

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN VÀ RÀNG BUỘC TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT F&B TẠI VIỆT NAM

NGUYỄN DŨNG HẢI

Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

University of Economics Ho Chi Minh City

Email: dunghai@ueh.edu.vn

Ngày nhận bài: 17/8/2026

Ngày sửa bài: 6/9/2026

Ngày duyệt đăng bài: 18/9/2026

Tóm tắt:

Nghiên cứu này xem xét tác động của cấu trúc vốn, ràng buộc tài chính đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết F&B tại Việt Nam giai đoạn 2020 - 2024, đồng thời phân tích vai trò điều tiết của tính độc lập hội đồng quản trị đến tác động này. Phân tích dữ liệu bảng của 33 doanh nghiệp F&B niêm yết Việt Nam bằng phương pháp ước lượng FEM, REM, kết quả chỉ ra, cấu trúc vốn là nhân tố chi phối rõ rệt nhất, dù chiều hướng tác động có sự chuyển dịch tùy theo lăng kính quan sát. Trong khi đó, ràng buộc tài chính chưa bộc lộ ảnh hưởng trực tiếp, còn năng lực điều tiết của hội đồng quản trị độc lập mới chỉ dừng lại ở mức độ yếu và thiếu ổn định. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm hỗ trợ quan điểm tối ưu hóa cấu trúc vốn và giảm áp lực ràng buộc tài chính trong doanh nghiệp thông qua cơ chế quản trị công ty.

Từ khóa: cấu trúc vốn, ràng buộc tài chính, hiệu quả tài chính, cơ chế quản trị công ty, tính độc lập hội đồng quản trị

The impact of capital structure and financial constraints on the financial performance of listed F&B enterprises in Vietnam

Abstract:

This study examines the effects of capital structure and financial constraints on the financial performance of listed food and beverage (F&B) companies in Vietnam during the 2020 - 2024 period, while also investigating the moderating role of board independence. Panel data from 33 listed Vietnamese F&B enterprises are analyzed using fixed effects and random effects models (FEM and REM). The results indicate that capital structure is the most influential factor, although the direction of its effect varies depending on the analytical perspective. Meanwhile, financial constraints do not exhibit a direct effect, while the moderating effect of board independence remains weak and unstable. The study provides empirical evidence supporting the optimization of capital structure and the mitigation of financial constraints through corporate governance mechanisms.

Keywords: capital structure, financial constraints, financial performance, corporate governance mechanisms, board independence

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang hội nhập ngày càng sâu rộng, cùng với đó là những biến động của thị trường tài chính ở trong nước, cấu trúc vốn và ràng buộc tài chính là những thước đo tài chính quan trọng của mỗi doanh nghiệp, cho thấy khả năng duy trì hoạt động, phát triển lâu dài của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, ngành thực phẩm và đồ uống (F&B) đóng góp một phần tỷ trọng rất lớn vào GDP quốc gia và thu hút được sự quan tâm của nhiều nguồn vốn đầu tư cả nội lẫn ngoại. Tuy nhiên, thực trạng tài chính của các đơn vị niêm yết trong nhóm ngành này lại đang bộc lộ những sự chênh lệch rất rõ rệt, điều này đã trực tiếp đặt ra các câu hỏi về tầm ảnh hưởng từ cấu trúc nguồn vốn, mức độ thắt chặt tài chính cùng với các cơ chế kiểm soát nội bộ lên kết quả kinh doanh cuối cùng.

Các tổ chức kinh tế thường có xu hướng ưu tiên sử dụng dòng tiền nội bộ trước khi thực hiện tìm kiếm các nguồn nợ vay từ bên ngoài, bởi lẽ một tỷ lệ nợ quá cao sẽ gây ra áp lực tài chính dồn nén và tạo nên những tác động không thuận chiều đến hiệu suất hoạt động. Những bằng chứng thực tế tại các thị trường mới nổi, điển hình là Việt Nam, đã phần nào xác nhận xu thế tác động tiêu cực này giữa đòn bẩy tài chính và các chỉ số hiệu quả vận hành (Viet và cộng sự, 2020). Bên cạnh cấu trúc vốn, ràng buộc tài chính - được hiểu là những khó khăn doanh nghiệp gặp phải trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài - cũng là một yếu tố quan trọng nhưng chưa được nghiên cứu đầy đủ trong bối cảnh Việt Nam. Lý thuyết về sự bất cân xứng thông tin đã chỉ ra, việc thiếu tính minh bạch giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư sẽ làm gia tăng chi phí huy động vốn và hạn chế đi năng lực tối ưu hóa các nguồn lực sẵn có, từ đó ảnh hưởng đến thành quả tài chính. Bên cạnh đó, vai trò can thiệp của Hội đồng quản trị độc lập trong việc điều chỉnh hướng đi cũng như cường độ ảnh hưởng từ các yếu tố tài chính lên hiệu quả kinh doanh. Khi doanh nghiệp phải đối mặt với các rào cản tài chính, một hội đồng quản trị có tính độc lập cao được kỳ vọng sẽ giúp tối ưu hóa việc phân phối nguồn lực và ngăn chặn các tác động xấu đến chỉ số lợi nhuận.

