

TÁC ĐỘNG CỦA TÀI TRỢ NỢ ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP TRONG THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI: BẰNG CHỨNG TỪ VIỆT NAM

Nguyễn Thị Xuân Linh

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng, 71 Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng, Việt Nam

Tác giả liên hệ: Nguyễn Thị Xuân Linh <linhntx@due.edu.vn>

(Ngày nhận bài: 18-4-2026; Ngày chấp nhận đăng: 01-7-2026)

Tóm tắt. Nghiên cứu này điều tra tác động của tài trợ nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp tại thị trường mới nổi Việt Nam giai đoạn 2017–2023. Dữ liệu được thu thập từ bộ dữ liệu Refinitiv Eikon. Kết quả cho thấy tỉ suất nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trên tổng tài sản có mối quan hệ âm với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, gồm tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS). Phát hiện này ủng hộ lý thuyết đánh đổi, lý thuyết đại diện và lý thuyết thứ tự ưu tiên, cho thấy mức nợ cao làm tăng rủi ro tài chính và chi phí đại diện, từ đó làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Nghiên cứu đóng góp vào tài liệu hiện có bằng chứng từ các doanh nghiệp thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp tại Việt Nam, làm nổi bật tác động nghịch chiều của cấu trúc nợ đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trong bối cảnh thị trường mới nổi. Nghiên cứu mang lại hàm ý quan trọng cho nhà quản lý trong việc tối ưu hóa cơ cấu vốn, cho nhà đầu tư trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động, và cho nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng các chính sách tài chính.

Từ khóa: tài trợ nợ, hiệu quả hoạt động, Việt Nam

The impact of debt financing on firm performance in the emerging market: evidence from Vietnam

Nguyen Thi Xuan Linh

University of Economics – The University of Danang, 71 Ngu Hanh Son St., Da Nang City, Vietnam

Correspondence to: Nguyen Thi Xuan Linh <linhntx@due.edu.vn>

(Submitted: 18 April 2026; Accepted: 01 July 2026)

Abstract. This study investigates how debt financing influenced the performance of manufacturing and industrial firms in the emerging market, Vietnam, from 2017 to 2023. Data is collected from the Refinitiv Eikon dataset. The results reveal a negative relationship between short-term and long-term debt ratios to total assets and firm performance, measured by return on assets (ROA), return on equity (ROE), and return on sales (ROS). The findings support trade-off theory, agency theory, and pecking order theory, indicating that high debt levels increase financial risk and agency costs, thereby reducing firm profitability. This study enriches current

literature by providing evidence from Vietnam's manufacturing and industrial sectors, highlighting the inverse impact of debt structure on firm performance in the emerging market contexts. The findings offer important implications for managers in optimizing capital structure decisions, investors assessing firm performance, and policymakers drafting financial policies.

Keywords: debt financing, firm performance, Vietnam

1. Giới thiệu

Tài trợ nợ là thành phần quan trọng trong các quyết định về cấu trúc vốn, ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động, rủi ro tài chính và sự phát triển chiến lược dài hạn của công ty (Nakruang và cộng sự, 2020). Trong những năm gần đây, sự phụ thuộc ngày càng tăng vào nguồn tài chính bên ngoài đã khiến nợ trở thành một trong những nguồn tài trợ được sử dụng rộng rãi nhất cho hoạt động kinh doanh (Ali và Shaik, 2022). Các công ty thường ưu tiên nợ hơn vốn chủ sở hữu do chi phí tương đối thấp hơn và các lợi ích về thuế liên quan (Goswami & Shrikhande, 2001). Mặc dù việc sử dụng nợ hợp lý tạo ra những lợi ích nhất định, việc quá phụ thuộc vào nợ sẽ làm tăng rủi ro tài chính, làm suy yếu khả năng thanh toán và cuối cùng dẫn đến khó khăn tài chính hoặc phá sản (Nakruang và cộng sự, 2020). Xác định mức nợ tối ưu là điều cần thiết đối với các công ty muốn giảm thiểu chi phí vốn và tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Dalci, 2018). Do đó, yêu cầu đặt ra là cần hiểu được mối quan hệ giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp vẫn còn chưa thống nhất. Một số nghiên cứu tìm được mối quan hệ dương, cho thấy việc sử dụng nợ một cách thận trọng giúp nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua đòn bẩy tài chính được cải thiện (ví dụ: Etim và cộng sự, 2022; Manyanga và cộng sự, 2023; Okanda và cộng sự, 2025). Ngược lại, các nghiên cứu khác lại tìm thấy mối quan hệ âm, đặc biệt khi các doanh nghiệp vượt quá mức đòn bẩy tối ưu, dẫn đến tăng chi phí tài chính và rủi ro vỡ nợ (ví dụ: Ali và Shaik, 2022; Boshnak, 2023; Nazir và cộng sự, 2021; Zeitun và Saleh, 2015). Hơn nữa, bằng chứng từ các nền kinh tế mới nổi cho thấy hệ thống tài chính yếu kém và quản lý nợ không hiệu quả có thể làm tăng chi phí đại diện và giảm hiệu quả hoạt động (ví dụ: Bagais và cộng sự, 2021; Nazir và cộng sự, 2021). Những phát hiện mâu thuẫn này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc phân tích theo bối cảnh cụ thể, đặc biệt là ở các thị trường mới nổi như Việt Nam.

