

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP – NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI NGÀNH THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE - AN EMPIRICAL ANALYSIS OF LISTED FOOD COMPANIES ON VIETNAM'S STOCK MARKET

Bùi Ngọc Toàn

Trường Đại học Công nghiệp Tp.HCM; buitoan.hui@gmail.com

Tóm tắt - Có khá nhiều yếu tố tác động đến cấu trúc vốn. Cấu trúc vốn hợp lý sẽ giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Vì vậy, xác định các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn là hết sức cần thiết. Bài nghiên cứu xác định các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành thực phẩm ở Việt Nam. Tác giả đã sử dụng dữ liệu của 27 doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010 - 2014. Nghiên cứu áp dụng các phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng, bao gồm: phương pháp Pooled Regression (OLS), Fixed effects model (FEM) và Random effects model (REM). Sau đó, nghiên cứu áp dụng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (FGLS) để đảm bảo tính vững và hiệu quả của mô hình. Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp ($Grow_{it}$), tỷ lệ thanh khoản (Liq_{it}), cơ cấu tài sản ($Tang_{it}$), khả năng sinh lợi (Roa_{it}) có tác động đến cấu trúc vốn. Kết quả này có giá trị đối với nhà quản lý tại các doanh nghiệp.

Từ khóa - cấu trúc vốn; nợ; yếu tố ảnh hưởng; ngành thực phẩm; Việt Nam.

Abstract - Capital structure/ leverage level of the firm is determined by several factors. Proper capital structure enables the firm to achieve better performance and ensures the sustainability in its operation. Therefore it is necessary to identify factors that contribute to the firms' capital structure. This paper examines capital structure determinants of food companies in Vietnam. The author uses panel data of 27 food companies listed on Vietnam's stock market during 2010-2014. The research applies the panel data regression models, including the Pooled Regression Model (Ordinary Least Squares - OLS), the Fixed Effect Model (FEM) and the Random Effect Model (REM). Next, the research employs the Feasible Generalized Least Squares (FGLS) technique to ensure the viability and effectiveness of the research model. The results reveal that growth ($Grow_{it}$), liquidity (Liq_{it}), Tangibility ($Tang_{it}$), profitability (Roa_{it}) are correlated with capital structure (Lev_{it}). This result is of value to firm managers.

Key words - Capital Structure; debt; determinants; food companies; Viet Nam.

1. Đặt vấn đề

Việt Nam là một trong những quốc gia có mức tăng trưởng tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh nhất trong khu vực Châu Á. Với sự phục hồi của nền kinh tế, mức độ đô thị hóa nhanh, sức tiêu thụ thực phẩm của Việt Nam sẽ tăng nhiều trong thời gian tới. Đây là ngành công nghiệp đang rất tiềm năng và đầy triển vọng. Bên cạnh đó, việc hội nhập kinh tế và đặc biệt là sự kiện tham gia Hiệp định TPP (Hiệp định Đối tác kinh tế chiến lược xuyên Thái Bình Dương) đã mở ra rất nhiều cơ hội cho Việt Nam khi tiếp cận với thị trường xuất khẩu rộng lớn, trong đó xuất khẩu các mặt hàng thực phẩm là thế mạnh của nước ta. Do đó, tác giả lựa chọn ngành Thực phẩm để phân tích. Việc lựa chọn phân tích một ngành sẽ giúp tác giả đưa ra được kết quả nghiên cứu với những nét đặc thù của ngành, từ đó mang lại giá trị thiết thực hơn so với việc phân tích một cách chung chung với dữ liệu của tất cả các ngành nghề.

Xác định được các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp là một trong những công việc có ý nghĩa sống còn đối với công tác quản trị tài chính trong doanh nghiệp. Điều này không những giúp các doanh nghiệp có cơ sở xác định cho mình một cấu trúc vốn hợp lý, mà còn nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Hiện nay, có khá nhiều nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này, tuy nhiên lại rất ít nghiên cứu tiến hành xem xét trong một ngành nghề cụ thể. Với nghiên cứu này, tác giả sẽ tiến hành kiểm định sự tác động của các yếu tố đến cấu trúc vốn của 27 doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010-2014. Đây là cơ sở để góp phần giúp các doanh nghiệp nhận định một cách rõ hơn về những yếu tố sẽ tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp mình.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Mô hình nghiên cứu