Từ thực tế đó, nghiên cứu hướng đến làm sáng tỏ 2 mục tiêu: (i) kiểm định ảnh hưởng của cấu trúc vốn và ràng buộc tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết F&B và (ii) kiểm định vai trò điều tiết của tính độc lập của hội đồng quản trị đến mối quan hệ giữa cấu trúc vốn, ràng buộc tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết F&B. Nghiên cứu áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, với dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính kiểm toán và báo cáo quản trị của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2020-2024. Phân tích dữ liệu được thực hiện bằng kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng nhằm đánh giá tác động đồng thời và tách biệt của cấu trúc vốn và ràng buộc tài chính đến hiệu quả tài chính. Lựa chọn giữa mô hình tác động cố định (FEM) và tác động ngẫu nhiên (REM) được thực hiện thông qua kiểm định Hausman, trong khi phương sai thay đổi và tự tương quan được khắc phục bằng phương pháp FGLS. Toàn bộ quá trình phân tích được thực hiện trên phần mềm STATA và SPSS.

Mặc dù khía cạnh tài chính về cấu trúc vốn, ràng buộc tài chính đã được nhiều học giả quốc tế phân tích một cách riêng lẻ, song việc tích hợp đồng thời cả 3 thành tố: cấu trúc vốn, rào cản tài chính và vai trò của quản trị độc lập vào trong cùng một mô hình phân tích thống nhất cho ngành F&B tại Việt Nam vẫn còn là một khoảng trống. Vì vậy, nghiên cứu được thực hiện nhằm cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn, ràng buộc tài chính và hiệu quả tài chính, đồng thời đề xuất một số hàm ý quản trị cho doanh nghiệp.

2. Tổng quan lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

Tại các nền kinh tế phát triển, các nghiên cứu nền tảng của Modigliani và Miller (1958, 1963) cho rằng, trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Quan sát tại khu vực Đông Nam Á, nghiên cứu của Fahmi và Sawukir (2025) trên các đơn vị niêm yết tại Indonesia

giai đoạn 2017-2023 đã cho thấy tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu dường như không gây ra những biến động có ý nghĩa đối với chỉ số sinh lời ROA. Ngược lại, sự hiện diện của các thành viên độc lập trong Hội đồng quản trị lại cho thấy một tác động tích cực và rõ nét đến hiệu quả kinh doanh. Kết quả này đã gợi mở ra một hướng tư duy mới: tại các thị trường mới nổi, các cơ chế kiểm soát nội bộ và quản trị công ty có thể sẽ đóng một vai trò trọng yếu hơn cả đòn bẩy tài chính trong việc thúc đẩy khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Dựa trên học thuyết đánh đổi, việc tận dụng nợ vay có thể mang lại những ưu thế từ lá chắn thuế, nhưng nếu tỷ lệ nợ vượt quá ngưỡng chịu đựng, những áp lực về thanh khoản và nguy cơ kiệt quệ tài chính sẽ gia tăng, từ đó trực tiếp kéo lùi hiệu quả kinh doanh (Myers, 1984). Việc lạm dụng nợ vay đôi khi lại là minh chứng cho thấy doanh nghiệp đang gặp khó khăn về nguồn lực nội bộ hoặc hiệu quả vận hành chưa đạt kỳ vọng (Myers & Majluf, 1984). Đối với lĩnh vực F&B tại Việt Nam, đây là nhóm ngành có nhu cầu vốn lưu động rất lớn và phải chịu sức ép cạnh tranh khốc liệt, do đó việc gia tăng nợ vay có thể làm ảnh hưởng thêm các rủi ro tài chính và gây ảnh hưởng xấu đến các chỉ số sinh lời. Từ những lập luận nêu trên, nghiên cứu đưa ra giả thuyết:

