

# ẢNH HƯỞNG CỦA ĐÒN BẦY TÀI CHÍNH VÀ KINH DOANH ĐA NGÀNH ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC HỢP TÁC XÃ NÔNG NGHIỆP Ở VIỆT NAM

• Đoàn Vinh Thăng<sup>(\*)</sup>

## Tóm tắt

*Nghiên cứu này đánh giá ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đối với hiệu quả kinh doanh của các hợp tác xã nông nghiệp (Khu vực I) tại Việt Nam. Dựa trên dữ liệu thu thập từ 3.584 hợp tác xã thuộc Khu vực I, kết quả ước lượng bằng mô hình hồi quy (OLS) chỉ ra rằng, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả kinh doanh, đại diện bởi hệ số ROA. Tuy nhiên, khi tỉ lệ vốn vay trên tổng tài sản cao hơn mức 42,5% thì sự gia tăng đòn bẩy tài chính sẽ làm giảm hệ số ROA. Ngoài ra, kết quả còn cho thấy các hợp tác xã kinh doanh đa ngành sẽ có hiệu quả cao hơn so với các hợp tác xã không đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh.*

*Từ khóa:* Đòn bẩy tài chính, kinh doanh đa ngành, hiệu quả kinh doanh, hợp tác xã.

### 1. Đặt vấn đề

Luật Hợp tác xã (HTX) (2012) có hiệu lực thi hành từ ngày 01/7/2013, thay thế cho Luật HTX (2003), cho thấy sự quan tâm của Nhà nước cũng như đòi hỏi của nền kinh tế thị trường trong việc cải cách loại hình kinh tế hợp tác này. Những đổi mới trong các ngành kinh tế đã thúc đẩy sự hình thành và phát triển của các HTX kiểu mới để thay thế cho các mô hình HTX kiểu cũ hoạt động kém hiệu quả [9]. Theo báo cáo của Liên minh HTX Việt Nam, trong tổng số 18.196 HTX thuộc Liên minh, tính đến 30/6/2015, Khu vực I (nông-lâm-ngư nghiệp) có 10.171 HTX, chiếm khoảng 55,9%.

Bên cạnh những HTX thành công, mang lại lợi ích cho xã viên và các lợi ích xã hội khác, có không ít HTX hoạt động kém hiệu quả [9]. Hiệu quả hoạt động kinh doanh của HTX phụ thuộc vào kế hoạch và phương án sản xuất kinh doanh của HTX [9]. Do đó, khi xây dựng kế hoạch và phương án sản xuất kinh doanh, nhà quản lý cần phải xem xét nhiều yếu tố, trong đó, quyết định về mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và việc đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh là một trong những quyết định quan trọng có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp nói chung và HTX nói riêng.

Quyết định về mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (tỉ lệ nợ trên tổng tài sản), cũng như quyết định về việc doanh nghiệp nên kinh doanh đa ngành hay đơn ngành là hai vấn đề còn đang tranh luận

trong giới học thuật cũng như những người thực hành quản lý. Bởi vì, mỗi lựa chọn đều có những ưu điểm cũng như nhược điểm của nó. Ngoài ra, hầu hết các nghiên cứu về quyết định mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và về việc đa dạng hóa chủ yếu tập trung vào loại hình doanh nghiệp là công ty cổ phần đã niêm yết hoặc những doanh nghiệp thuộc các ngành ở khu vực công nghiệp xây dựng và khu vực thương mại dịch vụ [10]. Trong khi đó, chưa có nghiên cứu nào xem xét vai trò của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đối với hiệu quả kinh doanh của các HTX nông nghiệp. Do vậy, nghiên cứu này được thực hiện để bổ sung cho khoảng trống tri thức này. Đồng thời, giúp các nhà quản lý HTX có cơ sở khoa học để đưa ra quyết định về mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay kinh doanh đa ngành, từ đó, gia tăng hiệu quả hoạt động của các HTX trong lĩnh vực nông-lâm-ngư nghiệp tại Việt Nam.

