

# TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN VÀ ĐẠI DỊCH COVID-19 TỚI KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM - ĐỒ UỐNG TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Phạm Thu Trang\*, Ngô Văn Hưởng\*\*

## ABSTRACT

*The article was conducted to understand the impact of capital structure and the Covid-19 pandemic on the profitability of food and beverage enterprises on the stock market. The selected sample are 34 food and beverage enterprises on the stock market (selected by Vietstock according to NAICS 2007 standards) during the period of 2015-2020. The quantitative research methods used in this paper are descriptive statistics and ordinary least squares (OLS). Research results show that: (1) financial leverage and profitability have a positive relationship; (2) With the probability of rejecting is quite high, the model showed that The Covid-19 pandemic has a negative impact on corporate ROE.*

**Keywords:** *profitability, food and drink companies, ROE, LEV, COVID-19*

**Received:** 18/11/2021; **Accepted:** 25/11/2021; **Published:** 12/12/2021

## 1. Đặt vấn đề

Thực phẩm và đồ uống là một trong những ngành kinh tế quan trọng của Việt Nam và còn nhiều tiềm năng phát triển. Trong năm 2020, mặc dù đại dịch Covid-19 tác động mạnh tới hầu hết các nền kinh tế trên thế giới, nhưng các doanh nghiệp trong lĩnh vực thực phẩm - đồ uống vẫn luôn cố gắng nỗ lực để vượt qua khó khăn. Bên cạnh việc phân phối, tiêu dùng trong nước, sản phẩm thực phẩm đồ uống Việt Nam đã được xuất khẩu đến nhiều thị trường khác nhau. Nhiều doanh nghiệp đã chủ động thay đổi tư duy sản xuất kinh doanh trong bối cảnh mới bằng cách đầu tư đổi mới công nghệ trong sản xuất và quản lý. Với tiềm lực tài chính không cao, các doanh nghiệp cần phải vay vốn để đổi mới. Chính vì vậy, bài báo đã sử dụng phương pháp thống kê mô tả và phân tích hồi quy tuyến tính đa biến đối với 34 doanh nghiệp thực phẩm – đồ uống trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn 2015-2020 để xác định tác động của cấu trúc vốn, đại dịch Covid-19 đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả phân tích là cơ sở giúp các doanh nghiệp này tìm ra giải pháp nâng cao khả năng sinh lời.

## 2. Nội dung nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

#### 2.1.1. Cơ sở lý thuyết

##### a) Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời liên quan đến khả năng tạo ra lợi nhuận từ toàn bộ hoạt động kinh doanh của một doanh nghiệp. Khả năng sinh lời đóng vai trò quan trọng trong thành công của một doanh nghiệp. Khả năng sinh lời được đo lường bằng các chỉ tiêu như Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (Return on assets - ROA), tỷ suất sinh lời trên tổng doanh thu (Return on sales - ROS), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Return on equity - ROE). Đây là chỉ tiêu phổ biến nhất được sử dụng trong các nghiên cứu nhằm đo lường khả năng sinh lời. Sivathaasan và các cộng sự (2013) đã tiến hành nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của tất cả các công ty sản xuất niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Colombia, Sri Lanka từ năm 2008 đến năm 2012. Trong đó, khả năng sinh lời của các doanh nghiệp được đại diện bởi 2 chỉ tiêu ROA và ROE (Harris và nnk, 1991) Lê Thị Nhu (2018) sử dụng các chỉ tiêu ROA, ROE, ROS để phản ánh khả năng sinh

\* TS Trường Đại học Mỏ-Địa chất

lời theo sổ sách (Lê Thị Nhu, 2018)...

b) *Mô hình Dupont nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu*

Mô hình Dupont ra đời từ đầu thế kỷ 20, đã đề cập tới mối quan hệ cùng chiều giữa hệ số nợ và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp.