Mặc dù số lượng tài liệu nghiên cứu ngày càng tăng, nhưng vẫn còn một số khoảng trống trong nghiên cứu. Hầu hết các nghiên cứu tập trung vào các mẫu đa ngành hoặc các ngành cụ thể như xây dựng hoặc dịch vụ (ví dụ: Ali và Shaik, 2022; Etim và cộng sự, 2022; Manyanga và cộng sự, 2023), ít chú trọng đến doanh nghiệp thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp. Đây là hạn chế quan trọng, vì các ngành sản xuất và công nghiệp có đặc điểm là cường độ vốn cao, đầu tư đáng kể vào tài sản cố định và phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn tài chính bên ngoài, điều này sẽ định hình các quyết định về cấu trúc vốn của ngành (Dalci, 2018). Hơn nữa, các phát hiện trước đây về mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động hiếm khi được xem xét trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam. Doanh nghiệp thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp tại Việt Nam thường gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn, chi phí vay biến động và rủi ro thị trường toàn cầu làm ảnh hưởng đến hiệu quả của việc huy động vốn vay (Nazir và cộng sự, 2021).

Để giải quyết những khoảng trống này, nghiên cứu điều tra mối quan hệ giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp bằng cách tập trung vào doanh nghiệp thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp tại thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2017–2023. Nghiên cứu sử dụng các thước đo hiệu quả hoạt động dựa

trên kế toán, bao gồm tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) là những chỉ số được sử dụng rộng rãi để đánh giá hiệu quả hoạt động. Sử dụng dữ liệu bảng thu được từ bộ dữ liệu Refinitiv Eikon, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ âm giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, cho thấy đòn bẩy tài chính cao hơn làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp tại Việt Nam. Phát hiện này ngụ ý rằng nợ quá mức gây ra gánh nặng tài chính đáng kể và hạn chế hiệu quả hoạt động.

Nghiên cứu này có một số đóng góp quan trọng. Nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong bối cảnh Việt Nam, nơi doanh nghiệp vẫn phụ thuộc đáng kể vào nguồn vốn vay ngân hàng trong khi thị trường vốn chưa phát triển đồng đều và khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn còn hạn chế. Bên cạnh đó, sự khác biệt về đặc điểm hoạt động và cấu trúc vốn giữa các ngành sản xuất và công nghiệp cũng được xem xét, góp phần làm rõ hơn bối cảnh nghiên cứu tại Việt Nam so với các nghiên cứu trước đây tại các nền kinh tế phát triển. Hơn nữa, bằng cách phân tách nợ thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, nghiên cứu mang lại cái nhìn chi tiết hơn về tác động của từng loại tài trợ nợ đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Kết quả cho thấy cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn đều có mối quan hệ nghịch chiều với hiệu quả hoạt động khi doanh nghiệp sử dụng nợ ở mức cao, qua đó cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm cho các tranh luận liên quan đến lý thuyết cấu trúc vốn.

Phần còn lại của bài báo này được cấu trúc như sau: Phần 2 tổng quan nghiên cứu và phát triển các giả thuyết. Phần 3 trình bày phương pháp nghiên cứu. Phần 4 thảo luận về các kết quả thực nghiệm. Phần 5 kết luận và đưa ra những hàm ý cho nghiên cứu trong tương lai.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Mối quan hệ giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được nghiên cứu rộng rãi với những kết quả trái chiều. Nhiều nghiên cứu cho thấy tài trợ nợ tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Zeitun và Saleh (2015) nhận thấy rằng khó khăn tài chính trong các cuộc khủng hoảng kinh tế làm trầm trọng thêm tác động bất lợi của nợ đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Udeh và cộng sự (2016) nhấn mạnh rằng ở các quốc gia có thị trường tài chính kém phát triển, chẳng hạn như Nigeria, các doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí vay cao ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận. Bagais và cộng sự (2021) lập luận rằng quản trị yếu kém và giám sát nợ kém có thể dẫn đến vay nợ quá mức, làm tăng chi phí đại lý và giảm hiệu quả hoạt động. Tương tự, Nazir và cộng sự (2021) nhận thấy rằng mức nợ cao hơn ở các doanh nghiệp Pakistan làm suy yếu hiệu quả kinh doanh doanh nghiệp. Ali và Shaik (2022) ghi nhận mối quan hệ âm giữa đòn bẩy và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Saudi Arabia. Để củng cố thêm quan điểm này, Boshnak (2023) lập luận rằng chủ sở hữu và người quản lý doanh nghiệp tại Saudi sử dụng hiệu quả hơn nguồn vốn nội bộ để giảm thiểu chi phí đại diện và duy trì sự độc lập với các chủ nợ.

Những phát hiện này phù hợp với lý thuyết thứ tự ưu tiên, cho rằng các doanh nghiệp ưu tiên tài trợ nội bộ hơn là nợ bên ngoài do chi phí và rủi ro liên quan đến việc vay mượn. Việc quá phụ thuộc vào nợ có thể hạn chế tính linh hoạt trong hoạt động của doanh nghiệp và làm giảm hiệu quả. Mặc dù nợ cung cấp vốn cần thiết và giảm được một số xung đột lợi ích giữa người quản lý và cổ đông nhưng lại tiềm ẩn rủi ro khó khăn tài chính (Hayati và cộng sự, 2022). Gánh nặng nợ lớn buộc các công ty phải chuyển hướng nguồn lực từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi để đáp ứng yêu cầu trả nợ, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động.