H1: Cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

Các thảo luận khoa học xung quanh vấn đề ràng buộc tài chính đã bắt đầu nhận được sự quan tâm rộng rãi kể từ sau công trình mang tính bước ngoặt của Fazzari cùng các cộng sự vào năm 1988. Trong nghiên cứu đó, nhóm tác giả đã đưa ra luận điểm rằng các đơn vị chịu sức ép từ rào cản tài chính thường có xu hướng phụ thuộc nặng nề vào nguồn dòng tiền nội tại để tái đầu tư; nguyên nhân là do gánh nặng chi phí vốn từ bên ngoài luôn cao hơn đáng kể so với vốn tự có bởi những hệ lụy từ sự bất cân xứng thông tin trên thị trường. Chính công trình này đã mở ra một giai đoạn nghiên cứu kéo dài hơn 30 năm, tập trung vào việc tìm kiếm các phương pháp đo lường tối ưu cũng như phân tích những hệ lụy sâu sắc mà ràng buộc tài chính gây ra cho doanh nghiệp (Fazzari và cộng sự, 1988).

Tại thị trường Việt Nam, nghiên cứu của Viet và cộng sự (2020) đã cung cấp những minh chứng về việc các doanh nghiệp chịu áp lực thắt chặt tài chính mạnh mẽ thường có tốc độ tăng trưởng trì trệ hơn. Ràng buộc tài chính là thuật ngữ phản ánh những rào cản mà doanh nghiệp gặp phải khi tìm kiếm nguồn vốn bên ngoài với chi phí phù hợp. Về mặt học thuật, hiện tượng này trước hết được giải thích qua lý thuyết bất cân xứng thông tin. Khi các nhà cung cấp vốn không thể nắm bắt đầy đủ thực trạng của doanh nghiệp, họ có xu hướng yêu cầu lợi nhuận cao hơn hoặc thắt chặt dòng vốn, khiến doanh nghiệp rơi vào tình trạng hạn chế tài chính nghiêm trọng (Stiglitz & Weiss, 1981). Trong bối cảnh ngành thực phẩm Việt Nam, mức độ ràng buộc tài chính cao có thể hạn chế khả năng đổi mới và duy trì dòng tiền của doanh nghiệp, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh. Từ các căn cứ lý luận này, nghiên cứu đề xuất giả thuyết:

H2: Ràng buộc tài chính có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

Bên cạnh việc phân tích những ảnh hưởng trực tiếp từ cấu trúc nguồn vốn cùng với các ràng buộc về tài chính, nghiên cứu này còn đi sâu vào xem xét vai trò can thiệp của bộ máy Hội đồng quản trị độc lập. Nền tảng lý thuyết để củng cố cho lập luận này là lý thuyết đại diện. Theo quan điểm của Jensen và Meckling, sự tách biệt giữa quyền sở hữu vốn và quyền điều hành thường làm nảy sinh những quyết định mang tính tư lợi từ phía nhà quản trị, thay vì hướng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị cho đơn vị, từ đó trực tiếp làm phát sinh các loại chi phí đại diện (Eisenhardt, 1989). Đặc biệt, khi doanh nghiệp đối mặt với ràng buộc tài chính, sự hạn chế về nguồn lực làm gia tăng yêu cầu phân bổ vốn hiệu quả và thận trọng. Trong bối cảnh này, sự tham gia của các thành viên độc lập trong Hội đồng quản trị được kỳ vọng góp phần nâng cao hiệu quả giám sát, hạn chế hành vi cơ hội của nhà quản lý, tăng cường tính minh bạch và cải thiện chất lượng quyết định phân bổ nguồn lực. Theo đó, mức độ độc lập của Hội đồng quản trị có thể giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động trong điều kiện nguồn lực tài chính hạn chế, qua đó giảm tác động bất lợi của ràng buộc tài chính đến khả năng sinh lời. Từ các căn cứ luận điểm trên, nghiên cứu đưa ra giả thuyết:

H3: Tính độc lập hội đồng quản trị có vai trò làm suy giảm những tác động tiêu cực từ cấu trúc vốn, ràng buộc tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu khai thác nguồn dữ liệu thứ cấp từ 33 doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực thực phẩm và đồ uống (F&B) trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2020-2024. Thông tin được tổng hợp chủ yếu từ hệ thống báo cáo tài chính đã kiểm toán, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và các cổng thông tin tài chính chính thống như HOSE, HNX, Vietstock hay CafeF. Trước hết, tác giả lập danh mục các đơn vị thuộc ngành F&B trong khung thời gian nghiên cứu. Tiếp đó, các báo cáo liên quan được tập hợp để trích xuất những chỉ số cần thiết cho việc định lượng biến phụ thuộc, biến độc lập, biến điều tiết cùng hệ thống biến kiểm soát. Toàn bộ dữ liệu sau khi thu thập được chuẩn hóa trên bảng tính Excel, thực hiện kiểm tra các giá trị thiếu và loại bỏ những quan sát không đảm bảo điều kiện để phục vụ phân tích.

