

CẤU TRÚC VỐN, HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG VÀ VAI TRÒ CỦA QUY MÔ DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU TẠI CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT THỨC ĂN CHĂN NUÔI

Nguyễn Thị Xuân
Trường Đại học Thủ đô Hà Nội
Email: ntxuan@daihocthudo.edu.vn

Mã bài báo: JED-1751
Ngày nhận: 06/01/2024
Ngày nhận bản sửa: 02/02/2024
Ngày duyệt đăng: 03/3/2024
Mã DOI: 10.33301/JED.VI.1751

Tóm tắt:

Nghiên cứu này nhằm làm rõ vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp đối với tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Dữ liệu thứ cấp của 116 doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam do Tổng Cục Thống kê thu thập từ giai đoạn 2010-2022. Phương pháp GMM được sử dụng để kiểm tra các giả thuyết. Kết quả chỉ ra rằng cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động, quy mô doanh nghiệp góp phần làm cho sự tác động này trở lên mạnh mẽ hơn. Doanh nghiệp FDI có hiệu quả hoạt động đạt ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp trong nước. Hiệu quả hoạt động kỳ trước, tốc độ tăng trưởng tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động. Tỷ trọng hàng tồn kho tác động ngược chiều đến ROE nhưng không có ý nghĩa đối với ROA. Không tìm thấy sự tác động của tỷ trọng tài sản và thời gian hoạt động đến hiệu quả hoạt động.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, quy mô doanh nghiệp, sản xuất thức ăn chăn nuôi, hiệu quả hoạt động.
Mã JEL: F65, O16, P33.

Capital structure, performance and the role of firm size: The case of livestock feed production firms

Abstract:

This research is to clarify the moderating role of firm size on the impact direction of capital structure on the operational performance of livestock feed production companies in Vietnam. Secondary data of 116 qualified livestock feed production firms in Vietnam collected by the General Statistics Office from the period 2010-2022. The Generalized Method of Moments (GMM) dynamic panel data regression method is used to test the hypotheses. The results reveal that the debt ratio has opposite effects on operational performance and at the same time, firm size contributes to making this impact stronger. Foreign-invested firms demonstrate higher operational performance compared to domestic ones. Previous period operational performance and revenue growth rate impact in the same direction as operational performance. Inventory ratio has a negative impact on return on equity but has no significance on return on assets. There are no statistically significant impact of the fixed asset ratio and operating time on the operational performance of these firms.

Keywords: Capital structure, firm size, livestock feed production, performance.

JEL codes: F65, O16, P33.

1. Giới thiệu

Trong lĩnh vực nông nghiệp, sản xuất thức ăn chăn nuôi vẫn đang là một ngành thu hút được nhiều nguồn vốn đầu tư trong và ngoài nước và cũng có mức độ hội nhập quốc tế khá sâu rộng với trên 65 quốc gia và vùng lãnh thổ có trao đổi, mua bán về công nghệ, thiết bị và nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (Gia Linh, 2019). Ngành công nghiệp chế biến thức ăn chăn nuôi là một trong những ngành kinh tế quan trọng, nhiều tiềm năng, đã được Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 1625/QĐ-TTg ngày 15 tháng 12 năm 2023 về phê duyệt Đề án Phát triển công nghiệp chế biến thức ăn chăn nuôi đến năm 2030. Trong đó, tập trung vào các mục tiêu đẩy mạnh áp dụng công nghệ cao, công nghệ tiên tiến trong chế biến phụ phẩm, mở rộng diện tích đất nông nghiệp để sản xuất nguyên liệu thức ăn chăn nuôi, tăng sản lượng thức ăn chăn nuôi và hạn chế nhập khẩu nguyên liệu. Theo Tạp chí Chăn nuôi (2023), năm 2022 Việt Nam đứng thứ 8 thế giới và thứ 1 Đông Nam Á về sản lượng thức ăn chăn nuôi công nghiệp, với tốc độ tăng trưởng bình quân từ 13%-15%/năm.

Để phát triển hoạt động kinh doanh, nguồn lực tài chính đóng vai trò quan trọng đối với sự tăng trưởng của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi. Giá trị của một doanh nghiệp được bồi đắp từ sự tích lũy hiệu quả kinh doanh, nhưng lại bị phụ thuộc bởi các quyết định tài chính trong quá khứ và tương lai của doanh nghiệp, trong đó có quyết định về cấu trúc vốn. Một trong những lợi ích cơ bản liên quan đến lựa chọn cấu trúc vốn là lợi ích lá chắn thuế đến từ lãi vay, góp phần gia tăng hiệu quả hoạt động thể hiện qua tác động gia tăng giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết về cấu trúc vốn được phát triển (M&M) (Modigliani & Miller, 1958), lý thuyết trật tự phân hạng của Myers & Majluf (1984), lý thuyết đại diện của Jensen & Meckling (1976), lý thuyết đánh đổi của Kraus & Litzenberger (1973) cũng đều giải thích cấu trúc vốn có tác động đến giá trị của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn có thể tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Nguyễn Thị Nguyệt Dung & Hà Công Thành, 2022; Đinh Thị Ngọc Mai & Trần Đình Vân, 2022); cấu trúc vốn cũng có thể tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Boshnak, 2023; Kokeyeva & cộng sự, 2022; Lê Hoàng Vinh & Phạm Thu Phương, 2022; Islam & Iqbal, 2022).