Ngược lại, một số nghiên cứu khác nhấn mạnh mối quan hệ dương giữa tài trợ bằng nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Etim và cộng sự (2022) chỉ ra rằng, tại các doanh nghiệp Nigeria, đòn bẩy cao hơn làm giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu và điều chỉnh các quyết định quản lý phù hợp với lợi ích của cổ đông. Manyanga và cộng sự (2023) tranh luận rằng tài trợ bằng nợ làm giảm thiểu sự bất đối xứng thông tin và tăng cường niềm tin của nhà đầu tư, từ đó tăng hiệu quả hoạt động. Các công ty hiệu quả có nhiều khả năng áp dụng tỷ lệ nợ cao hơn vì áp lực mạnh mẽ làm giảm chi phí phá sản và khó khăn tài chính dự kiến. Tương tự, Okanda và cộng sự (2025) nhận thấy rằng nợ cải thiện việc giám sát hành vi quản lý, đặc biệt là trong môi trường có sự bất đối xứng thông tin cao. Quan điểm này dựa trên giả thuyết dòng tiền tự do của Jensen (1986), cho rằng nợ đóng vai trò như một cơ chế kỷ luật đối với nhà quản lý bằng cách tạo áp lực buộc họ phải sử dụng nguồn lực hiệu quả và thực hiện các khoản đầu tư sinh lời để đáp ứng nghĩa vụ thanh toán lãi vay. Kết quả là nợ làm giảm xung đột giữa nhà quản lý và các cổ đông, đồng thời cải thiện giá trị công ty.

2.2. Phát triển giả thuyết

Cấu trúc vốn đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo định lý Modigliani-Miller về thuế doanh nghiệp, tài trợ nợ làm tăng giá trị doanh nghiệp vì tiền lãi được ghi nhận là chi phí được trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp, tạo ra một lá chắn thuế làm giảm chi phí vốn (Modigliani và Miller, 1958). Do đó, các doanh nghiệp cố gắng xác định một cấu trúc vốn tối ưu cân bằng giữa lợi ích của nợ với các chi phí liên quan.

Lý thuyết đánh đổi cho rằng các doanh nghiệp đặt ra tỷ lệ nợ hợp lý bằng cách cân bằng lợi ích về thuế của tài trợ nợ với chi phí phá sản và các khó khăn tài chính. Trong khi khoản vay hợp lý giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua tiết kiệm thuế và phân bổ vốn hiệu quả hơn, tài trợ nợ quá mức có thể làm tăng rủi ro tài chính và giảm lợi nhuận do tiền lãi cao hơn dẫn đến nguy cơ mất khả năng thanh toán. Như vậy, đòn bẩy tài chính tăng cao làm tăng chi phí tài chính và hạn chế tính linh hoạt của quản lý, từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Ali và Shaik, 2022).

Theo lý thuyết đại diện, sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quản lý tạo ra các xung đột và mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và ban giám đốc làm giảm hiệu quả hoạt động. Tài trợ nợ đóng vai trò như một cơ chế kỷ luật vì ban giám đốc phải tạo ra đủ dòng tiền để đáp ứng các khoản thanh toán lãi và gốc, do đó làm giảm khả năng cơ hội của ban giám đốc (Jensen và Meckling, 1976). Nói cách khác, tài trợ nợ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty bằng cách giảm chi phí đại diện. Tuy nhiên, đòn bẩy quá mức có thể làm tăng xung đột giữa các cổ đông và chủ nợ, dẫn đến tình trạng đầu tư không đủ hoặc các vấn đề chuyển dịch rủi ro ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động.

Từ góc nhìn của lý thuyết thứ tự ưu tiên, các công ty ưu tiên tài trợ nội bộ hơn tài trợ bên ngoài, và nợ được ưu tiên hơn vốn chủ sở hữu khi nguồn vốn nội bộ không đủ (Myers & Majluf, 1984). Theo lý thuyết này, các công ty có lợi nhuận cao thường ít phụ thuộc vào nợ bên ngoài, cho thấy mối quan hệ âm giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động.

Ngoài mức độ đòn bẩy tổng thể, cấu trúc nợ cũng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty. Nợ ngắn hạn thường dẫn đến nghĩa vụ trả nợ thường xuyên, làm tăng áp lực thanh khoản và rủi ro khó khăn tài chính. Các nghiên cứu trước đây cho thấy việc phụ thuộc vào nợ ngắn hạn có thể làm mất khả năng thanh toán và hạn chế tính linh hoạt trong hoạt động của công ty (Hayati và cộng sự, 2022). Do đó, mức nợ ngắn hạn cao có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Ngược lại, nợ dài hạn cung cấp nguồn tài chính ổn định hơn và cho phép các công ty đầu tư vào các dự án dài hạn mà không phải đối mặt với áp lực

trả nợ ngay lập tức. Tuy nhiên, nợ dài hạn quá mức làm tăng chi phí lãi vay và rủi ro tài chính, cuối cùng làm giảm lợi nhuận của công ty. Hơn nữa, đòn bẩy tài chính cao khiến các công ty dễ bị tổn thương hơn trong thời kỳ suy thoái kinh tế (Nazir và cộng sự, 2021).

Các công ty Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào nguồn tài chính ngân hàng vì thị trường vốn vẫn còn tương đối kém phát triển. Các ngân hàng thường áp đặt lãi suất cao và thời hạn vay ngắn, điều này có thể tạo áp lực tài chính đáng kể cho các doanh nghiệp. Thêm vào đó, nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn dài hạn do các yêu cầu cho vay nghiêm ngặt và hạn chế về tài sản thế chấp. Những đặc điểm này của hệ thống tài chính làm tăng chi phí vay và giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Dựa trên những quan điểm lý thuyết và đặc điểm của Việt Nam, mức độ tài trợ bằng nợ cao hơn có thể gây áp lực tài chính lên các doanh nghiệp và ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Do đó, các giả thuyết sau được đề xuất:

H1a: Tỷ suất nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H1b: Tỷ suất nợ dài hạn trên tổng tài sản có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Thu thập dữ liệu và lấy mẫu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thứ cấp thu được từ bộ dữ liệu Refinitiv Eikon. Mẫu ban đầu bao gồm 544 doanh nghiệp Việt Nam thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp trong giai đoạn 2017-2023, tương ứng với 3.808 quan sát theo đơn vị doanh nghiệp-năm. Tuy nhiên, 64 quan sát bị loại khỏi mẫu do thiếu dữ liệu tài chính, dẫn đến mẫu nghiên cứu cuối cùng gồm 3.744 quan sát theo đơn vị doanh nghiệp-năm. Các quan sát này thuộc nông nghiệp, xây dựng, công nghiệp chế biến chế tạo, khai thác mỏ và dịch vụ tiện ích, được phân loại theo hệ thống phân loại công nghiệp Bắc Mỹ (NAICS).

