

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Lưu Thị Thùy Dương và Nguyễn Hoàng Long** - Tác động của các yếu tố cấu thành năng lực cạnh tranh dịch vụ ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam. *Mã số: 131.IBMkt.11* 2
The Impact of Factors Constituting Retail Banking Service Competitiveness in Vietnam
- 2. Vũ Thị Thu Hương và Lê Thị Việt Nga** - Ảnh hưởng của rào cản kỹ thuật đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp: một kết quả nghiên cứu khảo sát. *Mã số: 131.IIEM.11* 11
The Influence of Technical Barriers on Enterprises' Production and Trading: a Research Survey Result
- 3. Phạm Tuấn Anh và Nguyễn Thị Thu Hồng** - Các yếu tố ảnh hưởng đến lựa chọn tiêu dùng bền vững trong lĩnh vực ăn uống: nghiên cứu trường hợp sinh viên các trường đại học tại khu vực Hà Nội. *Mã số: 131.IBMkt.11* 23
Factors affecting sustainable consumption choices in the dining sector: a study of university students in Hanoi

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Hồ Như Hải** - Đánh giá đội ngũ lãnh đạo cấp cao doanh nghiệp ngoài quốc doanh: một số vấn đề lý luận và thực tiễn. *Mã số: 131.2HRMg.21* 32
The Evaluation of Senior Leaders Working in Non-state Enterprises: Theoretical and Practical Issues
- 5. Ngô Thị Ngọc, Ngô Thùy Dung và Đặng Thu Trang** - Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần ngành thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 131.2Fiba.21* 43
The Relationship between Capital Structure and the Performance of Listed Seafood Companies in Vietnamese Stock Market
- 6. Đỗ Năng Thắng và Nguyễn Văn Huân** - Đề xuất cảnh báo rủi ro tín dụng trong cho vay khách hàng doanh nghiệp của ngân hàng thương mại ở Việt Nam. *Mã số: 131.2Fiba.21* 55
Proposing Credit Risk Warning for Commercial Banks' Corporate Lending in Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Quách Dương Tử và Nguyễn Thanh Giang** - Sự khác biệt trong đầu tư cho giáo dục của hộ gia đình ở Việt Nam. *Mã số: 131.3OMIs.31* 64
Differences in Education Investment of Households in Vietnam

MỐI QUAN HỆ GIỮA CẤU TRÚC VỐN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NGÀNH THỦY SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngô Thị Ngọc

Trường Đại học Thương Mại
Email: ngothingoc@tmu.edu.vn

Ngô Thùy Dung

Trường Đại học Thương Mại
Email: gothuydung@tmu.edu.vn

Đặng Thu Trang

Trường Đại học Thương Mại
Email: dangthutrang@tmu.edu.vn

Ngày nhận: 18/04/2019

Ngày nhận lại: 12/05/2019

Ngày duyệt đăng: 21/05/2019

Nghiên cứu này nhằm giải thích mối quan hệ của cấu trúc vốn (CTV) và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. Nhóm tác giả đã chọn mẫu gồm 69 doanh nghiệp ngành thủy sản được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2017. Nhóm tác giả tìm thấy mối quan hệ tiêu cực của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp khi đo bằng ROA, ROE và EVA với quyết định CTV doanh nghiệp và cũng tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa CTV với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cụ thể: nhóm tác giả tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa LEV, SLEV với ROA và EVA và mối quan hệ tích cực giữa LEV, SLEV với ROE.

Từ khóa: CTV, hiệu quả hoạt động, ngành thủy sản, thị trường chứng khoán.

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn (CTV) liên quan đến tỷ trọng nợ và/hoặc vốn chủ sở hữu được sử dụng bởi một công ty để tài trợ cho hoạt động và tài trợ cho tài sản của mình. CTV thường được biểu thị dưới dạng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu hoặc tỷ lệ nợ trên tổng tài sản... Một số lý thuyết và nghiên cứu trước đây đã tập trung vào các khía cạnh đa dạng của CTV, nhưng không có lý thuyết duy nhất có thể giải thích đầy đủ ảnh hưởng của CTV đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và sự tác động của các chỉ số đo hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đến CTV. Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy các kết quả khác nhau và có sự mâu thuẫn về mối quan hệ này, đồng thời chỉ ra rằng nó phụ thuộc đáng kể vào các

bối cảnh cụ thể. Hơn nữa, dù đã có khá nhiều các nghiên cứu liên quan đến CTV (như nghiên cứu của Booth và cộng sự 2001, Huang & Song 2006, Pandey 2001, Titman & Wessels 1988) đã thực hiện nghiên cứu các yếu tố quyết định về CTV, nhưng Tian & Zeitun (2007) và Joshua (2007) lập luận rằng vẫn còn thiếu bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ của CTV đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt là còn thiếu nghiên cứu ở các nền kinh tế mới nổi. Những vấn đề trên khuyến khích nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu mối quan hệ giữa CTV và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trong bối cảnh là thị trường Việt Nam - một nền kinh tế mới nổi điển hình...

Đồng thời, số lượng công trình nghiên cứu thực hiện về đề tài này ở các nước có nền kinh tế chuyển đổi còn chưa nhiều, đặc biệt tại Việt Nam số các nghiên cứu còn ít, còn nhiều hạn chế về mặt số liệu, chưa có công trình nào nghiên cứu về mối quan hệ giữa CTV với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành thủy sản Việt Nam. Vì vậy đề tài này giúp bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa CTV với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trong bối cảnh Việt Nam, cụ thể với ngành thủy sản.

2. Tổng quan nghiên cứu

Như đề cập ở trên, hầu hết các lý thuyết đều đồng ý rằng trong một thị trường không hoàn hảo trong thế giới thực, nợ có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp hoặc kết quả hoạt động của doanh nghiệp bằng nhiều cách. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa CTV và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một chủ đề tranh cãi và các bằng chứng thực nghiệm dẫn đến các kết luận khác nhau về mối quan hệ này.