Lý thuyết chi phí đại diện cho rằng, quy mô doanh nghiệp càng lớn thì vấn đề bất cân xứng thông tin càng ít, quyết định của người quản lý về việc lựa chọn cấu trúc vốn trở nên hiệu quả và đáng tin hơn, từ đó làm gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo lý thuyết lợi thế kinh tế vi quy mô, khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, nhiều khoản chi phí được tiết kiệm hơn, qua đó tính hiệu quả của cấu trúc vốn được đảm bảo và tác động gia tăng hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp. Một số ít nghiên cứu thực nghiệm đã quan tâm đến vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp đối với sự tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên kết quả của các nghiên cứu này còn chưa đồng thuận. Nghiên cứu của Lê Hoàng Vinh & Phạm Thu Phương (2022), Islam & Iqbal (2022) cho rằng quy mô có vai trò điều tiết làm gia tăng sự tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động, trong khi nghiên cứu của Wu & Chua (2009) có quan hệ điều tiết theo hướng làm giảm sự tác động.

Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu còn nhiều mâu thuẫn và nghiên cứu về chủ đề này trong bối cảnh các doanh nghiệp ngành sản xuất thức ăn chăn nuôi chưa được tìm thấy. Vì vậy, nghiên cứu này xem xét sự tác động của cấu trúc vốn và các yếu tố khác đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi khi có thêm vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp.

Phần còn lại của nghiên cứu này được kết cấu như sau: Phần 2 là tổng quan nghiên cứu và đề xuất giả thuyết; Phần 3 là phương pháp nghiên cứu; Phần 4 là kết quả nghiên cứu; Cuối cùng là phần 5, kết luận và khuyến nghị.

2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Cấu trúc vốn (TD): Cấu trúc vốn có tác động trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được kiểm chứng bởi nhiều lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm. Lý thuyết M&M năm 1958 cho rằng có mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Nguyễn Thị Nguyệt Dung & Hà Công Thành (2022) cho rằng hệ số nợ tác động tích cực đến ROA và ROE. Đinh Thị Ngọc Mai & Trần Đình Vân (2022) cũng đưa ra kết quả hệ số nợ tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đến ROE. Các nghiên cứu đều cho rằng, khi vay vốn doanh nghiệp sẽ phải trả chi phí sử dụng vốn, đó là một loại phí hợp lý giúp doanh nghiệp giảm thuế phải nộp, giúp tăng lợi nhuận sau thuế, từ đó tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu lạm dụng quá mức việc vay nợ, chi phí tài chính sẽ bị đẩy lên cao

đến mức vượt qua lợi ích từ là chần thối, và việc tăng thêm nợ có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp theo Lê Hoàng Vinh & Phạm Thu Phương (2022), Islam & Iqbal (2022), Kokeyeva & cộng sự (2022), Boshnak (2023). Một nghiên cứu tổng hợp về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của Dao & Ta (2020) cho thấy trong tổng mẫu nghiên cứu có 117 nghiên cứu (47,8%) khẳng định mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động, 63 nghiên cứu (25,7%) khẳng định mối quan hệ cùng chiều và 65 nghiên cứu (26,5%) cho thấy mối quan hệ không đáng kể giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động. Dựa trên những luận giải về sự tác động của cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động, giả thuyết được đề xuất như sau:

H1: Cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

Quy mô doanh nghiệp: Quy mô biểu hiện nguồn lực của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có quy lớn sẽ thuận lợi hơn trong việc tiếp cận các nguồn lực do vậy làm tăng khả năng cạnh tranh (Wu & Chua, 2009). Các doanh nghiệp lớn thường thuận lợi hơn trong việc đàm phán giá cả nguyên liệu đầu vào, tiếp cận các nguồn tài chính, và khả năng ứng phó với các biến cố và rủi ro cũng tốt hơn. Nghiên cứu của Abor (2005), Nguyen (2020), Kokeyeva & cộng sự (2022) cũng nhất quán cho rằng quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do vậy giả thuyết được đề xuất là:

H2a: Quy mô doanh nghiệp tác động cùng chiều lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

H2b: Quy mô doanh nghiệp điều tiết làm gia tăng sự tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

Biến trễ:

Độ trễ một năm của các biến phụ thuộc được sử dụng như một biến hồi quy để giải thích cho những tác động của các hoạt động trước đó không quan sát được đến giá trị hiện tại của biến phụ thuộc. Wooldridge (2009) chỉ ra rằng, việc đưa biến trễ vào mô hình hồi quy như một biến độc lập sẽ làm giảm sai lệch của biến bị bỏ sót. Flannery & Hankins (2013) cũng cho rằng, sự xuất hiện của các biến trễ của biến phụ thuộc giúp giải quyết độ lệch của dữ liệu bảng động. Do vậy, giả thuyết được đề xuất như sau:

H3: Hiệu quả hoạt động trong quá khứ có thể tác động đến hiệu quả hoạt động hiện tại của doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

Thời gian hoạt động (AGE): Thời gian hoạt động của doanh nghiệp cũng có thể ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có tuổi đời cao sẽ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động, (Le & Harvie, 2010). Nguyễn Thị Nguyệt Dung & Hà Thành Công (2022) lại cho rằng thời gian hoạt động tỷ lệ nghịch với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, do các doanh nghiệp lâu năm thường cứng nhắc trong các quyết định, khả năng linh hoạt để thích ứng với những thay đổi của môi trường kinh doanh, công nghệ thường lạc hậu hơn. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của Lê Thị Hồng Tâm (2021), thì tuổi có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động được đo bằng ROA nhưng không có ý nghĩa thống kê đối với hiệu quả hoạt động được đo bằng ROE. Với nghiên cứu này, tác giả đưa ra giả thuyết sau:

H4: Thời gian hoạt động tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

Tốc độ tăng trưởng (GRO): Tốc độ tăng trưởng doanh thu được xem là một yếu tố để đánh giá sự phát triển của doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao báo hiệu tốt về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, và là tín hiệu tốt cho các nhà đầu tư. Phần lớn các nghiên cứu đều bác bỏ về mối quan hệ tích cực giữa tốc độ tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Hasbi, 2015; Nguyen, 2020). Giả thuyết được đưa ra như sau:

H5: Tốc độ tăng trưởng tác động cùng chiều lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

Tỷ trọng tài sản cố định (FIXED): Vu & cộng sự (2020) khi nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam cho rằng, trong một khoảng thời gian nhất định, nếu một công ty xây dựng đầu tư vào tài sản cố định nhiều hơn sẽ làm ROA, ROE cao hơn. Ngược lại, cũng nghiên cứu về các doanh nghiệp bất động sản và xây dựng niêm

yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, Đinh Thị Ngọc Mai & Trần Đình Vân (2022) lại chứng minh tỷ lệ tài sản cố định tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nguyen (2020) cũng thừa nhận tỷ trọng tài sản cố định tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động. Trên thực tế tài sản cố định chiếm tỷ trọng cao hay thấp trong tổng tài sản của mỗi doanh nghiệp còn phụ thuộc vào các yếu tố như: đặc thù ngành, chính sách đầu tư, năng lực tài chính. Việc đầu tư quá nhiều vào tài sản cố định mà không khai thác hết công suất hoạt động của tài sản sẽ làm tăng gánh nặng chi phí cho doanh nghiệp. Do vậy giả thuyết mà tác giả đưa ra là:

H6: Tỷ trọng tài sản cố định tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

Tỷ trọng hàng tồn kho (TTTK): Đối với doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam, hàng tồn kho chủ yếu là nguyên liệu và thành phẩm, không có sản phẩm dở dang. Do đặc thù của ngành, tỷ lệ nguyên liệu nhập khẩu chiếm đến 70%, do vậy việc tích trữ nguyên liệu một mặt thể hiện lợi ích trong việc giải quyết bài toán về khả năng sẵn có của nguyên liệu phục vụ sản xuất, nhưng mặt khác lại khiến vốn bị ứ đọng, dẫn đến hiệu quả sử dụng vốn không cao. Nguyen (2020), Lê Thị Hồng Tâm (2021) cho rằng cơ cấu hàng tồn kho có tác động ngược chiều đến ROA, ROE và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

H7: Tỷ trọng hàng tồn kho tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam.

Loại hình doanh nghiệp (Group): Nghiên cứu của Berghall (2006) cho rằng, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sẽ gặp khó khăn trong các vấn đề về phong tục tập quán, nắm bắt thói quen của người tiêu dùng, môi trường khí hậu, pháp luật... điều này làm cho việc khai thác, sử dụng các nguồn lực đầu vào sẽ không cao, do đó hiệu quả hoạt động sẽ kém hơn so với các doanh nghiệp trong nước. Ngược lại, Kumar (2016) cho rằng doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thường có lợi thế về vốn, năng lực quản lý điều hành, công nghệ... Từ đó, hiệu quả hoạt động có thể sẽ cao hơn so với các doanh nghiệp khối nội. Trong nghiên cứu này, tác giả đề xuất giả thuyết:

H8: Loại hình doanh nghiệp FDI hoạt động hiệu quả hơn doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi trong nước.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Đo lường tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 GRO_{it} + \beta_5 FIXED_{it} + \beta_6 TTTK_{it} + \beta_7 GROUP_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 Int_TD_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 GRO_{it} + \beta_7 FIXED_{it} + \beta_8 TTTK_{it} + \beta_9 GROUP_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TD_{it} + \alpha_2 ROE_{it-1} + \alpha_3 AGE_{it} + \alpha_4 GRO_{it} + \alpha_5 FIXED_{it} + \alpha_6 TTTK_{it} + \alpha_7 GROUP_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TD_{it} + \alpha_2 ROE_{it-1} + \alpha_3 Int_TD_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \alpha_6 GRO_{it} + \alpha_7 FIXED_{it} + \alpha_8 TTTK_{it} + \alpha_9 GROUP_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Giải thích các biến trong mô hình:

Biến phụ thuộc: ROA_{it} , ROE_{it} phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022). Hiệu quả hoạt động được đo lường thông qua hai chỉ tiêu định lượng ROA bằng lợi nhuận sau thuế/ tổng tài sản và ROE bằng lợi nhuận sau thuế/ vốn chủ sở hữu. Số liệu tính toán được lấy từ sổ sách kế toán của các loại hình doanh nghiệp này thông qua báo cáo của Tổng Cục thống kê Việt Nam.

Biến độc lập: TD_{it} là biến cấu trúc vốn được tính bằng tổng nợ phải trả bình quân chia cho tổng tài sản bình quân. TD_{it} thể hiện tỷ lệ nợ của doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022).

Biến trễ: ROA_{it-1} , ROE_{it-1} trong mô hình là biến trễ từ kỳ liền trước tới kỳ hiện tại của biến hiệu quả hoạt

động.

Biến điều tiết: Quy mô doanh nghiệp là biến được sử dụng để điều tiết sự tác động cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Biến Int_TD trong mô hình là biến điều tiết sự tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động được tính bằng $TD \times SIZE$.

Biến kiểm soát:

- AGE_{it} là biến thời gian hoạt động thể hiện số tuổi mà doanh nghiệp có được đến thời điểm nghiên cứu. Biến này thể hiện tuổi của doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022) và có đơn vị tính là năm, được xác định bằng năm nghiên cứu trừ đi năm thành lập.

- GRO_{it} là biến thể hiện tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022). Biến này được đo bằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu năm thứ i so với năm thứ $i-1$.

- $FIXED_{it}$ là biến thể hiện tỷ lệ phần trăm của tài sản cố định có được trong tổng tài sản của doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022). Tỷ trọng tài sản cố định bằng tài sản cố định bình quân/ tổng tài sản bình quân.

- $TTTTK_{it}$ là biến thể hiện sự dồi dào và tính sẵn có của nguyên liệu và sản phẩm của các doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi. Biến này thể hiện tỷ trọng hàng tồn kho chiếm bao nhiêu trong tổng tài sản của doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022). Tỷ trọng hàng tồn kho bằng tổng hàng tồn kho bình quân/ tổng tài sản bình quân.

- $GROUP_{it}$ là biến thể hiện sự phân loại các doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022). Biến giả doanh nghiệp trong nước nhận giá trị là không, biến giả doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) nhận giá trị là 1. Mục đích để xem xét giữa hai loại hình doanh nghiệp này có sự khác nhau về cách sử dụng nợ cũng như hiệu quả hoạt động hay không?

- $SIZE_{it}$ là biến thể hiện quy mô tài sản của doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi i ở năm thứ t (trong nghiên cứu là từ năm 2010 đến năm 2022). Biến này được đo bằng logarit của tổng tài sản.

- α_0, β_0 là hằng số; α_j, β_j (j nhận giá trị từ 1 đến n) là các hệ số hồi quy tương ứng với biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình; ϵ_{it} là sai số ngẫu nhiên.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập là nguồn dữ liệu thứ cấp, nguồn từ Tổng cục Thống kê, giai đoạn từ năm 2010 đến 2022. Tác giả đã sàng lọc ra báo cáo của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam có thời gian hoạt động liên tục là từ năm 2010 đến năm 2022, mẫu bao gồm 116 doanh nghiệp (1.508 quán sát).

Đối tượng chọn lọc là các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi thuộc các thành phần và quy mô khác nhau được thành lập và chịu sự điều chỉnh của Luật Doanh nghiệp Việt Nam hiện hành.

3.3. Xử lý dữ liệu

Để thực hiện được các mục tiêu nghiên cứu, tác giả sử dụng:

Thống kê mô tả: được thực hiện để mô tả đặc điểm của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, các giá trị được tính toán bao gồm số lượng, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn.

Phân tích tương quan: sử dụng ma trận hiệp phương sai để đo lường mối quan hệ giữa các biến trong mô hình. Trong đó, hệ số tương quan sẽ cho biết độ lớn và chiều tác động của các biến. Bên cạnh đó, phân tích tương quan cũng giúp cho việc đánh giá sơ bộ các biến đưa vào mô hình có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến hay không?