3.2 Đo lường các biến

Biến phụ thuộc

Hiệu quả hoạt động được đo lường thông qua các chỉ tiêu lợi nhuận, vốn là những thước đo được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu thực nghiệm trước đây (Ali và Shaik, 2022; Nazir và cộng sự, 2021). Cụ thể, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được đo lường bằng: tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ suất sinh lời trên doanh thu (ROS).

ROA bằng lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản và phản ánh mức độ hiệu quả mà doanh nghiệp sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập. ROE bằng lợi nhuận sau thuế chia cho tổng vốn chủ sở hữu, cho thấy hiệu quả của doanh nghiệp trong việc tạo ra lợi nhuận cho cổ đông. ROS bằng lợi nhuận sau thuế chia cho tổng doanh thu, thể hiện khả năng chuyển đổi doanh thu thành lợi nhuận của doanh nghiệp. Giá trị cao hơn của các chỉ số này cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đang tốt hơn.

Biến độc lập

Các biến độc lập trong nghiên cứu này thể hiện cấu trúc tài trợ nợ của doanh nghiệp, bao gồm tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn. Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STDoA) được đo bằng nợ ngắn hạn chia cho tổng tài sản, trong khi tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTDoA) được tính bằng nợ dài hạn chia cho tổng tài sản.

(Etim và cộng sự, 2022; Boshnak, 2023). Các biến này phản ánh mức độ phụ thuộc của các công ty vào các loại hình tài trợ nợ khác nhau.

Các biến kiểm soát

Nghiên cứu này kết hợp một số biến kiểm soát để tính đến các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bao gồm tăng trưởng doanh thu, quy mô công ty, và tính hữu hình của tài sản (Nazir và cộng sự, 2021).

Tăng trưởng doanh thu (SG) được đưa vào để nắm bắt các cơ hội mở rộng và hiệu quả hoạt động thị trường của công ty, được đo bằng tỷ lệ phần trăm thay đổi hàng năm trong tổng doanh thu. Các công ty có tốc độ tăng trưởng cao hơn có nhiều khả năng đạt được hiệu quả hoạt động tốt hơn do nhu cầu thị trường tăng và việc sử dụng nguồn lực được cải thiện.

Quy mô công ty (FS) được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, trong đó tổng tài sản được biểu thị bằng nghìn USD. Các công ty lớn hơn thường được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ lợi thế kinh tế theo quy mô, sức mạnh thị trường lớn hơn và khả năng tiếp cận nguồn tài chính bên ngoài dễ dàng hơn, điều này có thể ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận, mặc dù sự thiếu hiệu quả trong các tổ chức lớn có thể làm suy yếu mối quan hệ này.

Tính hữu hình của tài sản (TNG) được đo bằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản. Tính hữu hình phản ánh tỷ lệ tài sản vật chất có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp để vay vốn. Mặc dù tính hữu hình cao hơn có thể tạo điều kiện thuận lợi cho việc tiếp cận nguồn tài chính vay nợ, các nghiên cứu trước đây cho thấy rằng nó cũng có thể dẫn đến đòn bẩy cao hơn và các chi phí liên quan, có khả năng làm giảm lợi nhuận.

3.3 Mô hình nghiên cứu

Các mô hình nghiên cứu được xác định như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 STDoA_{it} + \beta_2 LTDoA_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 FS_{it} + \beta_5 TNG_{it} + \epsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 STDoA_{it} + \beta_2 LTDoA_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 FS_{it} + \beta_5 TNG_{it} + \epsilon_{it}$$

$$ROS_{it} = \beta_0 + \beta_1 STDoA_{it} + \beta_2 LTDoA_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 FS_{it} + \beta_5 TNG_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong đó, i đại diện cho doanh nghiệp và t biểu thị năm. Các biến phụ thuộc (ROA, ROE, ROS) phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi STDoA và LTDoA đại diện cho các quyết định tài trợ nợ ngắn hạn và dài hạn. Các biến SG, FS, và TNG được đưa vào mô hình như các biến kiểm soát, và ϵ_{it} là sai số của mô hình.

Nghiên cứu trước hết ước lượng mô hình bằng phương pháp OLS, đồng thời đưa vào các biến giả cố định theo ngành và theo năm nhằm kiểm soát các yếu tố đặc thù không quan sát được giữa các ngành và các giai đoạn thời gian khác nhau. Cách tiếp cận này giúp hạn chế sai lệch do biến bị bỏ sót, đồng thời kiểm soát các cú sốc vĩ mô theo thời gian và đặc điểm riêng của từng ngành, qua đó làm tăng độ tin cậy của kết quả ước lượng. Đồng thời, các thống kê kiểm định và mức ý nghĩa được tính toán dựa trên sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp, qua đó giúp khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong cùng một doanh nghiệp, đảm bảo độ tin cậy của các kết quả nghiên cứu.

