

CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THỦY SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

PGS.TS. Đoàn Thanh Hà* - Ths. Nguyễn Quỳnh Mai**

Bài viết phân tích các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012 - 2023. Tác giả đã sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng thông qua các mô hình hồi quy đa biến Pooled OLS, FEM, REM. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời, cấu trúc tài sản cố định hữu hình, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, tăng trưởng GDP, tỷ lệ lạm phát và đại dịch COVID-19 có ảnh hưởng tích cực đến cấu trúc vốn. Biến tăng trưởng doanh nghiệp có tác động tiêu cực, còn tính thanh khoản không có ý nghĩa thống kê.

• Từ khóa: cấu trúc vốn, doanh nghiệp ngành thủy sản, Việt Nam, FEM, REM.

The article analyzes the factors affecting the capital structure of seafood enterprises listed on the Vietnamese stock market in the period of 2012 - 2023. The author used quantitative research methods through multivariate regression models Pooled OLS, FEM, REM. The research results show that enterprise size, profitability, tangible fixed asset structure, corporate income tax rate, GDP growth, inflation rate and COVID-19 pandemic have a positive impact on capital structure. Enterprise growth variable has a negative impact, while liquidity is not statistically significant.

• Key words: capital structure, seafood enterprises, Vietnam, FEM, REM.

Ngày gửi bài: 14/12/2024

Ngày gửi phản biện: 02/01/2025

Ngày nhận và sửa sau phản biện: 20/01/2025

Ngày chấp nhận đăng: 24/01/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i282.18>

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là tỷ lệ giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Một cấu trúc vốn hợp lý giúp tối đa hóa lợi nhuận và hạn chế rủi ro tài chính. Vốn vay có thể tận dụng đòn bẩy tài chính để gia tăng lợi nhuận, nhưng nếu sử dụng quá nhiều, doanh nghiệp có thể gặp rủi ro thanh toán. Cấu trúc vốn phụ thuộc vào nhiều yếu tố như tình hình kinh tế, lĩnh vực hoạt động và tình hình hoạt động của doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, trong 5 năm qua (2019 - 2023), tổng tài sản của các doanh nghiệp thủy sản tăng

81,23%, chủ yếu nhờ vào sự gia tăng tài sản ngắn hạn. Tổng tài sản ngắn hạn năm 2023 tăng 68,63% so với năm 2019, cho thấy phần lớn vốn vay được dùng cho tài sản ngắn hạn như hàng tồn kho và khoản phải thu. Trong khi đó, vốn trung và dài hạn tăng chậm hơn, từ 5-8% mỗi năm. Việc tăng cấu trúc nợ cao có thể gia tăng chi phí lãi và giảm lợi nhuận, nhưng cũng cung cấp lợi ích thuế. Vì vậy, vai trò của đòn bẩy tài chính là hai mặt và cần được đánh giá cẩn thận.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Các lý thuyết liên quan đến cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn theo quan điểm truyền thống: Durand (1952) cho rằng cấu trúc vốn doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi thuế, thông tin không hoàn hảo và rủi ro kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, ông không chỉ rõ chi phí và rủi ro phá sản liên quan đến nợ.

Lý thuyết cơ cấu vốn hiện đại: Modigliani và Miller (1958) cho rằng, giá trị doanh nghiệp không thay đổi khi thay đổi cấu trúc vốn, với giả định không có thuế, chi phí giao dịch, kiệt quệ tài chính, lãi suất đồng nhất, và thị trường vốn hoàn hảo, trái ngược với quan điểm của Durand (1952).

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn: Kraus và Litzenberger (1973) cùng Myers (1977) cho rằng, doanh nghiệp nên duy trì mức nợ tối ưu. Myers (1977) nhấn mạnh rằng khi nợ quá cao, chi phí kiệt quệ tài chính có thể vượt lợi ích thuế, làm giảm giá trị doanh nghiệp và tăng nguy cơ phá sản.

