ẢNH HƯỞNG CỦA ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NGÀNH HÓA CHẤT NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Lê Thị Mỹ Nương* - TS. Bùi Tiến Thịnh*

Nghiên cứu tìm hiểu sự ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính cũng như các yếu tố khác như: Vòng quay tổng tài sản, Tốc độ tăng trưởng doanh thu và quy mô công ty đến hiệu quả hoạt động của 62 doanh nghiệp ngành hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2017 đến 2023. Qua quá trình phân tích dữ liệu thứ cấp, kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động công ty (ROA) trong khi các yếu tố: vòng quay tổng tài sản, tốc độ tăng trưởng doanh thu, quy mô công ty có tác động cùng chiều. Cuối cùng, nghiên cứu đã thảo luận kết quả và đề xuất giải pháp giúp doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận.

• Từ khóa: *phong công ty ngành hóa chất, đòn bẩy tài chính, hiệu quả hoạt động.*

This study investigates the effect of corporate leverage and other determinants: Total asset turnover, revenue growth rate, and firm size on firm performance of 62 chemical firms listed on the Vietnam stock market from 2017 to 2023. Using secondary data analysis, the research reveals that corporate leverage has a negative effect on firms' return on assets (ROA), while total asset turnover, revenue growth rate, and firm size have a positive effect. The study concludes with a discussion based on these findings and offers strategic recommendations to help Vietnamese listed chemical firms enhance profitability.

• Key words: *chemical firms, leverage, firm performance.*

JEL code: G32

Ngày nhận bài: 15/12/2025
Ngày gửi phản biện: 04/01/2026
Ngày duyệt đăng: 12/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i309.16

Giới thiệu

Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2025 với mục tiêu nâng hạng thị trường từ cận biên lên mới nổi, chính là bước ngoặt lớn giúp thị trường hoạt động sôi nổi. Việc gia tăng lợi nhuận và thu hút nhiều nhà đầu tư đòi hỏi các doanh nghiệp niêm yết không ngừng đẩy mạnh sản xuất kinh doanh và hoạch định chiến lược cụ thể, trong đó chính sách quản lý nợ là một phần quan trọng. Đòn bẩy tài chính chính là mấu chốt của nợ, bởi vì tính chất lợi - hại song song của công cụ này. Do vậy, việc sử dụng đòn bẩy tài chính phù hợp đóng vai trò quan trọng đến lợi nhuận - hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, đa số các nghiên cứu quan tâm đến các ngành như dịch vụ (Nguyễn Thị Thủy & Lê Trà My, 2023), logistic (Nguyen và cộng sự, 2021), xây dựng (Le, 2016), bất động sản (Lại Cao Mai Phương và cộng sự, 2022). Trong quá trình tìm hiểu, các bài nghiên cứu liên quan hầu như không nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của công ty ngành hóa chất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cụ thể là sàn HOSE, HNX và UPCOM. Vì thế, để giải quyết khoảng trống nghiên cứu, nghiên cứu này xác định và đo lường tác động của đòn bẩy tài chính cũng như các yếu tố khác ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành hóa chất trong giai đoạn 2017-2023. Kết quả nghiên cứu không chỉ hỗ trợ nhà quản trị trong việc đưa ra quyết định tài chính mà còn là bổ sung nguồn tài liệu cho các nhà đầu tư nghiên cứu ngành nghề này.

Cơ sở lý thuyết và khái niệm nghiên cứu

Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn xuất phát từ nghiên cứu của Modigliani và Miller (1963), lý thuyết đề cập tới việc công ty phải đối mặt với sự đánh đổi khi thay đổi cấu trúc vốn để cân bằng lợi ích và chi phí. Cụ thể, các doanh nghiệp sử dụng nợ phải đảm bảo thu được lợi ích từ đòn bẩy, từ lá chắn thuế giúp giảm thiểu thuế phải trả khi chi phí lãi vay hợp lý từ nợ là chi phí được trừ (Modigliani & Miller, 1963). Tuy nhiên, doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro phá sản từ gánh nặng lãi suất (Modigliani & Miller, 1963; Myers, 2001). Với rủi ro này, lý thuyết trật tự phân hạng (Myers, 1984) chỉ ra rằng các doanh nghiệp có xu hướng lựa chọn nguồn tài trợ khi cần vốn theo thứ tự như sau: Vốn nội bộ (lợi

** Trường Đại học Công nghệ Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh; email: nuongltm@hcmute.edu.vn - thinhbt@hcmute.edu.vn*

nhuận giữ lại - do ít tốn kém chi phí); Nợ (vay ngân hàng, phát hành trái phiếu); Phát hành cổ phiếu. Việc áp dụng hai thuyết này cũng là trọng tâm của nhiều bài nghiên cứu liên quan đến cấu trúc vốn (Afroze & Khan, 2022; Nguyen và cộng sự, 2021) và nghiên cứu đòn bẩy tài chính (Anis và cộng sự, 2022).