Để kiểm định tính vững của kết quả, nghiên cứu áp dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng, bao gồm mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp, kiểm định Hausman (1978) được sử dụng nhằm so sánh giữa FEM và REM. Việc sử dụng các mô hình FEM và REM trên dữ liệu bảng như một kiểm định bổ sung là phù hợp, vì cho phép kiểm soát các yếu tố không quan sát được và không biến đổi theo thời gian.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Thống kê mô tả

Mẫu nghiên cứu tập trung vào các doanh nghiệp Việt Nam thuộc các ngành sản xuất và công nghiệp được quan sát trong giai đoạn từ năm 2017 đến năm 2023, thuộc năm ngành chính bao gồm sản xuất nông nghiệp, xây dựng, công nghiệp chế biến chế tạo, khai thác mỏ và cung cấp dịch vụ tiện ích. Trong Bảng 1, tổng số quan sát theo năm của doanh nghiệp là 3.744. Trong số các ngành này, công nghiệp chế biến chế tạo chiếm tỷ trọng lớn nhất với 1.922 quan sát, tiếp theo là xây dựng với 965 quan sát và cung cấp dịch vụ tiện ích với 554 quan sát. Khai thác mỏ đóng góp 181 quan sát, trong khi sản xuất nông nghiệp có số lượng ít nhất với 122 quan sát.

Bảng 1. Phân bố mẫu nghiên cứu

Năm	Nông nghiệp	Xây dựng	Chế biến, chế tạo	Khai thác mỏ	Tiện ích	Tổng cộng
2017	17	140	268	25	75	525
2018	18	133	266	24	76	517
2019	17	135	262	23	78	515
2020	16	134	281	25	80	536
2021	18	140	280	27	81	546
2022	19	141	288	30	83	561
2023	17	142	277	27	81	544
Tổng cộng	122	965	1.922	181	554	3.744

Về phân bố hàng năm, số lượng quan sát tương đối ổn định theo thời gian, dao động từ 515 đến 561 doanh nghiệp mỗi năm. Cụ thể, mẫu nghiên cứu bao gồm 525 doanh nghiệp vào năm 2017, giảm nhẹ xuống còn 515 doanh nghiệp vào năm 2019, sau đó tăng lên mức cao nhất là 561 doanh nghiệp vào năm 2022 trước khi giảm nhẹ xuống còn 544 doanh nghiệp vào năm 2023. Mẫu nghiên cứu được phân bố cân bằng theo thời gian, tập trung mạnh vào ngành công nghiệp chế biến chế tạo phản ánh cấu trúc kinh tế của Việt Nam.

Bảng 2 trình bày số liệu thống kê mô tả của các biến sử dụng trong nghiên cứu. Nhằm hạn chế ảnh hưởng của các giá trị ngoại lệ, tất cả các biến trong nghiên cứu đã được winsorize tại ngưỡng 1% và 99%. Về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, ROA có giá trị trung bình là 0,050, với độ lệch chuẩn là 0,071, cho thấy mức độ biến động vừa phải giữa các công ty. ROE có giá trị trung bình cao hơn là 0,086 và độ lệch chuẩn lớn hơn

là 0,216, cho thấy sự phân tán lớn hơn trong lợi nhuận vốn chủ sở hữu. ROS có giá trị trung bình là 0,062, với độ lệch chuẩn tương đối cao là 0,282, phản ánh sự biến động đáng kể trong lợi nhuận hoạt động.

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	3.744	0,050	0,071	-0,168	0,286
ROE	3.744	0,086	0,216	-0,124	0,517
ROS	3.744	0,062	0,282	-0,183	0,716
STDoA	3.744	0,185	0,150	0,000	0,588
LTDDoA	3.744	0,100	0,124	0,000	0,546
SG	3.744	0,168	0,143	-1,243	3,515
FS	3.744	7,733	0,636	6,358	9,521
TNG	3.744	0,434	0,245	0,027	0,956

Về cấu trúc vốn, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tài sản có giá trị trung bình là 0,185, cho thấy nợ ngắn hạn chiếm một tỷ lệ đáng kể trong tổng tài sản. Tỷ lệ nợ dài hạn trên tài sản thấp hơn, với giá trị trung bình là 0,100, cho thấy các công ty phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn tài chính ngắn hạn so với nợ dài hạn. Cả hai biến đều thể hiện sự biến động đáng kể, được phản ánh trong độ lệch chuẩn.

Đối với các biến kiểm soát, tăng trưởng doanh thu có giá trị trung bình là 0,168 và biến động đáng kể, dao động từ -1,243 đến 3,515. Kết quả thống kê mô tả cho thấy giá trị trung bình của FS là 7,773, tương ứng với tổng tài sản khoảng 2,38 triệu USD. Giá trị nhỏ nhất của FS là 6,358, tương ứng với tổng tài sản khoảng 577 nghìn USD, trong khi giá trị lớn nhất là 9,521, tương ứng với tổng tài sản khoảng 13,65 triệu USD. Tài sản hữu hình có giá trị trung bình là 0,434, cho thấy tài sản cố định chiếm một phần đáng kể trong tổng tài sản, với sự phân tán vừa phải giữa các doanh nghiệp.

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan giữa các biến độc lập cùng với giá trị hệ số khuếch đại phương sai (VIF) để đánh giá khả năng đa cộng tuyến. Giá trị VIF dao động từ 1,08 đến 1,98, thấp hơn so với ngưỡng chấp nhận thông thường là 10, cho thấy đa cộng tuyến không phải là vấn đề đáng lo ngại trong mô hình.

STDoA tương quan nghịch với LTDDoA, SG và TNG, với tất cả các hệ số đều có ý nghĩa thống kê, cho thấy hiệu ứng thay thế giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn cũng như mức độ phụ thuộc vào nợ ngắn hạn thấp hơn ở các doanh nghiệp có tăng trưởng cao và sở hữu nhiều tài sản hữu hình. LTDDoA có mối quan hệ dương với FS và TNG nhưng có mối quan hệ âm với SG, cho thấy các công ty lớn hơn và những công ty có tính hữu hình của tài sản cao hơn có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn, trong khi các công ty tăng trưởng cao ít phụ thuộc vào nó hơn. SG cho thấy mối quan hệ âm với hầu hết các biến, trong khi FS có mối tương quan tích cực với TNG. Nhìn chung, các hệ số tương quan ở mức trung bình, cho thấy không có vấn đề nghiêm trọng về đa cộng tuyến.