Hầu hết các nghiên cứu trước đây đều tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa đòn bẩy và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Ví dụ như, Ross (1977) tuyên bố rằng một doanh nghiệp kém phát triển sẽ có nguy cơ phá sản cao hơn so với một doanh nghiệp phát triển mạnh khi tăng tỷ trọng nợ trong CTV. Do đó có thể hiểu rằng giá trị doanh nghiệp có thể tăng khi tỷ lệ nợ tăng vì tỷ lệ nợ tăng làm tăng nhận thức của thị trường về tình hình của doanh nghiệp; Berger và Bonaccorsi di Patti (2006) đã sử dụng dữ liệu về ngành ngân hàng Hoa Kỳ trong nghiên cứu của họ và chỉ ra rằng tỷ lệ nợ cao hơn có liên quan đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngày càng tăng (có thể được đo bằng hiệu quả lợi nhuận của doanh nghiệp đó). Cụ thể, nghiên cứu cho thấy khi tỷ lệ nợ tăng 1% thì hiệu quả lợi nhuận tăng lên 6%. Họ lập luận rằng việc sử dụng nhiều nợ hơn có thể làm giảm chi phí vốn của doanh nghiệp hoặc khuyến khích các nhà quản lý hành động nhiều hơn vì lợi ích của các cổ đông, khi đó sẽ làm tăng giá trị của doanh nghiệp; Abor (2005) đã sử dụng phân tích tương quan và các phân tích hồi quy để kiểm tra mối quan hệ giữa CTV và khả năng sinh lợi của các

doanh nghiệp niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Ghana trong 5 năm từ năm 1998 đến năm 2002, ông tìm thấy tác động tích cực của hệ số nợ được đo bằng tỷ lệ nợ ngắn hạn, nợ dài hạn đối với tổng tài sản và tổng nợ trên tổng tài sản tới lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu; Sử dụng phương pháp tương tự như Abor (2005), Gill, Biger và Mathur (2011) đã chỉ ra rằng có sự liên kết tích cực đáng kể giữa CTV được đo bằng tổng nợ đối với tổng tài sản, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và nợ dài hạn tài sản và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu, đặc biệt là những nghiên cứu được thực hiện ở các nền kinh tế mới nổi hoặc chuyển đổi đã cho thấy một mối liên hệ tiêu cực giữa CTV và kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Với bảng cân đối không cân bằng của 167 doanh nghiệp Jordan trong giai đoạn 1989-2003 và một mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) cho dữ liệu không cân đối, Tian và Zeitun (2007) cho thấy khoản nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cả về kế toán lẫn hiệu quả hoạt động thị trường. Trong nghiên cứu này, hiệu quả hoạt động thị trường của các doanh nghiệp được xác định bằng giá trị thị trường của họ lên giá trị sổ sách, giá mỗi cổ phần đối với thu nhập trên mỗi cổ phiếu, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu lên giá trị sổ sách của cổ phiếu, ROE, ROA và lợi nhuận trước lãi thuế cộng khấu hao cho tổng tài sản được sử dụng làm các biện pháp đại diện cho kết quả thực hiện kế toán. Giải thích của họ dựa trên luận cứ của Harris và Raviv (1991) là đánh giá thấp các chi phí phá sản trong thanh lý hoặc tái tổ chức có thể khiến các doanh nghiệp phải chịu nợ nhiều hơn mức họ cần; do đó, tỷ lệ nợ cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Majumdar và Chhibber (1999), sử dụng một mô hình hồi quy để điều tra hơn 1.000 doanh nghiệp Ấn Độ, cũng nhận thấy rằng có một mối quan hệ tiêu cực giữa CTV (đo bằng nợ đến vốn chủ sở hữu) và khả năng sinh lời của doanh nghiệp (được tính bằng tỷ lệ lợi nhuận so với doanh thu). Tuy nhiên, việc giải thích của họ dựa trên điều kiện của thị trường Ấn Độ, trong đó vai trò của nợ như một kênh giám sát để cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là không đáng kể. Do đó,

dòng tiền lớn từ nợ có thể dẫn các nhà quản lý thực hiện hành vi tùy ý hoặc ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Mặc dù một số nghiên cứu liên quan đến CTV đã được tiến hành, nhưng chỉ có một số ít các nghiên cứu trong lĩnh vực này ở Việt Nam. Đến nay, chỉ có rất ít nghiên cứu công bố về quyết định CTV tại các doanh nghiệp Việt Nam. Bên cạnh đó, sự liên kết giữa quyết định CTV và kết quả hoạt động của doanh nghiệp chưa được khai thác đầy đủ, mặc dù hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam đều nhận thức được tác động mạnh mẽ của nợ đối với hoạt động kinh doanh.

Biger và cộng sự (2008) sử dụng dữ liệu khảo sát doanh nghiệp từ 2002-2003 do Tổng cục Thống kê thực hiện để nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp Việt Nam. Mẫu nghiên cứu bao gồm 378 doanh nghiệp có trên 10 nhân viên được chọn lọc từ dữ liệu khảo sát. Kết quả nghiên cứu này như sau: (1) Hệ số nợ dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam chỉ ở mức khoảng 20%, các doanh nghiệp có ít cơ hội đầu tư dài hạn, do vậy khả năng sinh lời dài hạn thấp; (2) hệ số nợ của các doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều với quy mô của doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của người quản lý và có tương quan ngược chiều với mức sinh lời và khấu hao; (3) hệ số nợ có quan hệ ngược chiều với tài sản cố định, thuế suất và cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp.