### 2. Tổng quan tài liệu và giả thuyết nghiên cứu

Vai trò của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đối với hiệu quả kinh doanh (hay hiệu quả hoạt động) của các doanh nghiệp nói chung, và các HTX nói riêng, là vấn đề còn đang được tranh luận trong giới nghiên cứu cũng như những người làm công tác quản lý điều hành doanh nghiệp. Kết luận của hầu hết các nghiên cứu trước đây về vai trò của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đối với hiệu quả hoạt động của tổ chức đều dựa trên mẫu quan sát là các công ty cổ phần đã niêm yết, các ngân hàng thương mại hoặc các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Theo hiểu biết của tác giả, chưa có

<sup>(\*)</sup> Trường Đại học An Giang.

ngiên cứu nào về vấn đề này tại Việt Nam dựa trên mẫu quan sát là các HTX thuộc Khu vực I. Do đó, phân lược khảo tài liệu dựa trên kết quả từ các cuộc nghiên cứu trước đây để đưa ra các giả thuyết cho nghiên cứu này.

### 2.1. Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đối với hiệu quả kinh doanh

Để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp có thể dựa vào hai nguồn tài chính chủ yếu là vốn nội bộ và vốn bên ngoài, trong đó, vốn bên ngoài bao gồm vốn vay và vốn huy động từ những cổ đông mới [6]. Theo lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory), Myers và Majluf [6] tranh luận rằng doanh nghiệp thường ưu tiên lựa chọn vốn nội bộ hơn là vốn bên ngoài. Nếu buộc phải sử dụng vốn bên ngoài, doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng vốn vay hơn là vốn huy động từ những cổ đông mới [6]. Nguyên nhân của điều này, Myers và Majluf [6] giải thích rằng, vốn vay là một biện pháp nhằm ngăn chặn sự pha loãng cổ phần, từ đó giúp nhà quản lý củng cố và duy trì sự kiểm soát đối với doanh nghiệp và chống lại hoạt động thâm tóm doanh nghiệp. Tuy nhiên, HTX là một loại hình doanh nghiệp đặc thù, HTX thường ưu tiên trong việc huy động vốn bên ngoài từ những người góp vốn (xã viên) mới hơn là tìm nguồn tài trợ từ vốn vay trong trường hợp vốn nội bộ đã được sử dụng hết [9]. Nguyên nhân của sự khác biệt này là vì mỗi xã viên, dù tỉ lệ sở hữu cao hay thấp (Đối với loại hình công ty cổ phần, phiếu bầu của cổ đông có giá trị tương đương với tỉ lệ góp vốn) thì quyền bỏ phiếu là ngang nhau (Luật HTX 2012, Khoản 3, Điều 34: Mỗi thành viên, HTX thành viên hoặc đại biểu thành viên tham dự đại hội thành viên có một phiếu biểu quyết. Phiếu biểu quyết có giá trị ngang nhau, không phụ thuộc vào số vốn góp hay chức vụ của thành viên, HTX thành viên hoặc đại biểu thành viên). Do vậy, nhà quản lý không thể và không có động cơ sử dụng vốn vay để đảm bảo quyền kiểm soát [9]. Tuy nhiên, vì là một loại hình doanh nghiệp đặc thù, HTX không thể dễ dàng huy động thêm vốn bên ngoài từ những người góp vốn (xã viên) mới [9]. Do đó, vốn vay là một nguồn tài trợ không thể thiếu đối với HTX nói riêng và doanh nghiệp nói chung.

Tuy nhiên, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (vốn vay) như thế nào là hợp lý nhằm đảm bảo hiệu quả hoạt động của tổ chức cũng như tránh được rủi

ro tài chính. Xét ở góc độ lý thuyết, Modigliani và Miller [5] chỉ ra rằng lợi ích của vốn vay là lá chắn thuế, và do đó, sử dụng càng nhiều vốn vay sẽ có lợi cho hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Jensen [2] cũng công nhận vai trò của vốn vay. Tuy nhiên, mức sử dụng vốn vay quá nhiều sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh doanh nghiệp do phí sử dụng vốn vay vượt quá lợi ích của vốn vay [2].

