

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CHẾ BIẾN THỦY SẢN NIÊM YẾT TẠI SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH – SỬ DỤNG PHƯƠNG PHÁP FEM, REM

Ths. Lê Phương Dung, Đặng Thị Hồng Giang

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

Email: lephuongdung191@gmail.com

Bài báo này sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính năm 2008 – 2011 của 20 doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh, để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp này. Với cách tiếp cận theo phương pháp: mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy, các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản bao gồm: quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, hiệu quả kinh doanh và tính thanh khoản của doanh nghiệp.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính, ngành chế biến thủy sản, nhân tố ảnh hưởng

1. Đặt vấn đề

Cấu trúc tài chính doanh nghiệp, chủ đề này đã thu hút sự quan tâm nghiên cứu của các nhà tài chính và các nhà quản lý doanh nghiệp trên thế giới khi hai nhà kinh tế học người Mỹ là Modigliani và Miller cho công bố công trình nghiên cứu của họ vào năm 1958. Kể từ đó, có vài lý thuyết đã được phát triển để giải thích sự khác biệt trong lựa chọn cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp. Có hai mô hình lý thuyết phổ biến và nổi tiếng nhất giải thích mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và giá trị của doanh nghiệp là: lý thuyết tĩnh về cấu trúc vốn (the static trade – off theory) và lý thuyết trật tự phân hạng (the pecking order theory). Bên cạnh đó, đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm cố gắng xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và sự khác biệt giữa lý thuyết và thực tế.

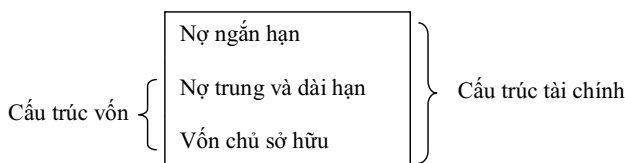
Trong bối cảnh nền kinh tế và môi trường thể chế của Việt Nam, đã có những tác động đáng kể đến việc lựa chọn cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp. Nghiên cứu tập trung xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của 20 doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh. Với cách tiếp cận

theo phương pháp: mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng tác động tích cực đến tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp chế biến thủy sản nhưng hiệu quả kinh doanh và tính thanh khoản tác động nghịch.

2. Cơ sở lý thuyết về cấu trúc tài chính và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính được hiểu là cơ cấu giữa toàn bộ các khoản nợ phải trả và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn chỉ ra cơ cấu các nguồn vốn dài hạn (cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu dài hạn và các khoản vay nợ trung hạn và dài hạn).

Cấu trúc tài chính và cấu trúc vốn:



Đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp tại các nước phát triển, những nhân tố được xác định phổ biến bao gồm: quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, hiệu quả kinh doanh, rủi ro kinh doanh, tốc độ tăng trưởng và tính thanh khoản. Tuy nhiên, các kết quả nghiên cứu xu hướng tác động của các nhân tố là không hoàn toàn giống nhau giữa các nghiên cứu và vấn đề này chưa được nghiên cứu nhiều ở các nước đang phát triển như Việt Nam.

- Quy mô doanh nghiệp

Quy mô của doanh nghiệp phản ánh độ lớn về hoạt động của doanh nghiệp, thường được đo lường bằng chỉ tiêu số lượng nhân viên, tổng tài sản, hay tổng doanh thu. Ở Việt Nam, các doanh nghiệp niêm yết có quy mô lớn thường là những doanh nghiệp có sở hữu nhà nước chiếm cổ phần lớn, vì vậy những doanh nghiệp này có nhiều cơ hội huy động các

nguồn vốn từ bên ngoài hơn, nhất là các tổ chức tín dụng thuộc sở hữu Nhà nước. Do vậy, *quy mô của doanh nghiệp tác động (+) đến cấu trúc tài chính.*

- Cơ cấu tài sản

Cơ cấu tài sản được đo lường bằng tổng tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản. Theo các lý thuyết, tài sản cố định có quan hệ thuận chiều với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp. Điều này do chủ nợ thường đòi hỏi phải có thể chấp để đảm bảo cho các khoản vay và giá trị thanh lý tài sản cố định hữu hình giúp giảm thiệt hại cho chủ nợ trong trường hợp doanh nghiệp phá sản. Do vậy, *cơ cấu tài sản tác động (+) đến cấu trúc tài chính.*

- Hiệu quả kinh doanh

Hiệu quả kinh doanh được đo lường bằng chỉ tiêu lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và thu nhập trên

