

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Phương Liên và Nguyễn Tuấn Anh** - Hoàn thiện chính sách đối với hoạt động chuyển giá của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. **Mã số: 136.IIEM.12** 2
Perfecting Policies on Transfer Pricing at Foreign Invested Enterprises in Vietnam
- 2. Nguyễn Thị Phương và Nguyễn Thị Tuyết** - Ảnh hưởng của việc mua bảo hiểm y tế và ô nhiễm không khí lên chi tiêu y tế ở Việt Nam. **Mã số: 136.IGEMg.11** 11
The Influence of Health Insurance Taking and Air Pollution on Health Spending in Vietnam
- 3. Phạm Tuấn Anh, Nguyễn Thị Ngọc Lan và Nguyễn Thị Mỹ Hạnh** - Hành vi tiêu dùng bền vững trong lĩnh vực ăn uống của giới trẻ: nghiên cứu so sánh các nhóm sinh viên trên địa bàn Hà Nội. **Mã số: 136.ITrEM.11** 20
The Sustainable Consumption Behaviour of Youngsters in Eating and Drinking: a Comparison of Groups of Students in Hanoi City

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Trần Đức Thắng** - Các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 136.2BAcc.21** 30
Factors Affecting the Capital Structure of Food Producing Enterprises Listed on Vietnam Stock Exchange
- 5. Lưu Thị Minh Ngọc và Nguyễn Thị Hương Giang** - Chất lượng dịch vụ khách hàng tại Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam trên địa bàn Hà Nội. **Mã số: 136.2BMkt.21** 39
The Quality of Customer Service at Techcombank in Hanoi City
- 6. Marcellin Yovogan** - Predicting Business Failure: An Application of Altman's Z-Score Models to Publicity Traded Bulgarian Companies 52
 Dự đoán rủi ro kinh doanh: ứng dụng mô hình Z-score của Altman với các công ty được niêm yết của Bulgaria. **Mã số: 136.2BMkt.21**

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Đào Thị Thu Giang, Nguyễn Thuý Anh và Cao Đình Kiên** - Hỗ trợ tài chính để phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa: kinh nghiệm từ Hàn Quốc. **Mã số: 136.3BAdm.32** 63
Financial Support for SME Development: Experience from South Korea

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI CƠ CẤU VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH SẢN XUẤT THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trần Đức Thắng
Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: tranducthang@neu.edu.vn

Ngày nhận: 08/10/2019

Ngày nhận lại: 14/11/2019

Ngày duyệt đăng: 22/11/2019

Cơ cấu vốn là yếu tố quyết định tới giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, việc nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố tới cơ cấu vốn sẽ là cơ sở để các nhà quản trị quyết định lựa chọn cơ cấu vốn cho doanh nghiệp. Nghiên cứu này nhằm đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm tại Việt Nam. Nghiên cứu đã chỉ ra cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm Việt Nam tuân theo lý thuyết trật tự phân hạng, theo đó, có 5 yếu tố có ảnh hưởng rõ rệt đến cơ cấu vốn là hiệu quả kinh doanh, tuổi doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng và cơ cấu tài sản.

Từ khóa: Cơ cấu vốn, doanh nghiệp niêm yết, hiệu quả kinh doanh.

1. Giới thiệu

Ngành công nghiệp sản xuất thực phẩm là một ngành lâu đời và có đóng góp không nhỏ đối với nền kinh tế của Việt Nam. Ngành công nghiệp thực phẩm Việt Nam gồm một số ngành kinh tế kỹ thuật chính: rượu, bia, nước giải khát; chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa; dầu thực vật; công nghiệp kỹ nghệ thực phẩm; chế biến bột và tinh bột; công nghiệp sản xuất thuốc lá; mía đường; chế biến nông sản, thủy hải sản... Theo Bộ Công Thương, ngành công nghiệp sản xuất thực phẩm hàng năm chiếm khoảng 15% GDP, và là ngành có rất nhiều triển vọng phát triển.

Tuy nhiên, trong thời gian qua, nhiều doanh nghiệp trong ngành đã gặp rất nhiều khó khăn trong sản xuất kinh doanh do công tác quản trị vốn chưa tốt. Do cơ cấu vốn chưa hợp lý cộng thêm lãi suất vay vốn tăng cao, việc huy động vốn khó khăn, chi phí sản xuất tăng đồng thời việc tiêu thụ sản phẩm suy giảm khiến cho nhiều doanh nghiệp thua lỗ thậm chí đứng bên bờ vực phá sản. Xuất phát từ việc muốn tạo cơ sở cho các quyết định huy động vốn của doanh nghiệp, việc nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm là rất cần thiết.