Phan Thanh Hiệp (2016) có nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến CTV của doanh nghiệp công nghiệp nhìn từ mô hình GMM, dữ liệu từ 95 DNNY ngành công nghiệp, giai đoạn 2007-2013. Kết quả thực nghiệm cho thấy: (1) Doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì càng có xu hướng sử dụng nhiều vốn vay hơn trong tổng tài sản. (2) Nhân tố khả năng sinh lời có ảnh hưởng ngược chiều lên CTV của doanh nghiệp. Điều này có thể được giải thích rằng, doanh nghiệp càng có khả năng sinh lời tốt thì họ lại có xu hướng giảm tỷ trọng nợ trên tổng tài sản chứ không có xu hướng vay nợ nhiều hơn để tận dụng lợi ích của lá chắn thuế. (3) Tính chất hữu hình của tài sản tác động ngược chiều lên CTV của doanh nghiệp, điều này ngược lại với thông thường doanh

nh nghiệp có tăng trưởng về tài sản cố định, sẽ gia tăng vay nợ do gia tăng nguồn tài sản đảm bảo cho các khoản vay, nhưng thực tế kết quả cho thấy, doanh nghiệp đầu tư tài sản cố định chủ yếu bằng lợi nhuận giữ lại hoặc gia tăng vốn chủ sở hữu, chứ không ưu tiên sử dụng từ những khoản vay. Dường như lý thuyết trật tự phân hạng tỏ ra phù hợp hơn các lý thuyết khác khi giải thích sự vận động của CTV các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp Việt Nam. Về tính thanh khoản của tài sản, kết quả thực nghiệm cho thấy, nhân tố này tác động ngược chiều lên CTV của doanh nghiệp.

Cảnh và cộng sự (2017) nghiên cứu dựa trên 438 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006-2015 dựa trên 3 lý thuyết nền tảng là lý thuyết đánh đổi, lý thuyết người đại diện và lý thuyết định điểm thị trường. Kết quả của nghiên cứu cho thấy quy mô, tài sản cố định và tăng trưởng có quan hệ thuận chiều với hệ số nợ, còn lợi nhuận sau thuế và khấu hao có quan hệ ngược chiều. Kết quả này cũng ủng hộ các giả thuyết nghiên cứu của tác giả dựa trên các lý thuyết cơ sở.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu thứ cấp của 69 công ty ngành thủy sản Việt Nam được niêm yết từ năm 2011 đến 2017. Dữ liệu được thiết lập dưới dạng dữ liệu bảng để sử dụng các lợi thế của ước tính với số lượng quan sát hoặc mức gia tăng, do đó cải thiện hiệu quả của các công cụ ước tính.

Từ dữ liệu thô, tất cả các biến, bao gồm các biến phụ thuộc, độc lập và kiểm soát để đo CTV và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đã được nhóm tác giả tính toán. Trong bước tiếp theo, quy trình làm sạch dữ liệu đã được bắt đầu bằng cách bỏ các biến và quan sát với dữ liệu chính bị thiếu hoặc chứa dữ liệu tiêu cực. Ví dụ: các quan sát có tỷ lệ nợ trên 100% sẽ bị xóa. Các quan sát của các công ty bị sáp nhập hoặc mua lại cũng bị loại bỏ để giảm thiểu sai lệch kết quả hồi quy. Để đảm bảo đủ số quan sát cho kết quả nghiên cứu có ý nghĩa, nhóm tác giả thực hiện kỹ thuật bù khuyết, đối với các dữ liệu bị thiếu nhóm tác giả thực hiện tính toán giá trị bình quân để bù lại dữ liệu thiếu đó. Kết quả của quá trình làm sạch dữ

QUẢN TRỊ KINH DOANH

liệu này là một bộ dữ liệu bảng cân bằng với 483 quan sát của 69 công ty kéo trong 7 năm từ năm 2011 đến 2017.

Ba biến được sử dụng để đo hiệu quả hoạt động doanh nghiệp bao gồm ROA, ROE và EVA, trong đó: ROA và ROE là biến dựa trên các nghiên cứu của Gill, Biger & Mathur (2011) và Tian & Zeitun (2007); và biến giá trị kinh tế gia tăng EVA là biến

các nghiên cứu của Brailsford, Oliver và Pua (2002), Fazlzadeh (2011), Kayo và Kimura (2011), Gurcharan (2010), Chakraborty (2010), Huang và Song (2006) và Pandey (2001) để làm tăng thêm hiệu quả của mô hình nghiên cứu là kích thước doanh nghiệp SIZE, tỷ lệ tăng trưởng GROWTH, khả năng thanh khoản LIQ và tỷ lệ cổ tức DIV.

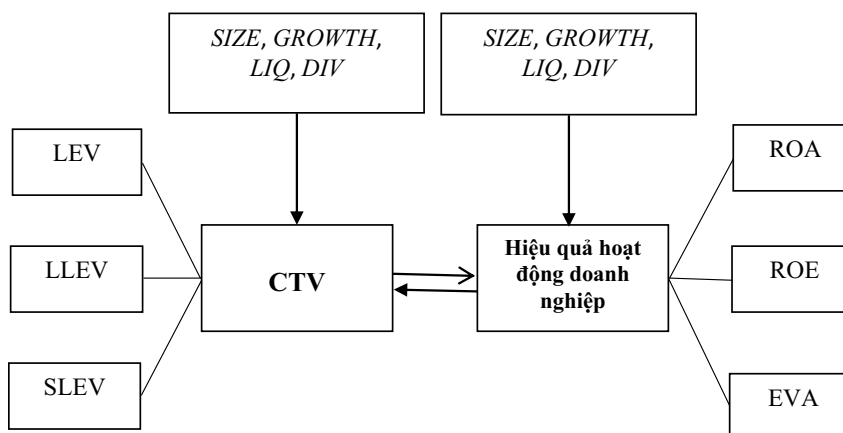
Bảng 1: Mô tả các biến nghiên cứu trong mô hình