Lý thuyết trật tự phân hạng: Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984) cho rằng,

* Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM

** Ngân hàng TMCP Phương Đông (OCB)

không có cấu trúc vốn tối ưu, mà chỉ có thứ tự ưu tiên trong tài trợ. Do thông tin bất cân xứng, chi phí vốn bên ngoài cao hơn, vì vậy doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vốn nội bộ, sau đó là nợ vay, và cuối cùng là phát hành cổ phiếu mới.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Nguyễn Thị Bích Thuận (2023) nghiên cứu cấu trúc vốn của 19 doanh nghiệp thủy sản niêm yết tại Việt Nam từ 2018-2022 sử dụng mô hình hồi quy đa biến. Kết quả cho thấy, thuế TNDN và tăng trưởng doanh nghiệp có tác động tích cực đến cấu trúc vốn, trong khi thay đổi lợi nhuận và tỷ suất ROA có tác động tiêu cực.

Nguyễn Kim Quốc Trung (2023) nghiên cứu tác động của đại dịch COVID-19 đến cấu trúc vốn của 75 doanh nghiệp nhỏ và vừa từ 2010-2020. Kết quả cho thấy tỷ lệ nợ năm trước, TSCĐ hữu hình, thuế TNDN, tuổi doanh nghiệp và GDP có tác động tích cực, trong khi COVID-19, tỷ suất ROA, tăng trưởng doanh nghiệp và lạm phát có tác động tiêu cực.

Karim và cộng sự (2021) nghiên cứu cấu trúc vốn của 231 doanh nghiệp bán lẻ niêm yết tại Malaysia từ 2008-2018. Kết quả cho thấy ROE, tỷ lệ thanh khoản, và tăng trưởng doanh nghiệp tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn, nhưng quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực.

Sadiq và cộng sự (2022) nghiên cứu cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Pakistan từ 2005-2014. Kết quả cho thấy quy mô doanh nghiệp, tăng trưởng doanh nghiệp, và tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động tích cực, trong khi rủi ro tín dụng, thanh khoản và hệ thống tác động tiêu cực.

Các nghiên cứu hiện tại thiếu chú trọng vào tác động của thuế TNDN, yếu tố vĩ mô như GDP và lạm phát. Tác động của đại dịch COVID-19 cũng chưa được khảo sát đầy đủ. Nghiên cứu này sẽ làm rõ các yếu tố này và giúp doanh nghiệp tối ưu hóa cấu trúc vốn và ứng phó tốt hơn với khủng hoảng.

3. Mô hình nghiên cứu

Kế thừa các nghiên cứu trước của Nguyễn Thị Bích Thuận (2023), Nguyễn Kim Quốc Trung (2023), Karim và cộng sự (2021), Sadiq và cộng sự (2022), tác giả có phương trình hồi quy biểu diễn cho các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn ngành thủy sản niêm yết trên TTCK Việt Nam như sau:

$$LEV_{i,t} = \alpha + b_1 * SIZE_{i,t} + b_2 * TANG_{i,t} + b_3 * ROE_{i,t} + \beta_4 * GROWTH_{i,t} + \beta_5 * LIQ_{i,t} + \beta_6 * TAX_{i,t} + \beta_7 * GDP_t + \beta_8 * CPI_t + b_{10} * COVID_t + e$$

Bảng 1: Phương pháp đo lường biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Mô tả	Công thức đo lường	Giải thuyết
Biến độc lập			
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Log (Tổng tài sản)	+
TANG	Cấu trúc TSCĐ hữu hình	$\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản của doanh nghiệp}}$	+
ROE	Khả năng sinh lời	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng VCSH bình quân}}$	-
GROWTH	Tăng trưởng doanh nghiệp	$\frac{\text{Doanh thu năm 1} - \text{Doanh thu năm 0}}{\text{Doanh thu năm 0}}$	-
LIQ	Tinh thanh khoản	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	-
TAX	Thuế suất thuế TNDN	$\frac{\text{Thuế TNDN phải nộp}}{\text{Lợi nhuận trước thuế}}$	+
GDP	Tăng trưởng kinh tế	Lấy số liệu cụ thể theo từng năm.	+
CPI	Tỷ lệ lạm phát	Lấy số liệu cụ thể theo từng năm.	-
COVID	Đại dịch COVID 19	Biến giả 1 là có xuất hiện đại dịch từ 2020 - 2021; 0 cho các năm còn lại	+
Biến phụ thuộc			
LEV	Hệ số nợ tổng thể	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$	