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đưa ra những kết luận trái chiều. Nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phúc [7], dựa trên mẫu quan sát gồm 217 công ty tại Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2012 đã kết luận rằng, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và hiệu quả kinh doanh doanh nghiệp, đại diện bởi hệ số ROA, có mối quan hệ ngược chiều. Alawwad [1] cũng đưa ra kết luận tương tự khi xem xét mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hệ số ROA của 67 doanh nghiệp tại Saudi Arabia trong giai đoạn 2008 - 2012. Gill và cộng sự (2011, dẫn theo Đoàn Ngọc Phúc [7]) lại chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và hiệu quả kinh doanh của 272 công ty thuộc lĩnh vực sản xuất tại New York. Trong khi đó, Margaritis và Psillaki [4] khi xem xét các công ty thuộc lĩnh vực sản xuất tại Pháp lại cho thấy rằng, đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp sử dụng quá nhiều vốn vay trong cơ cấu nguồn vốn sẽ ảnh hưởng không tốt lên hiệu quả kinh doanh [4].

Từ góc độ lý thuyết cũng như những nghiên cứu thực nghiệm, ta thấy rằng đòn bẩy tài chính có cả ảnh hưởng tích cực lẫn tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh công ty, tùy vào mức độ đòn bẩy tài chính mà nhà quản lý doanh nghiệp sử dụng [2], [4]. Do vậy, giả thuyết  $H_1$  được đề xuất:  $H_1$ : Đòn bẩy tài chính sẽ có tác động tích cực lên hiệu quả kinh doanh của các HTX tại Việt Nam. Tuy nhiên, khi mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính vượt qua mức tối ưu, bất kỳ sự gia tăng thêm vốn vay trên mức tối ưu đó sẽ làm giảm hiệu quả kinh doanh của HTX.

### 2.2. Vai trò của kinh doanh đa ngành đối với hiệu quả kinh doanh

Đa dạng hóa của doanh nghiệp đề cập đến việc đa dạng sản phẩm [10], đa dạng thị trường hoặc đa dạng ngành kinh doanh [3]. Trong phạm vi của nghiên cứu này, tác giả chỉ xem xét vai trò của đa dạng hóa ngành kinh doanh (hay kinh doanh đa

ngành) đối với hiệu quả kinh doanh của HTX, trong đó, mức độ đa dạng hóa ngành kinh doanh được tính bằng cách đếm số ngành kinh doanh mà HTX tham gia [3]. Kinh doanh đa ngành là việc HTX tham gia vào nhiều ngành kinh doanh, có thể bao gồm các ngành có liên quan đến ngành kinh doanh chính của HTX, cũng có thể mở rộng sang các ngành khác không có liên quan đến ngành kinh doanh chính.

Armould (1969, dẫn theo Tran và Zaninotto [10]) cho rằng khi gia nhập một thị trường mới, doanh nghiệp hiện tại sẽ không có bất kỳ lợi thế đặc biệt nào, do đó, chiến lược đa dạng hóa của doanh nghiệp không có ảnh hưởng đáng kể nào lên hiệu quả kinh doanh. Xét ở góc độ lý thuyết, Myers và Majluf [6] tranh luận rằng, các doanh nghiệp kinh doanh đa ngành có thể khai thác lợi thế về thông tin, từ đó giúp phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả hơn và tạo ra hiệu quả kinh doanh cao hơn. Nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện bởi Datta và cộng sự (1991, dẫn theo Tran và Zaninotto [10]) đã chỉ ra rằng đa dạng hóa ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả kinh doanh. Montgomery (1994, dẫn theo Tran và Zaninotto [10]) biện luận rằng, các doanh nghiệp kinh doanh đa ngành có cơ hội củng cố sức mạnh thị trường và tạo ra hiệu quả kinh doanh cao hơn. Ngoài ra, đa dạng hóa được cho là sẽ giúp cho doanh nghiệp chịu tổn thương nhỏ hơn trước các cú sốc, tăng khả năng sống sót [8]. Do đó, giả thuyết  $H_2$  được đề xuất:  $H_2$ : HTX kinh doanh đa ngành sẽ tạo ra hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các HTX kinh doanh đơn ngành.

