. collin ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang  
(obs=9288)
```

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROE	1.95	1.39	0.5140	0.4860
SDA	1.29	1.14	0.7752	0.2248
LDA	1.04	1.02	0.9651	0.0349
CCC	1.28	1.13	0.7837	0.2163
Size	1.09	1.04	0.9160	0.0840
Age	1.17	1.08	0.8557	0.1443
Tax	1.96	1.40	0.5106	0.4894
Tang	1.15	1.07	0.8709	0.1291

-----

Mean VIF	1.36
----------	------

	Eigenval	Cond Index
1	5.0348	1.0000
2	1.5864	1.7815
3	0.9418	2.3121
4	0.5811	2.9435
5	0.2923	4.1500
6	0.2806	4.2361
7	0.2137	4.8541
8	0.0586	9.2724
9	0.0107	21.6936

-----  
Condition Number 21.6936  
Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)  
Det(correlation matrix) 0.3169

**Kết quả phân tích hồi quy VIF cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, do đó, tác giả kết luận là các biến nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.**

## 5. Kiểm tra tự tương quan

```
. xtserial ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F( 1, 1031) = 1.883

Prob > F = 0.1702

**Đọc Prob > F = 0.1702 > 0.05 => không phát hiện tự tương quan**



## 6. Khắc phục phương sai thay đổi (GLS)

```
. xtglS ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, panels (h)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares  
Panels: heteroskedastic  
Correlation: no autocorrelation

```
Estimated covariances = 1032      Number of obs = 9288
Estimated autocorrelations = 0      Number of groups = 1032
Estimated coefficients = 8          Time periods = 9
Wald chi2(7) = 5562.71
Prob > chi2 = 0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	.5336156	.0264802	20.15	0.000	.4817154	.5855158
LDA	1.490415	.639197	2.33	0.020	.2376114	2.743218
CCC	-.7266932	.0507181	-14.33	0.000	-.8260989	-.6272876
Size	.0008591	.0004933	1.74	0.082	-.0001078	.0018259
Age	.0984917	.0156703	6.29	0.000	.0677785	.1292048
Tax	.5309372	.0079139	67.09	0.000	.5154263	.5464482
Tang	-.0419307	.0028222	-14.86	0.000	-.047462	-.0363994
_cons	.0106469	.004131	2.58	0.010	.0025504	.0187435

## 7. Khắc phục các khuyết tật của mô hình với hồi quy bằng (GMM)

```
. xtabond2 ROE SDA LDA CCC Size Age Tax Tang, gmm(l.CCC, lag(1 2)) iv(SDA LDA Size Age Tax Tang)
Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.
```

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

```
Group variable: stt      Number of obs = 9288
Time variable : nam      Number of groups = 1032
Number of instruments = 27      Obs per group: min = 9
Wald chi2(7) = 812.05      avg = 9.00
Prob > chi2 = 0.000      max = 9
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SDA	.7147537	.2851067	2.51	0.012	.1559549	1.273553
LDA	-.4739417	3.258517	-0.15	0.884	-6.860517	5.912634
CCC	-1.863662	1.230875	-1.51	0.130	-4.276132	.5488083
Size	.0039299	.0021683	1.81	0.070	-.0003199	.0081796
Age	.2202042	.0638364	3.45	0.001	.095087	.3453213
Tax	.3956332	.0150611	26.27	0.000	.3661139	.4251525
Tang	-.1049521	.0218635	-4.80	0.000	-.1478039	-.0621004
_cons	.0110947	.0247106	0.45	0.653	-.0373371	.0595266

Instruments for first differences equation

```
Standard
D. (SDA LDA Size Age Tax Tang)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(1/2).L.CCC
```

Instruments for levels equation

```
Standard
SDA LDA Size Age Tax Tang
_cons
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
D.L.CCC
```

```
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -32.16 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.35 Pr > z = 0.723
```

```
Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 25.05 Prob > chi2 = 0.159
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
```

Difference-in-Sargan tests of exogeneity of instrument subsets:

```
GMM instruments for levels
Sargan test excluding group: chi2(12) = 12.61 Prob > chi2 = 0.398
Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 12.44 Prob > chi2 = 0.087
iv(SDA LDA Size Age Tax Tang)
Sargan test excluding group: chi2(13) = 14.08 Prob > chi2 = 0.368
Difference (null H = exogenous): chi2(6) = 10.97 Prob > chi2 = 0.089
```

## PHỤ LỤC 12

### 1. Kiểm tra nội sinh với biến phụ thuộc ROA

#### 1.1 Kết quả kiểm tra với biến độc lập DA