Khái niệm nghiên cứu

Hiệu quả hoạt động là thành tựu của công ty trong một khoảng thời gian, thể hiện sức khỏe tài chính, năng suất hoạt động của doanh nghiệp (Le, 2016). Trong các nghiên cứu, hiệu quả hoạt động thường được đo lường qua ROA, ROE, EPS hoặc Tobin's Q (Afroze & Khan, 2022)

Đòn bẩy tài chính thường được đo bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản hoặc tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn mà công ty đang sở hữu (Farooq & Masood, 2015). Đòn bẩy thuộc về kế hoạch chiến lược tài chính, nó là một công cụ giúp các công ty sử dụng nợ hoặc các nguồn vốn khác có chi phí lãi vay để gia tăng lợi nhuận (Le, 2016).

Vòng quay tổng tài sản phản ánh mức độ hiệu quả trong việc sử dụng toàn bộ tài sản của doanh nghiệp để tạo ra doanh thu, được đo lường bằng Doanh thu thuần trên bình quân tổng tài sản (Lại Cao Mai Phương và cộng sự, 2022).

Tốc độ tăng trưởng doanh thu được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm thay đổi doanh thu theo năm (Nguyen và cộng sự, 2021).

Quy mô doanh nghiệp thường được đo lường theo logarit tự nhiên của tổng tài sản hoặc của tổng doanh thu (Afroze & Khan, 2022).

Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Bảng 1: Giả thuyết nghiên cứu

Biến phụ thuộc: Hiệu quả hoạt động (ROA)			
STT	**Biến độc lập**	**Chiều hướng tác động**	**Nguồn**
H1	Đòn bẩy tài chính	(-)	Farooq & Masood (2015)
H2	Vòng quay tổng tài sản	(+)	Lại Cao Mai Phương và cộng sự (2022)
H3	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	(+)	Nguyễn Thị Thủy & Lê Trà My (2023)
H4	Quy mô doanh nghiệp	(+)	Afroze & Khan (2022)

Dựa vào tổng quan các nghiên cứu liên quan trước đó, mô hình nghiên cứu được sử dụng để đánh giá sự ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và các yếu tố khác ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động, được biểu thị theo phương trình hồi quy sau:

$$ROA_{it} = \beta_1 + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

ROA: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản).

FL: Đòn bẩy tài chính (Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản).

AT: Vòng quay tổng tài sản (Doanh thu thuần/Bình quân tổng tài sản).

GROWTH: Tốc độ tăng trưởng doanh thu ((Doanh thu năm nay - Doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước).

SIZE: Quy mô doanh nghiệp (Ln(Tổng tài sản))

i thể hiện thứ tự của các công ty (62 công ty hóa chất niêm yết), tương ứng với t thể hiện năm, t = 2017, …, 2023.

Phương pháp nghiên cứu

Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 62 công ty ngành hóa chất niêm yết trên sàn HOSE, HNX và UPCOM trong giai đoạn từ 2017-2023. Với nguồn thông tin từ trang Vietstock và CafeF, dữ liệu được thu thập từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán với các chỉ tiêu như: Tổng tài sản, Tổng nợ phải trả, Tổng vốn chủ sở hữu, Doanh thu thuần, Lợi nhuận sau thuế.

Phân tích dữ liệu

Bước đầu, nghiên cứu thực hiện thống kê mô tả, cho thấy mức độ phân phối của dữ liệu. Tiếp theo, ma trận tương quan được tạo ra để quan sát, đánh giá mối quan hệ tương quan giữa các biến. Để phân tích hồi quy, nghiên cứu sử dụng mô hình OLS, FEM, REM, đồng thời thực hiện các kiểm định nhằm lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Cuối cùng, nếu xuất hiện các vi phạm như: phương sai sai số thay đổi hoặc tự tương quan, mô hình FGLS sẽ khắc phục được các khuyết điểm này. Ngoài ra, nghiên cứu thực hiện kiểm tra độ vững (Robustness test) qua phân tích hồi quy mô hình 2SLS.