Cấu trúc vốn được định nghĩa là một thuật ngữ tài chính nhằm mô tả tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Việc nghiên cứu các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn đã được khá nhiều tác giả tiến hành nghiên cứu tại các nền kinh tế và khu vực khác nhau, dưới đây là phần tóm lược nội dung của một số nghiên cứu:

Banchuenvijit (2009) đã thực hiện nghiên cứu với dữ liệu của 81 doanh nghiệp niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán Thái Lan giai đoạn 2004-2008. Kết quả nghiên cứu cho rằng khả năng sinh lợi và cơ cấu tài sản có tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Trong một nghiên cứu khác, Prahalathan (2010) đã tiến hành xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của 19 doanh nghiệp sản xuất ở Sri Lanka trong giai đoạn 2003-2007. Kết quả nghiên cứu cho rằng cơ cấu tài sản tác động cùng chiều lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Bayeh (2011) khi nghiên cứu dữ liệu của các doanh nghiệp bảo hiểm ở Ethiopia trong giai đoạn 2004-2010 đã cho rằng: tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, khả năng sinh lợi, tỷ lệ thanh khoản có tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Weldemikael (2012) đã thu thập dữ liệu của ngành ngân hàng ở Ethiopia và cho rằng khả năng sinh lợi, cơ cấu tài sản, tỷ lệ thanh khoản có tác động đến cấu trúc vốn của ngành ngân hàng nước này.

Nghiên cứu của Pahuja & Sahi (2012) với dữ liệu được thu thập của 30 doanh nghiệp tại Ấn Độ trong giai đoạn 2008 - 2010 đã cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp

và tỷ lệ thanh khoản có tác động cùng chiều lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Cekrezi (2013) đã cho rằng khả năng sinh lợi và tốc độ tăng trưởng tài sản có tác động đáng kể đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ở Albania.

Ngoài ra, Chechet và các cộng sự (2013) khi nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ở Nigeria trong giai đoạn 2005 - 2009 đã cho rằng cơ cấu tài sản và tỷ lệ lợi nhuận tác động ngược chiều lên cấu trúc vốn.

Căn cứ vào các nghiên cứu trước cho thấy, cấu trúc vốn bị tác động chủ yếu bởi các yếu tố: tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp, tỷ lệ thanh khoản, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lợi (ROA).

Vậy, mô hình nghiên cứu dự kiến có phương trình như sau:

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 Grow_{it} + \beta_2 Liq_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \varepsilon_{it}$$

- Trong đó:
- *Biến phụ thuộc:*
 - Lev_{it} : Cấu trúc vốn (tổng nợ/ tổng nguồn vốn).
 - *Các biến độc lập:*
 - $Grow_{it}$: Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp (tổng tài sản năm t – tổng tài sản năm $t-1$) / (tổng tài sản năm $t-1$);
 - Liq_{it} : Tỷ lệ thanh khoản (tài sản ngắn hạn/ nợ ngắn hạn);
 - $Tang_{it}$: Cơ cấu tài sản (tài sản dài hạn/ tổng tài sản);
 - Roa_{it} : Khả năng sinh lợi (lợi nhuận sau thuế/ tổng tài sản)

Bảng 1. Các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Cách đo lường biến
Biến phụ thuộc	
Cấu trúc vốn (Lev_{it})	Tổng nợ/ Tổng nguồn vốn
Các biến độc lập	
Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp ($Grow_{it}$)	Tổng tài sản năm t – Tổng tài sản năm $t-1$) / (Tổng tài sản năm $t-1$)
Tỷ lệ thanh khoản (Liq_{it})	Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn
Cơ cấu tài sản ($Tang_{it}$)	Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản
Khả năng sinh lợi (Roa_{it})	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

2.2. Dữ liệu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán được công bố trên website của 27 doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2014. Các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm được tác giả xác định căn cứ vào cách phân chia ngành nghề tại website của Công ty Cổ phần Tư vấn đầu tư Cây Cầu Vàng (<http://www.cophieu68.vn>), bao gồm những doanh nghiệp sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm thực phẩm.