Phân tích hồi quy: được thực hiện để kiểm định các giả thuyết mà nghiên cứu đã đưa ra. Hệ số hồi quy cho biết độ lớn của mối quan hệ cũng như chiều tác động. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng động GMM để xem xét độ trễ của dữ liệu cũng như việc sử dụng các biến công cụ sẽ giúp mô hình GMM khắc phục được các khuyết điểm như phương sai sai số thay đổi, tự tương quan, đa cộng tuyến và các vấn đề nội sinh khác (Blundell & Bond, 1998). Để đảm bảo các ước lượng theo phương pháp GMM là phù hợp, thì kiểm định AR2 để xác định mô hình có xảy ra hiện tượng tự tương quan hay không, kiểm định Sargan và Hansen để đo lường độ vững của mô hình hồi quy và việc sử dụng các biến công cụ có phù hợp hay không.

Công cụ hỗ trợ phân tích dữ liệu là phần mềm Stata 17.0.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả các biến

Thống kê mô tả các biến được tóm tắt trong Bảng 1, mô hình dữ liệu bảng cân bằng do vậy số quan sát của các biến đều là 1.508 quan sát.

Theo Bảng 1, giá trị trung bình của ROA là 3,85%, trong đó ROA trung bình của các doanh nghiệp FDI là 9,86% cao hơn ROA trung bình các doanh nghiệp trong nước là 1,36%. Giá trị trung bình của ROE là 7,68%, ROE trung bình của các doanh nghiệp FDI là 19,31% còn của doanh nghiệp trong nước là 2,86%. Chứng tỏ, các doanh nghiệp FDI hoạt động có hiệu quả hơn các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi trong nước giai đoạn 2010-2022.

Tỷ lệ nợ trung bình của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi là 51,82%, trong đó doanh nghiệp trong nước có tỷ lệ vay nợ trung bình 53,47% cao hơn doanh nghiệp FDI là 47,85%. Tỷ lệ vay nợ này cho thấy khá nhiều doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi phụ thuộc vào vốn vay, điều này có thể dẫn đến ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động khi các doanh nghiệp gặp phải rủi ro trong kinh doanh.

Các doanh nghiệp FDI có tuổi đời thấp hơn các doanh nghiệp trong nước nhưng không đáng kể.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ trọng tài sản cố định và quy mô của các doanh nghiệp FDI cao hơn so với doanh nghiệp trong nước. Riêng về tỷ trọng hàng tồn kho thì các doanh nghiệp trong nước là 0,43% cao hơn so với các doanh nghiệp FDI là 0,33%.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến theo loại hình doanh nghiệp, giai đoạn 2010-2022

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Doanh nghiệp trong nước					
ROA	1066	1,36	8,49	-56,83	50,15
ROE	1066	2,86	18,15	-85,73	96,00
TD	1066	53,47	24,30	0,00	95,60
AGE	1066	13,85	6,41	3,00	44,00
GRO	1066	0,19	0,63	-1,27	6,11
FIXED	1066	0,25	0,26	0,00	2,47
TTTK	1066	0,43	0,54	0,00	6,47
TSbq	1066	294.406	827.699,7	334,8	8.944.558
Doanh nghiệp FDI					
ROA	442	9,86	12,32	-25,63	62,67
ROE	442	19,31	25,36	-92,55	94,54
TD	442	47,85	16,87	3,15	94,17
AGE	442	13,77	6,00	3,00	32,00
GRO	442	0,42	2,25	-0,94	31,24
FIXED	442	0,26	0,37	0,01	7,12
TTTK	442	0,33	0,23	0,03	2,93
TSbq	442	1.965.442	4.446.847	5.455,05	44.800.00
Tổng cộng					
ROA	1508	3,85	10,50	-56,83	62,67
ROE	1508	7,68	21,85	-92,55	96,00
TD	1508	51,82	22,52	0,00	95,60
AGE	1508	13,83	6,29	3,00	44,00
GRO	1508	0,26	1,33	-1,27	31,24
FIXED	1508	0,25	0,30	0,00	7,12
TTTK	1508	0,40	0,48	0,00	6,47
TSbq	1508	784.192,6	2.617.208	334,8	44.800.000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

4.2. Phân tích tương quan

Bảng 2 thể hiện kết quả ma trận hệ số tương quan giữa các biến. Kết quả từ phân tích tương quan cho thấy cấu trúc vốn (TD) có mối tương quan ngược chiều với ROA, ROE. Tổng độ tăng trưởng, quy mô doanh

nghiệp có mối tương quan cùng chiều với ROA, ROE. Tỷ trọng tài sản cố định, tỷ trọng hàng tồn kho có mối tương quan ngược chiều với ROA, ROE. Thời gian hoạt động không có tương quan với ROA, ROE.

Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến

Biến	ROA	ROE	TD	GRO	FIXED	TTTK	AGE	SIZE
ROA	1							
ROE	0,906***	1						
TD	-0,185***	-0,138***	1					
GRO	0,165***	0,128***	-0,011	1				
FIXED	-0,109***	-0,103***	-0,164***	-0,017	1			
TTTK	-0,208***	-0,223***	0,119***	-0,047	0,067*	1		
AGE	0,022	0,030	-0,056*	-0,101***	-0,102***	0,033	1	
SIZE	0,367***	0,345***	0,117***	0,030	-0,221***	-0,108***	0,307***	1

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

4.3. Kết quả mô hình hồi quy

Kết quả ước lượng theo phương pháp GMM hệ thống được thể hiện trong Bảng 3. Kết quả cho thấy mô hình không xảy ra hiện tượng tự tương quan bậc 2 do giá trị P-value của AR(2) đều > 0,05. Đồng thời, mức ý nghĩa của các kiểm định về sự hạn chế, khuyết tật của mô hình, hiệu lực của các biến công cụ thông qua kiểm định (Sargan/ Hansen) đều có P-value > 0,05. Điều này có nghĩa là mô hình không bị hạn chế, không bị khuyết tật và việc sử dụng các biến công cụ trong mô hình là phù hợp, kết quả hồi quy trong Bảng 3 là đáng tin cậy.

4.3.1. Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động

Bảng 3 cho thấy cấu trúc vốn có tác động ngược chiều đến ROA ở mức ý nghĩa 1%, ngược chiều đến ROE ở mức ý nghĩa 5%. Điều này có nghĩa là, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi cấu trúc vốn tăng hoặc giảm một đơn vị sẽ làm ROA giảm hoặc tăng 0,047 đơn vị (Mô hình 1), giảm hoặc tăng 0,187 đơn vị (Mô hình 2); ROE cũng giảm hoặc tăng 0,075 đơn vị (Mô hình 3), giảm hoặc tăng 0,536 đơn vị (Mô hình 4).

Bảng 3: Tác động của cấu trúc vốn (TD) đến ROA, ROE

Biến/ Chỉ số	TD tác động đến ROA		TD tác động đến ROE	
	(1)	(2)	(3)	(4)
TD	-0,047***	-0,187***	-0,075**	-0,536**
ROA(t-1)	0,527***	0,379***		
ROE(t-1)			0,327***	0,259***
AGE	0,067	-0,002	0,175*	0,024
GRO	0,837***	0,935***	1,749***	1,541***
FIXED	-1,125	-1,356	-1,428	-0,343
TTTK	-3,159	-2,292	-6,923**	-9,163***
GROUP (DOANH NGHIỆPPTN)	-2,833**	-2,721**	-8,466***	-5,024**
SIZE		0,0001		0,0002
Int TD		0,012***		0,038**
Hằng số	6,393**	7,548***	13,993***	15,244***
Số quan sát	1.392	1.392	1.392	1.392
Số nhóm	116	116	116	116
P (kiểm tra sự tồn tại của mô hình)	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
AR(2) (kiểm tra tự tương quan)	0,055	0,102	0,350	0,472
Kiểm tra Sargan về độ vững của mô hình	0,522	0,320	0,127	0,298
Kiểm tra Hansen về độ vững của mô hình	0,257	0,143	0,072	0,052
Kiểm tra Hansen về hiện tượng nội sinh của các biến công cụ	0,401	0,278	0,310	0,305

Mức ý nghĩa thống kê: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$. Bảng trình bày kết quả hồi quy sử dụng phương pháp GMM hệ thống.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Về mặt lý thuyết, kết quả nghiên cứu ngược với các kết luận của lý thuyết M&M, lý thuyết đánh đổi và lý thuyết chi phí đại diện. Thay vào đó, kết quả này ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng. Theo lý thuyết này,

các doanh nghiệp tuân theo một trật tự cụ thể để tài trợ cho các dự án của họ. Tài trợ nội bộ tức là sử dụng lợi nhuận giữ lại được ưu tiên hơn tài trợ từ bên ngoài, trong tài trợ từ bên ngoài thì tài trợ bằng nợ được ưu tiên hơn phát hành vốn cổ phần thường.

Về mặt thực nghiệm, kết quả nghiên cứu tương đồng với kết luận trong các nghiên cứu của Nguyen (2020), Lê Hoàng Vinh & Phạm Thu Phương (2022), Islam & Iqbal (2022), Kokeyeva & cộng sự (2022), Boshnak (2023). Khi doanh nghiệp gia tăng tỷ lệ nợ, chi phí nợ sẽ tăng theo gây tác động tiêu cực tới thu nhập của doanh nghiệp, qua đó làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Kết quả này cũng ủng hộ giả thuyết H1 mà tác giả đề xuất.