Nguồn: Tác giả tổng hợp

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 2: Kết quả hồi quy các mô hình Pooled OLS, FEM và REM

Tên biến	LEV		
	OLS	FEM	REM
SIZE	0,010	0,040**	0,023*
TANG	1,264***	0,848*	1,195***
ROE	2,392***	1,946***	2,117***
GROWTH	-0,350***	-0,215**	-0,290***
LIQ	-0,009	-0,021	-0,015
TAX	1,203***	1,280***	1,268***
GDP	1,289	1,208	1,184
CPI	2,959***	3,022***	2,921***
COVID	0,041	0,036	0,041
R-square	63,16%	58,78%	62,50%

Nguồn: Kết quả trích xuất từ STATA 14.0

Kết quả tại bảng 2 cho thấy R² đều trên 55%, chứng tỏ các biến độc lập giải thích tốt sự thay đổi của LEV. Các biến TANG, ROE, TAX, CPI đều có ảnh hưởng tích cực đến LEV, trong khi GROWTH có ảnh hưởng tiêu cực. Biến SIZE có ý nghĩa với FEM và REM nhưng không với Pooled OLS. Các biến có ảnh hưởng tương đồng, cần kiểm định để chọn mô hình phù hợp.

Kiểm định F cho thấy Prob > F là 0,000, thấp hơn 5%, nên chọn mô hình FEM. Kiểm định Hausman cho kết quả P-value thấp hơn 5%, cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn REM. Mô hình FEM với tác động cố định được chọn vì tính vững hơn và phù hợp cho các kiểm định tiếp theo.

Kiểm định phương sai sai số thay đổi cho thấy Prob là 0,000, thấp hơn 5%, nên mô hình FEM có

hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Kiểm định tự tương quan cũng cho thấy Prob là 0,000, thấp hơn 5%, nên mô hình FEM có hiện tượng tự tương quan.

Như vậy, khi xác định được mô hình FEM đã có tồn tại hai hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan thì cần phải tiến hành khắc phục hai hiện tượng này theo phương pháp FGLS, nhằm xác định kết quả cuối cùng để thảo luận và kiểm định các giả thuyết nghiên cứu tương ứng.

Bảng 3: Kết quả ước lượng mô hình bằng phương pháp FGLS

Biến độc lập	Biến phụ thuộc LEV		
	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	P-value
SIZE	0,028**	0,010	0,003
TANG	1,523***	0,264	0,000
ROE	2,324***	0,190	0,000
GROWTH	-0,217***	0,065	0,001
LIQ	0,010	0,036	0,776
TAX	1,088***	0,249	0,000
GDP	1,664***	0,468	0,000
CPI	2,316***	0,443	0,009
COVID	0,055**	0,021	0,000

Nguồn: Kết quả trích xuất từ STATA 14.0

Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ tác động của các yếu tố đến cấu trúc vốn (cấu trúc vốn) của doanh nghiệp thủy sản niêm yết tại Việt Nam từ cao đến thấp như sau:

Khả năng sinh lời (ROE, $\beta = 2,324$): Tác động tích cực đến cấu trúc vốn, nghĩa là khi ROE tăng 1%, hệ số nợ tổng thể tăng 2,324%. Điều này cho thấy doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường vay nợ nhiều hơn do chi phí nợ thấp hơn và uy tín cao hơn với các tổ chức cho vay.

