

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Trần Thị Thu Hương và Phạm Văn Kiệt** - Ảnh hưởng của các yếu tố rào cản đến việc áp dụng biện pháp giảm thải khí các-bon của các doanh nghiệp dịch vụ logistics tại Việt Nam. **Mã số: 171.1SMET.11** 3
- Effects of Barriers on the Application of Carbon Emission Reduction Measures of Logistics Service Providers in Vietnam*
- 2. Phan Thu Trang, Nguyễn Thị Vân Anh và Hoàng Thanh Tùng** - Nhân tố tác động đến năng lực xuất khẩu sản phẩm nông nghiệp hữu cơ của doanh nghiệp Việt Nam. **Mã số: 171.1IBMg.11** 18
- Factors Impacting The Production of Organic Agricultural Products in Vietnamese Enterprises*
- 3. Lê Như Quỳnh và Bùi Xuân Nhân** - Hệ thống tiêu chí đánh giá chính sách thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài của Việt Nam: lý luận và thực tiễn. **Mã số: 171.1TrEM.11** 33
- Criteria system for evaluating policies to attract foreign direct investment of Vietnam: Theory and practice*

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Lưu Thị Thùy Dương, Nguyễn Bách Khoa, Phan Đình Quyết và Nguyễn Phước Hiệp** - Hành vi truyền miệng về ứng dụng ngân hàng trên điện thoại: một nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. **Mã số: 171.2BMkt.21** 46
- Word - Of - Mouth Behavior About Mobile Banking: An Empirical Study In Vietnam*
- 5. Phan Trần Minh Hưng** - Tốc độ điều chỉnh tiền mặt của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam: bằng chứng thực nghiệm từ cách tiếp cận DPF. **Mã số: 171.2FiBa.21** 60
- Cash Holdings Speed of Adjustment for Listed Frms on Vietnam Stock Exchange: An Empirical Evidence From the DPF Approach*

- 6. Ngô Thu Hoàng** - Tác động của truyền miệng điện tử đến ý định mua hàng trực tuyến trong bối cảnh đại dịch COVID-19. *Mã số: 171.2BMkt.21* 69

The Impact of Electronic Word of Mouth on Online Purchase Intention in the Context of The COVID - 19 Pandemic

- 7. Lê Quỳnh Liên, Nguyễn Thị Hòa, Hoàng Phương Anh, Nguyễn Việt Hà, Nguyễn Thị Hằng và Đinh Thục Hiền** - Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 171.2FiBa.21* 86

Factor Affecting the Capital Structure of Non-Financial Firms Listed on Vietnam Stock Market

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Nguyễn Thị Minh Nhàn và Trịnh Hoài Linh** - Ảnh hưởng của trí tuệ cảm xúc đến kết quả học tập kỳ vọng: nghiên cứu tự cảm nhận của sinh viên đại học ở Việt Nam. *Mã số: 171.3OMIs.31* 103

Effects of Emotional Quotient on Expected Learning Outcomes: Self-Assessment Studies of College Students in Vietnam

CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Quỳnh Liên¹; Nguyễn Thị Hòa²; Hoàng Phương Anh³
Nguyễn Việt Hà⁴; Nguyễn Thị Hằng⁵; Đinh Thục Hiền⁶

Email: 1. lienlq@neu.edu.vn
2. nguyenthioa210502@gmail.com
3. phuongan362k2@gmail.com
4. viethand215@gmail.com
5. hanghang7602@gmail.com
6. Thuchientpls@gmail.com

1,2,3,4,5,6. Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Ngày nhận: 23/06/2022

Ngày nhận lại: 26/09/2022

Ngày duyệt đăng: 03/10/2022

*N*ghiên cứu đánh giá các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của 499 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với 11 ngành trong giai đoạn 6 năm từ 2015 đến 2020. Với dữ liệu bảng gồm 2989 quan sát, nhóm tác giả sử dụng phần mềm Stata 16 thống kê mô tả, phân tích tương quan và chạy hồi quy OLS, FEM, REM, GLS, đồng thời thực hiện các kiểm định về đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi nhằm khắc phục các bệnh của mô hình. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và quy mô doanh nghiệp trong phần lớn các ngành có quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng không tìm thấy mối liên hệ giữa quy mô doanh nghiệp ở ngành khai khoáng, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu ở ngành công nghệ và thông tin, dịch vụ chuyên môn khoa học và công nghệ, vận tải và kho bãi, xây dựng và bất động sản với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp trong tất cả các ngành, trừ ngành dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ. Đối với tỷ trọng tài sản cố định, thuế và lá chắn thuế phi nợ vay, kết quả thu được chỉ ra cả mối quan hệ thuận chiều, ngược chiều và không có mối liên hệ với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Từ kết quả thu được, các khuyến nghị đã được đưa ra nhằm làm tăng hiệu quả sử dụng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, doanh nghiệp phi tài chính, thị trường chứng khoán Việt Nam.