Bảng 1: Tóm tắt một số kết quả nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Nhân tố	Tác động của các nhân tố đến cấu trúc tài chính		
	Thuận chiều (+)	Nghịch chiều (-)	Không có ý nghĩa
Quy mô doanh nghiệp	Friend và Lang (1988), Malitz (1985), Harris và Raviv (1990), Huang và Song (2002), Chen (2004)	Titman và Vessels (1988), Barton và Gordon (1998)	Kim và Sorensen (1986), Kishnan và Moyer (1996)
Cơ cấu tài sản	Friend và Lang (1988), Titman và Wessels (1988), Williamson (1988), Harris và Raviv (1990), Chen (2004)	Barton và Gordon (1998), Nguyễn Ngọc Vũ (2003)	-
Hiệu quả hoạt động	Friend và Hasbrouck (1998), Chowdhury và Miles (1989)	Kester (1986), Friend và Lang (1988), Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995), Chen (2004), Nguyễn Ngọc Vũ (2003)	-
Tốc độ tăng trưởng	Kim và Sorensen (1986), Rajan và Zingales (1995)	Titman và Wessels (1988), Chowdhury và Miles (1989)	Analia Jones (1995-1998)
Rủi ro kinh doanh	-	Friend và Lang (1988), Chowdhury và Miles (1989), Kim và Sorensen (1986)	Kester (1986), Titman và Wessels (1988)
Tính thanh khoản	Williamson (1988), Shleifer và Vishny (1992)	Myers và Rajan (1998), Morellec(2001), Ozkan (2001)	-

mỗi cổ phiếu (EPS), trong đó ROA là biến có tương quan cao với biến phụ thuộc, vì vậy chúng tôi chọn biến ROA để nghiên cứu. Các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao sẽ tận dụng lợi ích quan trọng của việc sử dụng nợ là tác dụng của lá chắn thuế, sẽ vay nợ nhiều hơn để được khấu trừ chi phí lãi vay. Khi đó, mối quan hệ giữa hiệu quả kinh doanh và tỷ lệ nợ là thuận chiều. Tuy nhiên, do sự bất cân xứng về thông tin, doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng lợi nhuận để lại như là nguồn vốn tái đầu tư, sau đó mới sử dụng nợ và phát hành cổ phiếu khi cần thiết. Do đó, mối quan hệ giữa hiệu quả kinh doanh và tỷ lệ nợ là nghịch chiều. *Do vậy, về mặt lý thuyết hiệu quả kinh doanh có tác động (+) hoặc (-) đến cấu trúc tài chính.*

- Tốc độ tăng trưởng

Tốc độ tăng trưởng được đo lường thông qua chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản. Khi doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng, niềm tin của các nhà đầu tư vào doanh nghiệp sẽ cao, vì vậy khả năng tiếp cận các nguồn vốn từ bên ngoài càng lớn, trong khi đó doanh nghiệp cần nguồn tài trợ cho tài sản của mình nên sẽ vay nợ nhiều hơn. Khi đó, giữa tỷ lệ nợ và tốc độ tăng trưởng có mối quan hệ thuận chiều. Tuy nhiên, một vài nghiên cứu khác cho thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ nợ, lý do là các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường đi đôi với các rủi ro phá sản cao nên tỷ lệ nợ thấp. *Do vậy, tốc độ tăng trưởng có tác động (+) hoặc (-) đến cấu trúc tài chính.*

- Rủi ro kinh doanh

Rủi ro kinh doanh thường được đo lường thông qua độ lệch chuẩn của các chỉ tiêu lợi nhuận trước

thuế, ROA. Các doanh nghiệp có rủi ro hoạt động kinh doanh càng lớn thì niềm tin của nhà đầu tư vào doanh nghiệp càng thấp, doanh nghiệp khó có thể tiếp cận được các nguồn vốn vay bên ngoài nên lượng nợ sử dụng càng thấp. *Do vậy, rủi ro kinh doanh tác động (-) đến cấu trúc tài chính.*

- Tính thanh khoản

Tính thanh khoản của doanh nghiệp được đo lường bằng tổng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn. Nhà quản trị của doanh nghiệp đòi hỏi nguồn tài chính luân chuyển hết mức để tránh sử dụng đến nguồn tài chính bên ngoài, nên doanh nghiệp có nhiều tài sản thanh khoản có thể sử dụng các tài sản này tài trợ cho các khoản đầu tư của mình. Do đó, tính thanh khoản có mối quan hệ tỷ lệ nghịch (-) với tỷ lệ nợ. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có tỷ lệ thanh khoản cao có thể sử dụng nhiều nợ vay do doanh nghiệp có thể trả các khoản nợ vay ngắn hạn khi đến hạn, nên tính thanh khoản của doanh nghiệp có quan hệ thuận chiều với tỷ lệ nợ. *Do vậy, tính thanh khoản của doanh nghiệp tác động (-) hoặc (+) đến cấu trúc tài chính.*

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dựa vào số liệu BCTC từ năm 2008 đến 2011 của 20 doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại SGDCK TP. HCM được công bố trên trang website <http://www.hsx.vn>, tác giả tiến hành tính toán các chỉ tiêu liên quan đến cấu trúc tài chính và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Dữ liệu thu thập được là dữ liệu bảng không cân bằng. Tiến hành hồi quy theo 2 phương pháp là: mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các ảnh hưởng ngẫu

Bảng 2: Biểu diễn mối tương quan giữa cấu trúc tài chính và các nhân tố qua các biến

Biến	Chỉ tiêu	Nhân tố	Quan hệ với cấu trúc tài chính
Y1	Tỷ lệ nợ/ tổng tài sản		Cấu trúc tài chính
Y2	Tỷ lệ nợ ngắn hạn/ tổng tài sản		
Y3	Tỷ lệ nợ dài hạn/ tổng tài sản		
X1	Logarit_Doanh thu	Quy mô doanh nghiệp	(+)
X2	TSCĐ/ tổng tài sản	Cơ cấu tài sản	(+)
X3	Lợi nhuận/ tổng tài sản (ROA)	Hiệu quả kinh doanh	(+) / (-)
X4	Độ lệch chuẩn ROA	Rủi ro kinh doanh	(-)
X5	Tăng trưởng tài sản	Tốc độ tăng trưởng	(+) / (-)
X6	TSLĐ/ Nợ ngắn hạn	Tính thanh khoản	(+) / (-)

nhiên (REM).