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{\frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{Tổng tài sản}}}{\frac{(\text{Tổng tài sản} - \text{Nợ phải trả})}{\text{Tổng tài sản}}}$$

$$= \frac{ROA}{1 - \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}} = \frac{ROA}{1 - \text{Hệ số nợ}}$$

Theo phân tích Dupont thì hệ số nợ càng cao sẽ càng giúp doanh nghiệp tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Hay, việc vay nợ sẽ giúp doanh nghiệp có thêm được lợi nhuận từ sự chênh lệch giữa doanh thu thu thêm từ vốn vay với chi phí bỏ ra để có được đồng vốn vay đó, nhờ đó mà làm tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp (ROE). Nhiều nghiên cứu sau này đã chứng minh điều này, lý thuyết Modigliani và Miller (1963) hay lý thuyết chi phí đại diện của Harris và Raviv (1991) đều cho rằng doanh nghiệp nên sử dụng nợ như một đòn bẩy tài chính để ra tăng khả năng sinh lời và phân tán rủi ro cho vốn đầu tư của chủ sở hữu. Gill, Biger và Mathur (2011) cho thấy tác động của tỷ lệ nợ đến ROA là tích cực trong cả ngành dịch vụ và sản xuất.

Mặc dù vậy, vẫn có một số nghiên cứu chứng minh điều ngược lại, Stiglitz (1969) đã trình bày rằng nếu tỷ lệ nợ tăng lên, giá trị của công ty sẽ giảm vì sự tồn tại của nguy cơ phá sản. Umer (2014) cho thấy hệ số nợ có mối tương quan nghịch với khả năng sinh lời. Titman (1988) cũng xác nhận rằng tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Ngoài ra (Rajan và Zingales, 1995) cho thấy khả năng sinh lời có tương quan nghịch với tỷ lệ nợ. (Omondi & Muturi, 2013) phát hiện ra rằng tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tiêu cực đáng kể đến hoạt động tài chính.

### 2.1.2. Phương pháp nghiên cứu

#### a) Lựa chọn mô hình nghiên cứu

Để nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thực

phẩm-đồ uống trên thị trường chứng khoán, nhóm tác giả lựa chọn mô hình Dupont với biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), biến độc lập là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và hệ số nợ trên tổng nguồn vốn (DA). Thêm vào đây, để nghiên cứu tác động của Covid-19 đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thực phẩm, đồ uống trên thị trường chứng khoán, nhóm tác giả đã bổ sung thêm biến giả Covid19.

Giả thuyết 1 (H1): Hệ số nợ và khả năng sinh lời có quan hệ cùng chiều.

Giả thuyết 2 (H2): Đại dịch Covid 19 có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thực phẩm, đồ uống trên thị trường chứng khoán.

#### b) Xây dựng mô hình nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được nhóm tác giả chọn là 34 doanh nghiệp thực phẩm - đồ uống trên thị trường chứng khoán (được Vietstock lựa chọn theo tiêu chuẩn NAICS 2007) trong giai đoạn 2015-2020.

Bài báo sử dụng phương pháp phân tích hồi quy mẫu nên mô hình sẽ có dạng:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \text{COVID19} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{DA} + e_i$$

Trong đó:

$\beta_0$ : Hệ số chặn

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ : lần lượt là các hệ số cho biết tác động của COVID19, ROA, DA tới ROE.

$e_i$ : số dư trong mô hình hồi quy mẫu

### 2.1.3. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2.1. Thống kê mô tả

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev
DA	0	1	,43	,176
ROA	-29,74%	78,37%	8,10%	9,54%
ROE	-65,29%	98,21%	13,68%	15,53%
N=197				