Bảng 3. Hệ số tương quan Pearson

	VIF	STDoA	LTDóA	SG	FS	TNG
STDoA	1,97	1				
LTDóA	1,98	-0,198***	1			
SG	1,33	-0,377***	-0,150***	1		
FS	1,08	-0,027*	0,250***	-0,029*	1	
TNG	1,71	-0,351***	0,540***	-0,153***	0,083***	1

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

4.2 Kết quả hồi quy

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy kiểm tra tác động của cơ cấu nợ ngắn hạn và nợ dài hạn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được đo bằng ROA, ROE và ROS. Kết quả cho thấy, STDoA có tác động ngược chiều đến cả ba chỉ số hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, STDoA có mối liên hệ nghịch chiều với ROA ($\beta = -0,146$), ROE ($\beta = -0,299$) và ROS ($\beta = -0,160$), tất cả đều có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy việc phụ thuộc nhiều hơn vào nợ ngắn hạn có xu hướng làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 4. Kết quả nghiên cứu

	(1)		(2)		(3)	
	ROA		ROE		ROS	
	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p
STDoA	-0,146***	0,000	-0,299***	0,000	-0,160***	0,003
LTDóA	-0,144***	0,000	-0,180***	0,001	-0,170*	0,068
SG	0,003*	0,063	0,001	0,938	0,036***	0,000
FS	0,023***	0,000	0,066***	0,000	0,088***	0,000
TNG	-0,019*	0,071	-0,092***	0,002	0,008	0,893
Hằng số	-0,104***	0,001	-0,386***	0,000	-0,781***	0,000
Cố định ngành	Có		Có		Có	
Cố định năm	Có		Có		Có	
F value	22,69***		13,03***		16,83***	
R ² điều chỉnh	25,31		11,85		16,41	
Số quan sát	3.744		3.744		3.744	
Mô hình	OLS		OLS		OLS	

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Các thống kê kiểm định và mức ý nghĩa sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp.

LTDóA cũng có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. LTDóA có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đối với ROA ($\beta = -0,144$), ROE ($\beta = -0,180$), và ROS ($\beta = -0,170$), cho thấy đòn bẩy

dài hạn cũng có thể ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, mặc dù tác động này yếu hơn một chút so với nợ ngắn hạn.

Trong số các biến kiểm soát, tăng trưởng doanh thu có mối quan hệ tích cực với ROA và ROS, nhưng không có tác động đáng kể đến ROE. Điều này cho thấy rằng tăng trưởng cao hơn cải thiện một phần hiệu quả hoạt động. Quy mô doanh nghiệp luôn có mối liên hệ tích cực với cả ba thước đo hiệu quả hoạt động, cho thấy các doanh nghiệp lớn hơn có xu hướng hoạt động tốt hơn về khả năng sinh lời và hiệu quả. Tính hữu hình cho thấy mối quan hệ tiêu cực với ROA và ROE, nhưng không có ý nghĩa thống kê đối với ROS, cho thấy rằng tỷ lệ tài sản cố định cao hơn có thể làm giảm khả năng sinh lời dựa trên kế toán.

4.3 Kiểm định bổ sung

Để kiểm tra tính vững của kết quả hồi quy OLS và xem xét tác động của các yếu tố đặc thù không quan sát được giữa các doanh nghiệp, nghiên cứu tiếp tục sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Tại Bảng 5, kiểm định Hausman cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Các kết quả này nhất quán với các phát hiện được trình bày trong Bảng 4. Cụ thể, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tài sản và nợ dài hạn trên tài sản đều vẫn có mối quan hệ âm và có ý nghĩa thống kê với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong hầu hết các mô hình.

Bảng 5. Kết quả mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động theo mô hình FEM

	(1)		(2)		(3)	
	ROA		ROE		ROS	
	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p
STDoA	-0,176***	0,000	-0,562***	0,000	-0,452***	0,000
LTD0A	-0,186***	0,000	-0,437***	0,000	-0,332***	0,000
SG	0,002	0,287	0,000	0,891	0,015***	0,003
FS	0,023**	0,028	0,231***	0,000	0,234***	0,000
TNG	-0,050***	0,001	-0,161***	0,001	-0,092	0,143
Hàng số	-0,043	0,587	-0,141***	0,000	-0,156***	0,000
Cố định ngành	Có		Có		Có	
Cố định năm	Có		Có		Có	
F value	22,16***		12,68***		7,11***	
R ² điều chỉnh	16,22		12,35		6,14	
Số quan sát	3.744		3.744		3.744	
Kiểm định Hausman	70,16***		140,32***		63,91***	
Giá trị p	0,00		0,00		0,00	
Mô hình	FEM		FEM		FEM	

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Các thống kê kiểm định và mức ý nghĩa sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp.

Để kiểm tra khả năng xảy ra vấn đề nội sinh do tác động ngược chiều giữa hiệu quả hoạt động và mức độ sử dụng nợ, nghiên cứu tiến hành hồi quy bổ sung bằng cách sử dụng biến nợ trễ một năm thay cho biến nợ hiện tại. Cách tiếp cận này giúp hạn chế khả năng hiệu quả hoạt động trong kỳ hiện tại ảnh hưởng ngược trở lại đến quyết định vay nợ của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy trình bày ở Bảng 6 cho thấy, nhìn chung dấu của các hệ số ước lượng đối với $STDoA_{(t-1)}$ và $LTD\alpha_{(t-1)}$ vẫn mang tính nhất quán với kết quả mô hình chính, thể hiện xu hướng tác động nghịch chiều giữa nợ và hiệu quả hoạt động. Cụ thể, đối với ROA và ROE, mối quan hệ nghịch chiều tiếp tục được duy trì và có ý nghĩa thống kê, tương đồng với kết quả chính. Tuy nhiên, đối với ROS, mặc dù các hệ số ước lượng vẫn mang dấu âm, nhưng không đạt ý nghĩa thống kê ở mức thông thường. Điều này cho thấy kết quả nghiên cứu có tính ổn định và chưa có bằng chứng cho thấy vấn đề nội sinh làm thay đổi kết luận của nghiên cứu.