2. Tổng quan và cơ sở lý luận

2.1. Tổng quan

Cho đến nay, trên thế giới đã có nhiều công trình nghiên cứu về cơ cấu vốn doanh nghiệp. Các

nghiên cứu này được thực hiện trong nhiều lĩnh vực khác nhau với các phương pháp nghiên cứu rất đa dạng. Kết quả của các nghiên cứu trước đã chỉ ra được một số yếu tố có ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Keshar (2004) đã kiểm tra quy mô, rủi ro kinh doanh, tốc độ tăng trưởng, tỷ suất lợi nhuận, tỷ lệ chi trả cổ tức, năng lực dịch vụ nợ và mức độ đòn bẩy hoạt động như các yếu tố quyết định về cơ cấu vốn của các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Nepal. Tác giả đã sử dụng mô hình hồi quy bội để đánh giá ảnh hưởng của các biến giải thích được xác định đến cơ cấu vốn. Nghiên cứu của tác giả cho thấy quy mô, tốc độ tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận là những yếu tố quyết định có ý nghĩa thống kê có tác động tới cơ cấu vốn của các công ty niêm yết.

Ondiek (2010) cũng thực hiện một nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Nairobi. Nghiên cứu này kết luận rằng lợi nhuận của một công ty, tài sản hữu hình và quy mô công ty là những yếu tố chính quyết định cơ cấu vốn ở nhiều mức độ khác nhau. Do đó, quy mô của công ty và lợi nhuận là những yếu tố quyết định quan trọng của cơ cấu vốn.

Philippe và cộng sự (2003) cũng đã phân tích các yếu tố quyết định cơ cấu vốn cho một nhóm gồm 106 công ty Thụy Sĩ được niêm yết trên thị trường

chứng khoán Thụy Sĩ bằng phương pháp phân tích tĩnh và động trong giai đoạn 1991 đến 2000. Họ thấy rằng quy mô của các công ty, tầm quan trọng của các công ty tài sản hữu hình và rủi ro kinh doanh có tác động dương đến đòn bẩy, trong khi tăng trưởng và lợi nhuận có tác động âm với đòn bẩy.

Tại Việt Nam cũng có một số tác giả đã nghiên cứu về cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Trần Thị Thanh Tú (2013) đã đi nghiên cứu cơ cấu vốn của 375 doanh nghiệp nhà nước, mối quan hệ của cơ cấu vốn với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Nhà nước. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng mới chỉ dừng lại ở việc xem xét thực trạng cơ cấu vốn và đề xuất giải pháp cho các doanh nghiệp nhà nước.

Lê Thị Mỹ Phương (2014) nghiên cứu tại các công ty ngành xây dựng niêm yết trên sàn HNX, sử dụng phương pháp hồi quy tuyến tính bội với bộ số liệu trong 3 năm (2009 - 2011) của 40 công ty xây dựng niêm yết. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng có bốn yếu tố thật sự ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ của các công ty cổ phần ngành Xây dựng niêm yết trên HNX. Yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất là khả năng thanh toán và mối quan hệ (-). Yếu tố thứ 2 là quy mô DN, quan hệ (+). Yếu tố thứ 3 ảnh hưởng tới tỷ lệ nợ là tỷ lệ vốn nhà nước, quan hệ (+). Yếu tố cuối cùng là rủi ro kinh doanh, quan hệ (-).

Phan Thanh Hiệp (2016) đối với các doanh nghiệp công nghiệp, sử dụng mô hình GMM, với dữ liệu bảng gồm 95 công ty sản xuất công nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam từ 2007 - 2013. Kết quả nghiên cứu một lần nữa chỉ ra rằng yếu tố quy mô có ảnh hưởng tới cơ cấu vốn, ngoài ra nghiên cứu cũng cho thấy khả năng sinh lời và tính hữu hình của tài sản có ảnh hưởng ngược chiều tới tỷ lệ nợ vay.

Mặc dù đã có một số nghiên cứu về vấn đề cơ cấu vốn, tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào được thực hiện một cách toàn diện trong lĩnh vực sản xuất thực phẩm. Vì vậy, mục tiêu của nghiên cứu này là nhằm lấp đầy khoảng trống này, thực hiện phân tích toàn diện các yếu tố có ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm từ đó làm cơ sở cho các doanh nghiệp trong việc quản trị vốn để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

3. Cơ sở lý luận

3.1. Khả năng sinh lời

Lý thuyết nghiên cứu về cơ cấu vốn được Modigliani và Miller cho thấy chưa có dự đoán hợp

lý nào cho mối quan hệ giữa khả năng sinh lời và hệ số nợ. Các mô hình dựa trên cơ sở thuế gọi ra rằng giả thiết các yếu tố khác không thay đổi thì các doanh nghiệp có khả năng sinh lời sẽ vay nợ nhiều hơn, do họ có nhu cầu lớn hơn trong việc giữ thu nhập của mình tránh phải đóng thuế thu nhập doanh nghiệp. Tuy nhiên, lý thuyết phân hạng cho rằng: đầu tiên các doanh nghiệp sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư sau đó mới phát hành trái phiếu và cổ phần mới nếu thấy cần thiết. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời sẽ có xu hướng vay nợ ít hơn. Các mô hình dựa trên lý thuyết về chi phí đại diện cho chúng ta các dự đoán đối lập nhau.