```
. ivreg ROA (DA=L.DA) ACR ICP APP
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression
```

Source	SS	df	MS			
Model	4.75627215	4	1.18906804	Number of obs =	8256	
Residual	43.8937492	8251	.00531981	F( 4, 8251) =	218.06	
Total	48.6500213	8255	.005893401	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.0978	
				Adj R-squared =	0.0973	
				Root MSE =	.07294	

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	.2067888	.0694364	2.98	0.003	.0706759	.3429017
ACR	-.0679345	.0099876	-6.80	0.000	-.0875126	-.0483564
ICP	-.058329	.0130033	-4.49	0.000	-.0838186	-.0328393
APP	.0259325	.0009599	27.02	0.000	.0240509	.0278141
_cons	.0246786	.0018123	13.62	0.000	.021126	.0282313

```
Instrumented: DA
```

```
Instruments: ACR ICP APP L.DA
```

```
. ivendog DA
```

```
Tests of endogeneity of: DA
```

```
H0: Regressor is exogenous
```

```
Wu-Hausman F test:
```

```
0.13865 F(1,8250) P-value = 0.70963
```

```
Durbin-Wu-Hausman chi-sq test:
```

```
0.13875 Chi-sq(1) P-value = 0.70953
```

**Đọc P-value = 0.70953 > 0.05 => biến DA là biến ngoại sinh**

## 1.2 Kết quả kiểm tra với biến độc lập SDA

```
. ivreg ROA (SDA=1.SDA) LDA ACR ICP APP
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	4.80673047	5	.961346095	F( 5, 8250) =	175.13
Residual	43.8432909	8250	.005314338	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0988
				Adj R-squared =	0.0983
Total	48.6500213	8255	.005893401	Root MSE =	.0729

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SDA	.2318278	.0729438	3.18	0.001	.0888397 .3748159
LDA	-.8650812	.9572124	-0.90	0.366	-2.741458 1.011296
ACR	-.0708163	.0103015	-6.87	0.000	-.0910097 -.0506228
ICP	-.0598315	.0130736	-4.58	0.000	-.085459 -.034204
APP	.02595	.0009584	27.08	0.000	.0240713 .0278286
_cons	.0251345	.0017832	14.10	0.000	.021639 .02863

```
Instrumented: SDA
Instruments: LDA ACR ICP APP L.SDA
```

```
. ivendog SDA
```

Tests of endogeneity of: SDA

H0: Regressor is exogenous

Wu-Hausman F test: 0.05513 F(1,8249) P-value = 0.81438  
 Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 0.05517 Chi-sq(1) P-value = 0.81429

**Đọc P-value = 0.81429 > 0.05 => biến SDA là biến ngoại sinh**

## 1.3 Kết quả kiểm tra với biến độc lập LDA

```
. ivreg ROA SDA (LDA=1.LDA) ACR ICP APP
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	4.80479937	5	.960959875	F( 5, 8250) =	180.76
Residual	43.845222	8250	.005314572	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0988
				Adj R-squared =	0.0982
Total	48.6500213	8255	.005893401	Root MSE =	.0729

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
LDA	-.1700486	1.779596	-0.10	0.924	-3.658504 3.318407
SDA	.2176784	.0347192	6.27	0.000	.14962 .2857369
ACR	-.0692399	.0075807	-9.13	0.000	-.0841 -.0543798
ICP	-.0588683	.0121847	-4.83	0.000	-.0827533 -.0349833
APP	.0259636	.0009489	27.36	0.000	.0241036 .0278237
_cons	.0250932	.0017373	14.44	0.000	.0216875 .0284988

```
Instrumented: LDA
Instruments: SDA ACR ICP APP L.LDA
```

```
. ivendog LDA
```

Tests of endogeneity of: LDA

H0: Regressor is exogenous

Wu-Hausman F test: 0.22349 F(1,8249) P-value = 0.63640  
 Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 0.22368 Chi-sq(1) P-value = 0.63625

**Đọc P-value = 0.63625 > 0.05 => biến LDA là biến ngoại sinh**

## 1.4 Kết quả kiểm tra với biến độc lập ACR

```
. ivreg ROA DA (ACR=L.ACR) ICP APP
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	4.71585806	4	1.17896452	F( 4, 8251) =	212.21
Residual	43.9341633	8251	.005324708	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.0969
				Adj R-squared	= 0.0965
Total	48.6500213	8255	.005893401	Root MSE	= .07297