3.2. Mã hóa biến nghiên cứu

Phương pháp phân tích

Mô hình hồi quy dữ liệu bảng có dạng như sau:

$$Y_{it} = C_{it} + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + u_{it} \quad (1)$$

Với $i, t \in N^*$

Trong đó: Y_{it} là giá trị của biến phụ thuộc (tỷ lệ nợ) của doanh nghiệp i vào thời gian t .

X_{1it}, \dots, X_{nit} là giá trị biến độc lập đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp i vào thời kỳ t .

u_{it} là phần dư.

Hệ số chặn “C” trong công thức (1) được thêm vào chỉ số “i,t” để phân biệt hệ số chặn của từng doanh nghiệp khác nhau, sự khác biệt này có thể do đặc điểm khác nhau của từng doanh nghiệp hoặc do sự khác nhau trong chính sách quản lý, hoạt động của doanh nghiệp.

Với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến các biến giải thích, phương pháp FEM (Mô hình các ảnh hưởng cố định) phân tích mối tương quan này giữa phần dư của mỗi thực thể với các biến giải thích qua đó kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt (không đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để chúng ta có thể ước lượng những ảnh hưởng thực (net effects) của biến giải thích lên biến phụ thuộc.

Phương pháp REM (Mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên) dựa vào giả thuyết rằng sự khác biệt giữa các thực thể được chứa đựng trong phần sai số ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Do đó, thay vì C_i cố định, phương pháp giả định C_i là một biến ngẫu nhiên với giá trị trung bình là C . Khi đó, giá trị hệ số chặn là $C_i = C + \varepsilon_i$, trong đó ε_i là sai số ngẫu nhiên có trung bình bằng 0 và phương sai là .

Kiểm định Hausman nhằm lựa chọn phương pháp FEM hay REM phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu,

với giả thiết:

Ho: FEM và REM không khác biệt đáng kể

H1: FEM và REM khác biệt đáng kể

Nếu $\alpha > p$ -value cho phép kết luận giả thiết Ho bị bác bỏ, khi đó ta kết luận là FEM phù hợp hơn để sử dụng. Ngược lại, REM phù hợp cho mô hình nếu chấp nhận giả thiết Ho.

4. Đặc điểm cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngành chế biến thủy sản niêm yết tại Sở GDCK TP Hồ Chí Minh

4.1. Tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp

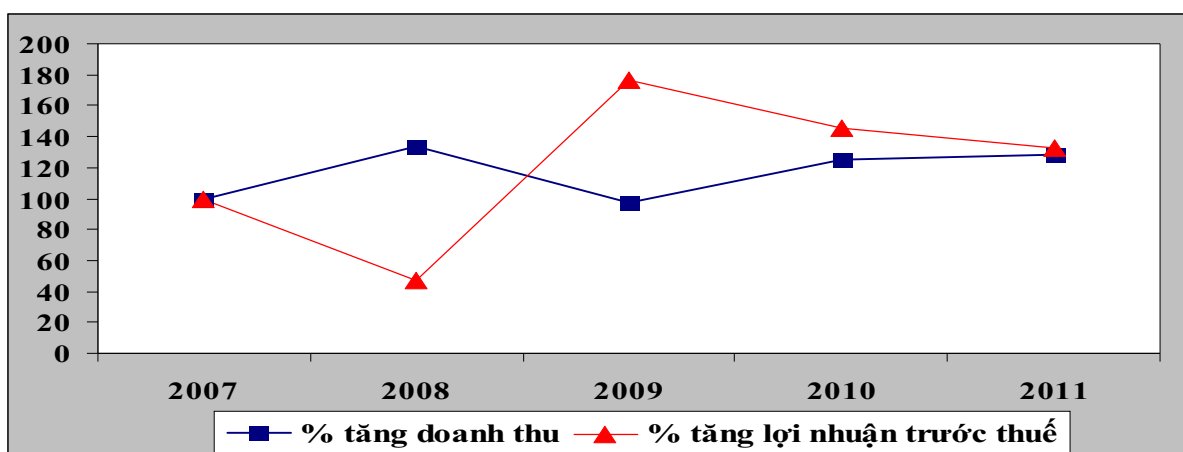
Trong những năm qua, ảnh hưởng của lạm phát tăng cao, sự biến động của thị trường tiền tệ, bất động sản, giá vàng và đô la Mỹ... đã tác động rất lớn đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nói chung và ngành chế biến thủy sản nói riêng. Tuy nhiên, qua hơn 4 năm hoạt động cho thấy các doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại SGDK TP. HCM vẫn hoạt động tốt và có lãi. Tình hình kinh doanh được thể hiện ở bảng 3.