Ngoài ra, Jensen [2] tranh luận rằng, nhà quản lý của doanh nghiệp có xu hướng sử dụng dòng tiền tự do của doanh nghiệp để theo đuổi chiến lược đa dạng hóa quá mức và gây ra vấn đề đại diện và làm tăng chi phí đại diện. Nghiên cứu thực nghiệm của Tran và Zaninotto [10], dựa trên dữ liệu gồm 1.118 công ty tại Bình Dương trong giai đoạn 2003 - 2006, cũng kết luận rằng mức độ đa dạng hóa và hiệu quả hoạt động kinh doanh có mối quan hệ thuận chiều. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp đa dạng hóa quá mức so với lĩnh vực kinh doanh cốt lõi thì việc đa dạng hóa sẽ tác động tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh. Bên cạnh đó, Wit và Meyer (2005, dẫn theo Tran và Zaninotto [10]) biện luận rằng, các doanh nghiệp đa dạng hóa quá mức sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh vì

chi phí quản trị cao, ra quyết định chậm hơn và sự không phù hợp của chiến lược. Vì vậy, giả thuyết  $H_3$  được đề xuất:  $H_3$ : Khi mức độ đa dạng hóa (số ngành kinh doanh) của HTX vượt qua mức tối ưu sẽ tác động tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu

Dữ liệu phục vụ cho nghiên cứu này là một mẫu quan sát bao gồm 3.584 HTX thuộc Khu vực I, được trích từ bộ dữ liệu Khảo sát doanh nghiệp Việt Nam do Tổng cục Thống kê thực hiện năm 2010. Các thông tin về số ngành kinh doanh mà HTX tham gia, tình hình tài chính và kết quả kinh doanh của HTX, được tính cho năm tài chính 2009. Bên cạnh đó, thông tin về số năm hoạt động của HTX được tính từ khi HTX thành lập cho đến hết năm 2009 (Bảng 1).

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất (OLS) được sử dụng để đánh giá ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đối với hiệu quả kinh doanh của các HTX thuộc Khu vực I tại Việt Nam. Các mô hình hồi quy được xây dựng như sau:

$$Y_i = b_0 + b_1 * Dummy1_i + b_2 * Leverage_i + b_3 * Leverage_i^2 + b_4 * Liquid_i + b_5 * Profit_i + b_6 * LogAsset_i + b_7 * Age_i + u_i \quad (1)$$

$$Y_i = b_0 + b_1 * Dummy2_i + b_2 * Dummy3_i + b_3 * Dummy4_i + b_4 * Leverage_i + b_5 * Leverage_i^2 + b_6 * Liquid_i + b_7 * Profit_i + b_8 * LogAsset_i + b_9 * Age_i + u_i \quad (2)$$

$$Y_i = b_0 + b_1 * Diverse_i + b_2 * Diverse_i^2 + b_3 * Leverage_i + b_4 * Leverage_i^2 + b_5 * Liquid_i + b_6 * Profit_i + b_7 * LogAsset_i + b_8 * Age_i + u_i \quad (3)$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc -  $Y_i$  - là hiệu quả kinh doanh hay hiệu quả hoạt động của HTX  $i$ , được đại diện bởi hệ số ROA. Ta tính hệ số ROA bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản của HTX [1], [7].

Tất cả các mô hình (1), (2) và (3) được dùng để đánh giá ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính (biến  $Leverage$  và  $Leverage^2$ ) lên hiệu quả kinh doanh của các HTX tại Việt Nam (giả thuyết  $H_1$ ). Đòn bẩy tài chính ( $Leverage$ ) là tỉ số nợ trên tổng tài sản [1], [7] và  $Leverage^2$  là bình phương của hệ số đòn bẩy tài chính [4].

Mô hình (1) cũng được dùng để kiểm định giả thuyết  $H_2$ , trong đó, biến giả *Dummy1* nhận giá trị 1 nếu HTX kinh doanh đa ngành và nhận giá trị 0 nếu HTX kinh doanh đơn ngành [3].