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ACR	-.0867376	.01544	-5.62	0.000	-.1170038 -.0564714
DA	.2286633	.0434797	5.26	0.000	.143432 .3138945
ICP	-.0583433	.0122215	-4.77	0.000	-.0823004 -.0343862
APP	.0258289	.0009542	27.07	0.000	.0239584 .0276995
_cons	.0258185	.0017932	14.40	0.000	.0223033 .0293336

Instrumented: ACR

Instruments: DA ICP APP L.ACR

```
. ivendog ACR
```

Tests of endogeneity of: ACR

H0: Regressor is exogenous

Wu-Hausman F test: 2.48320 F(1,8250) P-value = 0.11511

Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 2.48426 Chi-sq(1) P-value = 0.11499

**Đọc P-value = 0.11499 > 0.05 => biến ACR là biến ngoại sinh**

## 1.5 Kết quả kiểm tra với biến độc lập ICP

```
. ivreg ROA DA ACR (ICP=L.ICP) APP
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	4.63160674	4	1.15790169	F( 4, 8251) =	222.53
Residual	44.0184146	8251	.005334919	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.0952
				Adj R-squared	= 0.0948
Total	48.6500213	8255	.005893401	Root MSE	= .07304

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ICP	-.1161145	.0261489	-4.44	0.000	-.1673729 -.0648562
DA	.2168118	.0353831	6.13	0.000	.147452 .2861716
ACR	-.0672957	.0075283	-8.94	0.000	-.0820531 -.0525383
APP	.0257564	.0009541	27.00	0.000	.0238862 .0276266
_cons	.0308402	.002864	10.77	0.000	.0252262 .0364543

Instrumented: ICP

Instruments: DA ACR APP L.ICP

```
. ivendog ICP
```

Tests of endogeneity of: ICP

H0: Regressor is exogenous

Wu-Hausman F test: 6.63583 F(1,8250) P-value = 0.01001

Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 6.63532 Chi-sq(1) P-value = 0.01000

**Đọc P-value = 0.0100 < 0.05 => biến ICP là biến có hiện tượng nội sinh**

## 1.6 Kết quả kiểm tra với biến độc lập APP

```
. ivreg ROA DA ACR ICP (APP=1.APP)
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	4.75479412	4	1.18869853	F( 4, 8251) =	131.48
Residual	43.8952272	8251	.005319989	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.0977
				Adj R-squared	= 0.0973
Total	48.6500213	8255	.005893401	Root MSE	= .07294

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
APP	.0268113	.0013716	19.55	0.000	.0241226 .0295001
DA	.1816286	.033087	5.49	0.000	.1167697 .2464875
ACR	-.0650895	.0074984	-8.68	0.000	-.0797883 -.0503907
ICP	-.0560938	.0121835	-4.60	0.000	-.0799765 -.0322111
_cons	.0247494	.0017097	14.48	0.000	.0213981 .0281008

```
Instrumented: APP
```

```
Instruments: DA ACR ICP L.APP
```

```
. ivendog APP
```

```
Tests of endogeneity of: APP
```

```
H0: Regressor is exogenous
```

```
Wu-Hausman F test: 0.69148 F(1,8250) P-value = 0.40569
```

```
Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 0.69192 Chi-sq(1) P-value = 0.40551
```

**Đọc P-value = 0.40551 > 0.05 => biến APP là biến ngoại sinh**

## 1.7 Kết quả kiểm tra với biến độc lập CCC

```
. ivreg ROA DA (CCC=1.CCC)
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	.445592985	2	.222796492	F( 2, 8253) =	29.52
Residual	48.2044284	8253	.005840837	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.0092
				Adj R-squared	= 0.0089
Total	48.6500213	8255	.005893401	Root MSE	= .07643

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
CCC	-.9658544	.1312769	-7.36	0.000	-1.22319 -.7085187
DA	.2593046	.0396522	6.54	0.000	.1815763 .3370329
_cons	.0312194	.0019124	16.32	0.000	.0274705 .0349682

```
Instrumented: CCC
```

```
Instruments: DA L.CCC
```

```
. ivendog CCC
```

```
Tests of endogeneity of: CCC
```

```
H0: Regressor is exogenous
```

```
Wu-Hausman F test: 7.72724 F(1,8252) P-value = 0.00545
```

```
Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 7.72375 Chi-sq(1) P-value = 0.00545
```

**Đọc P-value = 0.00545 < 0.05 => biến CCC là biến có hiện tượng nội sinh**

## 2. Kiểm tra nội sinh với biến phụ thuộc ROE

### 2.1 Kết quả kiểm tra với biến độc lập DA