Qua bảng 3 và hình 1 cho thấy doanh thu của 20 doanh nghiệp niêm yết tăng liên tục từ 16.844.143 triệu đồng năm 2007 lên hơn 34.767.936 triệu đồng năm 2011, với tốc độ tăng bình quân là 20,76%/năm. Đặc biệt là doanh thu năm 2008 so với năm 2007 tăng rất cao đạt 33,3%, đây là mức tăng cao nhất trong vòng 4 năm, bên cạnh đó năm 2009 chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế nên doanh thu giảm 3,1% so với 2008 và nếu so sánh doanh thu năm 2011 với năm 2007 thì trong cả giai đoạn doanh thu tăng lên 106,41%. Cũng do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế trong hai năm 2008 và 2009 làm cho lợi nhuận trước thuế năm 2008 giảm 53,5% so với năm 2007, trong cả giai đoạn lợi nhuận trước thuế tăng 57,85%. Tốc độ tăng bình quân hàng năm của lợi nhuận trước thuế là 25,13% lớn hơn tốc độ tăng doanh thu, thể hiện qua đồ thị

Bảng 3: Tình hình chung về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết

Chỉ tiêu (Đvt: Triệu đồng)	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011
Doanh thu	16.844.143	22.450.462	21.753.263	27.163.716	34.767.936
Lợi nhuận trước thuế	1.335.561	621.630	1.096.197	1.590.965	2.108.166
% tăng doanh thu	100	133	97	125	128
% tăng lợi nhuận trước thuế	100	47	176	145	133

Hình 1: Biểu diễn tốc độ tăng doanh thu và lợi nhuận trước thuế



biểu diễn tốc độ tăng lợi nhuận trước thuế luôn nằm trên đường biểu diễn tốc độ tăng doanh thu trong cả giai đoạn, chỉ có năm 2008 tốc độ tăng lợi nhuận trước thuế thấp hơn tốc độ tăng doanh thu. Điều đó chứng tỏ quy mô của các doanh nghiệp ngày càng được mở rộng và sản phẩm của doanh nghiệp làm ra được người tiêu dùng chấp nhận, có chỗ đứng trên thị trường, đồng thời các doanh nghiệp làm ăn có lãi trong nhiều năm liền. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế trong giai đoạn 2008 và 2009 làm chi phí kinh doanh của các doanh nghiệp trong thời gian này tăng khá cao nên làm giảm đi hiệu quả hoạt động kinh doanh, nhất là năm 2008.

Như vậy, mặc dù trải qua cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu nhưng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành có chiều hướng tốt, có lãi và một số doanh nghiệp đạt hiệu quả kinh tế cao so với mặt bằng chung nên góp phần làm tăng thêm tỷ trọng đóng góp của ngành trong cơ cấu tổng sản phẩm quốc dân. Tuy nhiên, tốc độ tăng chi phí kinh

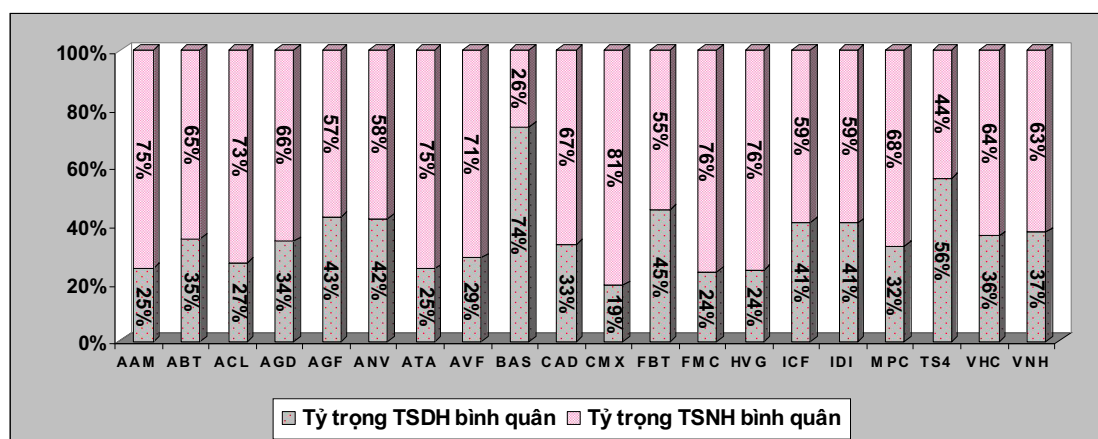
doanh của các doanh nghiệp là khá cao nên đã làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