3.2. Mô hình nghiên cứu và Phương pháp ước lượng

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, tác giả xây dựng mô hình hồi quy tổng quát nhằm phân tích tác động của cấu trúc vốn và ràng buộc tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của tính độc lập của hội đồng quản trị trong mối quan hệ giữa ràng buộc tài chính và hiệu quả tài chính. Mô hình hồi quy tổng quát được xây dựng như sau:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SA_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 (SA_{it} \times BI_{it}) + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 OCF_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong nghiên cứu hiện tại, hiệu quả tài chính (FP_{it}) của doanh nghiệp được đo lường bằng 2 chỉ tiêu phổ biến là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), theo công thức lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo công thức lợi nhuận sau thuế chia cho vốn chủ sở hữu. Việc tích hợp đồng thời cả ROA và ROE cho phép tác giả kiểm chứng tính nhất quán của các kết quả nghiên cứu dựa trên 2 khía cạnh trọng yếu của hiệu quả tài chính. Cụ thể, trong khi ROA là thước đo phản ánh năng lực khai thác và sử dụng nguồn lực tài sản của tổ chức, thì ROE lại tập trung làm rõ khả năng sinh lời trên nguồn vốn góp của các cổ đông.

Cấu trúc vốn, được đo lường bằng hệ số đòn bẩy tài chính (LEV), xác định bằng tổng nợ phải trả chia cho tổng tài sản. Đây là thước đo được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu về cấu trúc vốn nhằm phản ánh mức độ doanh nghiệp sử dụng nợ trong tài trợ tài sản (Jiraporn & Gleason, 2007).

Biến độc lập thứ hai là ràng buộc tài chính, được đo lường bằng chỉ số SA theo Hadlock & Pierce (2010). Công thức tính SA đã được xác định là: $SA = -0,737 \times \text{Size} + 0,043 \times \text{Size}^2 - 0,04 \times \text{Age}$. Trong công thức tính toán trên, biến Size được xác định bằng logarit tự nhiên của tổng quy mô tài sản, trong khi biến Age phản ánh thâm niên hoạt động của đơn vị kể từ thời điểm thành lập. Chỉ số SA hiện đang được vận dụng rộng rãi trong các công trình nghiên cứu về ràng buộc tài chính nhờ vào việc khai thác những đặc trưng mang tính ổn định cao của doanh nghiệp, giúp hạn chế đáng kể các sai lệch do hiện tượng nội sinh gây ra so với những thước đo khác. Về mặt giá trị, chỉ số SA càng âm sẽ minh chứng cho tình trạng ràng buộc tài chính càng nghiêm trọng; ngược lại, khi giá trị này tiến dần về mức cao hơn (tức là mức độ âm giảm xuống), điều đó phản ánh một vị thế tài chính thuận lợi với ít rào cản hơn trong việc tiếp cận nguồn lực.

Biến điều tiết trong nghiên cứu là tính độc lập của hội đồng quản trị, ký hiệu BI. Theo Klein (2002) BI được đo lường bằng tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập trên tổng số thành viên hội đồng quản trị của doanh nghiệp. Đây là phương thức tiếp cận có tính kinh điển trong các công trình nghiên cứu về quản trị doanh nghiệp, bởi lẽ nó phản ánh trực diện mức độ hiện diện của các thành viên có khả năng thực thi quyền giám sát khách quan đối với đội ngũ điều hành.