```
. ivreg ROE (DA=1.DA) ACR ICP APP
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	21.3918875	4	5.34797188	F( 4, 8251) =	74.99
Residual	560.622334	8251	.067945986	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0368
				Adj R-squared =	0.0363
Total	582.014221	8255	.070504448	Root MSE =	.26066

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
DA	1.159655	.248154	4.67	0.000	.673211	1.6461
ACR	-.2765865	.0356938	-7.75	0.000	-.3465554	-.2066177
ICP	-.0989879	.0464714	-2.13	0.033	-.1900836	-.0078922
APP	.0485521	.0034305	14.15	0.000	.0418275	.0552767
_cons	.0394221	.0064769	6.09	0.000	.0267257	.0521185

Instrumented: DA

Instruments: ACR ICP APP L.DA

```
. ivendog DA
```

Tests of endogeneity of: DA

H0: Regressor is exogenous

Wu-Hausman F test: 2.72270 F(1,8250) P-value = 0.09897

Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 2.72378 Chi-sq(1) P-value = 0.09886

**Đọc P-value = 0.09886 > 0.05 => biến DA là biến ngoại sinh**

### 2.2 Kết quả kiểm tra với biến độc lập SDA

```
. ivreg ROE (SDA=1.SDA) LDA ACR ICP APP
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	22.063755	5	4.412751	F( 5, 8250) =	60.35
Residual	559.950466	8250	.067872784	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0379
				Adj R-squared =	0.0373
Total	582.014221	8255	.070504448	Root MSE =	.26052

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SDA	1.249224	.2606822	4.79	0.000	.7382217	1.760227
LDA	-.7774932	3.420831	-0.23	0.820	-7.483182	5.928195
ACR	-.2869971	.0368148	-7.80	0.000	-.3591633	-.2148309
ICP	-.1041393	.0467216	-2.23	0.026	-.1957254	-.0125532
APP	.0486607	.003425	14.21	0.000	.0419468	.0553746
_cons	.0414758	.0063726	6.51	0.000	.0289838	.0539677

Instrumented: SDA

Instruments: LDA ACR ICP APP L.SDA

```
. ivendog SDA
```

Tests of endogeneity of: SDA

H0: Regressor is exogenous

Wu-Hausman F test: 2.20169 F(1,8249) P-value = 0.13790

Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 2.20297 Chi-sq(1) P-value = 0.13774

**Đọc P-value = 0.13774 > 0.05 => biến SDA là biến ngoại sinh**

## 2.3 Kết quả kiểm tra với biến độc lập LDA

```
. ivreg ROE (LDA=1.LDA) SDA ACR ICP APP
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	22.4842746	5	4.49685492	F( 5, 8250) =	66.59
Residual	559.529946	8250	.067821812	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0386
				Adj R-squared =	0.0380
Total	582.014221	8255	.070504448	Root MSE =	.26043

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
LDA	2.84488	6.357289	0.45	0.655	-9.617005 15.30677
SDA	.9141991	.1240283	7.37	0.000	.6710724 1.157326
ACR	-.2503656	.0270808	-9.25	0.000	-.3034508 -.1972805
ICP	-.0798128	.0435275	-1.83	0.067	-.1651377 .0055121
APP	.0492991	.0033898	14.54	0.000	.0426543 .0559438
_cons	.0433807	.0062063	6.99	0.000	.0312147 .0555466

```
Instrumented: LDA
Instruments: SDA ACR ICP APP L.LDA
```

```
. ivendog LDA
```

```
Tests of endogeneity of: LDA
```

```
H0: Regressor is exogenous
```

```
Wu-Hausman F test: 0.54431 F(1,8249) P-value = 0.46067
Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 0.54474 Chi-sq(1) P-value = 0.46048
```

**Đọc P-value = 0.46048 > 0.05 => biến LDA là biến ngoại sinh**

## 2.4 Kết quả kiểm tra với biến độc lập ACR

```
. ivreg ROE (ACR=1.ACR) DA ICP APP
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	21.8546645	4	5.46366612	F( 4, 8251) =	67.83
Residual	560.159557	8251	.067889899	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0376
				Adj R-squared =	0.0371
Total	582.014221	8255	.070504448	Root MSE =	.26056

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ACR	-.2802196	.0551316	-5.08	0.000	-.3882915 -.1721478
DA	.888921	.1552536	5.73	0.000	.584585 1.193257
ICP	-.0753998	.0436393	-1.73	0.084	-.1609437 .0101442
APP	.0491043	.0034073	14.41	0.000	.0424252 .0557835
_cons	.0449654	.006403	7.02	0.000	.0324139 .0575169