Bảng 6. Kết quả kiểm định vấn đề nội sinh

	(1)		(2)		(3)	
	ROA		ROE		ROS	
	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p
$STDoA_{(t-1)}$	-0,107***	0,000	-0,207***	0,000	-0,087	0,132
$LTD\alpha_{(t-1)}$	-0,119***	0,000	-0,145***	0,008	-0,129	0,189
SG	0,006***	0,005	0,007*	0,072	0,040***	0,000
FS	0,022***	0,000	0,066***	0,000	0,090***	0,000
TNG	-0,017	0,145	-0,072**	0,028	0,024	0,717
Hằng số	-0,120***	0,000	-0,429***	0,000	-0,890***	0,000
Cố định ngành	Có		Có		Có	
Cố định năm	Có		Có		Có	
F value	20,81***		11,60***		15,79***	
R ² điều chỉnh	22,99		10,71		16,98	
Số quan sát	2.984		2.984		2.984	
Mô hình	OLS		OLS		OLS	

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Các thống kê kiểm định và mức ý nghĩa sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp.

Dựa trên lý thuyết đánh đổi, mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động có thể mang tính phi tuyến. Ở mức nợ thấp đến trung bình, việc sử dụng nợ giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động nhờ tận dụng lá chắn thuế. Khi doanh nghiệp vay nợ vượt quá một ngưỡng nhất định, các chi phí liên quan đến nợ bắt đầu gia tăng mạnh, bao gồm chi phí kiệt quệ tài chính, rủi ro mất khả năng thanh toán, chi phí đại diện giữa chủ nợ và cổ đông, và áp lực thanh toán lãi vay, từ đó làm suy giảm hiệu quả hoạt động (Ali và Shaik, 2022). Vì vậy, tác động của nợ đến hiệu quả hoạt động có thể hình chữ U ngược, trong đó tồn tại một mức nợ tối ưu giúp tối đa hóa hiệu quả hoạt động.

Bảng 7 trình bày kết quả kiểm định mối quan hệ phi tuyến giữa nợ và hiệu quả hoạt động thông qua việc bổ sung biến bình phương của tỷ lệ nợ vào mô hình. Kết quả cho thấy các hệ số của biến nợ và biến bình

phương của nợ đều không có ý nghĩa thống kê, do đó chưa có đủ bằng chứng để khẳng định sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến giữa nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 7. Kết quả mối quan hệ phi tuyến giữa nợ và hiệu quả hoạt động

	(1)		(2)		(3)	
	ROA		ROE		ROS	
	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p	Hệ số	Giá trị p
STDoA ²	0,041	0,578	-0,362	0,172	0,289	0,337
STDoA	-0,168***	0,000	-0,115	0,375	-0,316*	0,072
LTD ²	-0,092	0,167	-0,252	0,384	0,218	0,261
LTD ²	-0,105***	0,004	-0,084	0,504	-0,925*	0,085
SG	0,003*	0,092	0,002	0,511	0,035***	0,000
FS	0,023***	0,000	0,064***	0,000	0,085***	0,000
TNG	-0,021*	0,052	-0,091***	0,003	-0,005	0,938
Hằng số	-0,101***	0,001	-0,391***	0,000	-0,753***	0,000
Cố định ngành	Có		Có		Có	
Cố định năm	Có		Có		Có	
F value	20,74***		11,77***		15,20***	
R ² điều chỉnh	25,38		12,06		16,82	
Số quan sát	3.744		3.744		3.744	
Mô hình	OLS		OLS		OLS	

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Các thống kê kiểm định và mức ý nghĩa sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp.

5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét tác động của tài trợ nợ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam thuộc các ngành có hoạt động sản xuất và công nghiệp trong giai đoạn 2017–2023, sử dụng dữ liệu thu thập từ Refinitiv Eikon. Hiệu quả hoạt động được đo lường thông qua tỷ suất sinh lời trên tài sản, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, và tỷ suất sinh lời trên doanh thu, trong khi tài trợ nợ được thể hiện bằng tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn trên tổng tài sản. Kết quả thực nghiệm cho thấy cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn đều có mối quan hệ âm với cả ba chỉ số hiệu quả hoạt động (ROA, ROE, và ROS). Điều này cho thấy sự phụ thuộc nhiều hơn vào tài trợ bằng nợ có liên quan đến lợi nhuận và hiệu quả hoạt động thấp hơn ở doanh nghiệp Việt Nam thuộc các ngành có hoạt động sản xuất và công nghiệp.

Mối quan hệ nghịch chiều giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động phù hợp với lý thuyết đánh đổi khi các doanh nghiệp cân bằng lợi ích của tài trợ nợ với chi phí lãi vay và các khó khăn tài chính. Điều này phù hợp ở các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi thị trường vốn kém phát triển và chi phí vay có thể tương đối cao. Phát hiện này cũng phù hợp với lý thuyết thứ tự ưu tiên, cho rằng doanh nghiệp ưu tiên tài trợ nội bộ hơn tài trợ bên ngoài, đặc biệt là nợ. Các doanh nghiệp có lợi nhuận cao ít có khả năng dựa vào nợ, trong khi các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp hơn có xu hướng vay nhiều hơn do thiếu vốn nội bộ. Trong khuôn khổ lý

thuyết đại diện, kết quả phù hợp với lập luận về chi phí đại diện của nợ, theo đó mức đòn bẩy cao có thể làm gia tăng xung đột giữa cổ đông và chủ nợ, kéo theo chi phí đại diện lớn hơn và làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phát hiện này không được lý thuyết đại diện ủng hộ toàn bộ mà chỉ phù hợp với dự báo về tác động bất lợi của chi phí đại diện của nợ khi doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy ở mức cao.