	Tên biến	Đo lường
Biến đo hiệu quả hoạt động doanh nghiệp	ROA	Thu nhập sau thuế/tổng tài sản
	ROE	Thu nhập sau thuế/vốn chủ sở hữu
	EVA	Thu nhập sau thuế - (WACC% x tổng vốn đã đầu tư)
Biến đo CTV	LEV	Tổng nợ/tổng tài sản
	LLEV	Nợ dài hạn/tổng tài sản
	SLEV	Nợ ngắn hạn/tổng tài sản
Kích thước doanh nghiệp	SIZE	Giá trị tổng tài sản của doanh nghiệp
Tỷ lệ tăng trưởng	GROWTH	Tỷ lệ phần trăm thay đổi về doanh thu qua các năm
Thanh khoản	LIQ	Tiền mặt và tài sản tương đương tiền/tổng tài sản
Tỷ lệ cổ tức	DIV	Cổ tức tiền mặt/thị giá cổ phiếu

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu

dựa trên các nghiên cứu của Brigham cùng cộng sự (2005) và Johan Hendrik Poker cùng các cộng sự (2015); CTV được đo lường theo nhiều cách khác nhau, bao gồm nợ dài hạn trên tổng tài sản, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tổng nợ trên tổng tài sản (Céspedes, González & Molina 2010; Chakraborty 2010; Kayo & Kimura 2011; Pandey 2001); Bên cạnh đó, nhóm tác giả còn đưa vào mô hình một số biến kiểm soát dựa trên

Mô hình nghiên cứu được thể hiện qua hình vẽ dưới đây:



Hình 1: Mô hình nghiên cứu

Nhóm tác giả đã thực hiện việc phân tích dữ liệu nghiên cứu trên phần mềm xử lý dữ liệu Stata v13. Đầu tiên, để khám phá dữ liệu và hỗ trợ xác định các lỗi dữ liệu tiềm ẩn, thống kê mô tả được sử dụng để tóm tắt và mô tả các biến số. Bước thống kê mô tả này được sử dụng để khám phá dữ liệu và xác định bất kỳ lỗi dữ liệu tiềm ẩn nào.

Tiếp theo, nhóm tác giả sử dụng phân tích tương quan cho các biến để khám phá mối quan hệ giữa CTV và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Bước này được thực hiện cùng với thử nghiệm hệ số phóng đại phương sai (VIF) để kiểm tra sự tồn tại của hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến.

Bước tiếp, nhóm tác giả thực hiện phân tích hồi quy bội trên dữ liệu bảng để điều tra mức độ và hướng mối quan hệ của các biến sau khi kiểm soát các đặc điểm của công ty trong ngành. Tác giả sử dụng các phương pháp ước tính FEM và REM, đây là các kỹ thuật phổ biến để ước tính dữ liệu bảng. Cụ thể, mô hình tuyến tính có thể được trình bày như sau:

$$y_{it} = \alpha_i + x_{(i,t-n)} * \beta_i + \mu_{(i,t)}$$

và

$$y_{it} = \alpha_i + x_{(i,t)} * \beta_i + \mu_{it}$$

β : hệ số hồi quy

μ : nhiễu ngẫu nhiên

Để xác định mô hình nào tốt hơn, kiểm định F-test cho mô hình FEM, kiểm định BREMusch-Pagan Lagrange Multiplier cho REM và kiểm định Hausman cho cả hai mô hình cố định FEM và ngẫu nhiên REM đã được tiến hành. Hơn nữa, kiểm định Wald (White), Wooldridge, LM test được sử dụng để phát hiện khuyết tật, nếu phát hiện phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tương quan chuỗi, nhóm tác giả tiến hành hiệu chỉnh mô hình để nâng cao hiệu quả của các công cụ ước tính.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả mô tả dữ liệu chỉ ra ROE trung bình giai đoạn đạt 0.054 trong đó lớn nhất là 0.39 và nhỏ nhất là (-0.27). ROA trung bình đạt -0.015 trong đó lớn nhất là 0.23 và nhỏ nhất là (-1.68). LEV trung bình trong giai đoạn đạt 0.648, trong đó thấp nhất là 0 và cao nhất là 19.52. LLEV trung bình là 0.026, thấp nhất là 0 và cao nhất là 0.56. SLEV trung bình 0.621, trong đó thấp nhất -0.56 và cao nhất là 19.52. Các yếu tố còn lại được mô tả chi tiết ở bảng 2.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROE	483	0.054944	0.139101	-0.27161	0.39574
ROA	483	-0.01598	0.170899	-1.68223	0.231211
EVA	483	6.062221	1.428589	2.018119	9.293722
LEV	483	0.648129	1.448165	0	19.52086
DIV	483	0.294308	0.4633423	0	1.543337
GROWTH	483	-0.02314	0.3000324	-0.7849	0.5289
LLEV	483	0.026398	0.0631722	0	0.56
LIQ	483	0.79383	0.7320208	0	2.46
SIZE	483	27.00992	1.11926	25.144	29.2564
SLEV	483	0.621732	1.451738	-0.56	19.52086

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

Trong đó: i: quan sát thứ i
t: thời gian (t-n): Thời gian thứ t-n)
y: Biến phụ thuộc của quan sát
x: Biến giải thích của quan sát

4.2. Ma trận tương quan giữa các biến

Hệ số tương quan chỉ ra mối quan hệ hai chiều giữa từng cặp biến với nhau. Hệ số tương quan càng lớn cho thấy mối quan hệ giữa hai biến càng chặt và