4.2. Phân tích cấu trúc tài sản của các doanh nghiệp chế biến thủy sản từ năm 2008 -2011

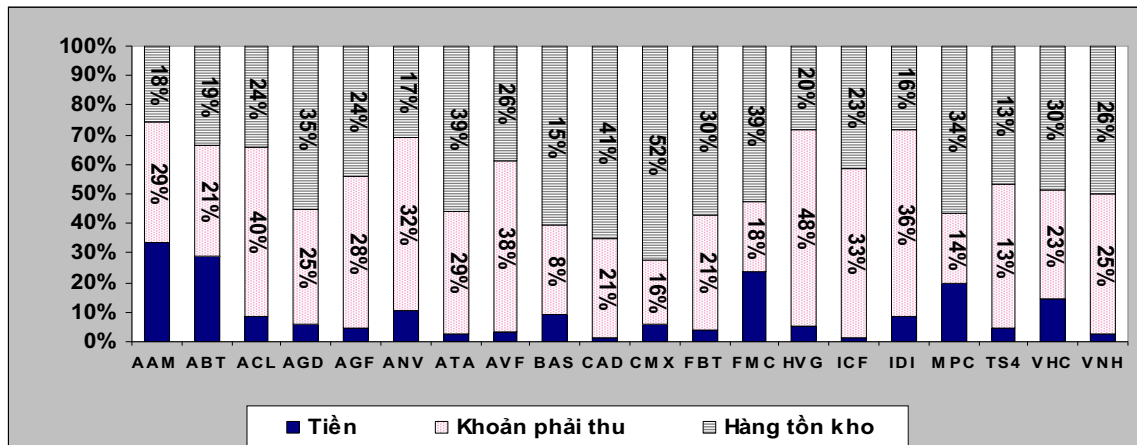
Tình hình phân bổ tài sản dài hạn và tài sản ngắn hạn, số liệu thống kê từ BCĐKT của 20 doanh nghiệp chế biến thủy sản trong giai đoạn từ 2008 – 2011 được phản ánh trong hình 2.

Dựa vào hình 2 cho thấy, tỷ trọng đầu tư tài sản ngắn hạn bình quân của các doanh nghiệp chế biến thủy sản khá lớn, tỷ trọng tài sản ngắn hạn trung bình của 20 doanh nghiệp giai đoạn từ năm 2008 – 2011 là 64%. Tỷ trọng tài sản dài hạn trung bình là 36%, thấp nhất là 19% (CMX) và cao nhất là 74% (BAS). Do đặc điểm ngành nghề kinh doanh mang tính thời vụ nên hầu hết các doanh nghiệp trong ngành chế biến thủy sản có tỷ trọng tài sản ngắn hạn lớn hơn so với tỷ trọng tài sản dài hạn. Qua đó, có thể dự đoán các doanh nghiệp trong ngành có tỷ trọng tài sản ngắn hạn cao sẽ có xu hướng tài trợ

Hình 2: Tỷ trọng đầu tư tài sản của các doanh nghiệp chế biến thủy sản



Hình 3: Cơ cấu tài sản ngắn hạn của các doanh nghiệp chế biến thủy sản



bằng vay ngắn hạn và vốn chủ sở hữu.

Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của các doanh nghiệp chế biến thủy sản chiếm tỷ trọng lớn nhất là khoản phải thu khách hàng và hàng tồn kho. Chiếm tỷ trọng lớn trong khoản mục hàng tồn kho của các doanh nghiệp chế biến thủy sản là chi phí sản xuất dở dang, thành phẩm và nguyên liệu vật liệu. Trong cơ cấu tài sản dài hạn chủ yếu là TSCĐ chiếm tỷ trọng lớn nhất, còn lại là chi phí xây dựng cơ bản dở dang và các khoản đầu tư tài chính dài hạn. TSCĐ của các doanh nghiệp trong ngành bao gồm có nhà xưởng, máy móc thiết bị, phương tiện vận tải truyền dẫn và thiết bị dụng cụ quản lý phục vụ cho hoạt động chế biến thủy sản.

Các doanh nghiệp thuộc ngành chế biến thủy sản đang niêm yết tại SGDK TP. HCM chủ yếu chỉ triển khai các hoạt động SXKD, hoạt động tài chính không đáng kể chỉ là những nghiệp vụ tài chính phát sinh trong thanh toán thông qua tài khoản tiền gửi

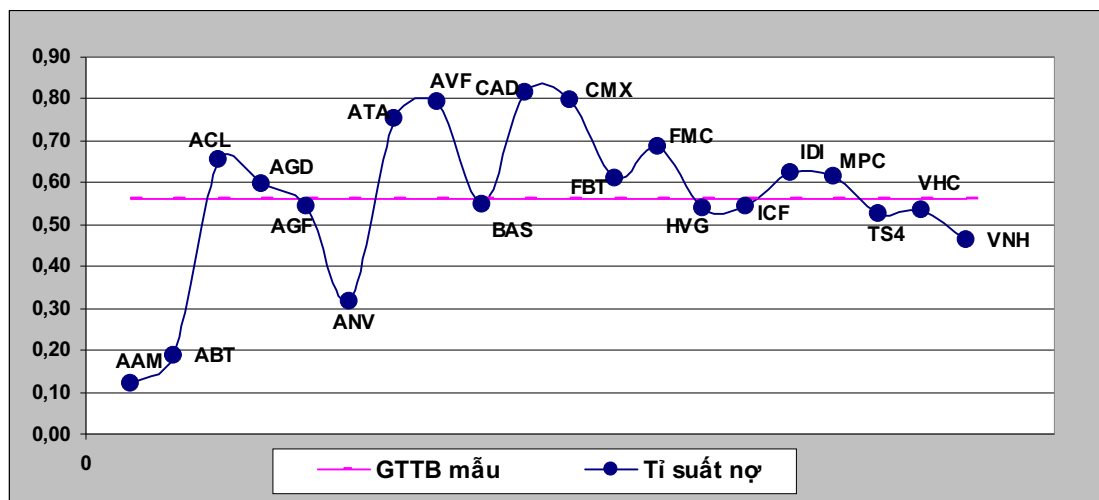
tại NHTM, ít có hoạt động đầu tư tài chính dài hạn, chỉ có những khoản đầu tư tài chính có tính bắt buộc như mua công trái nhà nước hoặc đầu tư vào các công ty liên doanh, liên kết.