Bảng 2. Danh sách 27 doanh nghiệp ngành thực phẩm

STT	Tên doanh nghiệp
01	Công ty Cổ phần Bibica
02	Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa
03	Công ty Cổ phần Đồ hộp Hạ Long
04	Công ty Cổ phần Lâm nông sản thực phẩm Yên Bái
05	Công ty Cổ phần Cát Lợi
06	Công ty Cổ phần Bia Hà Nội - Hải Dương

07	Công ty Cổ phần Thương mại Bia Hà Nội
08	Công ty Cổ phần Bánh kẹo Hải Hà
09	Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội
10	Công ty Cổ phần Tập đoàn Kido
11	Công ty Cổ phần Đường Kon Tum
12	Công ty Cổ phần Chế biến hàng xuất khẩu Long An
13	Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn
14	Công ty Cổ phần Xây lắp cơ khí và Lương thực Thực phẩm
15	Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San
16	Công ty Cổ phần Đường Ninh Hòa
17	Công ty Cổ phần Ngân Sơn
18	Công ty Cổ phần Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh
19	Công ty Cổ phần Nước giải khát Chương Dương
20	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Sa Giang
21	Công ty Cổ phần Dầu thực vật Tường An
22	Công ty Cổ phần Bia Thanh Hóa
23	Công ty Cổ phần Vinacafé Biên Hòa
24	Công ty Cổ phần Thực phẩm Lâm Đồng
25	Công ty Cổ phần Lương thực Thực phẩm Vĩnh Long
26	Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam
27	Công ty Cổ phần Vang Thăng Long

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Sau khi dữ liệu được thu thập, tác giả thực hiện bước tiếp theo là tính toán các biến dựa trên số liệu thu thập được từ báo cáo tài chính.

2.3. Phương pháp phân tích

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng thông qua hồi quy tuyến tính đa biến để lượng hóa sự tác động của các biến độc lập lên biến phụ thuộc trong mô hình. Trước tiên, nghiên cứu sẽ kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình thông qua hệ số nhân từ phóng đại phương sai (VIF), nếu hệ số VIF lớn hơn hoặc bằng 10 thì hiện tượng đa cộng tuyến được đánh giá là nghiêm trọng (Gujrati, 2003). Tiếp theo đó, nghiên cứu tiến hành kiểm định hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương sai của sai số thay đổi. Nếu không có hiện tượng tự tương quan và phương sai của sai số thay đổi thì nghiên cứu sẽ sử dụng các phương pháp hồi quy thông thường trên dữ liệu bảng. Tuy nhiên, nếu có hiện tượng tự tương quan và phương sai của sai số thay đổi thì nghiên cứu sẽ chuyển sang phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (Feasible General Least Square – FGLS). Wooldridge (2002) cho rằng, phương pháp này rất hữu dụng khi kiểm soát được hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương sai của sai số thay đổi.

3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

3.1. Thống kê mô tả

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 27 doanh nghiệp ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2014 với các biến số được mô tả trong Bảng 3.

Từ kết quả thống kê mô tả cho thấy, cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ) cao nhất là Công ty Cổ phần Lương thực Thực phẩm Vĩnh Long, thấp nhất là Công ty Cổ phần Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh; Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp cao nhất là Công ty Cổ phần Bia Thanh Hóa, thấp nhất là

Công ty Cổ phần Chế biến hàng xuất khẩu Long An; Tỷ lệ thanh khoản cao nhất là Công ty Cổ phần Vinacafé Biên Hòa, thấp nhất là Công ty Cổ phần Nước giải khát Chương Dương; Cơ cấu tài sản (tỷ lệ tài sản dài hạn) cao nhất là Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San, thấp nhất là Công ty Cổ phần Vinacafé Biên Hòa; Khả năng sinh lợi cao nhất là Công ty Cổ phần Đường Kon Tum, thấp nhất là Công ty Cổ phần Chế biến hàng xuất khẩu Long An.

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Lev _{it}	135	0,43	0,19	0,09	0,83
Grow _{it}	135	0,18	0,35	- 0,67	2,29
Liq _{it}	135	2,04	1,29	0,19	8,48
Tang _{it}	135	0,36	0,17	0,07	0,78
Roa _{it}	135	0,09	0,11	-0,65	0,38

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

3.2. Phân tích tương quan

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả ở Bảng 4 dưới đây:

Bảng 4. Hệ số tương quan giữa các biến

	Lev _{it}	Grow _{it}	Liq _{it}	Tang _{it}	Roa _{it}
Lev _{it}	1,00				
Grow _{it}	0,07	1,00			
Liq _{it}	-0,71	-0,02	1,00		
Tang _{it}	-0,24	0,02	-0,17	1,00	
Roa _{it}	-0,51	0,23	0,45	-0,02	1,00

