

Tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam

NGUYỄN ĐỨC DAT*

Tóm tắt

Nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam. Bằng phương pháp ước lượng FEM và REM với mẫu quan sát là 325 của 47 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2013-2017, kết quả nghiên cứu cho thấy, cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động dưới sự điều tiết của biến quy mô doanh nghiệp tại mức ý nghĩa 1%. Từ kết quả trên, nghiên cứu đưa ra hàm ý quản trị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Từ khóa: cấu trúc vốn, hiệu quả hoạt động, quy mô doanh nghiệp

Summary

This study examines the relationship between capital structure and firm performance of listed food and beverage firms in Vietnam by using FEM and REM methods with sample 325 of 47 listed firms in the period of 2013-2017. The result show that the capital structure has negative influence on firm performance under control variable's firm size at the 1% significance level. From the above finding, the research gives some managerial implications to increase firm performance.

Keywords: capital structure, firm performance, firm size

GIỚI THIỆU

Cấu trúc vốn là một vấn đề có giá trị tham khảo rất quan trọng trong quyết định tài trợ vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đây là vấn đề đã được nghiên cứu ở nhiều quốc gia trên thế giới, như: nghiên cứu của Abor (2005) ở Ghana; Ebaid (2009) ở Ai Cập; Onaolapo và Kajola (2010) ở Nigeria...

Tuy nhiên, các nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam vẫn còn khá hạn chế. Do vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm đo lường mức độ tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, trong trường hợp cụ thể là doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn là tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần, hay là cấu trúc mô hình chiếc bánh (pie model). Kích cỡ chiếc bánh là tổng giá trị của các tài sản của doanh nghiệp, bao gồm thành phần nợ và vốn cổ phần (Ross, Westerfield và Jaffe, 2017).

Hiệu quả hoạt động

Hiệu quả hoạt động là mức độ đạt được các mục tiêu đã được lên kế hoạch trước (Mia và Clarke, 1999). Trong nghiên cứu này, hiệu quả hoạt động là

* Trường Đại học Quốc tế TP. Hồ Chí Minh | Email: nguyenducdat71@gmail.com

Ngày nhận bài: 28/12/2018; Ngày phản biện: 10/01/2019; Ngày duyệt đăng: 18/01/2019

thước đo hiệu quả khi doanh nghiệp sử dụng tài sản để tạo ra doanh thu từ hoạt động kinh doanh. Thuật ngữ này cũng được sử dụng như một thước đo chung về sức khỏe tài chính tổng thể của doanh nghiệp trong một khoảng thời gian nhất định.

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả

Có nhiều ý kiến trái chiều về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động. Nghiên cứu của Abor (2005) cho thấy, cấu trúc vốn (nợ/lợi nhuận tài sản) ảnh hưởng cùng chiều đến lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) của 20 công ty niêm yết tại Ghana (1998-2002). Trong khi đó, Majumdar và Chhibber (1999) tìm thấy cấu trúc vốn ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của 1.000 công ty tại Ấn Độ (1988-1994). Nghiên cứu của Gleason và Mathur (2000) cũng chỉ ra rằng, cấu trúc vốn ảnh hưởng ngược chiều đến lợi nhuận trên tài sản (ROA) của 14 quốc gia ở châu Âu.

Dựa trên nghiên cứu của Majumdar và Chhibber (1999), Gleason và Mathur (2000), tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như Hình.

Các giả thuyết nghiên cứu được phát biểu như sau:

H1: DA tác động ngược chiều đến ROA;

H2: SDTA tác động ngược chiều đến ROA;

H3: DE tác động ngược chiều đến ROA;

H4: DA tác động ngược chiều đến ROE;

H5: SDTA tác động ngược chiều đến ROE;

H6: DE tác động ngược chiều đến ROE;

H7: DA tác động ngược chiều đến EPS;

H8: SDTA tác động ngược chiều đến EPS;

H9: DE tác động ngược chiều đến EPS.

Bên cạnh đó, các mô hình ước lượng được phát triển như sau:

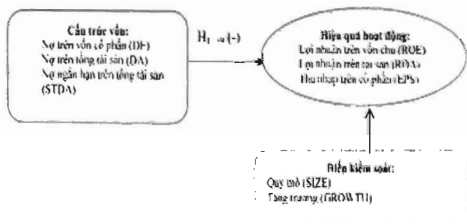
Mô hình 1: $ROA = \beta_0 + \beta_1 DA + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \varepsilon$

Mô hình 2: $ROA = \beta_0 + \beta_1 SDTA + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \varepsilon$

Mô hình 3: $ROA = \beta_0 + \beta_1 DE + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \varepsilon$