4.3. Cấu trúc tài chính và xu hướng tài trợ của các doanh nghiệp ngành chế biến thủy sản

4.3.1. Tỷ lệ nợ bình quân của các doanh nghiệp

Hình 4 cho thấy tỷ lệ nợ bình quân của các doanh nghiệp niêm yết là 56,3% với độ lệch chuẩn của mẫu là khá lớn (19,1%), như vậy, các doanh nghiệp niêm yết trong ngành có chính sách vay nợ khác nhau. Thật vậy, có đến 10 doanh nghiệp, chiếm 50% số lượng doanh nghiệp có tỷ lệ trên 56,3%, có 7 doanh nghiệp có tỷ lệ nợ ở mức 40%- 55%, còn lại 3 doanh nghiệp có tỷ lệ nợ rất thấp, trên dưới 30% là ANV 31%, ABT 19% và thấp nhất là AAM 12%. Doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao nhất là CAD 82% và AVF 80%, chênh lệch giữa doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao nhất và thấp nhất là 70%. Tuy nhiên, mỗi doanh

Hình 4: Tỷ lệ nợ bình quân của các doanh nghiệp



ngành lại có chính sách vay nợ tương đối ổn định qua các năm thể hiện ở độ lệch chuẩn tỷ lệ nợ của mỗi doanh nghiệp khá thấp ($<0,1$). Điều này cho thấy, các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng chính sách vay nợ mục tiêu như khẳng định trong lý thuyết của Myers.

4.3.2. Cơ cấu nợ phải trả của các doanh nghiệp chế biến thủy sản

Hình 5 cho ta thấy hầu hết các khoản vay là ngắn hạn nhằm bổ sung cho nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp chế biến thủy sản. Tỷ lệ vay dài hạn trung bình của mẫu là 10%, doanh nghiệp có tỷ lệ vay dài hạn cao nhất là TS4 đạt 45%, còn lại hầu hết các doanh nghiệp có tỷ lệ vay dài hạn là trên dưới 10%, hai doanh nghiệp hầu như không vay dài hạn là ABT và FMC nên tỷ lệ nợ dài hạn 0%. Qua đó, có thể thấy thực tế hiện nay là các doanh nghiệp chỉ vay ngắn hạn từ NHTM là chủ yếu nhằm bổ sung nhu cầu đầu tư vào TSLĐ, còn nguồn vay dài hạn để đầu tư vào TSCĐ là rất ít chỉ khoảng 10%. Vì vậy, để có được nguồn vốn vay dài hạn phục vụ cho nhu cầu đầu tư vào TSCĐ để mở rộng sản xuất, đổi mới công nghệ không thể trông chờ vào NHTM, vì NHTM là tổ chức có chức năng cơ bản là huy động vốn ngắn hạn và cho vay ngắn hạn là chủ yếu, nên doanh nghiệp chế biến thủy sản cần phải đa dạng hóa hình thức huy động như phát hành cổ phiếu, trái phiếu công ty, trái phiếu chuyển đổi.

Tóm lại, qua nghiên cứu thực trạng cấu trúc tài chính của 20 doanh nghiệp niêm yết trong ngành chế biến thủy sản, có thể thấy các doanh nghiệp này