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Dựa vào Bảng 4, ta thấy biến độc lập Grow_{it} tác động cùng chiều với Lev_{it}. Trong khi đó, biến độc lập Liq_{it}, Tang_{it}, Roa_{it} tác động ngược chiều lên Lev_{it}. Không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng (tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình) do các hệ số tương quan có giá trị khá thấp (giá trị cao nhất là 0,45, chuẩn so sánh theo Farrar & Glauber (1967) là 0,8). Kết quả phân tích tương quan trên phù hợp với hầu hết các nghiên cứu trước trên thế giới và phù hợp với kỳ vọng của tác giả trong giai đoạn nghiên cứu này tại Việt Nam.

3.3. Kiểm định giả thuyết nghiên cứu

Bảng 5. Kết quả kiểm định VIF, phương sai của sai số thay đổi và tự tương quan

Kiểm định VIF			Kiểm định phương sai của sai số thay đổi	Kiểm định tự tương quan
Biến	VIF	1/VIF	White's test	Wooldridge test
Roa _{it}	1,36	0,73	Chi2 (14) = 47,76	F (1, 26) = 19,604
Liq _{it}	1,33	0,75		
Grow _{it}	1,08	0,93		
Tang _{it}	1,04	0,97		
Giá trị trung bình = 1,20			Prob > chi2 = 0,00*	Prob > F = 0,00 *

*Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%*

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến bằng hệ số nhân từ phóng đại phương sai cho kết quả VIF < 10. Vậy, hiện

tượng đa cộng tuyến được đánh giá là không nghiêm trọng. Kiểm định White và kiểm định Wooldridge cho thấy mô hình có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan với mức ý nghĩa 1%.

3.4. Kết quả hồi quy

Tiếp theo, nghiên cứu áp dụng các phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng, bao gồm: Pooled Regression (POLs), Fixed effects model (FEM) và Random effects model (REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy phương pháp hồi quy Fixed effects model (FEM) tỏ ra phù hợp hơn do kiểm định F(26, 104) = 14,34 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, kiểm định Hausman chi2(4) = 42,65 có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Tuy nhiên, mô hình nghiên cứu có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Hiện tượng này có thể được kiểm soát bằng phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (FGLS) nhằm đảm bảo ước lượng thu được vững và hiệu quả (Wooldridge, 2002). Kết quả các mô hình nghiên cứu như sau:

Bảng 6. Kết quả mô hình nghiên cứu

Lev _{it}	Hệ số hồi quy			
	POLS	FEM	REM	FGLS
Hằng số	0,80*	0,70*	0,73*	0,74*
Grow _{it}	0,07**	0,03***	0,04**	0,04**
Liq _{it}	-0,09*	-0,06*	-0,07*	-0,07*
Tang _{it}	-0,39*	-0,35*	-0,37*	-0,44*
Roa _{it}	-0,43*	-0,31*	-0,33*	-0,33*
R ²	69,35%	67,36%	68,07%	
F-test	F(4, 130) = 73,54 Prob > F = 0,00*	F(4,104)=37,42 Prob > F=0,00*	Wald chi2(4) = 195,92 Prob > chi2 = 0,00*	Wald chi2(4) = 257,86 Prob > chi2 = 0,00*

*Ghi chú: *, ** và *** có ý nghĩa tương ứng ở mức 1%, 5% và 10%*

Nguồn: Kết quả phân tích của tác giả

Với biến phụ thuộc là cấu trúc vốn (Lev_{it}) của các doanh nghiệp ngành thực phẩm, sau khi dùng phương pháp FGLS để khắc phục hiện tượng phương sai của sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan, ta có kết quả nghiên cứu như sau: biến tỷ lệ thanh khoản (Liq_{it}), cơ cấu tài sản (Tang_{it}) và khả năng sinh lợi (Roa_{it}) tác động ngược chiều lên cấu trúc vốn (Lev_{it}). Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy tác động cùng chiều của tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp (Grow_{it}) đến cấu trúc vốn doanh nghiệp (Lev_{it}).