Bình quân ROE của các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống trong giai đoạn 2015-2020 là 13,68%, có nghĩa là chủ sở hữu cứ bỏ ra 100 đồng vốn đầu tư thì sẽ thu lại được 13,68 đồng lợi nhuận sau thuế. ROE của các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống trên thị trường chứng khoán ở mức trung bình so với các ngành hàng khác trên thị

trường chứng khoán (so sánh với số liệu thống kê ROE của các ngành trên thị trường chứng khoán của trang thông tin điện tử Stockbiz<sup>1</sup>). Với một nhà đầu tư đây là mức lãi suất chấp nhận được trong giai đoạn hiện nay, khi mà mức lãi suất gửi tiết kiệm ngân hàng khá thấp so với các năm trước đó (dao động trong khoảng 0,2-7%/năm<sup>2</sup>). ROA bình quân của các doanh nghiệp là 8,1%, có nghĩa là cứ đưa 100 đồng vào hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp sẽ thu lại 8,1 đồng lợi nhuận. Đây là mức lợi nhuận trên tổng vốn đầu tư thuộc loại cao trên thị trường chứng khoán (so sánh với số liệu thống kê ROA của các ngành trên thị trường chứng khoán của trang thông tin điện tử Stockbiz). Điều này cho thấy đây là ngành hàng khá hấp dẫn để đầu tư trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn vừa qua. Bình quân giai đoạn 2015-2020, hệ số nợ của các doanh nghiệp là 43% cho biết trong 100 đồng vốn doanh nghiệp đưa vào kinh doanh doanh nghiệp thì có 43 đồng nợ phải trả. Thông thường hệ số nợ ở mức 60% là được coi là ở mức an toàn, chấp nhận được. Như vậy, với mức hệ số nợ của các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống trên thị trường chứng khoán vẫn đang ở mức khá thấp và đảm bảo an toàn tài chính.

*Bảng 2.2. Kết quả mô hình*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error	Durbin-Watson
1	,922	,85	,848	6,067%	,152

Mô hình hồi quy cho kết quả là phù hợp khi hệ số tương quan bội của mô hình xấp xỉ 0,922 nên mô hình được coi là thích hợp. Hệ số tương quan (R square) cho biết 85% sự biến động của ROE là do các yếu tố ROA; hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu ( $H_{Nợ/VCSH}$ ) và Covid19 gây ra. Hệ số tương quan điều chỉnh (Adjusted R square) là 84,8%

1 <https://www.stockbiz.vn/Industries.aspx?view=4>  
 2 <https://webgia.com/lai-suat/>

rất gần với hệ số tương quan chứng tỏ các biến đều quan trọng. Kiểm định Durbin-Watson cho kết quả bằng 1,152 ( $1 < d < 3$ ) cho thấy mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

*Bảng 2.3. Phân tích Anova*

Model	Sum of Squares	ddf	Mean Square	F	Sig.
Regression	40198	33	13399,5	364,1	,000 <sup>b</sup>
Residual	7102	1193	36,8		
Total	47300	1196			

Giá trị Sig. của kiểm định F là nhỏ hơn 0,05 chứng tỏ mô hình hồi quy tuyến tính xây dựng được là phù hợp với tổng thể.

Hệ số VIF của các nhân tố đều nhỏ hơn 2, do

*Bảng 2.4. Hệ số hồi quy*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
Constant	-4,583	1,360		-3,370	,001		
COVID19	-1,009	1,146	-,025	-,881	,380	,996	1,004
DA	13,682	2,595	,155	5,272	,000	,903	1,107
ROA	1,558	,048	,957	32,588	,000	,903	1,107

vậy không có đa cộng tuyến xảy ra. Giá trị Sig. của kiểm định t từng biến độc lập cho kết quả của các biến DA, ROA có giá trị nhỏ hơn 0,05 có nghĩa là các biến số này có ý nghĩa thống kê. Giá trị sig của kiểm định t của biến COVID19 lớn hơn 0,05 chứng tỏ sự tương quan yếu giữa đại dịch COVID19 với ROE. Điều này cho thấy chưa thể khẳng định được tác động của đại dịch COVID19 đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống.