JEL Classifications: F65

1. Đặt vấn đề

Cấu trúc vốn từ lâu đã nhận được sự quan tâm rất lớn từ các doanh nghiệp, các nhà quản lý và nhà nghiên cứu kinh tế học vài thập kỷ qua vì quyết định về vốn là một trong những yếu tố quan trọng nhất trong doanh nghiệp. (Baker & Martin, 2011) đã đưa ra định nghĩa về cấu trúc vốn của công ty. Theo đó, cấu trúc vốn là sự tổng hợp của nợ và vốn chủ sở

hữu mà công ty sử dụng để tài trợ cho tài sản sản xuất, hoạt động và tăng trưởng trong tương lai. Nó là yếu tố quyết định trực tiếp đến tổng chi phí vốn và góp phần vào tổng mức rủi ro của doanh nghiệp. Việc lựa chọn các tỷ lệ nợ khác nhau giữa các nguồn tài chính có thể tạo ra những ảnh hưởng lớn đến giá trị công ty và do đó ảnh hưởng đến sự giàu có của các cổ đông.

Cấu trúc vốn đóng vai trò quan trọng đến tình hình tài chính của công ty (Heng và cộng sự, 2012) thông qua cách công ty lựa chọn giữa nợ và vốn chủ sở hữu để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh của mình. Cấu trúc vốn của các công ty thay đổi theo quy mô, loại hình và một số đặc điểm khác như tuổi của công ty, quy mô công ty, cơ cấu tài sản, lợi nhuận, tăng trưởng công ty, rủi ro và thanh khoản của công ty (Al-Najjar & Taylor, 2008).

Trong lịch sử nghiên cứu đã có rất nhiều công trình liên quan đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Lý thuyết đầu tiên được nghiên cứu bởi Modigliani và Miller (lý thuyết M&M) vào năm 1958, sau đó các tác giả khác đã bổ sung và củng cố thêm cho lý thuyết về cấu trúc vốn ((Rajan & Zingales, 1995), (Burgman, 1996), (Bevan & Danbolt, 2002), (Chen, 2003), (Bauer, 2004), (Chen & Strange, 2005), (Akhtar & Oliver, 2009), (Chandra, 2015))... Ở Việt Nam, nghiên cứu về cấu trúc vốn cũng đã được thực hiện bởi nhiều tác giả ((Nguyễn Văn Thuận & Nguyễn Thị Thu Thủy, 2020), (Nguyễn Thị Thành Vinh, 2020)),... Tuy nhiên một nghiên cứu với cách tiếp cận khác, tập trung vào thị trường cận biên như Việt Nam trong giai đoạn 6 năm trở lại đây vẫn cung cấp một cái nhìn tổng quan, đa dạng và cần thiết để bổ sung vào chuỗi nghiên cứu về cấu trúc vốn. Thêm vào đó, cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam đã trải qua nhiều biến chuyển và có những sự cải tiến, tuy nhiên, sự hiệu quả của cấu trúc vốn trong khoảng những năm 2015 đến 2020 chưa được làm rõ. Do vậy, nghiên cứu của nhóm tác giả là một công trình khoa học có ý nghĩa cả về mặt lý luận và thực tiễn. Với dữ liệu được cung cấp từ các doanh nghiệp phi tài chính trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu thực tiễn sẽ cho thấy những nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp và mức độ tác động của những nhân tố đó. Đồng thời, để thấy rõ ảnh hưởng do tính chất các ngành khác nhau đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp, nhóm tác giả cũng đã thực hiện phân tích hồi quy theo từng nhóm ngành. Từ kết quả thu được, nghiên cứu cũng đưa ra các khuyến nghị nhằm làm tăng hiệu quả sử dụng cấu trúc vốn của

các doanh nghiệp niêm yết phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Lý thuyết của Modigliani và Miller (M&M Theory)

Modigliani & Miller (1958) cho rằng trong một thị trường cạnh tranh hoàn hảo, sự kết hợp giữa vốn chủ sở hữu và nợ phải trả là như nhau. Đến năm 1963, Modigliani và Miller đã minh chứng rằng chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) sẽ không đổi ngay cả khi công ty thay đổi cấu trúc vốn của họ. Trong trường hợp này, các cá nhân và doanh nghiệp đều được hưởng một lãi suất vay chung trên thị trường. Bên cạnh đó, lợi ích từ lá chắn thuế cũng bị loại bỏ trong lý thuyết này.

2.1.2. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade-Off Theory Of Capital Structure)

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn xem xét đến tác động của thuế và chi phí khánh kiệt tài chính. Được khởi xướng từ Kraus & Litzenberger (1973) và được phát triển bởi Myers (1977), lý thuyết này đưa ra quan điểm doanh nghiệp chỉ nên sử dụng một mức hạn nợ nhất định để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Bradley và cộng sự (1984) và Myers (2001) cho rằng một công ty vay nợ có thể hưởng lợi từ lá chắn thuế. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cũng cho thấy các công ty có khả năng gặp khó khăn tài chính cao hơn sẽ sử dụng nợ vay ít hơn các công ty ít rủi ro phá sản, tuy nhiên vẫn rất khó để định lượng được chi phí liên quan đến việc sử dụng nợ vay.