Wei Xu (2005) cho thấy có mối liên hệ vững chắc về hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (đo lường bằng ROE) với cơ cấu vốn: (1) hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có mối liên hệ cùng chiều (dương) với tỷ lệ nợ; (2) khi tỷ lệ nợ nằm trong khoảng 24,52% và 51,13%, thì hiệu quả hoạt động có mối quan hệ theo phương trình bậc hai và bậc ba với tỷ lệ nợ.

3.2. Tuổi của doanh nghiệp

Tuổi của doanh nghiệp được coi là một yếu tố quan trọng quyết định cơ cấu vốn trong hầu hết các tài liệu tài chính. Công ty kinh doanh càng lâu thì khả năng nhận nợ càng cao và do đó có mối tương quan dương giữa độ tuổi doanh nghiệp và đòn bẩy của một doanh nghiệp. Nói chung, các công ty lâu năm có danh tiếng tốt hơn và uy tín được xây dựng qua nhiều năm. Các nhà quản lý quan tâm đến danh tiếng của các công ty của họ, vì vậy thường có xu hướng hành động thận trọng hơn và tránh các dự án rủi ro, đảm bảo chất lượng cao hơn (Peterson và Rajan, 1994).

Ellili và Farouk (2011) đã phát hiện ra tuổi của một công ty (đo bằng số năm kinh doanh) dường như không ảnh hưởng đến đòn bẩy ngắn hạn của công ty trong khi nó ảnh hưởng ngược chiều đến đòn bẩy dài hạn. Do đó, những phát hiện của họ cho thấy rằng, các công ty trưởng thành không còn quan tâm đến việc tích lũy nợ dài hạn hơn trong cơ cấu vốn.

3.3. Tốc độ tăng trưởng

Ellili và Farouk (2011) phát hiện ra rằng tốc độ tăng trưởng dự kiến của công ty có ảnh hưởng tích cực đến đòn bẩy dài hạn và ảnh hưởng tiêu cực đến đòn bẩy ngắn hạn. Kết quả của các tác giả đã xác nhận rằng các công ty thích tài trợ cho sự tăng trưởng của họ bằng nợ dài hạn hơn là nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu thực nghiệm

trước đây về mối quan hệ giữa tăng trưởng dự kiến và cơ cấu vốn của doanh nghiệp là khá mơ hồ. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, mối quan hệ giữa tăng trưởng và đòn bẩy là tỷ lệ thuận vì cơ hội tăng trưởng cao hơn ngụ ý nhu cầu vốn cao hơn thông qua nguồn nợ ưa thích. Ngược lại, Myers (1993) lập luận rằng do các vấn đề về chi phí đại diện, các công ty đầu tư vào tài sản có thể tạo ra cơ hội tăng trưởng cao trong tương lai phải đối mặt với những khó khăn khi vay đối với các tài sản đó. Điều này cho thấy rằng có một mối quan hệ tiêu cực giữa tăng trưởng dự kiến và đòn bẩy của công ty

3.4. Quy mô của doanh nghiệp

Wessels (1988) xác nhận rằng có một mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô của một công ty và đòn bẩy của nó. Tác giả cho rằng các công ty lớn hơn đa dạng hơn và thu nhập chênh lệch thấp hơn, khiến họ có thể chịu được tỷ lệ nợ cao. Tuy nhiên, theo lý thuyết trật tự phân hạng, có một mối quan hệ nghịch giữa quy mô của một công ty và đòn bẩy. Lý do cho điều này là các công ty lớn hơn được giám sát chặt chẽ hơn và họ sẽ có nhiều khả năng phát hành vốn chủ sở hữu hơn. Rajan và Zingales (1995) ủng hộ lập luận này rằng các công ty lớn hơn nên có nợ thấp hơn vì thông tin không cân xứng ít hơn.

3.5. Khả năng thanh toán

Mehdi Janbaz (2010), nghiên cứu thực nghiệm trên dữ liệu gồm 70 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Iran giai đoạn 2006 - 2007, kết luận rằng khả năng thanh toán (đo bằng CR) và cơ cấu vốn (đo bằng tỷ lệ nợ/tổng tài sản) và khả năng sinh lời (đo bằng ROA) có mối tương quan âm.