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến

	ROE	ROA	EVA	DIV	GROWTH	LEV	LLEV	LIQ	SIZE	SLEV
ROE	1									
ROA	-0.1463	1								
EVA	-0.0347	0.0636	1							
DIV	0.0252	0.2538	0.0446	1						
GROWTH	0.0253	0.1901	0.1322	-0.0059	1					
LEV	0.1781	-0.8289	0.0003	-0.1993	-0.0705	1				
LLEV	-0.0778	0.0681	0.0475	-0.0263	0.1238	-0.0631	1			
LIQ	0.0699	0.0243	0.0527	0.4173	0.1605	0.0841	0.166	1		
SIZE	-0.0803	0.2037	0.238	0.0525	0.3846	-0.1604	0.4736	0.2082	1	
SLEV	0.1799	-0.829	-0.001	-0.1981	-0.0738	0.9996	-0.0913	0.0792	-0.1734	1

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ dữ liệu thu thập

ngược lại khi hệ số tương quan thấp diễn tả mối quan hệ giữa hai biến không chặt. Đồng thời với hệ số dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa các cặp biến, hệ số âm cho thấy quan hệ ngược chiều giữa hai biến. Kết quả cho thấy biến ROE có tương quan mạnh nhất với SLEV (0.179) và tương quan yếu nhất với DIV (0.02). ROA tương quan mạnh nhất với SLEV (-0.829) và tương quan yếu nhất với LIQ (0.024). EVA tương quan mạnh nhất với SIZE (0.238) và tương quan yếu nhất với LEV (0.0003). Tuy nhiên hệ số tương quan chỉ đánh giá quan hệ hai chiều mà không đánh giá được tác động 1 chiều các biến lên biến phụ thuộc. Do vậy, tác giả tiếp tục thực hiện phân tích hồi quy.

4.3. Phân tích hồi quy

Để đảm bảo các biến độc lập khi đưa vào phân tích hồi quy, các biến độc lập cần không có đa cộng tuyến với nhau. Do vậy, kiểm định đa cộng tuyến được nhóm tác giả sử dụng đầu tiên.

Kiểm định đa cộng tuyến chỉ ra các giá trị hệ số phóng đại phương sai VIF đều nhỏ hơn 10 nên các biến nghiên cứu trong mô hình không có đa cộng tuyến với nhau.

Sau khi kiểm định đa cộng tuyến, nhóm tác giả tiến hành phân tích hồi quy. Ban đầu tác giả sử dụng hồi quy FEM và REM và sử dụng kiểm định Hausman để tìm ra mô hình phù hợp với dữ liệu nghiên cứu. Khi tìm ra được mô hình nghiên cứu FEM/REM, kiểm định tương quan chuỗi (Wooldridge test), phương sai thay đổi (LM test)... sẽ được thực hiện để xem xét

khuyết tật của mô hình. Trong trường hợp gặp khuyết tật, nhóm tác giả tiến hành hiệu chỉnh mô hình để mô hình đạt hiệu quả tốt hơn. Kết quả kiểm định Hausman và bảng tổng hợp kết quả sau khi hiệu chỉnh mô hình khuyết tật được trình bày dưới đây:

Bảng 4: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

Biến nghiên cứu	VIF	1/VIF
DIV	1.34	0.75
LIQ	1.32	0.76
SIZE	1.3	0.77
GROWTH	1.23	0.81
ROA	1.19	0.84
EVA	1.06	0.94
ROE	1.04	0.96
VIF trung bình	1.21	

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

Bảng 5: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

Biến nghiên cứu	VIF	VIF	VIF
LIQ	1.49	1.39	1.49
SIZE	1.34	1.41	1.35
DIV	1.12	1.08	1.12
LEV/LLEV/SLEV	1.12	1.20	1.12
GROWTH	1.05	1.07	1.05
VIF trung bình	1.22	1.23	1.23

Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên dữ liệu thu thập

Kết quả hồi quy đo tác động của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với CTV

Với phương trình phân tích hồi quy cho LEV, LLEV và SLEV, kết quả đưa ra mô hình REM phù hợp cho phân tích hồi quy LEV và SLEV, còn mô hình FEM phù hợp với phân tích hồi quy LLEV, tuy nhiên mô hình bị tương quan chuỗi và phương sai sai số thay đổi, nên nhóm tác giả tiến hành hiệu chỉnh mô hình, kết quả tổng hợp thu được như sau (bảng 6):

Kết quả chỉ ra ROA tác động ngược chiều đến LEV và SLEV, ROE và EVA có tác động ngược chiều đến LLEV. Điều này được hiểu là các công ty làm ăn tốt sẽ ít sử dụng nợ vay hơn. Kết quả cũng cho thấy tác động thuận chiều của GROWTH và SIZE lên các tỷ lệ nợ dài hạn và nghịch chiều với tỷ lệ nợ ngắn hạn của doanh nghiệp, trong khi DIV tác động nghịch chiều lên các tỷ lệ này.

Kết quả hồi quy đo tác động của CTV đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Bảng 6: Kết quả hồi quy đo tác động của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp với quyết định CTV

Biến nghiên cứu	Hiệu chỉnh	Hiệu chỉnh	Hiệu chỉnh
	REM LEV	FEM LLEV	REM SLEV
ROA	-7.755*** [-6.87]	0.00719 [1.26]	-7.756*** [-6.86]
ROE	0.612 [1.25]	-0.00263*** [-0.36]	0.627 [1.29]
EVA	0.106 [1.79]	-0.00313*** [-1.88]	0.109 [1.78]
DIV	0.174*** [-1.01]	-0.00765*** [-1.56]	-0.16*** [-0.93]
GROWTH	0.676 [0.92]	0.00653*** [-1.26]	-0.694 [0.95]
LIQ	0.391 [2.23]	0.0146 [3.67]	0.378 [2.18]
SIZE	0.103*** [-0.98]	0.0160 [5.46]	-0.13*** [-1.21]
_cons	2.436 [0.93]	-0.391*** [-5.18]	3.105 [1.16]
N	483	483	483
R-sq	0.606	0.318	0.606
Hausman	>0.05	<0.05	>0.05
Tương quan chuỗi	<0.05	<0.05	<0.05
Phương sai thay đổi	>0.05	<0.05	>0.05