Mô hình 4: $ROE = \beta_0 + \beta_1 DA + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \varepsilon$

HÌNH: MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU



Nguồn: Đề xuất của tác giả

BẢNG 1: PHÂN TÍCH HỆ SỐ TƯƠNG QUAN

	ROA	ROE	EPS	DA	SDTA	DE	SIZE	GROWTH
ROA	1.0000							
ROE	0.7513	1.0000						
EPS	0.7801	0.7005	1.0000					
DA	-0.4888	-0.2217	-0.2894	1.0000				
SDTA	-0.4190	-0.1934	-0.2262	0.8997	1.0000			
DE	-0.3451	-0.4501	-0.2855	0.6316	0.6262	1.0000		
SIZE	0.1619	0.1129	0.1743	0.1052	-0.1438	-0.0238	1.0000	
GROWTH	-0.0127	0.0314	-0.0017	0.0658	-0.0679	0.0078	0.1885	1.0000

BẢNG 2: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH ƯỚC LƯỢNG

	Kiểm định Hausman lựa chọn phương pháp	Đa cộng tuyến	Phương sai thay đổi	Tỷ tương quan	Khắc phục vi phạm mô hình
Mô hình 1	REM		X	X	Ước lượng bình phương tối thiểu có trọng số (FGLS)
Mô hình 2	FEM		✓	X	
Mô hình 3	REM		X	X	
Mô hình 4	REM		X		
Mô hình 5	REM		X		
Mô hình 6	FEM		X	X	
Mô hình 7	REM		X	X	
Mô hình 8	REM		X	X	
Mô hình 9	REM		X	X	

Nguồn: Tính toán của tác giả

BẢNG 3: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG SAU KHI ĐÃ KHẮC PHỤC VI PHẠM

Biến phụ thuộc: ROA	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3
DA	-0.207***		
SDTA		-0.171***	
DE			-0.0106***
SIZE	0.0113***	0.00594*	0.00832***
GROWTH	-0.00211	-0.00640	-0.00417
Hằng số	-0.138*	-0.0159	-0.139
Số quan sát	235	235	235

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

BẢNG 4: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG SAU KHI ĐÃ KHẮC PHỤC VI PHẠM

Biến phụ thuộc: ROE	Mô hình 4	Mô hình 5	Mô hình 6
DA	-0.205***		
SDTA		-0.161***	
DE			-0.0297***
SIZE	0.0147**	0.00947	0.0109*
GROWTH	0.00478	0.000625	0.00356
Hằng số	-0.177	-0.0622	-0.124
Số quan sát	235	235	235

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

BẢNG 5: KẾT QUẢ ƯỚC LƯỢNG SAU KHI ĐÃ KHẮC PHỤC VI PHẠM

Biến phụ thuộc: EPS	Mô hình 7	Mô hình 8	Mô hình 9
DA	-5090.9***		
SDTA		-3518.3***	
DE			-354.7***
SIZE	440.3***	319.2**	362.6***
GROWTH	-87.71	-186.1	-134.5
Hằng số	-6758.7*	-4349.9	-6509.7*
Số quan sát	235	235	235

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

Nguồn: Tính toán của tác giả

Mô hình 5: $ROE = \beta_0 + \beta_1 SDTA + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \epsilon$

Mô hình 6: $ROE = \beta_0 + \beta_1 DE + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \epsilon$

Mô hình 7: $EPS = \beta_0 + \beta_1 DA + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \epsilon$

Mô hình 8: $EPS = \beta_0 + \beta_1 SDTA + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \epsilon$

Mô hình 9: $EPS = \beta_0 + \beta_1 DE + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \epsilon$

Trong đó: β_i ($i = 0, 1, 2, 3$) là các hệ số hồi quy được ước lượng; ϵ là đại diện phần dư (sai số) của mỗi mô hình.

Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp. Đây là dữ liệu bảng, được lấy từ cổng thông tin trực tuyến đầu ngành về tài chính và chứng khoán <http://vietstock.vn>.

Mẫu nghiên cứu bao gồm 47 doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm và đồ uống tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong khoảng 5 năm (từ 2013 đến 2017), với tổng số quan sát là $47 \times 5 = 235$. Từ đó, mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) được sử dụng để phân tích dữ liệu (Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kết quả kiểm định ở Bảng 1 và 2 cho thấy, các mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến, nhưng hầu hết đều bị vi phạm phương sai sai số thay đổi và tự tương quan giữa các sai số. Để khắc phục hiện tượng này, nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu có trọng số (FGLS).