Mô hình (2) dùng để kiểm tra tính vững (robustness check) của mô hình (1), trong đó, các biến *Dummy2*, *Dummy3* và *Dummy4* là các biến giả. Các biến này nhận giá trị 1 nếu HTX kinh doanh hai ngành, ba ngành và bốn ngành, và nhận giá trị 0 đối với trường hợp khác. Nhóm tham chiếu là các HTX kinh doanh đơn ngành [3].

Mô hình (3) được dùng để kiểm định giả thuyết  $H_3$ , trong đó, biến *Diverse* được tính bằng cách đếm số ngành nghề mà HTX kinh doanh và biến *Diverse*<sup>2</sup> là bình phương số ngành kinh doanh của HTX [3].

Ngoài ra, để tăng tính giải thích cho mô hình, các biến kiểm soát sau được sử dụng: Cấu trúc tài sản thanh khoản (*Liquid*), là hệ số giữa tiền, tương đương tiền và tổng tài sản; Khả năng sinh lợi (*Profit*), được tính bằng cách lấy lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia cho tổng doanh thu [4]; Quy mô của HTX (*LogAsset*) được tính bằng cách lấy logarithm của tổng tài sản [3], [10]; Số năm hoạt

động của HTX (*Age*) chính là thời gian từ khi HTX thành lập cho đến hết năm 2009 [10].

#### 4. Kết quả và thảo luận

Bảng 1 thể hiện một số thông tin tổng quát về mẫu nghiên cứu. Trong tổng số 3.584 HTX thuộc Khu vực I tại Việt Nam, tính đến hết năm tài chính 2009, số HTX kinh doanh đơn ngành là 2.919 HTX, chiếm khoảng 81,45%. Trong khi đó, chỉ có 665 HTX kinh doanh từ hai ngành trở lên, chiếm khoảng 18,55% (Trong 665 HTX kinh doanh đa ngành (từ hai ngành trở lên), số HTX kinh doanh hai ngành là 527, số HTX kinh doanh ba ngành là 88 và số HTX kinh doanh bốn ngành là 50. Không có HTX nào tham gia nhiều hơn bốn ngành). Điều này chỉ ra rằng, các HTX tại Việt Nam có mức độ đa dạng ngành kinh doanh khá thấp và hầu hết là kinh doanh đơn ngành. Kết quả này khá tương đồng với báo cáo khảo sát của Rand và cộng sự [8] về mức độ đa dạng hóa của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam trong năm 2009, trong đó, chỉ khoảng 15% doanh nghiệp có đa dạng hóa, tức là, số doanh nghiệp chuyên môn hóa (không đa dạng hóa) chiếm phần lớn trong tổng số các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam được khảo sát.

**Bảng 1. Mô tả mẫu nghiên cứu**

Chỉ tiêu	Quy mô <sup>a</sup>		Khác biệt	Tổng
	(<1 tỉ VNĐ)	(≥1 tỉ VNĐ)		
(1)	(2)	(3)	(4) = (3) - (2)	(5)
Số quan sát	1.661	1.923		3.584
Số HTX kinh doanh đa ngành	185	480		665
Số ngành kinh doanh (ngành)	1,12	1,35	0,23***	1,24
Số năm hoạt động của HTX (năm)	11,96	12,91	0,96***	12,47
Tình hình tài chính				
Tổng tài sản (triệu đồng)	515,15	2.486,12	1.970,98***	1.572,68
Tổng nợ (triệu đồng)	102,07	395,87	293,80***	259,71
Vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	413,08	2.090,52	1.677,18***	1.312,97
Tỉ lệ nợ/tổng tài sản (%)	21,45	15,66	-5,79***	18,34
Tiền và tương đương tiền/tổng tài sản (%)	20,58	16,10	-4,49***	18,18
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/tổng doanh thu (%)	9,79	9,01	-0,78	9,37
ROA (%)	7,38	3,61	-3,77***	5,36
Kết quả kinh doanh				
Doanh thu (triệu đồng)	488,59	1.267,07	778,48***	906,28
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	33,32	94,20	60,88***	65,98
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	32,56	89,94	57,38***	63,35

Ghi chú: <sup>a</sup>: (1 tỉ VNĐ) là giá trị trung vị. \*\*\* : mức ý nghĩa 1%.