4.3.2. Vai trò của quy mô doanh nghiệp đối với tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động

Bảng 3 cho thấy quy mô không tác động trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhưng lại có ý nghĩa điều tiết theo hướng làm tăng thêm tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam. Trong mô hình TD tác động đến ROA, khi chưa xem xét vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp, cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến ROA, nếu gia tăng tỷ lệ nợ thêm 1% sẽ làm ROA giảm đi 0,0475%. Khi có sự tham gia điều tiết của quy mô doanh nghiệp, thì tỷ lệ nợ dù vẫn tăng một lượng như trước, nhưng ROA lúc này sẽ giảm một lượng lớn hơn so với trước khi đưa biến điều tiết vào mô hình, cụ thể ROA sẽ giảm 0,1873%. Trong mô hình TD tác động đến ROE, khi chưa xem xét vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp, cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến ROE, nếu gia tăng tỷ lệ nợ thêm 1% sẽ làm ROE giảm 0,0479%. Khi có sự tham gia điều tiết của quy mô doanh nghiệp thì tỷ lệ nợ dù vẫn tăng một lượng như trước nhưng ROE lúc này sẽ giảm một lượng lớn hơn so với trước khi đưa biến điều tiết vào mô hình, cụ thể ROE sẽ giảm 0,5360%. Kết quả này đồng tình với kết quả nghiên cứu của Islam & Iqbal (2022); Lê Hoàng Vinh & Phạm Thu Phương (2022) và góp phần ủng hộ lý thuyết chi phí đại diện. Tuy nhiên, nghiên cứu của Wu & Chua (2009) lại cho kết quả ngược lại với các kết luận trên, hệ số hồi quy của biến điều tiết mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê, chứng tỏ quy mô điều tiết làm giảm tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động là ROE và Tobin's Q. Kết quả này ngụ ý rằng, việc tăng quy mô doanh nghiệp sẽ tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Kết quả này ủng hộ giả thuyết H2b nhưng không ủng hộ giả thuyết H2a của tác giả.

4.3.3. Tác động của các biến kiểm soát đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Biến trễ: Hiệu quả hoạt động kỳ trước của các doanh nghiệp có tác động đến hiệu quả hoạt động ở hiện tại. Kết quả cho thấy, hệ số hồi quy của biến trễ một năm của ROA, ROE có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, các hệ số tác động đều mang dấu dương. Kết quả này ủng hộ kết luận của Lê Hoàng Vinh & Phạm Thu Phương (2022) và giả thuyết H3 của tác giả.

Thời gian hoạt động (AGE): Thời gian hoạt động có tác động cùng chiều đến ROA, ROE nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả tương đồng với kết quả của Vu & cộng sự (2020) cho thấy thời gian hoạt động không tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Kết quả này bác bỏ giả thuyết H4 mà tác giả đề xuất.

Tốc độ tăng trưởng (GRO): Hệ số ước lượng của tốc độ tăng trưởng mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% ở cả bốn mô hình, điều đó cho thấy các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao hơn có thể nâng cao hiệu quả hoạt động đo bằng ROA và ROE. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Abor (2005); Islam & Iqbal (2022) và giả thuyết H5 của tác giả. Doanh thu tăng có thể gia tăng lợi nhuận và góp phần làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tỷ trọng tài sản cố định (FIXED): Tỷ trọng tài sản cố định có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này bác bỏ giả thuyết H6 do tác giả đề xuất.

Tỷ trọng hàng tồn kho (TTTK): Tỷ trọng hàng tồn kho tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động đo bằng ROE nhưng không có tác động đến hiệu quả hoạt động đo bằng ROA. Nghiên cứu của Lê Thị Hồng Tâm (2021) cũng đồng quan điểm khi cho rằng, các doanh nghiệp xây dựng có giá trị sản phẩm dở dang lớn, khiến cho nguồn vốn bị ứ đọng gây ra rủi ro tài chính, do vậy hiệu quả sử dụng vốn thấp tác động làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Nguyen (2020) ủng hộ quan điểm cho rằng cơ cấu hàng tồn kho tác động ngược chiều đến ROA và ROE với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này ủng hộ 1 phần giả thuyết H7 do tác giả đề xuất.

Loại hình doanh nghiệp (GROUP): Loại hình doanh nghiệp có tác động có ý nghĩa thống kê lên hiệu quả hoạt động theo hướng các doanh nghiệp trong nước có ROA, ROE thấp hơn so với doanh nghiệp FDI. Các doanh nghiệp trong nước có ROE thấp hơn so với doanh nghiệp FDI là 6,265%; có ROA thấp hơn doanh nghiệp FDI là 3,064%. Như vậy, kết quả đồng tình với nghiên cứu của Kumar (2016) và giả thuyết H8 của tác giả cho rằng các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài hoạt động hiệu quả hơn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh trong nước. Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài với nguồn vốn lớn có thể dễ dàng trong việc nâng cấp công nghệ, tiếp cận với thị trường nước ngoài tạo nền tảng giúp gia tăng hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp.

5. Kết luận

Qua dữ liệu thu thập được của 116 doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam giai đoạn 2010-2022, tác giả xem xét tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đồng thời nghiên cứu cũng xem xét vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp đến sự tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động, kết quả như sau:

Cấu trúc vốn tác động ngược chiều ở mức ý nghĩa thống kê 1% đến ROA và ROE. Kết quả của mô hình ủng hộ giả thuyết của tác giả và đồng tình với lý thuyết trật tự phân hạng, giả thuyết giá trị - nhượng quyền và nhiều nghiên cứu thực nghiệm, tuy nhiên lại không ủng hộ lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết đánh đổi và giả thuyết hiệu quả - rủi ro. Bên cạnh sự tác động rõ ràng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì các yếu tố khác như hiệu quả hoạt động kỳ trước, tốc độ tăng trưởng có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động. Tỷ trọng hàng tồn kho có tác động cùng chiều với ROE, nhưng không có tác động đến ROA, kết quả cho thấy thời gian hoạt động và tỷ trọng tài sản cố định không tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Về loại hình doanh nghiệp, các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) hoạt động hiệu quả hơn các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi trong nước.