```
Instrumented: ACR
Instruments: DA ICP APP L.ACR
```

```
. ivendog ACR
```

```
Tests of endogeneity of: ACR
```

```
H0: Regressor is exogenous
```

```
Wu-Hausman F test: 0.78112 F(1,8250) P-value = 0.37682
Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 0.78161 Chi-sq(1) P-value = 0.37665
```

**Đọc P-value = 0.37665 > 0.05 => biến ACR là biến ngoại sinh**

## 2.5 Kết quả kiểm tra với biến độc lập ICP

```
. ivreg ROE (ICP=1.ICP) DA ACR APP
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	20.2074333	4	5.05185831	F( 4, 8251) =	82.72
Residual	561.806788	8251	.068089539	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0347
				Adj R-squared =	0.0343
Total	582.014221	8255	.070504448	Root MSE =	.26094

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ICP	-.2969678	.0934177	-3.18	0.001	-.4800899 -.1138457
DA	.923482	.1264073	7.31	0.000	.6756919 1.171272
ACR	-.2445112	.0268952	-9.09	0.000	-.2972325 -.1917899
APP	.0485479	.0034084	14.24	0.000	.0418665 .0552292
_cons	.0655668	.0102316	6.41	0.000	.0455103 .0856233

```
Instrumented: ICP
Instruments: DA ACR APP L.ICP
```

```
. ivendog ICP
```

```
Tests of endogeneity of: ICP
```

```
H0: Regressor is exogenous
```

```
Wu-Hausman F test: 7.44099 F(1,8250) P-value = 0.00639
Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 7.43969 Chi-sq(1) P-value = 0.00638
```

**Đọc P-value = 0.00638 < 0.05 => biến ICP là biến có hiện tượng nội sinh**

## 2.6 Kết quả kiểm tra với biến độc lập APP

```
. ivreg ROE (APP=1.APP) DA ACR ICP
```

```
Instrumental variables (2SLS) regression
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	21.8155329	4	5.45388323	F( 4, 8251) =	59.88
Residual	560.198688	8251	.067894642	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0375
				Adj R-squared =	0.0370
Total	582.014221	8255	.070504448	Root MSE =	.26057

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
APP	.0554029	.0049	11.31	0.000	.0457976 .0650082
DA	.7820564	.1182008	6.62	0.000	.5503532 1.01376
ACR	-.2348372	.0267876	-8.77	0.000	-.2873476 -.1823268
ICP	-.0681251	.0435245	-1.57	0.118	-.153444 .0171938
_cons	.0419562	.0061076	6.87	0.000	.0299837 .0539286

```
Instrumented: APP
Instruments: DA ACR ICP L.APP
```

```
. ivendog APP
```

```
Tests of endogeneity of: APP
```

```
H0: Regressor is exogenous
```

```
Wu-Hausman F test: 2.85691 F(1,8250) P-value = 0.09102
Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 2.85800 Chi-sq(1) P-value = 0.09092
```

**Đọc P-value = 0.09092 > 0.05 => biến APP là biến ngoại sinh**



## 2.7 Kết quả kiểm tra với biến độc lập CCC

```
. ivreg ROE (CCC=1.CCC) SDA LDA
```

Instrumental variables (2SLS) regression

Source	SS	df	MS	Number of obs =	8256
Model	5.22371285	3	1.74123762	F( 3, 8252) =	18.05
Residual	576.790508	8252	.069897056	Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.0090
				Adj R-squared	= 0.0086
Total	582.014221	8255	.070504448	Root MSE	= .26438

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CCC	-2.943373	.462278	-6.37	0.000	-3.849554	-2.037192
SDA	1.034097	.1466041	7.05	0.000	.7467166	1.321478
LDA	-.2846488	3.462097	-0.08	0.934	-7.071229	6.501931
_cons	.0673741	.0066911	10.07	0.000	.0542579	.0804903

Instrumented: CCC

Instruments: SDA LDA L.CCC

```
. ivendog CCC
```

Tests of endogeneity of: CCC

H0: Regressor is exogenous

Wu-Hausman F test: 4.97218 F(1,8251) P-value = 0.02579

Durbin-Wu-Hausman chi-sq test: 4.97219 Chi-sq(1) P-value = 0.02576

**Đọc P-value = 0.02576 < 0.05 => biến CCC là biến có hiện tượng nội sinh**