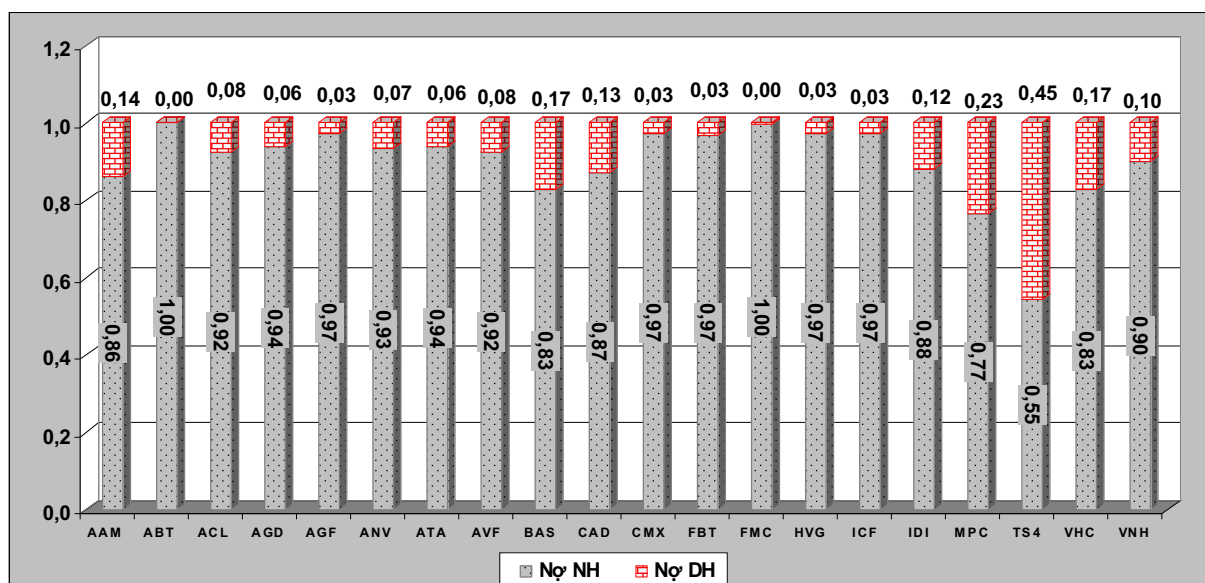
có cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ tương đối cao, trong cơ cấu vốn vay thì chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn để bổ sung cho nhu cầu vốn lưu động. Tuy nhiên, nếu xem xét cụ thể thì chính sách vay nợ của các doanh nghiệp là rất khác nhau, phụ thuộc vào chính sách vay nợ mà mỗi doanh nghiệp theo đuổi. Vì vậy, việc lựa chọn một chính sách vay nợ hợp lý đối với mỗi doanh nghiệp nhằm phát huy hiệu ứng tích cực của đòn cân nợ và hạn chế mặt tiêu cực của nó là rất quan trọng, có ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ hợp lý phụ thuộc vào nhiều nhân tố, nhiều điều kiện liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp. Việc xác định được các nhân tố này và đo lường ảnh hưởng của nó đến chính sách vay nợ nhằm hướng tới một cấu trúc tài chính tối ưu, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh và qua đó làm tăng giá trị của doanh nghiệp là rất quan trọng mà nhà quản trị cần phải nghiên cứu để ra quyết định về chính sách vay nợ một cách có hiệu quả.

5. Kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy mô hình mối quan hệ giữa các biến độc lập với tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ ngắn hạn và tỷ lệ nợ dài hạn bằng 2 phương pháp FEM và REM. Trong đó, các biến quy mô doanh nghiệp, hiệu quả kinh doanh, tốc độ tăng trưởng và tính thanh khoản có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% và 5%.

Kiểm định Hausman cho giá trị p-value $> 0,05$, nên kết quả hồi quy theo phương pháp REM là lựa chọn phù hợp để thể hiện ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc tài chính. Như vậy, mô hình hồi quy

Hình 5: Cơ cấu nợ phải trả của các doanh nghiệp chế biến thủy sản



Bảng 4: Kết quả hồi quy giữa tỷ lệ nợ và các nhân tố bằng 2 phương pháp

Biến phụ thuộc	Tỷ lệ nợ		Tỷ lệ nợ ngắn hạn		Tỷ lệ nợ dài hạn	
	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM
C	0,700* (0,027)	0,708* (0,032)	0,670* (0,029)	0,671* (0,037)	0,039* (0,007)	0,039* (0,013)
Quy mô doanh nghiệp	0,133* (0,042)	0,105* (0,033)	0,167* (0,045)	0,138* (0,037)	-0,056** (0,031)	-0,035** (0,019)
Cơ cấu tài sản						
Hiệu quả kinh doanh	-0,566* (0,147)	-0,561* (0,136)	-0,424* (0,153)	-0,403* (0,143)		
Rủi ro kinh doanh						
Tăng trưởng tài sản	0,083* (0,028)	0,089* (0,027)			0,045* (0,020)	0,055* (0,020)
Tính thanh khoản	-0,065* (0,014)	-0,071* (0,010)	-0,072* (0,015)	-0,075* (0,012)		
Hauman test (p-value)	0,207		0,679		0,247	

* có ý nghĩa thống kê ở mức $\alpha = 1\%$

**có ý nghĩa thống kê ở mức $\alpha = 10\%$

biểu diễn mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và các nhân tố là:

$$Y1 = 0,708 + 0,105X1 - 0,561X3 + 0,089X5 - 0,071X6$$

$$Y2 = 0,671 + 0,138X1 - 0,403X3 - 0,075X6$$

$$Y3 = 0,039 - 0,035X1 + 0,055X5$$

Quy mô doanh nghiệp tác động thuận chiều (+) đến tỷ lệ nợ; tỷ lệ nợ ngắn hạn và tác động nghịch chiều (-) đến tỷ lệ nợ dài hạn. Kết quả này đúng với lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn, tức là các doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì càng dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn vay mượn hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Do vậy, những doanh nghiệp lớn trong ngành chế biến thủy sản sẽ sử dụng nhiều các khoản nợ vay (ngắn hạn) để tài trợ hoạt động của mình trong khi các doanh nghiệp nhỏ thay vì sử dụng nợ sẽ dùng nguồn vốn chủ sở hữu nhiều hơn.

Hiệu quả kinh doanh tác động nghịch (-) đến tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn. Điều này đúng với lý thuyết trật tự phân hạng, nghĩa là các doanh nghiệp ngành chế biến thủy sản hiệu quả kinh doanh cao sẽ có nhiều nguồn vốn giữ lại và ưu tiên sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp do vậy sẽ ít sử dụng nợ vay (ngắn hạn) hơn.