Để đảm bảo tính khách quan và nâng cao độ tin cậy cho mô hình, nghiên cứu tích hợp 3 biến kiểm soát quan trọng bao gồm: khả năng thanh khoản (LIQ), dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH) (Bawuah, 2024; Frank & Goyal, 2009). Đây là các đặc trưng tài chính cốt lõi có khả năng chi phối mạnh mẽ đến hiệu quả hoạt động của tổ chức (Frank & Goyal, 2009; Bawuah, 2024). Cụ thể, LIQ được định lượng bằng tỷ số thanh toán hiện hành (tài sản ngắn hạn trên nợ

ngắn hạn); OCF được xác định dựa trên tỷ lệ dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh so với tổng tài sản; và GROWTH phản ánh mức độ biến động doanh thu thuần giữa năm hiện tại so với năm trước đó. Nhóm biến này được dự báo sẽ có tác động thuận chiều đến hiệu quả tài chính, bởi chúng là minh chứng cho năng lực chi trả, khả năng tạo tiền từ cốt lõi kinh doanh và tiềm năng mở rộng quy mô của doanh nghiệp.

Do tính chất đặc thù của dữ liệu có cấu trúc bảng, nghiên cứu triển khai các mô hình Pooled OLS, mô hình hiệu ứng tác động cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng tác động ngẫu nhiên (REM) để thực hiện ước lượng. Việc xác định mô hình tối ưu được căn cứ vào kết quả của các kiểm định F, kiểm định Breusch-Pagan Lagrange Multiplier và kiểm định Hausman. Đây là cách tiếp cận phổ biến và có độ tin cậy cao trong các nghiên cứu về cấu trúc vốn, đặc biệt là với đối tượng các doanh nghiệp niêm yết. Ngoài ra, để gia tăng tính chuẩn xác cho kết quả, tác giả còn sử dụng sai số chuẩn hiệu chỉnh (robust) hoặc cụm (cluster) trong bước hồi quy cuối cùng. Quy trình phân tích này hoàn toàn nhất quán với định hướng nghiên cứu của Frank và Goyal (2009) cũng như các nghiên cứu về quản trị công ty của Bawuah (2024).

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả phân tích tương quan

Dựa trên kết quả định lượng cho 165 quan sát được tổng hợp tại Bảng 1, có thể thấy năng lực tài chính của nhóm doanh nghiệp F&B trong chu kỳ 2020-2024 có sự chuyển dịch và phân hóa hết sức rõ nét giữa các đơn vị niêm yết. Cụ thể, chỉ số ROA duy trì ở mức bình quân là 8,4%, song lại ghi nhận một biên độ dao động cực kỳ lớn, trải dài từ mức thâm hụt -25,1% cho tới ngưỡng sinh lời đột phá là 39%. Song hành với đó, chỉ số ROE đạt mức trung bình khá khả quan với 26,8%, nhưng độ lệch chuẩn cao tới 1,111 lại là minh chứng cho sự khác biệt sâu sắc trong khả năng khai thác nguồn vốn chủ sở hữu giữa các thực thể kinh tế trong một bối cảnh thị trường nhiều biến động. Đối với rào cản tài chính, giá trị trung bình của chỉ số SA đạt -2,598 và biến thiên trong khoảng từ -4,562 đến -0,673. Theo khung lý thuyết của Hadlock và Pierce (2010), những số liệu này phản ánh thực trạng rằng mức độ khó khăn khi tìm kiếm nguồn lực tài chính ngoại lực có sự phân cấp rất rõ rệt, tùy thuộc vào đặc thù quy mô và nội lực của từng công ty.

Bảng 1. Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	0.084	0.090	-0.251	0.390
ROE	0.268	1.111	-0.798	10.164
LEV	0.462	0.185	0.083	1.235
SA	-2.598	0.914	-4.562	-0.673
BI	0.2154	0.164	0	0.667
LIQ	1.646	0.935	0.152	7.997
OCF	0.079	0.132	-0.354	0.734
GROWTH	0.049	0.252	-0.770	1.002

Kết quả phân tích tương quan cho thấy, biến ROA ghi nhận mối tương quan nghịch rõ rệt với đòn bẩy tài chính LEV (-0,691) ở mức ý nghĩa dưới 5%, điều này gợi mở về một xu hướng rằng những doanh nghiệp lạm dụng nợ vay thường đối mặt với sự sụt giảm trong tỷ suất sinh lời trên tài sản. Trái lại, biến phụ thuộc ROE lại thể hiện mối tương quan thuận chiều với LEV (0,296), cho thấy sức mạnh của đòn bẩy trong việc thúc đẩy lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu khi được sử dụng phù hợp. Đối với biến độc lập then chốt còn lại là chỉ số SA, các kết quả tương quan ban đầu vẫn chưa cho thấy một mối liên kết tuyến tính có ý nghĩa thống kê thực sự rõ nét với cả ROA và ROE. Thực trạng này đặt ra yêu cầu cần phải thực hiện các kiểm chứng khắt khe hơn thông qua hệ thống các mô hình hồi quy đa biến ở phần tiếp theo.