Những phát hiện của nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng đối với nhà quản lý, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách. Đối với nhà quản lý, việc phụ thuộc quá mức vào tài trợ nợ có thể làm giảm lợi nhuận và tăng rủi ro tài chính. Các công ty nên ưu tiên các nguồn tài chính nội bộ, chẳng hạn như lợi nhuận giữ lại và phát triển các chiến lược quản lý nợ hiệu quả. Đối với nhà đầu tư, nghiên cứu cung cấp những hiểu biết có giá trị trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao có thể phải đối mặt với khó khăn tài chính và lợi nhuận thấp hơn. Đối với nhà hoạch định chính sách, kết quả nhấn mạnh tầm quan trọng tạo ra môi trường tài chính hỗ trợ giúp các doanh nghiệp tiếp cận vốn hiệu quả mà không phụ thuộc quá mức vào nợ. Các chính sách nhằm cải thiện sự phát triển của thị trường vốn, giảm chi phí vay và tăng cường tính minh bạch tài chính góp phần vào các thực tiễn tài chính doanh nghiệp bền vững hơn.

Nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định. Thứ nhất, dù nghiên cứu đã thực hiện kiểm định độ vững bằng biến nợ trễ một kỳ, vấn đề nội sinh và quan hệ nhân quả giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động có thể vẫn chưa được xử lý hoàn toàn. Thứ hai, nghiên cứu chủ yếu sử dụng các chỉ tiêu kế toán như ROA, ROE và ROS để đo lường hiệu quả hoạt động, trong khi các thước đo dựa trên thị trường chưa được xem xét. Ngoài ra, nghiên cứu chưa phân tích sâu vai trò điều tiết của COVID-19 đối với mối quan hệ giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, trong khi tác động của đại dịch có thể khác nhau giữa các ngành và từng giai đoạn. Do đó, các nghiên cứu trong tương lai có thể áp dụng các phương pháp xử lý nội sinh mạnh hơn như GMM hoặc biến công cụ, bổ sung các thước đo hiệu quả hoạt động dựa trên thị trường như Tobin's Q hoặc ROIC, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của COVID-19 và các yếu tố vĩ mô khác nhằm làm rõ hơn tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

Ali, A., & Shaik, A. R. (2022). Effect of debt financing on firm performance: A study on energy sector of Saudi Arabia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(6), 10-15. <https://doi.org/10.32479/ijeep.13677>

Bagais, O., Aljaaidi, K. S., & Alothman, A. (2021). An empirical investigation of the associations of short and long debt policies with economic values of energy sector. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(1), 249-254. <https://doi.org/10.32479/ijeep.10498>

Boshnak, H. (2023). The impact of capital structure on firm performance: evidence from Saudi-listed firms. *International Journal of Disclosure and Governance*, 20(1), 15-26. <https://doi.org/10.1057/s41310-022-00154-4>

Dalci, I. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 410-432. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2018-0008>

- Etim, R. S., Asuquo, M. V., & Etim, U. (2022). Debt financing and firm value of listed consumer goods firms in Nigeria. *Journal of Administration and Corporate Governance*, 2(1), 23-42. <https://aksujacog.org.ng/articles/22/04/debt-financing-and-firm-value-of-listed-consumer-goods-firms-in-nigeria/>
- Goswami, G., & Shrikhande, M. M. (2001). Economic exposure and debt financing choice. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(1), 39-58. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(00\)00041-4](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(00)00041-4)
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Hayati, D. R., Liztiara, M., & Muchtar, S. (2022). Debt financing and firm performance on manufacturing companies listed on the idx. *Jurnal Ekonomi*, 27(1), 80-93. <https://doi.org/10.24912/je.v27i1.856>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://doi.org/10.1257/aer.76.2.323>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Manyanga, W., Kanyepe, J., Chikazhe, L., & Manyanga, T. (2023). The effect of debt financing on the financial performance of SMEs in Zimbabwe. *Cogent social sciences*, 9(2), 2282724. <https://doi.org/10.1080/23311886.2023.2282724>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nakruang, D., Donkwa, K., & Suvittawat, A. (2020). The causal factors influencing corporate sustainability performance: case of community SMEs in three southern border provinces, Thailand. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 7(3), 1459. [https://doi.org/10.9770/jesi.2020.7.3\(2\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2020.7.3(2))
- Nazir, A., Azam, M., & Khalid, M. U. (2021). Debt financing and firm performance: empirical evidence from the Pakistan Stock Exchange. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(3), 324-334. <https://doi.org/10.1108/AJAR-03-2019-0019>
- Okanda, T. L., Zhang, J., Sarfo, P. A., & Amankwah, O. (2025). Exploring the Nexus between Debt Financing and Firm Performance: A Robustness Analysis Using Instrumental Variables. *International Journal of Advanced Engineering Research and Science*, 12(02). <https://dx.doi.org/10.22161/ijaers.122.2>
- Udeh, S. N., Nwude, E., Itiri, I., & Agbadua, B. (2016). The impact of debt structure on firm performance: Empirical evidence from Nigerian quoted firms. *Asian Economic and Financial review*, 6(11). <https://doi.org/10.18488/journal.aefr/2016.6.11/102.11.647.660>
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic performance, financial leverage and financial crisis: evidence from GCC countries. *EuroMed Journal of Business*, 10(2), 147-162. <https://doi.org/10.1108/EMJB-08-2014-0022>