3.6. Cơ cấu tài sản

Theo Myers (2001), chi phí khánh tận tài chính bị ảnh hưởng trực tiếp bởi cấu trúc tài sản của công ty, do các tài sản hữu hình hỗ trợ nhiều nợ hơn tài sản vô hình. Harris và Raviv (1990) lập luận rằng giá trị tài sản hữu hình cao hơn có liên quan đến khả năng nợ lớn hơn. Tài sản hữu hình có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp trong trường hợp phá sản công ty. Ngoài lợi thế này, tài sản hữu hình cũng có thể được sử dụng để giảm các vấn đề về chi phí đại diện (Degryse và cộng sự, 2012). Michaelas và cộng

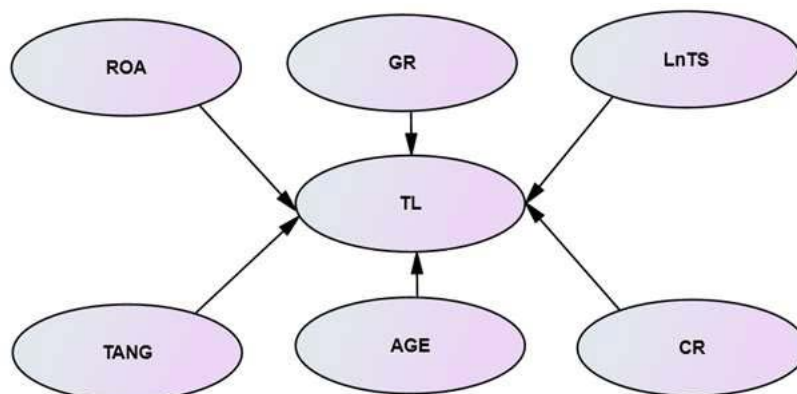
sự (1999) cho rằng các công ty có tài sản hữu hình có giá trị, có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp, có khả năng tiếp cận nợ dễ dàng hơn và có thể có mức nợ cao hơn so với các công ty có mức tài sản hữu hình thấp.

Tài sản hữu hình cũng giảm nhẹ các vấn đề về sự bất cân xứng thông tin. Lý thuyết trật tự phân hạng dự đoán mối quan hệ tích cực giữa tính hữu hình và đòn bẩy tài sản, cho rằng mức độ cao hơn của tài sản hữu hình làm tăng khả năng tài sản thế chấp và giảm bớt các vấn đề bất cân xứng thông tin giữa người quản lý/chủ sở hữu và chủ nợ của các doanh nghiệp vừa và nhỏ (Michaelas và cộng sự, 1999; Sogorb - Mira, 2005).

4. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở tổng quan các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước, mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất thực phẩm được thiết lập như sau:

Hình 1: Mô hình nghiên cứu



Cùng với mô hình nghiên cứu, hệ thống các giả thuyết nghiên cứu được đặt ra như sau:

Theo Mehdi Janbaz (2010), khả năng sinh lời (đo bằng ROA) có mối tương quan âm với cơ cấu vốn của doanh nghiệp, do đó giả thuyết được đặt ra là:

H1: Khả năng sinh lời có mối tương quan âm với cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Theo Ellili và Farouk (2011) tốc độ tăng trưởng dự kiến có tương quan dương tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp, do vậy:

H2: Tốc độ tăng trưởng có mối tương quan dương với cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995) cho rằng quy mô của doanh nghiệp có tương quan âm

với cơ cấu vốn của doanh nghiệp theo lý thuyết trật tự phân hạng, do đó giả thuyết là:

H3: Quy mô doanh nghiệp có mối tương quan âm với cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Michaelas và cộng sự (1999) cho rằng các công ty có tài sản hữu hình có giá trị, có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp, có khả năng tiếp cận nợ dễ dàng hơn và có thể mức nợ cao hơn so với các công ty có mức tài sản hữu hình thấp, do đó giả thuyết được đặt ra là:

H4: Cơ cấu tài sản có mối tương quan âm với cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Công ty kinh doanh càng lâu thì khả năng nhận nợ càng cao và do đó có mối tương quan dương giữa độ tuổi doanh nghiệp và đòn bẩy của một doanh nghiệp, do đó theo Peterson và Rajan (1994), Ellili và Farouk (2011):

H5: Tuổi doanh nghiệp có mối tương quan dương với cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Mehdi Janbaz (2010) và Lê Thị Mỹ Phương (2014) cho rằng giữa khả năng thanh toán và cơ cấu vốn của doanh nghiệp có mối tương quan âm, do đó giả thuyết được đặt ra là:

H6: Khả năng thanh toán ngắn hạn có mối tương quan âm với cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

5. Phương pháp nghiên cứu

5.1. Thu thập số liệu

Số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 40 doanh nghiệp trong ngành công nghiệp sản xuất thực phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán của Việt Nam (gồm cả 3 sàn HOSE, HNX và UPCOM) giai đoạn 2011 - 2018. Số liệu thu thập được dưới dạng dữ liệu bảng với 1 chiều là các doanh nghiệp (40 doanh nghiệp) và 1 chiều là thời gian (2011-2018). Dữ liệu bảng thu thập được trong nghiên cứu là dữ liệu bảng cân bằng (đầy đủ số liệu của các doanh nghiệp theo các năm).