Tỷ lệ lạm phát (CPI, $\beta = 2,316$): Tác động tích cực đến cấu trúc vốn, tức là khi tỷ lệ lạm phát tăng 1%, hệ số nợ tổng thể tăng 2,316%. Mặc dù lạm phát làm chậm tiêu thụ hàng hóa, doanh nghiệp vẫn cần vay nợ để duy trì hoạt động.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP, $\beta = 1,664$): Tác động tích cực đến cấu trúc vốn; khi GDP tăng 1%, hệ số nợ tổng thể tăng 1,664%. Tăng trưởng kinh tế tốt tạo cơ hội cho doanh nghiệp tiếp cận vốn vay với chi phí thấp hơn.

Cấu trúc tài sản cố định hữu hình (TANG, $\beta = 1,523$): Tác động tích cực đến cấu trúc vốn; khi tỷ lệ tài sản cố định hữu hình tăng 1%, hệ số nợ tổng thể tăng 1,523%. Tài sản hữu hình có thể dùng làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay.

Thuế suất thu nhập doanh nghiệp (TAX, $\beta = 1,088$): Tác động tích cực đến cấu trúc vốn; khi thuế suất tăng 1%, hệ số nợ tổng thể tăng 1,088%.

Doanh nghiệp vay nợ nhiều hơn để tận dụng lợi ích từ khấu trừ lãi vay.

Tăng trưởng doanh nghiệp (GROWTH, $\beta = -0,217$): Tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn; khi tăng trưởng doanh thu tăng 1%, hệ số nợ tổng thể giảm 0,217%. Doanh nghiệp tăng trưởng nhanh có xu hướng giảm vay nợ nhờ vào vốn tự có tăng lên.

Đại dịch COVID-19 (COVID, $\beta = 0,055$): Tác động tích cực đến cấu trúc vốn; khi đại dịch xảy ra, hệ số nợ tổng thể tăng 0,055%. Đại dịch làm tăng nhu cầu vay nợ do nguồn vốn nội bộ không đủ đáp ứng.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE, $\beta = 0,028$): Tác động tích cực đến cấu trúc vốn; khi quy mô tăng 1%, hệ số nợ tổng thể tăng 0,028%. Doanh nghiệp lớn dễ tiếp cận nguồn vốn vay với chi phí thấp hơn.

Các kết quả này cung cấp cái nhìn sâu sắc về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp thủy sản và có thể giúp các doanh nghiệp tối ưu hóa chiến lược tài chính của họ.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Để tối ưu hóa đòn bẩy tài chính, các doanh nghiệp và cơ quan chức năng có thể áp dụng những chính sách sau: Doanh nghiệp nên cải thiện khả năng sinh lời và đầu tư vào tài sản cố định hữu hình để tăng khả năng vay nợ và tận dụng lợi ích từ khấu trừ thuế. Chính phủ cần kiểm soát lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và cung cấp hỗ trợ tài chính cho doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi đại dịch. Đồng thời, việc xem xét chính sách thuế để khuyến khích vay nợ và duy trì mức thanh khoản hợp lý cũng là những biện pháp quan trọng. Các chính sách này sẽ giúp doanh nghiệp cân bằng cấu trúc vốn, giảm chi phí vay, và duy trì hoạt động ổn định trong môi trường kinh doanh đầy biến động.

Tài liệu tham khảo:

- Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity funds for Business Trends and Problems of Measurement. Conference on Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research, (pp. 215-262). Cambridge.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. American Economic Review, 48, 261-297.
- Kraus, A., & Litzengerger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. The Journal of Finance, 28(4), 911-922.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of financial economics, 13(2), 187-221.
- Nguyễn Thị Bích Thuận. (2023). Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty trong ngành Thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Công Thương.
- Nguyễn Kim Quốc Trung. (2023). Does COVID-19 affect small and medium enterprises' capital structure in vietnam? Cogent Economics & Finance, 11(1).
- Karim, S., Rabbani, M., & Khan, M. (2021). Determining the key factors of corporate leverage in Malaysian service sector firms using dynamic modeling. Journal of Economic Cooperation and Development, 42(3).
- Sadiq, M., Alajlani, S., Hussain, M. S., Ahmad, R., Bashir, F., & Chupradit, S. (2022). Impact of credit, liquidity, and systematic risk on financial structure: comparative investigation from sustainable production. 29(14), 20963-20975.