Từ kết quả phân tích, hàm hồi quy tác động của các nhân tố ảnh hưởng tới ROE được viết lại là:

$$ROE = -0,025 \cdot COVID19 + 0,155 \cdot DA + 0,957 \cdot ROA$$

Kết quả mô hình cho thấy, 2 giả thuyết được đưa ra đều phù hợp. Hệ số nợ có tác động cùng

chiều tới khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Theo đó, nợ phải trả tăng 1 đơn vị thì ROE của doanh nghiệp lại tăng thêm 0,155 đơn vị. Các doanh nghiệp đang tận dụng tốt đòn bẩy tài chính và hoàn toàn có thể đầu tư thêm bằng các khoản vay để tăng cao hơn nữa khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu. Mặc dù xác suất bác bỏ tác động của Covid-19 tới khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống trên thị trường chứng khoán là khá cao, nhưng hàm hồi quy thu được cũng cho thấy, trong năm 2020 khi dịch Covid-19 diễn ra, khả năng sinh lời của các công ty này có xu hướng thấp hơn so với các năm không diễn ra đại dịch. ROE của các các doanh nghiệp thực phẩm đồ uống trên thị trường chứng khoán năm 2020 thấp hơn 0,025 đơn vị so với các năm không bị tác động của dịch Covid-19.

### **3. Kết luận**

Kết quả nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp thực phẩm - đồ uống trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay đang hoạt động hiệu quả với khả năng sinh lời trên tổng tài sản thuộc diện cao so với các ngành khác, khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu là thuộc diện trung bình so với các ngành khác, hệ số nợ đang ở mức an toàn và các số liệu phân tích cho thấy không thể khẳng định được tác động của đại dịch Covid-19 đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp này. Chính vì vậy, đây là nhóm ngành kinh doanh vẫn đang có khả năng phát triển rất tốt trong tương lai nếu tiếp tục được đầu tư đúng hướng. Với hệ số nợ trên tổng tài sản còn khá thấp so với ngưỡng an toàn, các doanh nghiệp nên mạnh dạn vay vốn để đầu tư đổi mới công nghệ trong sản xuất và quản lý, cũng như mở rộng thị trường trong nước và quốc tế. Đặc biệt trong giai đoạn dịch bệnh, để hạn chế tác động của dịch bệnh và phát triển bền vững, các doanh nghiệp cần đầu tư hơn nữa vào các giải pháp công nghệ nhằm tăng cường tự động hóa hoạt động sản xuất, hạn chế tiếp xúc giữa những người lao động, tăng cường an toàn vệ sinh thực phẩm và an toàn trong sản xuất. Để đảm bảo ổn định kinh tế, nhà nước cũng cần có những giải pháp hỗ trợ các doanh nghiệp trong việc tìm kiếm giải pháp phòng tránh dịch bệnh trong giai

đoạn Covid-19 và hỗ trợ về đào tạo nguồn nhân lực và hỗ trợ các doanh nghiệp tiếp cận công nghệ hiện đại để các doanh nghiệp có thể tăng cường khả năng cạnh tranh trên thị trường thế giới.

### **Tài liệu tham khảo**

1. Gill Amarjit, Nahum Biger và Neil Mathur. (2011), *The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States*, International Journal of Management, 28 (4).
2. Harris, M. and Raviv, A. (1991), *The Theory of Capital Structure*. *Journal of Finance*, 46, 297-355.
3. Omondi, M. M., & Muturi, W. (2013), *Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya*, Research Journal of Finance and Accounting, 4(15), p.99.
4. Lê Thị Nhu (2018), *Phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với khả năng sinh lợi trong các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
4. Modigliani, F., Miller, M. H.,(1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, vol. 53, No. 3, p. 433
5. Rajan, R. G., & Zingales, L.,(1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, The Journal of Finance, 50(5), p.1421.
6. Sivathaasan N, R Tharanika, M Sinthuja và V Hanitha (2013), *Factors determining profitability: A study of selected manufacturing companies listed on Colombo Stock Exchange in Sri Lanka*, Tạp chí European Journal of Business and management, Số 5(27),tr.: 99-108.
7. Titman, S.,(1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*, The Journal of Finance, 43(1), p.1.
8. Umer, U. M., (2014), *Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Large Taxpayer Share Companies in Ethiopia*, International Journal of Economics and Finance, 6(1), p.53.