5.2. Phương pháp xử lý số liệu

Số liệu sau khi thu thập được sẽ được xử lý trên phần mềm Excel và được phân tích bằng phần mềm Eview 10. Phương pháp phân tích được sử dụng là hồi quy bội trên mô hình dữ liệu bảng (panel analysis). Dữ liệu sau khi được thu thập sẽ được phân tích theo trình tự như sau:

- Hồi quy tuyến tính theo mô hình Pooled OLS
- Hồi quy tuyến tính theo mô hình ảnh hưởng cố định (FEM).

- Lựa chọn giữa mô hình FEM và mô hình Pooled OLS, trong trường hợp chọn mô hình FEM thì thực hiện tiếp việc hồi quy theo mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM)

- Lựa chọn giữa mô hình FEM và mô hình REM
- Thảo luận kết quả nghiên cứu theo mô hình đã lựa chọn.

Mô hình hồi quy để kiểm định ảnh hưởng của các yếu tố tới cơ cấu vốn như sau:

$$TL = \beta_0 + \beta_1 LnTS_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 GR_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 ROA_{it} + e_{it}$$

Trong đó:

TL_{it} : Cơ cấu vốn của doanh nghiệp i tại năm t , được đo bằng tổng nợ trên tổng tài sản

$LnTS_{it}$: quy mô của doanh nghiệp i tại năm t , được đo bằng $Ln(TS)$

AGE_{it} : tuổi của doanh nghiệp i tại năm t , được đo bằng số năm kinh doanh

GR_{it} : tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp i tại năm t , đo bằng thay đổi trong tổng tài sản

$TANG_{it}$: cơ cấu tài sản doanh nghiệp i tại năm t , đo bằng tài sản hữu hình trên tổng tài sản

CR_{it} : khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp i tại năm t , được đo bằng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn

ROA_{it} : khả năng sinh lời của doanh nghiệp i tại năm t , đo bằng lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản.

e_{it} : thành phần sai số ngẫu nhiên

6. Kết quả nghiên cứu

6.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả các biến cho thấy tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (TL) trung bình của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 - 2018 rất cao (trung bình 86%), nguyên nhân là do có một số công ty hoạt động kinh doanh yếu kém, thậm chí âm vốn chủ sở hữu, đang đứng trước bờ vực của phá sản. Hiệu quả kinh doanh (ROA) trung bình khá thấp chỉ 1.15% cho thấy hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngành thấp. Độ tuổi trung bình của các doanh nghiệp là 23 năm, tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 7.18%. Quy mô doanh nghiệp trung bình khá cao 3.718 tỷ, tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) khá cao 3.35, cơ cấu tài sản hữu hình trên tổng tài sản trung bình khoảng 33%. Qua thống kê mô tả có thể nhận thấy có sự khác biệt khá lớn về quy mô của doanh nghiệp giữa các doanh nghiệp trong ngành và hiệu quả kinh doanh. Có những doanh nghiệp quy mô rất

lớn (Tập đoàn Masan, Vinamilk) nhưng cũng có những doanh nghiệp quy mô nhỏ (CTCP NTACO). Có những doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận khá cao (CTCP Chăn nuôi Phú Sơn, Vinamilk) nhưng cũng có những doanh nghiệp thua lỗ (CTCP XNK Petrolimex, CTCP Thực phẩm Quốc Tế).

6.3. Phân tích hồi quy

Để đánh giá ảnh hưởng của các yếu tố tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp ngành thực phẩm, tác giả thực hiện phân tích hồi quy biến cơ cấu vốn được đo bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (TL) theo 6 yếu tố ảnh hưởng bao gồm: hiệu quả kinh

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

	TL	ROA	AGE	GR	TA	CR	TANG
Mean	0.860487	0.011599	23.31250	0.071898	3719250.	3.284691	0.350667
Median	0.585053	0.032501	19.00000	0.056996	705994.5	1.346176	0.305982
Maximum	27.07503	0.783739	61.00000	1.444386	73039038	184.0431	0.979365
Minimum	0.042203	-4.557265	5.000000	-0.883235	29562.00	0.001221	0.071336
Std. Dev.	2.345264	0.339288	13.50035	0.260095	9916765.	13.76085	0.177249
Skewness	8.363339	-9.607412	0.845379	0.620019	4.771521	10.99393	1.270848
Kurtosis	77.13406	116.9770	2.814208	7.835142	28.04349	132.5101	4.620014
Jarque-Bera	77008.55	178132.8	38.57572	332.2172	9576.611	230084.4	121.1289
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	275.3558	3.711620	7460.000	23.00751	1.19E+09	1051.101	112.2134
Sum Sq. Dev.	1754.584	36.72215	58140.75	21.58009	3.14E+16	60406.14	10.02212
Observations	320	320	320	320	320	320	320

Nguồn: Tính toán của tác giả

6.2. Phân tích tương quan

Kết quả phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình cho thấy, các hệ số tương quan giữa các biến đều nhỏ hơn 0.8, do vậy mô hình không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến, do đó đủ điều kiện để tiến hành phân tích hồi quy để kiểm định các giả thuyết. Kết quả cũng cho thấy các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc TL, tuy nhiên riêng biến CR có tương quan tương đối nhỏ.

doanh (ROA), tuổi doanh nghiệp (AGE), tốc độ tăng trưởng (GR), quy mô doanh nghiệp (LnTS), khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) và cơ cấu tài sản đo bằng tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản (TANG).