Kết quả nghiên cứu

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số biến quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	434	0,0503516	0,0707986	-0,4394092	0,4503461
FL	434	0,4236458	0,2338985	0,0242934	1,808368
AT	434	1,644875	2,19097	0,0516074	12,80933
GROWTH	434	0,1105254	0,6243872	-0,8045433	8,735019
SIZE	434	27,44173	1,504496	24,32196	32,01652

Nguồn: Phân tích từ phần mềm Stata 17

Kết quả thống kê mô tả theo bảng 1 cho thấy: biến ROA dao động từ -0,439 đến 0,450 với giá trị trung bình là 0,05 và độ lệch chuẩn là 0.07. Bên cạnh đó, các biến độc lập bao gồm FL, AT, GROWTH, SIZE có giá trị trung bình lần lượt như sau: 0,423; 1,644; 0,110; 27,441; có khoảng dao động lần lượt như sau: 0,024 - 1,808; 0,051 - 12,809; -0,804 - 8,735; 24,321 - 32,016. Cuối cùng, FL, AT, GROWTH, SIZE có độ lệch chuẩn tương ứng với 0,233; 2,19; 0,624; 1,504.

Bảng 3: Ma trận tương quan

	ROA	FL	AT	GROWTH	SIZE
ROA	1,0000				
FL	-0,2756	1,0000			
AT	0,1196	-0,0814	1,0000		
GROWTH	0,1893	0,0756	0,0536	1,0000	
SIZE	0,1350	0,1261	-0,2855	0,0695	1,0000

Nguồn: Phân tích từ phần mềm Stata 17

Dựa vào kết quả từ bảng 2, hệ số tương quan giữa các biến ROA, FL, AT, GROWTH và SIZE dao động từ

-0, 2855 đến 0,1893, thể hiện mối tương quan yếu. Thêm vào đó, hệ số tương quan giữa các cặp biến đều bé hơn 0,8 cho thấy không có khả năng cao xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Ngoài ra, dựa vào dấu của hệ số tương quan có thể thấy AT, GROWTH, SIZE có mối tương quan thuận với biến phụ thuộc Hiệu quả hoạt động, song, biến FL có mối tương quan nghịch với ROA.

Bảng 4: Phân tích hồi quy

	OLS	FEM	REM	GLS
FL	-0.145*** (0,0421)	-0,1180*** (0,0248)	-0,0956*** (0,0181)	-0,0740*** (0,0116)
AT	0.0150*** (0,0043)	0,0142*** (0,0042)	0,0076*** (0,0023)	0,0052** (0,0021)
GROWTH	0,0085 (0,0074)	0,0135*** (0,0044)	0,0153*** (0,0044)	0,0095*** (0,0031)
SIZE	0, 0518*** (0,0198)	0,0441*** (0,0113)	0,0136*** (0,0037)	0,0063*** (0,0019)
_cons	-1.4422** (0,5638)	-1,1358*** (0,3056)	-0,2966*** (0,1017)	-0,1026** (0,0517)
N	434	434	434	434
adj. R^2	0,508	-0,0289		
F-test		0,0000		
Hausman test		0,0000		
Wald test		0,0000		
Wooldridge test		0,0038		

Sai số chuẩn trong ngoặc đơn

** p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01*

Nguồn: Phân tích từ phần mềm Stata 17

Bảng 5: Kiểm định tính vững bằng phương pháp 2SLS

	(1)	(2)	(3)
FL	-0,0711***	-0,0851***	-0,0838***
	(0,0164)	(0,0148)	(0,0148)
AT	0,005***	0,0043***	0,0046***
	(0,0016)	(0,0043)	(0,0016)
GROWTH	0,0249***	0,0254***	0,0255***
	(0,0059)	(0,0059)	(0,0059)
SIZE	0,001***	0,001***	0,0087***
	(0,0024)	(0,0024)	(0,0024)
_cons	-0,2045***	-1,1979**	-0,1649***
	(0,0661)	(0,0662)	(0,0664)
N	372	372	372
adj. R^2	0, 150	0,152	0,151

Sai số chuẩn trong ngoặc đơn

** p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01*

Nguồn: Phân tích từ phần mềm Stata 17

Sau khi phân tích hồi quy qua mô hình OLS, FEM, REM thể hiện kết quả ở bảng 5, để lựa chọn mô hình OLS hay FEM, kiểm định F với giá trị 0,000<0,05, cho thấy FEM là mô hình phù hợp hơn, đồng thời, giữa mô hình FEM và REM, kiểm định Hausman với giá trị 0,000<0,05, thể hiện mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Tóm lại, mô hình phù hợp với bộ dữ liệu nghiên cứu này là FEM. Để xác định những vi phạm của mô hình FEM, kiểm định Wald và Wooldridge được thực hiện, kết quả cho thấy xuất hiện hiện tượng phương sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan khi giá trị của cả hai kiểm định đều bé hơn 0,05. Vì thế, nhằm khắc phục khuyết tật mô hình FEM, mô hình GLS được thực hiện có kết quả như sau: ở mức ý nghĩa thống kê 1%, biến FL tác động tiêu cực đến Hiệu quả hoạt động (ROA) với hệ số hồi quy là -0,0740 trong khi biến GROWTH và SIZE có tác động tích cực với hệ số hồi quy lần lượt là: 0,0095; 0,0063. Bên cạnh đó, ở mức ý nghĩa thống kê 5%, với hệ số hồi quy bằng 0,0052, biến AT có tác động tích cực đến ROA.