Về vai trò điều tiết của quy mô doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp tuy không tác động trực tiếp đến hiệu quả hoạt động nhưng có vai trò điều tiết làm tăng thêm sự tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động.

Tuy vậy, nghiên cứu còn một số hạn chế như việc đo lường cấu trúc vốn tác giả mới xem xét trên một thước đo là tỷ lệ tổng nợ/ tổng tài sản. Các nghiên cứu tiếp theo có thể phân tích chi tiết từng khoản nợ: tổng nợ, nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và nếu xem xét chi tiết được nợ vay phải trả lãi, nợ chiếm dụng của khách hàng, nhà cung cấp, nợ thuế... để đưa ra những kết luận sâu sắc và toàn diện hơn.

Tài liệu tham khảo:

- Abor, J. (2005), 'The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana', *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445.
- Berghall, E., (2006), 'Technical efficiency in an R&D intensive industry: Finnish ICT manufacturing', *VATT-Kesustelualoitteita Discussion Papers*, VATT.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998), 'Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models', *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Boshnak, H. (2023), 'The impact of capital structure on firm performance: evidence from Saudi-listed firms', *International Journal of Disclosure and Governance*, 20(1), 15-26.
- Dao Thi Thanh Binh & Ta Dieu Ngoc Tram (2020), 'A meta-analysis: capital structure and firm performance', *Journal of Economics and Development*, 22(1), 111-129.
- Đinh Thị Ngọc Mai & Trần Đình Vân (2022), 'Nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết bất động sản và xây dựng', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 299(2), 46-54.

-
- Flannery, M.J. & Hankins, K.W. (2013), 'Estimating dynamic panel models in corporate finance', *Journal of Corporate Finance*, 19, 1-19.
- Gia Linh (2019), 'Tăng cường năng lực cho ngành sản xuất thức ăn chăn nuôi', *Tạp chí con số sự kiện*, truy cập ngày 01 tháng 10 năm 2023, từ <<https://consosukien.vn/tang-cuong-nang-luc-cho-nganh-san-xuat-thuc-an-chan-nuoi.htm>>.
- Hasbi, H. (2015), 'Islamic Microfinance Institution: The capital structure, growth, performance and value of firm in Indonesia', *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 211, 1073-1080.
- Islam, Z. & Iqbal, M.M. (2022), 'The relationship between capital structure and firm performance: new evidence from Pakistan', *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(2), 81-92.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of Firms: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of financial Economics*, 52(4), 1-15.
- Kokeyeva, S., Hájek, P. & Adambekova, A. (2022), 'Small firms' capital structure and performance', *Economic Studies*, 31(4), 128-144.
- Kraus, A. & Litzengerger, R.H. (1973), 'A state-preference model of optimal financial leverage', *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Kumar, M. (2016), 'A stochastic frontier analysis of exporting small and medium sized enterprises in India: Exporting small and medium size enterprises', *International Journal of Strategic Information Technology and Applications*, 1(3), 204-215.
- Lê Hoàng Vinh & Phạm Thu Phương (2022), 'Đòn bẩy tài chính và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam khi có điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 296, 43-51.
- Lê Thị Hồng Tâm (2021), 'Nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xây dựng Việt Nam', Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Le, V. & Harvie, C. (2010), 'Firm performance in Vietnam: Evidence from manufacturing small and medium enterprises', *Working paper 04-10*, University of Wollongong, Australia.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- 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.
- Nguyen, D. (2020), 'The effect of financial structure on business performance of industrial enterprises listed in Vietnam', *Accounting*, 6(7), 1297-1304.
- Nguyễn Thị Nguyệt Dung & Hà Thành Công (2022), 'Nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 301, 45-53.
- Tạp chí Chăn nuôi Việt Nam (2023), *Việt Nam đứng thứ 8 thế giới về sản xuất thức ăn chăn nuôi, thủy sản*, truy cập ngày 01 tháng 10 năm 2023, from <<https://nhachannuoi.vn/viet-nam-dung-thu-8-the-gioi-ve-san-xuat-thuc-an-chan-nuoi-thuy-san>>.
- Vu, T., Le, T. & Nguyen, T. (2020), 'The impact of capital structure on the performance of construction companies: A study from Vietnam stock exchange', *Accounting*, 6(2), 169-176.
- Wooldridge, J.M. (2009), *Introductory econometrics: A modern approach*, 4th edition, Mason, USA: South-Western Cengage Learning.
- Wu, Z. & Chua, J. (2009), 'Board monitoring and access to debt financing', *Advances in Financial Economics*, 13, 119-137.