Kết quả hồi quy theo mô hình Pooled OLS

Kết quả hồi quy theo mô hình Pooled OLS được phản ánh trong bảng dưới đây (bảng 3):

Kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định (FEM)

Bảng 2: Ma trận tương quan các biến

	TL	ROA	AGE	GR	LNTS	CR	TANG
TL	1.000000	-0.562723	-0.102389	-0.243809	-0.209257	-0.033946	0.421671
ROA	-0.562723	1.000000	0.089251	0.367563	0.191452	0.016488	-0.264088
AGE	-0.102389	0.089251	1.000000	0.058919	-0.131204	-0.036716	-0.178844
GR	-0.243809	0.367563	0.058919	1.000000	0.296791	-0.021938	-0.135591
LNTS	-0.209257	0.191452	-0.131204	0.296791	1.000000	0.033082	0.121666
CR	-0.033946	0.016488	-0.036716	-0.021938	0.033082	1.000000	-0.123491
TANG	0.421671	-0.264088	-0.178844	-0.135591	0.121666	-0.123491	1.000000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Kết quả hồi quy theo mô hình Pooled OLS

Dependent Variable: TL
 Method: Panel Least Squares
 Date: 11/21/19 Time: 16:25
 Sample: 2011 2018
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 40
 Total panel (balanced) observations: 320

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.033222	0.987332	3.072141	0.0023
ROA	-3.101661	0.331802	-9.347924	0.0000
AGE	-0.004761	0.007672	-0.620556	0.5353
GR	0.164490	0.432806	0.380055	0.7042
LNTS	-0.597967	0.161617	-3.699897	0.0003
CR	0.003164	0.007406	0.427176	0.6695
TANG	4.287117	0.613098	6.992543	0.0000
R-squared	0.422931	Mean dependent var	0.860487	
Adjusted R-squared	0.411869	S.D. dependent var	2.345264	
S.E. of regression	1.798576	Akaike info criterion	4.033499	
Sum squared resid	1012.516	Schwarz criterion	4.115931	
Log likelihood	-638.3599	Hannan-Quinn criter.	4.066416	
F-statistic	38.23272	Durbin-Watson stat	0.702440	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nguồn: Tính toán của tác giả

Kết quả hồi quy theo mô hình ảnh hưởng cố định được phản ánh trong bảng dưới đây:

Lựa chọn mô hình Pooled hay mô hình FEM

Để lựa chọn giữa mô hình Pooled hay mô hình FEM cần thực hiện kiểm định sự bằng nhau của các ảnh hưởng cố định với giả thuyết như sau:

H0: Các alphas bằng nhau (Mô hình Pooled)

H1: Các alphas không bằng nhau (Mô hình REM)

Kết quả hồi quy cho thấy, Cross-section F và thống kê Chi-square đều có Prob=0.00<0.05, do đó, đủ điều kiện bác bỏ H0, chấp nhận H1, nghĩa là mô hình tác động cố định (FEM) là thích hợp so với mô hình Pooled.

Kết quả hồi quy theo mô hình tác động ngẫu nhiên (REM)

Kết quả hồi quy theo mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên được phản ánh trong bảng dưới đây (bảng 6):

Lựa chọn giữa mô hình FEM và mô hình REM

Để lựa chọn giữa mô hình FEM và mô hình REM, cần thực hiện kiểm định Hausman với giả thuyết như sau:

H0: Cov(ϵ_i , Xs) = 0, không có tương quan giữa biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên

H1: Cov(ϵ_i , Xs) \neq 0, có tương quan giữa biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên

Kết quả hồi quy cho thấy, thống kê Chi-square có

Bảng 4: Kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định

Dependent Variable: TL
 Method: Panel Least Squares
 Date: 11/21/19 Time: 16:26
 Sample: 2011 2018
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 40
 Total panel (balanced) observations: 320