Kết quả được trình bày tại Bảng 3 cho biết, DA, SDTA và DE tác động ngược chiều với ROA lần lượt với các hệ số ước lượng là -0.207, -0.171 và -0.0106 tại mức ý nghĩa 1% dưới sự điều tiết của biến quy mô (SIZE). Kết quả ước lượng này tương đồng với các nghiên cứu trước, như: nghiên cứu của Amara và Aziz (2014) về tác động ngược chiều của DE lên ROA, nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007) về tác động ngược chiều của SDTA và DA lên ROA.

Theo Bảng 4, biến DA, SDTA và DE tác động ngược chiều lên ROE với hệ số ước lượng lần lượt là -0.205, -0.161 và -0.0297 tại mức ý nghĩa 1% với sự điều tiết của biến quy mô doanh nghiệp

(SIZE). Kết quả nghiên cứu có khác biệt so với các nghiên cứu trước. Cụ thể, nghiên cứu của Umar và công sự (2012), Saedi và Mahmoodi (2011) cho thấy, cấu trúc vốn tác động không đáng kể lên ROE.

Kết quả Bảng 5 cho biết, biến DA, SDTA và DE tác động ngược chiều lên EPS với hệ số ước lượng lần lượt là -5090.9, -3518.3 và -354.7 tại mức ý nghĩa 1% dưới sự điều tiết của quy mô doanh nghiệp (SIZE). Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Ebrati và công sự (2013), Umar và công sự (2012).

Tóm lại, cấu trúc vốn (DA, SDTA, DE) tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động (ROA, ROE, EPS) dưới sự điều tiết của biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) tại mức ý nghĩa 1%. Do đó, các giả thuyết nghiên cứu từ H₁ đến H₉ đều được chấp nhận, không có giả thuyết nào bị bác bỏ.

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ

Kết quả nghiên cứu cho thấy, tồn tại mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu

quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam. Cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động dưới sự điều tiết của biến quy mô doanh nghiệp trong giai đoạn 2013-2017. Nguyên nhân là do, trong giai đoạn này, nền kinh tế chưa hoàn toàn hồi phục sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Bên cạnh đó, Chính phủ đẩy mạnh kiểm soát lạm phát, các ngân hàng thắt chặt chính sách tiền tệ, trong khi doanh nghiệp thiếu vốn trầm trọng. Với áp lực từ những khoản chi phí cao do lãi suất nợ tạo ra gánh nặng thanh toán cho doanh nghiệp, nhiều doanh nghiệp sử dụng nợ ngắn hạn để trả lãi cho khoản nợ dài hạn, khiến các doanh nghiệp phải đối mặt với nợ xấu, trong khi thu nhập từ bán hàng vẫn còn nhiều khó khăn và cạnh tranh.

Từ kết quả nghiên cứu trên, nhà quản lý tài chính doanh nghiệp nên ưu tiên sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư theo lý thuyết trật tự phân hạng. Trong thị trường hiện tại, doanh nghiệp ngành thực phẩm và đồ uống sử dụng tới 90% vốn là nợ ngắn hạn để hoạt động. Điều này làm cho các khoản vay ngắn hạn phải đối mặt với những khó khăn nhất định, đặc biệt như việc tăng lãi suất dẫn đến giảm giá trị của lá chắn thuế và tăng chi phí phá sản.

Ngoài ra, do mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô và hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp có thể tăng quy mô để tiếp cận các khoản vay với lãi suất ưu đãi hơn so với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana, *Journal of Risk Finance*, 6, 438-47
2. Amara, Aziz, B. (2014). Impact of Capital Structure on Firms Performance, *International Journal of Multidisciplinary Consortium*, 1(1), 1-11
3. Ebrati, M. R., Emadi, F., Balasang, R. S., Safari, G. (2013). The Impact of Capital Structure on Firm Performance. Evidence from Tehran Stock Exchange, *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7 (4), 1-8
4. Ebaid, I. E. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt, *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487
5. Gleason, K. C., Mathur, L. K. Mathur, I. (2000). The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers, *Journal of Business Research*, 50(2), 185-191
6. Majumdar, Sumit K., Chhibber, Pradeep (1999). Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance, *Public Choice*, 98(3-4), 287-305
7. Mia, L., Clarke, B. (1999). Market competition, management accounting systems and business unit performance, *Management Accounting Research*, 10(2), 137-158
8. Onalapo A. A., Kajola S.O. (2010). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25, 70-82
9. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F. (2017). *Corporate Finance (11th edition)*, Nxb Kinh tế TP. Hồ Chí Minh
10. Umar, M., Tanveer, Z., Aslam, S, Sajid, M. (2012). Impact of Capital Structure on Firms' Financial Performance: Evidence from Pakistan, *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), 1-13
11. Zeitun R., Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance. evidence from Jordan, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61