Các mức ý nghĩa: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$
 Nguồn: Tác giả tổng hợp từ xử lý dữ liệu thu thập

QUẢN TRỊ KINH DOANH

Kết quả hồi quy cho ROA

Với phương trình phân tích hồi quy của LEV, LLEV và SLEV tới ROA. Kết quả đưa ra mô hình FEM phù hợp cho phân tích LEV và SLEV, tuy nhiên mô hình bị tương quan chuỗi và phương sai sai số thay đổi, nên nhóm tác giả tiến hành hiệu chỉnh mô hình, kết quả tổng hợp thu được như sau (bảng 7):

hạn cũng như tỷ lệ nợ mang lại sự kìm hãm cho ROA của doanh nghiệp. Các áp lực về trả lãi vay lớn làm doanh nghiệp không phát huy được lợi thế của việc sử dụng nợ. Trong khi đó, LLEV không tác động lên ROA. Cho thấy tỷ lệ nợ dài hạn không là yếu tố làm cho ROA của doanh nghiệp thay đổi. Với hoạt động doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ dài hạn chiếm tỷ lệ thấp hơn nhiều so với tỷ lệ nợ ngắn hạn

Bảng 7: Kết quả hồi quy đo tác động của LEV, LLEV và SLEV tới ROA

Biến nghiên cứu	LEV	LLEV		SLEV
	FEM hiệu chỉnh ROA	FEM ROA	REM-final ROA	FEM hiệu chỉnh ROA
LEV/LLEV/SLEV	-0.0789*** (0.0159)	0.389 (0.370)	0.0872 (0.244)	-0.0787*** (0.00689)
DIV	0.00133 (0.0200)	0.0143 (0.0590)	0.106** (0.0458)	0.000880 (0.00778)
GROWTH	0.129* (0.0663)	0.139* (0.0707)	0.132** (0.0658)	0.130** (0.0490)
LIQ	0.0721** (0.0329)	-0.0937 (0.0773)	-0.0454 (0.0375)	0.0657*** (0.0126)
SIZE	-0.0356 (0.0273)	0.0162 (0.0549)	0.0203 (0.0228)	-0.0352 (0.0232)
Constant	0.911 (0.720)	-0.402 (1.448)	-0.578 (0.603)	0.904 (0.615)
N	483	483	483	483
R-sq	0.606	0.044		0.607
Hausman	>0.05			>0.05
Tự tương quan	<0.05		>0.05	<0.05
Phương sai thay đổi	<0.05		>0.05	<0.05

Các mức ý nghĩa: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ xử lý dữ liệu thu thập

Kết quả chỉ ra LEV và SLEV tác động ngược chiều lên ROA, kết quả này chỉ ra việc sử dụng đòn bẩy tài chính các doanh nghiệp không hiệu quả ROA. Sử dụng nợ tăng chủ yếu tập trung vào mở rộng quy mô tổng tài sản nhưng lợi nhuận chưa có dấu hiệu tăng theo quy mô. Việc sử dụng nợ ngắn

hạn cũng như tỷ lệ nợ mang lại sự kìm hãm cho ROA của doanh nghiệp.

Kết quả hồi quy cho ROE (Bảng 8)

LEV và SLEV tác động cùng chiều lên ROE cho thấy đòn bẩy tài chính có ý nghĩa tích cực tới hiệu quả ROE, đồng thời với tỷ lệ sử dụng nợ ngắn hạn

Bảng 8: Kết quả hồi quy đo tác động của LEV, LLEV và SLEV tới ROE

Biến nghiên cứu	LEV	FEM	LLEV	SLEV
	Hiệu chỉnh REM ROE		REM ROE	Hiệu chỉnh REM ROE
LEV/LLEV/SLEV	0.0141** (0.00573)	0.00511 (0.348)	-0.127 (0.186)	0.0140** (0.00572)
DIV	-0.0340* (0.0186)	-0.0338 (0.0533)	-0.00658 (0.0340)	-0.0339* (0.0186)
GROWTH	0.0365 (0.0225)	0.0368 (0.0684)	0.0236 (0.0575)	0.0363 (0.0225)
LIQ	0.0328 (0.0457)	0.0559 (0.0741)	0.0255 (0.0257)	0.0340 (0.0456)
SIZE	-0.0640** (0.0297)	-0.0732 (0.0520)	-0.0163 (0.0153)	-0.0641** (0.0299)
Constant	1.765** (0.810)	2.003 (1.372)	0.505 (0.405)	1.767** (0.814)
N	483	483	483	483
R-sq	0.471		0.22	0.471
Hausman	>0.05		>0.05	>0.05
Tự tương quan	<0.05		>0.05	<0.05

Các mức ý nghĩa: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$
 Nguồn: Tác giả tổng hợp từ xử lý dữ liệu thu thập

là chủ yếu, trong khi đó tỷ lệ nợ dài hạn không có ý nghĩa trong việc tác động tới ROE (LLEV không tác động lên ROE). Với doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ dài hạn chiếm tỷ lệ thấp hơn nhiều so với tỷ lệ nợ ngắn hạn nên việc sử dụng nợ dài hạn không ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, đồng thời tỷ suất lợi nhuận đang có xu hướng cao hơn lãi suất cho vay.