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.17318	3.062213	6.261217	0.0000
ROA	-1.366626	0.271240	-5.038439	0.0000
AGE	0.106774	0.024354	4.384178	0.0000
GR	1.482574	0.328696	4.510466	0.0000
LNTS	-3.914718	0.489252	-8.001438	0.0000
CR	0.006848	0.006006	1.140057	0.2553
TANG	6.657260	0.804170	8.278418	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.761206	Mean dependent var	0.860487
Adjusted R-squared	0.721988	S.D. dependent var	2.345264
S.E. of regression	1.236583	Akaike info criterion	3.394888
Sum squared resid	418.9835	Schwarz criterion	3.936584
Log likelihood	-497.1820	Hannan-Quinn criter.	3.611197
F-statistic	19.40965	Durbin-Watson stat	0.772108
Prob(F-statistic)	0.000000		

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 5: Kiểm định sự bằng nhau của các tác động cố định

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.952523	(39,274)	0.0000
Cross-section Chi-square	282.355717	39	0.0000

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 6: Kết quả hồi quy theo mô hình tác động ngẫu nhiên

Dependent Variable: TL
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 11/21/19 Time: 16:28
Sample: 2011 2018
Periods included: 8
Cross-sections included: 40
Total panel (balanced) observations: 320
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.955722	1.349253	4.414087	0.0000
ROA	-2.071076	0.258034	-8.026375	0.0000
AGE	0.008764	0.010605	0.826386	0.4092
GR	0.780503	0.315488	2.473956	0.0139
LNTS	-1.327169	0.211903	-6.263084	0.0000
CR	0.006187	0.005778	1.070666	0.2851
TANG	7.215201	0.588989	12.25015	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.865264	0.3287
Idiosyncratic random		1.236583	0.6713

Weighted Statistics			
R-squared	0.494367	Mean dependent var	0.388060
Adjusted R-squared	0.484674	S.D. dependent var	1.968848
S.E. of regression	1.413361	Sum squared resid	625.2455
F-statistic	51.00427	Durbin-Watson stat	0.713658
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.342829	Mean dependent var	0.860487
Sum squared resid	1153.061	Durbin-Watson stat	0.386980

Nguồn: Tính toán của tác giả

Prob=0.0000<0.05, do vậy đủ điều kiện bác bỏ H0, chấp nhận H1, nghĩa là nên lựa chọn mô hình FEM. Như vậy, kết quả phân tích hồi quy cho thấy mô hình FEM thích hợp nhất để phân tích ảnh hưởng của các yếu tố tới cơ cấu vốn.

6.5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu được phân tích theo mô hình tác động cố định (FEM). Kết quả hồi quy cho thấy có 5 yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm là:

Yếu tố cơ cấu tài sản (TANG) có tương quan dương mạnh nhất đến cơ cấu vốn doanh nghiệp (hệ số $\beta=6.657$). Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu trước đó của Myers (2001), Harris và Raviv (1990), (Degryse và cộng sự, 2012), Michaelas và cộng sự (1999), nghĩa là các doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản hữu hình càng cao thì có khả năng tiếp cận nợ dễ hơn vì tài sản hữu hình có thể sử dụng làm tài sản đảm bảo cho các khoản nợ.

Yếu tố quy mô doanh nghiệp (LnTS) có ảnh hưởng âm và mạnh tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp (hệ số $\beta= -3.914$). Kết quả này khác với kết quả

Bảng 7: Kiểm định Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	101.887884	6	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
ROA	-1.366626	-2.071076	0.006990	0.0000
AGE	0.106774	0.008764	0.000481	0.0000
GR	1.482574	0.780503	0.008509	0.0000
LNTS	-3.914718	-1.327169	0.194464	0.0000
CR	0.006848	0.006187	0.000003	0.6868
TANG	6.657260	7.215201	0.299782	0.3082

Nguồn: Tính toán của tác giả

nghiên cứu của Wessels (1988), tuy nhiên hoàn toàn phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Lý do cho kết quả này là các công ty lớn hơn được giám sát chặt chẽ hơn và họ sẽ có nhiều khả năng huy động vốn chủ sở hữu hơn. Rajan và Zingales (1995) cũng ủng hộ lập luận này rằng các công ty lớn hơn nên có nợ thấp hơn vì thông tin không cân xứng ít hơn.

Yếu tố hiệu quả kinh doanh (ROA) có tương quan âm với cơ cấu vốn của doanh nghiệp (hệ số $\beta = -1.366$). Kết quả này giống với kết quả nghiên cứu của Mehdi Janbaz (2010), và phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Lý thuyết phân hạng cho rằng: đầu tiên các doanh nghiệp sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư sau đó mới phát hành trái phiếu và cổ phần mới nếu thấy cần thiết. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao sẽ có khả năng tích lũy lợi nhuận lớn và có xu hướng vay nợ ít hơn.

Yếu tố tuổi doanh nghiệp (AGE) có tương quan dương với cơ cấu vốn của doanh nghiệp (hệ số $\beta = 0.1067$). Kết quả này không giống với kết quả

nghiên cứu của Ellili và Farouk (2011), tuy nhiên kết quả này khá phù hợp với bối cảnh Việt Nam khi các doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu sẽ có uy tín và có khả năng tiếp cận nợ vay dễ dàng hơn so với các doanh nghiệp mới thành lập.