4.2. Phân tích kết quả hồi quy

Kết quả tính toán hệ số VIF của tất cả các biến độc lập và biến kiểm soát đều nằm trong khoảng từ 1,04 đến 2,55. Cụ thể, các biến chính như LEV (2,55), SA (1,29), BI (1,29) và biến tương tác SA_BI (1,25) đều ghi nhận chỉ số VIF rất thấp. Hệ số VIF trung bình của toàn bộ mô hình đạt 1,55. Đối chiếu với tiêu chuẩn học thuật của Hair & cộng sự (2010) hiện tượng đa cộng tuyến chỉ được coi là nghiêm trọng khi hệ số VIF vượt quá ngưỡng 5. Việc các chỉ số VIF trong nghiên cứu này đều thấp hơn đáng kể so với ngưỡng cho phép khẳng định không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra giữa các biến.

Bảng 2. Kết quả ước lượng Pooled OLS, FEM, REM với biến phụ thuộc ROA và ROE

Biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
LEV	-0.146***	2.834***	-0,1189**	4,8601***	-0,1477***	2,8341***
SA	0.01*	-0.064	0,0610	0,5029	0,0096*	-0,0643
BI	-0.088***	0.084	0,0304	-0,1020	-0,0872***	0,0837
SA_BI	-0.017	-0.602	0,0192	-0,0803	-0,0159	-0,6027
LIQ	0.028***	0.223	0,0144*	0,3260*	0,0273***	0,2234
OCF	0.257***	1.130	0,1230***	1,2632	0,2518***	1,1304*
GROWTH	0.034**	-0.83**	0,0342**	-0,8119**	0,0337**	-0,8299**
_cons	0.085***	-1.428***	0,1029***	-2,5721***	0,0866***	-1,4285***
R ² (within)	0.657	0.1333	27,22%	16,46%	67,16%	17,03%
Prob > F	0.000	0.0001	0,0000	0,7118	309,32	32,23

Tác giả tiếp tục tiến hành kiểm định Hausman để đưa ra lựa chọn tối ưu nhất giữa mô hình FEM và REM.

Đối với giả thuyết H1, kết quả hồi quy cho thấy, cấu trúc vốn duy trì mối tương quan nghịch với chỉ số ROA nhưng lại bậc lộ tác động thuận chiều đối với ROE. Sự đối lập này phản ánh chân thực tính hai mặt của đòn bẩy tài chính trong quản trị doanh nghiệp. Ở khía cạnh ROA, việc gia tăng nợ vay làm suy giảm hiệu suất sử dụng tổng tài sản, chứng tỏ khi doanh nghiệp phụ thuộc quá mức vào vốn bên ngoài, áp lực từ chi phí lãi vay và các nghĩa vụ thanh toán sẽ trực tiếp bào mòn khả năng tạo lợi nhuận từ nguồn lực sẵn có. Tuy nhiên, trong mô hình ROE, biến LEV lại ghi nhận tác động tích cực tại mức ý nghĩa 5%. Kết quả này cho thấy, trong một số trường hợp, doanh nghiệp có thể sử dụng nợ vay để gia tăng lợi nhuận cho cổ đông thông qua tác động của đòn bẩy tài chính. Do đó, có thể khẳng định giả thuyết H1 chỉ nhận được sự ủng hộ một phần: xác thực trong mô hình ROA nhưng bị bác bỏ trong mô hình ROE.

Đối với giả thuyết H2, kết quả định lượng cho thấy biến số SA không đạt được ý nghĩa thống kê trong cả hai mô hình phân tích. Như vậy, nghiên cứu chưa tìm thấy những minh chứng thực nghiệm đủ mạnh để xác nhận rằng buộc tài chính có tác động trực tiếp đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp F&B niêm yết. Tuy nhiên, kết quả này có thể được lý giải qua 2 góc độ khách quan. Thứ nhất, do mẫu nghiên cứu tập trung vào khối doanh nghiệp niêm yết - nhóm thực thể vốn đã sở hữu mức độ minh bạch thông tin cao và khả năng tiếp cận thị trường vốn ưu việt hơn hẳn khối tư nhân hay doanh nghiệp nhỏ - nên tác động từ ràng buộc tài chính có thể đã bị trung hòa và không còn bậc lộ rõ nét. Thứ hai, bản chất chỉ số SA chủ yếu phản ánh mức độ hạn chế tài chính thông qua quy mô và thâm niên, do đó có xu hướng nhận diện các đặc điểm mang tính cấu trúc dài hạn hơn là phản chiếu những biến động tức thời của hiệu quả tài chính theo từng năm. Cách tiếp cận này hoàn toàn nhất quán với định hướng đo