Kết quả hồi quy cho EVA (Bảng 9)

LEV ảnh hưởng ngược chiều lên EVA cho thấy việc gia tăng nợ là dấu hiệu cho việc doanh nghiệp đang cần vốn hay tín hiệu khó khăn trong việc sử dụng vốn. Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại ít làm cho doanh nghiệp khó khăn trong việc sử dụng vốn. Những tín hiệu này làm cho EVA giảm xuống do lý thuyết thông tin. SLEV ảnh hưởng

ngược chiều lên EVA giống như LEV do tỷ lệ nợ ngắn hạn được coi là CTV chính trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp

5. Kết luận và phát hiện

Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng sinh lời (ROA, ROE) có mối quan hệ ngược chiều với hệ số nợ vay, kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của Kester (1986); Friend và Lang (1988); Griner và Gordon (1995); Shyam - Sunder và Myer (1999); Serrasqueiro và Caetano (2015), các doanh nghiệp làm ăn tốt có xu hướng vay nợ ít hơn. Kết quả này đúng với lý thuyết trật tự phân hạng, tuy nhiên ở một góc độ khác, trật tự ưu tiên khi huy động vốn của các doanh nghiệp Việt Nam không hoàn toàn giống như giả thuyết mà lý

Bảng 9: Kết quả hồi quy đo tác động của LEV, LLEV và EVA tới EVA

Biến nghiên cứu	LEV	LLEV	SLEV
	Hiệu chỉnh REM EVA	Hiệu chỉnh EVA	Hiệu chỉnh REM EVA
LEV/LLEV/SLEV	-0.00902** (0.00395)	-0.134 (0.809)	-0.00876** (0.00372)
DIV	0.167* (0.0910)	0.0629 (0.0790)	0.167* (0.0910)
GROWTH	0.0160 (0.0336)	-0.0182 (0.107)	0.0161 (0.0337)
LIQ	0.0162 (0.0823)	0.0463 (0.151)	0.0149 (0.0816)
SIZE	0.180** (0.0724)	0.223 (0.109)	0.180** (0.0724)
Constant	1.286 (1.980)	0.0614 (2.893)	1.279 (1.982)
N	483	483	483
R-sq	0.392	0.40	0.392
Hausman	<0.05	>0.05	<0.05
Tự tương quan	<0.05	<0.05	<0.05
Phương sai thay đổi	<0.05	>0.05	<0.05

Các mức ý nghĩa: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ xử lý dữ liệu thu thập

thuyết trật tự phân hạng đưa ra. Do thị trường trái phiếu chưa phát triển, các doanh nghiệp chủ yếu dựa vào nguồn vốn vay ngắn hạn ngân hàng; khi cần huy động vốn dài hạn, các doanh nghiệp thường ưu tiên phát hành cổ phiếu vì họ có thể thu được thêm thặng dư vốn mà không phải chịu nhiều ràng buộc. Bên cạnh đó, tầm chắn thuế của nợ vay còn hạn chế ở nước ta. Những lý do này khiến các doanh nghiệp thường ưa thích tài trợ bằng vốn chủ sở hữu hơn là vốn vay.

Nghiên cứu này cũng cung cấp bằng chứng về mối quan hệ tiêu cực/tích cực giữa CTV và hiệu quả hoạt động của công ty, cụ thể, tỷ lệ nợ ngắn hạn và tổng nợ đều có ảnh hưởng tiêu cực đến

ROE và EVA. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Tian và Zeitun (2007), Joshua (2007) và Majumdar và Chhibber (1999) trong bối cảnh các thị trường mới nổi. Lý giải cho điều này, theo báo cáo của Công ty kiểm toán và tư vấn quốc tế (IFC) cho thấy hệ thống tài chính Việt Nam còn kém phát triển, bị chi phối bởi hệ thống ngân hàng, trong đó Ngân hàng Nhà nước vẫn kiểm soát thị trường tiền gửi và tín dụng. Hơn nữa theo quan điểm của chủ công ty, các nhà quản lý nhận thức được sự kém hiệu quả của việc theo dõi nợ, do đó, việc tăng nợ có thể giúp họ có được nhiều tiền mặt hơn để thực hiện các khoản đầu tư tùy ý, tuy nhiên nó lại ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động

của công ty. Một lý do nữa là nợ ngắn hạn chiếm phần lớn CTV của các doanh nghiệp niêm yết của Việt Nam, điều này thường xảy ra ở các nước đang phát triển không riêng gì Việt Nam. Cụ thể, trong khi tỷ lệ nợ dài hạn trung bình chỉ là 2,639%, tỷ lệ trung bình của nợ ngắn hạn là 62,173%. Trong khi đó, người ta đồng ý rằng nợ ngắn hạn đẩy các công ty đến nguy cơ tái cấp vốn, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Hơn nữa, tỷ lệ nợ dài hạn thấp hàm ý mức đầu tư dài hạn thấp và do đó lợi nhuận thấp trong tương lai, và đây cũng là lý do cho thấy tỷ lệ nợ dài hạn không có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp; Lý do nữa là, ngành thủy sản là một ngành đòi hỏi đầu tư vốn lớn với thời gian thu hồi lâu trong khi nguồn vốn tự có của người dân và doanh nghiệp còn hạn chế nên vẫn phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng. Theo báo cáo ngành thủy sản 2018, các doanh nghiệp này được vay vốn với lãi suất 11%, dù được ưu đãi nhưng vẫn còn cao hơn nhiều các nước quanh khu vực khoảng 5-8%. Thống kê chi phí vốn có thể chiếm trên 30% lợi nhuận gộp doanh nghiệp, thậm chí có doanh nghiệp vì lãi vay cao mà thua lỗ như: thủy sản Bình An, thủy sản Hùng Vương... Vì vậy mà có thể dễ dàng giải thích mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ lệ nợ với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu với dữ liệu nhóm tác giả sử dụng, nhóm tác giả không thấy có mối quan hệ giữa việc thay đổi tỷ lệ nợ dài hạn với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, điều này có thể lý giải là do đặc trưng ngành nghề và nhu cầu về vốn ngắn hạn của các doanh nghiệp ngành thủy sản Việt Nam lớn hơn rất nhiều so với nợ dài hạn dẫn đến kết quả phân tích chưa tìm thấy mối quan hệ nào giữa tỷ lệ nợ dài hạn với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu và các phát hiện trên có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách trong việc tìm kiếm các giải pháp phát triển doanh nghiệp ngành thủy sản Việt Nam nhằm nâng

cao khả năng tiếp cận nguồn vốn chính thức. Điều này có thể thực hiện thông qua việc tiếp tục đẩy mạnh tự do hóa hơn nữa khu vực tài chính nhằm tạo ra sự cạnh tranh giữa các tổ chức tài chính trong hoạt động cho vay, thông qua các giải pháp phát triển thị trường vốn.