Yếu tố tốc độ tăng trưởng (GR) có tương quan dương khá mạnh với cơ cấu vốn của doanh nghiệp (hệ số $\beta = 1.482$). Kết quả này giống với kết quả nghiên cứu của Ellili và Farouk (2011), tuy nhiên lại ngược lại với kết quả nghiên cứu của Myers (1993) theo quan điểm của lý thuyết chi phí đại diện. Như

vậy, ở Việt Nam, đối với ngành sản xuất thực phẩm, doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thì cũng sử dụng nợ vay nhiều hơn.

Yếu tố khả năng thanh toán (CR) có $\text{Prob} = 0.3547 > 0.05$, do đó chưa đủ cơ sở để kết luận có ảnh hưởng lên cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Kết quả này khác với kết quả nghiên cứu của Mehdi Janbaz (2010) và Lê Thị Mỹ Phương (2014), nguyên nhân có thể do đặc thù ngành sản xuất thực phẩm khác với ngành xây dựng và công nghiệp khác.

Ngoài ra, với hệ số $R^2 = 0.7612$ cho thấy mô hình có mức độ phù hợp rất cao, có tới 76.12% sự biến động của biến phụ thuộc được giải thích bởi biến độc lập.

7. Kết luận và hướng nghiên cứu tiếp theo

7.1. Kết luận

Như vậy, theo kết quả nghiên cứu ở trên có thể kết luận có 5 giả thuyết được chấp nhận, 1 giả thuyết bị bác bỏ. Theo đó, có 5 yếu tố có ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực

phẩm là: quy mô doanh nghiệp (-), hiệu quả kinh doanh (-), tuổi doanh nghiệp (+), tốc độ tăng trưởng (+) và cơ cấu tài sản (+). Yếu tố khả năng thanh toán chưa đủ cơ sở để kết luận có ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu còn cho thấy cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm của Việt Nam hoàn toàn phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, đây sẽ là cơ sở để các nhà quản trị có thể ra quyết định huy động vốn một cách hiệu quả.

7.2. Hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu này mới giới hạn ở việc xác định các yếu tố vi mô ảnh hưởng tới cơ cấu vốn, chưa xem xét ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô như lạm phát, tỷ giá, lãi suất, tăng trưởng kinh tế...

Nghiên cứu mới chỉ thực hiện cho 1 ngành là ngành sản xuất thực phẩm, nghiên cứu có thể được thực hiện cho các ngành công nghiệp khác, hoặc cho toàn bộ các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

Những hạn chế trên chính là hướng cho các nghiên cứu tiếp theo về cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Việt Nam. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Degryse, H., Goeij, P. de & Kappert, P. (2012), *The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure*, Small Business Economics, 38 (4), 431-447.

2. Ellili N. O. D., & Farouk S. (2011), *Examining the capital structure determinants: empirical analysis of companies traded on Abu Dhabi Stock Exchange*, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 67 (2011)

3. Harris, M. & Raviv, A. (1990), *Capital structure and the informational role of debt*, The Journal of Finance, 45 (2), 321-349.

4. Lê Thị Mỹ Phương (2014), *Yếu tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các công ty ngành Xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán*, Tạp chí Tài chính, 2014.

5. Mehdi, J. (2010), *Capital structure decisions in Iranian Corporate Sector*, International Research Journal of Finance & Economics, Issues 58, p.24.

6. Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999), *Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data*, Small Business Economics, 12 (2), 113-130.

7. Myers, S.C. (1993), *Still searching for optimal capital structure*, Journal of Applied Corporate Finance, 6 (1), 4-14.

8. Phan Thanh Hiệp (2016), *Yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp công nghiệp nhìn từ mô hình GMM*, Tạp chí Tài chính, 2016.

9. Rajan, R. G. & Zingales, L., (1995), *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, Journal of Finance 50: 1421-1460.

10. Titman, S. & Wessels, R., (1988), *The determinants of capital structure choice*, Journal of Finance 43: 1-19.

11. Sogorb-Mira, F. (2005), *How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel*, Small Business Economics, 25 (5), 447-457.

12. Trần Thị Thanh Tú (2006), *Bàn về cơ cấu vốn của Doanh nghiệp nhà nước Việt Nam*, Tạp chí Thanh tra Tài chính, 2/2006.

Summary

Capital structure is a key element of business value. Therefore, research on the impact of factors affecting capital structure serves as the background for managers to decide on the capital structure for their business. The study assesses the influence of factors on the capital structure of food producing enterprises in Vietnam. The study points out that the capital structure of food producing enterprises in Vietnam complies with hierarchy theories. There are five factors with obvious impacts on the capital structure including business performance, business seniority, business scale, growth rate, and asset structure.