Kết quả này có thể được giải thích như sau:

- Biến cơ cấu tài sản (Tang_{it}) tác động ngược chiều (- 0,44), mạnh nhất đến cấu trúc vốn (Lev_{it}) của các doanh nghiệp ngành thực phẩm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Prahalthan (2010), Chechet và các cộng sự (2013). Điều này có nghĩa là những doanh nghiệp ngành Thực phẩm có tỷ lệ tài sản dài hạn cao sẽ có xu hướng vay nợ ít. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với thực tiễn tại Việt Nam vì những khoản nợ phải trả của các doanh nghiệp ở nước ta phần lớn đều là nợ vay ngắn hạn (Bùi Phan Nhã Khanh & Võ Thị Thúy Anh, 2012), nếu sử dụng nguồn vay này để tài trợ cho tài sản dài hạn của doanh nghiệp thì sẽ dễ gặp phải rủi ro cao. Đối với ngành Thực phẩm cũng vậy, các doanh nghiệp trong ngành thường đầu tư tài sản dài hạn chủ yếu bằng

nguồn vốn chủ sở hữu. Ví dụ như vào năm 2010, Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San có tỷ lệ tài sản dài hạn cao nhất là 78%, nhưng tỷ lệ nợ chỉ đạt 42,5%. Do đó, cơ cấu tài sản ($Tang_{it}$) của các doanh nghiệp ngành Thực phẩm tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn (Lev_{it}).

- Biến khả năng sinh lợi (Ro_{it}) tác động ngược chiều (-0,33) với cấu trúc vốn (Lev_{it}) của các doanh nghiệp ngành thực phẩm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Chechet và các cộng sự (2013). Thực tế cho thấy rằng những doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao như Công ty Cổ phần Đường Kon Tum lại có cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ) khá thấp (vào năm 2011, Công ty có khả năng sinh lợi đạt 38% nhưng tỷ lệ nợ chỉ đạt 37,5%), những doanh nghiệp có khả năng sinh lợi thấp như Công ty Cổ phần Chế biến hàng xuất khẩu Long An lại có cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ) khá cao (vào năm 2012, Công ty có khả năng sinh lợi là - 65% và tỷ lệ nợ lên tới 65%). Điều này có thể giải thích rằng, các nhà quản trị của những doanh nghiệp trong ngành Thực phẩm thường sẽ hiểu rõ hơn các nhà đầu tư bên ngoài về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp cũng như khả năng sinh lợi của các dự án kinh doanh. Các dự án kinh doanh của doanh nghiệp, nếu có triển vọng và đem lại lợi nhuận cao thì phương án tài trợ tốt nhất là dùng nguồn vốn sẵn có từ lợi nhuận giữ lại, vì nếu huy động vốn từ bên ngoài thì chi phí sử dụng vốn thường sẽ cao hơn. Trong trường hợp nguồn nội tại này không đủ thì nguồn vốn huy động từ bên ngoài sẽ được lựa chọn để doanh nghiệp không phải chịu chi phí sử dụng vốn cao.

- Biến tỷ lệ thanh khoản (Liq_{it}) tác động ngược chiều (-0,07) lên cấu trúc vốn (Lev_{it}) và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Pahuja & Sahi (2012). Kết quả này cho thấy các doanh nghiệp ngành Thực phẩm có tỷ lệ thanh khoản cao thường có khả năng trả nợ cao và tỷ lệ vay nợ thấp. Chẳng hạn như Công ty Cổ phần Vinacafê Biên Hòa có tỷ lệ thanh khoản đạt cao nhất (8,48) vào năm 2011, nhưng tỷ lệ nợ chỉ đạt 11,35%. Đây là một trong những chỉ tiêu thường được các tổ chức tín dụng quan tâm để đảm bảo cho các khoản vay nợ của doanh nghiệp trong ngành sẽ được thanh toán đúng hạn trong tương lai.