Kết quả nghiên cứu còn có nhiều ý nghĩa đối với các nhà quản lý và điều hành doanh nghiệp. Trước hết các nhà quản lý cần nhận thức quyết định tài trợ là một trong những quyết định quan trọng của doanh nghiệp, để giảm thiểu chi phí huy động vốn cần nâng cao tính minh bạch và tạo dựng được niềm tin với các tổ chức tài chính, với các nhà đầu tư đối với doanh nghiệp. Doanh nghiệp cũng cần đánh giá tác động của tâm lý ngại rủi ro tới khả năng tăng trưởng và phát triển của doanh nghiệp. Quan trọng hơn nữa, các doanh nghiệp cần nhận thức được những lợi ích, tầm quan trọng của việc tạo dựng được mạng lưới quan hệ rộng rãi, vững chắc với các ngân hàng, các đối tác kinh doanh trong quá trình hoạch định CTV. Nghiên cứu quan sát thấy rằng nợ tăng có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty vì lãi suất cao, dòng tiền cạn kiệt hoặc giám sát nợ không hiệu quả. Do đó, các công ty cần cân nhắc khi quyết định phát hành nợ hoặc tiếp cận khoản vay ngân hàng để phát triển.

Mặc dù nghiên cứu này đã cung cấp thêm bằng chứng về mối quan hệ giữa CTV và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại một thị trường mới nổi điển hình, nhưng nó vẫn còn một số hạn chế:

Thời gian quan sát ngắn (2011 - 2017) và chỉ nghiên cứu một ngành tại một quốc gia, điều này có thể ảnh hưởng đến tầm quan trọng và tính tổng quát của nghiên cứu. Ngoài ra, nghiên cứu phải đối mặt với những trở ngại trong việc thu thập dữ liệu đầy đủ liên quan đến CTV bởi vì tại Việt Nam còn nhất nhiều doanh nghiệp mặc dù đã niêm yết nhưng việc thông cáo dữ liệu của các doanh nghiệp cũng thường bị ngắt quãng và không đầy đủ. Điều này dẫn đến một số giá trị bị thiếu trong dữ liệu, do đó có thể ảnh hưởng đến độ tin cậy của kết quả

nghiên cứu. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu có thể bị bóp méo bởi ảnh hưởng của những biến cố của ngành thủy sản Việt Nam trong vấn đề xuất khẩu thủy sản sang một số thị trường nước ngoài trong giai đoạn này.

Mặc dù nhóm tác giả đã sử dụng một số phương pháp khác nhau, bao gồm REM, FEM được áp dụng trong nghiên cứu để nắm bắt các vấn đề về tính quy tắc như tính không đồng nhất, hiệu ứng không quan sát được và các vấn đề nội sinh tiềm ẩn, không chắc chắn rằng tất cả các vấn đề về kinh tế lượng đều được kiểm soát hoàn toàn, đặc biệt là vấn đề của nội sinh. Điều này là do các mô hình FEM và REM chủ yếu cho rằng sự không đồng nhất là không quan sát được. Chúng không giải thích cho vấn đề nội sinh, nguyên nhân là do sai số đo lường, biến nội sinh bất biến theo thời gian và quan hệ nhân quả ngược thường xảy ra trong lĩnh vực nghiên cứu tài chính. Đồng thời, các mô hình này cũng chưa giải quyết được vấn đề về tính trễ trong mô hình đo tác động của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đến quyết định CTV.♦

Tài liệu tham khảo:

1. Friend, I & Lang, LHP 1988, *An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure*, The Journal of Finance, vol. 43.
2. Gill, A, Biger, N & Mathur, N 2011, *The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States*, International Journal of Management.
3. Gurcharan, S 2010, *A review of optimal capital structure determinant of selected ASEAN countries*, International Research Journal of Finance and Economics.
4. Huang, G & Song, FM 2006, *The determinants of capital structure: Evidence from China*, China Economic Review, vol. 17.

5. Jiraporn, P & Liu, Y 2008, *Capital structure, staggered boards, and firm value*, Financial Analysts Journal, vol. 64.

6. Joshua, A 2007, *Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms*, The Journal of Risk Finance, vol. 8, no. 4.

7. Majumdar, SK & Chhibber, P 1999, *Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance*, Public Choice, vol. 98.

8. Tian, GG & Zeitun, R 2007, *Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan*, Australasian Accounting Business & Finance Journal, vol. 1.

9. Titman, S & Wessels, R 1988, *The determinants of capital structure choice*, The Journal of Finance, vol. 43.

Summary

This study aims to explain the relationship between capital structure and business performance by empirical evidence in Vietnam. The authors selected a sample of 69 seafood enterprises listed on Vietnam stock market in the period of 2011 - 2017. The authors have explored the negative relationships of business performance when carrying out measurement by ROA, ROE and EVA with enterprise's capital structure decisions and also found a statistical relationship between capital structure and business performance, in particular: the authors discovered a negative relationship between LEV, SLEV and ROA, EVA and the positive relationship between LEV, SLEV and ROE.