Với ba mô hình 2SLS tương ứng với các biến công cụ như sau:(1) FL tại t-1; (2) AT tại t-1; (3) SIZE tại t-1, kết quả từ bảng 5 thể hiện, các yếu tố Đòn bẩy tài chính, Vòng quay tổng tài sản, Tốc độ tăng trưởng doanh thu, Quy mô doanh nghiệp đều tác động đến Hiệu quả hoạt động (ROA), cho thấy sự nhất quán với kết quả hồi quy của mô hình GLS đã nêu ở bảng 4. Việc kiểm tra độ vững này giúp tăng cường độ tin cậy của kết quả nghiên cứu, đồng thời xác nhận hiệu quả tính ổn định của mô hình.

Thảo luận và kiến nghị

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy có 3 biến tác động tích cực và 1 biến tác động tiêu cực đến Hiệu quả hoạt động, với mức độ tác động giảm dần như sau: Đòn bẩy tài chính (β = -0,0740); Tốc độ tăng trưởng doanh thu (β = 0,0095); Quy mô doanh nghiệp (β = 0,0063); Vòng quay tổng tài sản (β = 0,0052). Mối quan hệ giữa các biến độc lập với ROA đều phù hợp với giả thuyết ban đầu của nghiên cứu (Nguyen và cộng sự, 2021; Lại Cao Mai Phương và cộng sự, 2022; Nguyễn Thị Thủy & Lê Trà My, 2023).

Việc sử dụng đòn bẩy tài chính vẫn là vấn đề đáng quan tâm của các công ty ngành hóa chất niêm yết khi có mối quan hệ ngược chiều và tác động mạnh đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Để sử dụng đòn bẩy một cách tối ưu và tăng hiệu quả kinh doanh, các doanh nghiệp nên quản lý chi phí lãi vay (đàm phán với các tổ chức tài chính để có lãi suất ưu đãi hơn), đồng thời, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn vay như việc: nâng cấp máy móc sản xuất, mở rộng thị trường, phát triển sản phẩm mới với sự cải tiến phù hợp với nhu cầu khách hàng. Ngoài ra, công ty có thể thiết lập các chính sách kiểm soát rủi ro tài chính chặt chẽ, bao gồm dự báo dòng tiền và theo dõi khả năng thanh toán nợ định kỳ.

Tài liệu tham khảo:

Afroze, S., & Khan, S. A. (2022). Impact of capital structure on firm performance: Evidence from the pharmaceuticals & chemicals sector in Bangladesh. The Cost and Management, 50(1), 27-40.

Farooq, M. A., & Masood, A. (2015). Impact of financial leverage on value of firms: Evidence from cement sector of Pakistan. Research Journal of Finance and Accounting, 6(7), 75-80.

http://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/30307

Lại Cao Mai Phương, Nguyễn Thị Mai Hương, Nguyễn Thị Hồng Trang, & Cao Thị Huế Trân. (2022). Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: Trường hợp ngành bất động sản. Tạp chí Kinh tế và Dự báo, 18, 29-32. http://thuvien.due.udn.vn:8080/dspace/handle/TVDHKT/49464

Le, T. P. (2016). The impact of financial leverage on firm performance: A case of construction firms in Vietnam. Journal of International Economics and Management, 80, 14-27. https://jiem.ftu.edu.vn/index.php/jiem/article/view/138

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. The American Economic Review, 53(3), 433-443.

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

Myers, S.C. (2001).Capital structure. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 81-102.

Nguyễn Thị Thủy, & Lê Trà My. (2023). Tác động của đòn bẩy tài chính tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành dịch vụ niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. FTU Working Paper Series, 1(3), 1-15. https://fwps.ftu.edu.vn/2023/05/31/tac-dong-cua-don-bay-tai-chinh-toi-hieu-qua-hoat-dong-cua-cac-doanh-nghiep-nganh-dich-vu-niem-yet-tren-san-chung-khoan-viet-nam/

Nguyen, M. N., Nguyen, H. T., & To, H. T. (2021). The impact of capital structure on financial performance of logistic service providers listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange. PalArch's Journal of Archaeology of Egypt / Egyptology, 18(2), 688-719. https://www.archives.palarch.nl/index.php/jae/article/view/7484