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu bao gồm 3.584 HTX nông nghiệp tại Việt Nam

Kết quả thống kê cũng cho thấy các HTX được khảo sát có thời gian hoạt động trung bình khoảng 12 năm với quy mô tài sản trung bình hơn 1,5 tỉ đồng. Quy mô tài sản của HTX thuộc Khu vực I gần tương đương với quy mô trung bình của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam năm 2009 với giá trị tài sản trung bình là 1,7 tỉ đồng [8]. Bên cạnh đó, dữ liệu khảo sát 3.584 HTX cho thấy, doanh thu và lợi nhuận trước thuế trung bình của các HTX lần lượt là 906,28 triệu đồng và 63,35 triệu đồng. Điều này cho thấy các HTX thuộc khu vực I tại Việt Nam có quy mô khá nhỏ ở cả quy mô tài sản, doanh thu và lợi nhuận.

Về mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, kết quả thống kê chỉ ra rằng, tỉ trọng trung bình của nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn của các HTX thuộc khu vực I là 18,34%. Đây là một tỉ lệ khá thấp. Như đã lý giải ở trên, vì HTX là một loại hình doanh nghiệp đặc thù, nên có xu hướng ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại hoặc huy động vốn từ xã viên mới hơn là sử dụng nợ vay. Trong khi đó, Rand và cộng sự [8] lý giải rằng, tỉ lệ nợ thấp là do hạn chế trong việc tiếp cận tín dụng chính thức vì quy trình vay vốn ngân hàng khó khăn hoặc thiếu tài sản thế chấp.

Trước khi phân tích hồi quy về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đến hiệu quả kinh doanh của HTX, kiểm định Breusch-Pagan được thực hiện để kiểm tra sự đồng nhất của phương sai sai số. Kết quả cho thấy các mô hình đều bị vi phạm giả định về phương sai sai số không đổi (không được trình bày ở đây, có thể

yêu cầu cung cấp từ tác giả). Do đó, mô hình hồi quy có sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh của White được sử dụng để đảm bảo giả định sự đồng nhất của phương sai sai số. Bên cạnh đó, mô hình cũng đảm bảo không có hiện tượng đa cộng tuyến do hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập đều nhỏ hơn 10.

Bảng 2 trình bày chi tiết về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đến hiệu quả kinh doanh của HTX thuộc Khu vực I tại Việt Nam. Trong đó, mô hình (1), (2) và (3) để kiểm định giả thuyết  $H_1$ . Ngoài ra, mô hình (1) và mô hình (2) còn được dùng để kiểm tra giả thuyết  $H_2$  trong khi mô hình (3) để kiểm định giả thuyết  $H_3$ .

Về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên hiệu quả kinh doanh của các HTX tại Việt Nam, kết quả ước lượng chỉ ra rằng, đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả kinh doanh của HTX. Tuy nhiên, khi mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính vượt qua mức tối ưu (Điểm cực đại của hệ số đòn bẩy tài chính (mô hình 1) =  $-b/2a = -0,085/(2 \cdot -0,001) = 42,5\%$ ), hệ số ROA sẽ giảm. Kết quả này nhất quán ở cả ba mô hình (1), (2) và (3) và được ủng hộ bởi phát hiện của Margaritis và Psillaki [4] khi kết luận rằng đòn bẩy tài chính có cả ảnh hưởng tích cực và tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh theo hình dạng chữ U ngược. Kết luận này cho thấy việc HTX sử dụng vốn vay ở mức hợp lý sẽ ảnh hưởng đáng kể lên hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên, việc lạm dụng quá mức vốn vay sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh của HTX.