Tốc độ tăng trưởng tác động thuận chiều (+) đến tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ dài hạn. Điều này được giải thích là do những doanh nghiệp trong ngành có tốc độ tăng trưởng cao thì nhu cầu vốn của doanh nghiệp sẽ tăng lên, thúc đẩy các doanh nghiệp tìm kiếm những nguồn vốn vay (dài hạn) bên ngoài để đầu tư vào tài sản của doanh nghiệp và khai thác cơ hội

kinh doanh.

Tính thanh khoản tác động nghịch chiều (-) đến tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn. Kết quả này cho thấy, các doanh nghiệp có tính thanh khoản cao sẽ hạn chế sử dụng nợ (ngắn hạn) vì doanh nghiệp sử dụng các tài sản có tính thanh khoản cao để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp.

6. Kết luận

Qua nghiên cứu cấu trúc tài chính và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của 20 doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại SGDC TP. HCM, có thể rút ra một số kết luận sau đây:

Thứ nhất, các doanh nghiệp này có cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ tương đối cao và trong cơ cấu vốn vay, chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn để bổ sung cho nhu cầu vốn lưu động và tài trợ cho TSCĐ. Điều này dễ dẫn đến mất cân bằng tài chính doanh nghiệp. Chính vì vậy, trong tương lai, các doanh nghiệp cần thay đổi cơ cấu tài trợ, gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn, để tăng tính tự chủ về tài chính cũng như đảm bảo khả năng thanh toán và giảm rủi ro cho doanh nghiệp.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản cho thấy, chính sách vay nợ của các doanh nghiệp này hiện nay phụ thuộc 4 nhân tố, bao gồm: nhân tố quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng quan hệ cùng chiều với cấu trúc tài chính; nhân tố hiệu quả hoạt động kinh doanh và tính thanh khoản quan hệ ngược chiều với cấu trúc tài chính; đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa

1%. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp trong ngành có quy mô vừa và nhỏ nhưng hiệu quả kinh doanh tốt, tính thanh khoản cao có ít cơ hội huy động các nguồn vốn từ bên ngoài. Nguyên nhân do thực tế hiện nay các doanh nghiệp chỉ vay từ NHTM là chủ yếu nhưng các NHTM hiện nay quá chú trọng đến tài sản đảm bảo.

Thứ ba, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn giải thích quyết định cơ cấu tài trợ của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Tuy nhiên, chúng ta không thể bỏ qua ảnh hưởng của những đặc điểm riêng biệt của từng doanh nghiệp trong mối quan hệ với cấu trúc tài chính cũng như ảnh hưởng của môi trường thể chế doanh nghiệp đang hoạt động.

Việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngành chế biến thủy sản gặp một số khó khăn như số lượng các doanh nghiệp về ngành này niêm yết trên sàn chưa

hiều. Dữ liệu nghiên cứu của chúng tôi chỉ có 20 doanh nghiệp nên trong tương lai nghiên cứu có thể mở rộng thêm các doanh nghiệp ngành chế biến thủy sản vào để nghiên cứu. Một số các nhân tố nghiên cứu chúng tôi muốn đưa vào để xem xét mức độ ảnh hưởng nhưng không thu thập được số liệu như: mối quan hệ với ngân hàng, lãi suất... Khi nghiên cứu cấu trúc tài chính, nhân tố chi phí vốn là nhân tố cực kỳ quan trọng nhưng trong điều kiện như Việt Nam hiện nay, việc thu thập số liệu tính chi phí vốn của doanh nghiệp gặp khó khăn và thiếu chính xác, vì vậy chúng tôi chưa có điều kiện nghiên cứu về yếu tố này. Trong tương lai khi thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển hơn nữa, chúng tôi hy vọng sẽ thu thập được các dữ liệu như mong muốn để bài báo nghiên cứu sẽ mang tính khả thi cao hơn. □

Tài liệu tham khảo:

1. TS. Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: Tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn*, Tạp chí Khoa học và công nghệ, Đại học Đà Nẵng, số 5(40).
2. TS Võ Thị Thúy Anh, Bùi Phan Nhã Khanh (2012), *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp: nghiên cứu thực nghiệm trên các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên Hose*, Tạp chí Phát triển kinh tế tháng 7, ĐH Kinh tế TP. HCM.
3. Johsua Abor (2008), *Determinants of the capital structure of Ghanaian Firm's*, Research Paper, 176.
4. Tugba Bas, Gulnur Muradoglu, and Kate Phylaktis (2009), *Determinants of Capital Structure in Developing Countries*, Research Paper, 121.
5. Trần Hùng Sơn (2007), *Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam*, Tạp chí Phát triển kinh tế tháng 11, ĐH Kinh tế TP. HCM.
6. TS. Hoàng Tùng (2010), *Mô hình nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần vừa và nhỏ*, Tạp chí ngân hàng số 21.
7. Nguyễn Ngọc Vũ (2003), *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và các giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu tài trợ của các công ty niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh*, Luận văn thạc sĩ Quản trị Kinh doanh, Đại học Đà Nẵng,
8. Rataporn Deesomsak, Krishna Paudyal, Gioia Pescetto (2004), *The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region*, Research Paper, 130.