lượng và tương đồng với các bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam về vai trò của ràng buộc tài chính (Hadlock & Pierce, 2010; Viet và cộng sự, 2020). Từ đó, có thể kết luận trong bối cảnh ngành F&B niêm yết, ràng buộc tài chính không phải là nhân tố chi phối trực tiếp và mạnh mẽ đến ROA hay ROE như các giả định lý thuyết thuần túy.

Đối với giả thuyết H3 xoay quanh năng lực điều tiết của Hội đồng quản trị độc lập, các kết quả thực nghiệm cho thấy biến tương tác SA_BI không đạt ý nghĩa thống kê trong cấu trúc mô hình ROA, song lại ghi nhận tác động nghịch chiều tại mức ý nghĩa 10% trong mô hình ROE. Phát hiện này chỉ ra bằng chứng về vai trò điều phối của thành phần quản trị độc lập hiện chưa thực sự thuyết phục và thiếu tính nhất quán giữa các chỉ tiêu đo lường khác nhau. Tuy nhiên, việc xuất hiện hệ số âm trong mô hình ROE với mức ý nghĩa còn khá khiêm tốn đã hàm ý, trong phạm vi mẫu khảo sát, chưa có đủ căn cứ khoa học để khẳng định hội đồng quản trị độc lập phát huy vai trò điều tiết tích cực như giả thuyết đã xác lập.

Bên cạnh các nhân tố cốt lõi, nghiên cứu cũng làm sáng tỏ vai trò quan trọng của hệ thống các biện pháp kiểm soát. Năng lực thanh khoản (LIQ): Ghi nhận tác động thuận chiều đến cả ROA và ROE, đặc biệt rõ nét trong mô hình ROE. Điều này chứng minh rằng những đơn vị bảo đảm được trạng thái thanh khoản tốt thường sở hữu nền tảng tài chính vững vàng, tạo bệ phóng thuận lợi cho việc tối ưu hóa hiệu quả vận hành. Dòng tiền hoạt động (OCF) thể hiện sức ảnh hưởng tích cực và đạt ý nghĩa thống kê xuyên suốt cả 2 mô hình. Khả năng tự tạo lập nguồn tiền từ cốt lõi kinh doanh chính là chìa khóa giúp doanh nghiệp giảm bớt sự lệ thuộc vào các nguồn tài trợ ngoại lực và duy trì nhịp độ sản xuất ổn định. Tiềm năng tăng trưởng (GROWTH) bộc lộ một thực tế thú vị khi tác động tích cực đến ROA nhưng lại mang dấu âm đối với ROE. Điều này phản ánh việc gia tăng doanh thu chưa chắc đã tỷ lệ thuận với việc nâng cao lợi ích cho các chủ sở hữu. Nếu nỗ lực mở rộng quy mô kéo theo sự bùng nổ của các chi phí vận hành, chi phí tài chính hay chi phí bán hàng, chỉ số ROE hoàn toàn có thể bị sụt giảm.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Tổng kết lại, các minh chứng định lượng cho thấy, cấu trúc vốn chính là nhân tố có sức chi phối rõ rệt nhất, dù chiều hướng tác động có sự chuyển dịch tùy theo lăng kính quan sát. Trong khi đó, ràng buộc tài chính chưa bộc lộ sức ảnh hưởng trực tiếp, còn năng lực điều tiết của hội đồng quản trị độc lập mới chỉ dừng lại ở mức độ yếu và thiếu ổn định. Điều này chỉ ra, hiệu quả tài chính của khối doanh nghiệp F&B niêm yết hiện chịu sự chi phối mạnh mẽ từ các nhân tố nội tại như đòn bẩy, thanh khoản và dòng tiền, hơn là từ các cơ chế quản trị hay rào cản tiếp cận vốn bên ngoài. Dưới góc độ học thuật, các kết quả này vừa xác nhận một số kỳ vọng lý thuyết, vừa gợi mở rằng mối tương quan giữa cấu trúc vốn, quản trị công ty và hiệu quả tài chính tại các thị trường mới nổi như Việt Nam phức tạp hơn nhiều so với các dự báo truyền thống.