**Bảng 2. Kết quả phân tích hồi quy OLS về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đến hiệu quả kinh doanh của HTX**

<i>Biến phụ thuộc</i>	<b>Mô hình 1</b>		<b>Mô hình 2</b>		<b>Mô hình 3</b>	
	<b>Hệ số b</b>	<b>Giá trị t</b>	<b>Hệ số b</b>	<b>Giá trị t</b>	<b>Hệ số b</b>	<b>Giá trị t</b>
<b><i>Biến độc lập</i></b>						
Dummy1	1,282	***	4,130			
Dummy2				1,133	***	3,400
Dummy3				1,308	*	1,720
Dummy4				2,973	***	5,710
Diverse						1,089
Diverse <sup>2</sup>						-0,036
Leverage	0,085	***	4,800	0,084	***	4,710
Leverage <sup>2</sup>	-0,001	***	-5,710	-0,001	***	-5,640
<b><i>Biến kiểm soát</i></b>						
Liquid	0,067	***	8,420	0,067	***	8,440
						0,067
						***
						0,008

Profit	0,117 ***	3,840	0,117 ***	3,840	0,117 ***	0,030
LogAsset	-2,099 ***	-11,130	-2,119 ***	-11,160	-2,121 ***	0,190
Age	-0,083 ***	-5,230	-0,085 ***	-5,300	-0,085 ***	0,016
Hàng số	17,681 ***	12,510	17,850 ***	12,500	16,816 ***	1,450
Số quan sát	3.584		3.584		3.584	
F (7, 3576)	41,88		33,24		37,54	
Prob > F	0,00		0,00		0,00	
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>23,13%</b>		<b>23,19%</b>		<b>23,18%</b>	
Root MSE	7,47		7,471		7,47	

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

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu bao gồm 3.584 HTX nông nghiệp tại Việt Nam

Về ảnh hưởng của việc kinh doanh đa ngành lên hiệu quả kinh doanh của HTX, mô hình (1) và mô hình (2) chỉ ra rằng, các HTX kinh doanh đa ngành sẽ tạo ra hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các HTX chỉ tham gia một ngành nghề duy nhất. Trong khi đó, nghiên cứu này không tìm được bằng chứng về sự đảo chiều của hệ số ROA khi HTX đa dạng ngành nghề kinh doanh quá mức. Do đó, giả thuyết H<sub>2</sub> được chấp nhận và giả thuyết H<sub>3</sub> không được chấp nhận. Nghiên cứu này chưa tìm được mức độ đa dạng ngành nghề tối ưu, mà khi HTX đa dạng quá mức và tham gia vào quá nhiều ngành nghề sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên hiệu quả kinh doanh. Nguyên nhân của điều này là do các HTX trong mẫu quan sát phần lớn là chuyên môn hóa vào một ngành nghề kinh doanh. Còn đối với các HTX có kinh doanh đa ngành thì phần nhiều trong nhóm này chỉ tham gia hai ngành nghề và một phần nhỏ là tham gia bốn ngành nghề, không có HTX nào tham gia trên bốn ngành kinh doanh. Với mức độ đa dạng ngành nghề thấp như vậy thì việc đa dạng hóa vẫn có ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả kinh doanh, trừ trường hợp HTX đa dạng hóa quá mức [10].

Kết quả trên hàm ý rằng các HTX nên kinh doanh đa ngành để gia tăng hiệu quả kinh doanh. Kết luận này được ủng hộ bởi Datta và cộng sự (1991, dẫn theo Tran và Zaninotto [10]) vì các HTX kinh doanh đa ngành có thể khai thác lợi thế về thông tin, từ đó giúp phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả hơn và tạo ra hiệu quả kinh doanh cao hơn [6] hoặc HTX kinh doanh đa ngành có cơ hội củng cố sức mạnh thị trường và tạo ra hiệu quả kinh doanh cao hơn (Montgomery, 1994, dẫn theo

Tran và Zaninotto [10]). Ngoài ra, xét bối cảnh nền kinh tế Việt Nam vừa chịu ảnh hưởng nặng nề từ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008 và hậu quả lan sang năm 2009, thì việc đa dạng hóa được cho là sẽ giúp cho HTX chịu tổn thương nhỏ hơn trước các cú sốc [8].