- Biến tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp ($Grow_{it}$) tác động cùng chiều (0,04) đến cấu trúc vốn (Lev_{it}) và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả này tương đồng với các nghiên cứu của Pahuja & Sahi (2012). Điều này cho thấy các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng tài sản cao thường có khuynh hướng sử dụng nợ cao hơn. Ví dụ như, Công ty Cổ phần Bia Thanh Hóa có tốc độ tăng trưởng cao nhất vào năm 2012 (đạt 2,29) và tỷ lệ nợ lên tới 62,24%. Kết quả này phù hợp với thực tiễn của ngành Thực phẩm vì khi doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thì niềm tin của các nhà đầu tư vào doanh nghiệp sẽ cao, do đó khả năng tiếp cận vốn từ bên ngoài càng lớn, trong khi doanh nghiệp cần nguồn tài trợ cho tài sản của mình. Ngoài ra, những doanh nghiệp trong ngành thực phẩm có tốc độ tăng trưởng cao thường có nhu cầu vốn nhiều hơn, trong khi nguồn lợi nhuận giữ lại không đủ, lúc này vốn vay sẽ được sử dụng đến. Do đó, tốc độ tăng trưởng tài sản sẽ tác động cùng chiều đến tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp ngành Thực phẩm.

4. Kết luận

Bài nghiên cứu kiểm định sự tác động của các yếu tố đến cấu trúc vốn của 27 doanh nghiệp ngành Thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2014. Tác giả đã áp dụng các phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng, bao gồm: Pooled Regression (POLS), Fixed effects model (FEM), Random effects model (REM), tiếp đó là phương pháp bình phương bé nhất tổng quát khả thi (FGLS) nhằm đảm bảo ước lượng thu được vững và hiệu quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn của doanh nghiệp bị tác động của các yếu tố: tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp ($Grow_{it}$), tỷ lệ thanh khoản (Liq_{it}), cơ cấu tài sản ($Tang_{it}$), khả năng sinh lợi (Ro_{it}).

Kết quả nghiên cứu là cơ sở để góp phần giúp các doanh nghiệp ngành Thực phẩm nhận định một cách rõ hơn về những yếu tố sẽ tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp mình. Kết quả này là bằng chứng thực nghiệm của riêng ngành Thực phẩm ở Việt Nam, do đó mang lại giá trị thiết thực đối với các doanh nghiệp trong ngành hơn là việc phân tích một cách chung chung dữ liệu của tất cả các ngành nghề. Đây cũng chính là điểm mới của bài viết so với các nghiên cứu trước đây. Tuy nhiên, bài nghiên cứu còn hạn chế là chưa xét đến một số yếu tố có thể ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp như yếu tố vĩ mô, yếu tố khác ngoài ngành (đặc điểm của thị trường tài chính; nhu cầu của người tiêu dùng về các mặt hàng thực phẩm;...), đây cũng là hướng nghiên cứu cho các bài nghiên cứu tiếp theo.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Banchuenvijit, "Capital Structure Determinants of Thai Listed Companies", *University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand*, 2009.
- [2] Bayeh, "Capital structure determinants: An empirical study on insurance industry in Ethiopia", *Master's thesis, Addis Ababa University*, 2011.
- [3] Bùi Phan Nhã Khanh & Võ Thị Thúy Anh, "Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp ngành Công nghiệp chế tạo niêm yết trên HOSE", *Tuyển tập Báo cáo Hội nghị Sinh viên Nghiên cứu khoa học lần thứ 8, Đại học Đà Nẵng năm 2012*, 2012.
- [4] Chechet, Garba, Odudu, "Determinants of Capital Structure in the Nigerian Chemical and Paints Sector", *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 3 No. 15; August 2013, 2013.
- [5] Cekrezi, "Analyzing the impact of firm's specific factors and macroeconomic factors on capital structure: A case of small non-listed firms in Albania", *Research Journal of Finance and Accounting*, ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.4, No.8, 2013.
- [6] Farrar & Glauber, "Multicollinearity in Regression Analysis: The Problem Revisited", *Review of Economics and Statistics*, Vol.49, 1967.
- [7] Gujarati, *Basic Econometrics (4th edn)*, New York: McGraw-Hill, 2003.
- [8] Wooldridge, *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2nd Ed., South-Western College, 2002.
- [9] Pahuja & Sahi, "Factors affecting capital structure decisions: empirical evidence from selected Indian firms", *International Journal Of Marketing, Financial Services & Management Research*, Vol.1 No. 3, March 2012, ISSN 2277 3622, 2012.
- [10] Prahalathan, "The Determinants of Capital Structure: An empirical Analysis of Listed Manufacturing Companies in Colombo Stock Exchange Market in Sri Lanka", *ICBI 2010 - University of Kelaniya, Sri Lanka*, 2010.
- [11] Weldemikael, "Determinantsof Capital Structure of Commercial Banks in Ethiopia", *Master's thesis, Addis Ababa University*, 2012.