Đối với ban điều hành và Hội đồng quản trị (HĐQT) của các doanh nghiệp F&B niêm yết tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu đã đúc kết được 3 hệ hàm ý quản trị cốt lõi, mang tính ứng dụng thực tiễn cao:

Thứ nhất, tối ưu hóa cấu trúc nguồn vốn dựa trên mục tiêu hiệu quả. Việc xác nhận tác động tiêu cực của biến LEV lên chỉ số ROA là một lời nhắc nhở quan trọng là các doanh nghiệp F&B cần duy trì đòn bẩy tài chính ở ngưỡng an toàn, ưu tiên khai thác nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận tái đầu tư để mở rộng sản xuất.

Thứ hai, chủ động kiểm soát và giảm thiểu rào cản tài chính. Dù giả thuyết H2 chưa bộc lộ sức ảnh hưởng rõ rệt trong mẫu khảo sát, ràng buộc tài chính vẫn luôn là mối đe dọa tiềm tàng, nhất là với các đơn vị quy mô vừa và nhỏ có chỉ số SA thấp. Hàm ý thực tiễn dành cho doanh nghiệp là cần nâng cao chất lượng và tần suất công bố thông tin nhằm thu hẹp khoảng cách bất cân xứng thông tin (Akerlof, 1978; Stiglitz & Weiss, 1981). Việc minh bạch hóa báo cáo tài chính, thiết lập mối quan hệ chiến lược với hệ thống ngân hàng và áp dụng các tiêu chuẩn kế toán quản trị tiên tiến chính là những giải pháp cụ thể giúp doanh nghiệp cải thiện xếp hạng tín nhiệm và tiết giảm chi phí huy động vốn ngoại lực.

Thứ ba, chuyển dịch trọng tâm từ số lượng sang chất lượng quản trị nội bộ. Kết quả phản biện đối với H3 đã chỉ ra một thực tế: tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập cao về mặt cơ học không đương

nhiên mang lại hiệu quả giám sát thực chất. Do đó, các doanh nghiệp nên chú trọng vào "chất lượng độc lập", bao gồm năng lực chuyên môn tài chính, kinh nghiệm thực chiến trong ngành F&B và mức độ dẫn thân vào các quyết định chiến lược của từng thành viên, thay vì chỉ đơn thuần đối phó với các quy định về tỷ lệ tối thiểu.

Dù đã đạt được những kết quả thực nghiệm có giá trị, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế khách quan cần được thừa nhận một cách tường minh. Hạn chế thứ nhất về quy mô mẫu và tính khái quát hóa. Với cỡ mẫu gồm 33 thực thể và 165 quan sát, dù đã bao phủ phần lớn các doanh nghiệp F&B niêm yết đủ điều kiện, song con số này vẫn còn khiêm tốn khi đặt cạnh các công trình quốc tế. Hạn chế thứ hai về khung thời gian và đặc thù dữ liệu. Giai đoạn khảo sát 2020-2024 bao trùm cả cú sốc từ đại dịch COVID-19 và quá trình phục hồi không đồng nhất sau đó, gây ra những biến động bất thường trong chỉ số tài chính của ngành F&B. Những biến động này có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa ràng buộc tài chính và hiệu quả hoạt động, qua đó làm giảm mức độ ủng hộ của bằng chứng thực nghiệm đối với giả thuyết H2. Ngoài ra, việc chưa kiểm soát triệt để yếu tố thời gian trong một số mô hình cũng là một giới hạn nhất định về mặt phương pháp luận ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Akerlof, G. A. (1978). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in economics* (pp. 235-251). Elsevier. <https://doi.org/10.4337/9781781950005.00012>
- Bawuah, I. (2024). The moderator role of corporate governance on capital structure-performance nexus: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2298030. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2298030>
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Re-view*, 14 (1), 57-74. In.
- Fahmi, D., & Sawukir, S. (2025). The Influence of Capital Structure and Governance on Financial Performance. *Jurnal Multidisiplin Sahombu*, 5(03), 629-640.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*(1). <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The review of financial studies*, 23(5), 1909-1940. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400. <https://doi.org/10.2139/ssrn.246674>
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. In: *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA*.
- 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. <https://doi.org/10.3386/w1396>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- Viet, H., Quynh, H., & Trung, T. (2020). Impact of financial constraints on the development of Vietnam's firms. *Management Science Letters*, 10(8), 1683-1692. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.1.012>