### 5. Kết luận

Dựa trên mẫu quan sát bao gồm 3.584 HTX thuộc Khu vực I, trích trong bộ dữ liệu Khảo sát doanh nghiệp Việt Nam, được thực hiện bởi Tổng cục Thống kê 2010, nghiên cứu này đánh giá vai trò của đòn bẩy tài chính và kinh doanh đa ngành đối với hiệu quả kinh doanh của các HTX tại Việt Nam. Đòn bẩy tài chính được đo lường bằng tỉ lệ nợ trên tổng tài sản trong khi mức độ đa dạng hóa ngành kinh doanh của HTX được tính toán bằng cách đếm số ngành kinh doanh mà HTX tham gia, dựa theo Bảng phân ngành kinh tế (VSIC-2007).

Kết quả ước lượng bằng mô hình hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất (OLS) chỉ ra rằng, đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tích cực lên thành của các HTX trong mẫu nghiên cứu. Tuy nhiên, khi mức độ sử dụng đòn bẩy vượt qua mức tối ưu, như đã đề cập ở trên, hệ số ROA sẽ giảm. Bên cạnh đó, HTX kinh doanh đa ngành sẽ mang lại hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các HTX chỉ chuyên doanh 01 ngành. Các kết quả trên hàm ý rằng, các nhà quản lý HTX nên sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức vừa phải và đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh để gia tăng hiệu quả kinh doanh cho tổ chức của mình.

Do hạn chế của bộ dữ liệu có sẵn, nghiên cứu này chỉ sử dụng một thước đo đơn giản, được đề xuất bởi Lang và Stulz [3], để đánh giá mức độ đa

dạng hóa ngành kinh doanh của HTX. Nghiên cứu tương lai có thể sử dụng các thước đo mức độ đa dạng hóa khác như chỉ số Herfindahl [3] hay chỉ số Entropy [10] để có cái nhìn sâu sắc hơn về mối quan hệ giữa kinh doanh đa ngành và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp./.

### Tài liệu tham khảo

- [1]. Alawwad, S. (2013), *Capital structure effect on firms' performance: evidence from Saudi listed companies*, Master of Financial Thesis, Saint Mary's University.
- [2]. Jensen, M. C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76(2).
- [3]. Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1993), *Tobin's q, corporate diversification and firm performance*, Working paper No.4376, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- [4]. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010), "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.
- [5]. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963), "Taxes and the cost of capital: A correction", *American Economic Review*, 53, 433-443.
- [6]. 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.
- [7]. Đoàn Ngọc Phúc (2014), "Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam", *Những vấn đề Kinh tế và Chính trị Thế giới*, 7(219), 72-80.
- [8]. Rand, J., Trifkovic, N., Bui, V. D. & Nguyen T. T. (2014), *Characteristics of the Vietnamese business environment: Evidence from a SME Survey in 2013*, Financial Publisher, Ha Noi.
- [9]. Socencoop & The Asia Foundation (2012), *Cẩm nang HTX nông nghiệp*, NXB Lao động Xã hội, Hà Nội.
- [10]. Tran, H. T. & Zaninotto, E. (2010), "Product Diversification, Corporate Entrepreneurship, and Firm Performance: The Case of Vietnamese Firms", Reported at *Proceeding of European Association for Research in Industrial Economics (EARIE) Conference*.

## THE IMPACT OF FINANCIAL LEVERAGE AND DIVERSIFICATION ON THE PERFORMANCE OF VIETNAMESE AGRICULTURAL COOPERATIVES

### Summary

This paper evaluates the impact of financial leverage and diversification on the performance of Vietnamese Agricultural Cooperatives (Zone 1). On the dataset of 3,584 cooperatives, Zone 1, the estimated regression model (OLS) indicates that financial leverage level positively impacts their business performances, proxied by ROA ratio. However, when the debt/total asset ratio is higher than 42,5%, ROA ratio will be reduced. Moreover, the result also shows that diversified cooperatives have better performance than those of the non-diversified ones.

Keywords: Financial leverage, diversification, business performance, cooperative.

Ngày nhận bài: 8/4/2016; Ngày nhận lại: 16/5/2016; Ngày duyệt đăng: 28/03/2017.