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn giải thích được các khác biệt trong cấu trúc vốn giữa nhiều ngành và đồng thời cũng chỉ ra chi phí phá sản có thể có ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp tới doanh nghiệp. Theo quan điểm của Bradley và cộng sự (1984), có 3 loại chi phí phá sản: (i) Trước tiên, đó là các chi phí hành chính trực tiếp liên quan đến bên thứ 3 trong trường hợp doanh nghiệp bị giải thể; (ii) Thứ hai, đó là sự thiếu hụt trong trường hợp mất khả năng thanh khoản hoặc các chi phí liên quan cần thiết để khôi phục doanh nghiệp; (iii) Cuối cùng, đó còn là sự mất mát của tín dụng thuế.

2.1.3. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)

Lý thuyết trật tự phân hạng của Bradley và cộng sự (1961) sau đó được phát triển bởi Myers & Majluf (1984) đã chỉ ra rằng có một trật tự ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ nội bộ và nguồn tài trợ bên ngoài, giữa phát hành nợ mới và phát hành cổ phần bắt nguồn từ thông tin không cân xứng. Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích vì sao hầu hết tài trợ từ bên ngoài là nợ vay và tại sao các thay đổi trong tỷ lệ nợ thường theo sau các nhu cầu tài trợ từ bên ngoài.

Nghiên cứu của Myers & Majluf (2003) cho kết quả khả năng sinh lời tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn tương tự nghiên cứu của Myers & Majluf (1995) và Bauer (2004) nhưng Baue (2011) lại cho kết quả ngược lại là khả năng sinh lời không tác động đến cấu trúc vốn. (Liu và cộng sự, 2009) đi theo lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng tính thanh khoản ngược chiều với cấu trúc vốn, nếu một công ty có nhiều tài sản lưu động hơn, quỹ có thể được sử dụng để đầu tư thay cho quỹ nợ ngắn hạn bên ngoài.

2.2. Tổng quan các công trình nghiên cứu và xây dựng giả thuyết khoa học

Dựa vào tổng quan của các công trình nghiên cứu trước đó, nhóm nghiên cứu lần lượt xây dựng nên các giả thuyết để kiểm tra tác động của các biến độc lập và biến kiểm soát đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp như sau:

2.2.1. Quy mô doanh nghiệp (SIZE)

Các doanh nghiệp lớn được kỳ vọng sẽ có khả năng nợ cao hơn, có thể tận dụng trong việc phát hành nợ dài hạn (Myers, 1977); (Bauer, 2004); (Huang & Song, 2006)). Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho rằng các công ty lớn hơn có ít vấn đề về thông tin bất cân xứng hơn nên có xu hướng có vốn chủ sở hữu nhiều hơn nợ (Chen, 2003); (Liu và cộng sự, 2009); (Hossain & Ali, 2012)).

H1: Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn.

2.2.2. Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình (ASSETS)

Tỷ trọng tài sản hữu hình của một công ty cao làm giảm nguy cơ người cho vay phải gánh chịu các

chi phí đại diện đối với khoản nợ (Chen, 2003); (Huang & Song, 2006); (Liu và cộng sự, 2009)). Tuy nhiên, nghiên cứu của (Bauer, 2004) lại cho rằng mối quan hệ này là ngược chiều. Mặt khác, Hossain & Ali (2012) và Aggarwal & Padhan (2017) kết luận không tìm thấy bằng chứng cho thấy tồn tại mối quan hệ giữa tỷ trọng tài sản hữu hình và cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

H2: Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn.

2.2.3. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (OPPGROW)

Các doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cao thường có nguy cơ gặp khó khăn về tài chính thấp hơn, do đó họ có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay nợ hơn (Al-Najjar & Hussainey, 2011). Tuy nhiên, Alipour và cộng sự (2015) lại chỉ ra mối quan hệ này là ngược chiều. Ngoài ra, Liu và cộng sự (2009), Sheikh & Wang, (2011) cho rằng giữa tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và cấu trúc vốn có mối tương quan nghịch nhưng không đáng kể.

H3: Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và cấu trúc vốn có tác động cùng chiều.

2.2.4. Thuế (TAX)

Thuế (TAX) được tính bằng tỷ số chi phí thuế phải nộp và EBIT. Thuế có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ nợ dài hạn và tổng nợ ((Huang & Song, 2006); (Alipour và cộng sự, 2015)). Ngược lại, Chen & Strange (2005) cho rằng thuế dường như không phải là vấn đề được các nhà quản lý tập trung khi cân nhắc vấn đề tài chính của doanh nghiệp.

H4: Thuế có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn.

2.2.5. Khả năng sinh lợi (PROF)

Khả năng sinh lợi (PROF) được tính bằng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA). Không có dự đoán lý thuyết nhất quán về ảnh hưởng của khả năng sinh lời đối với đòn bẩy tài chính, tuy nhiên, trong phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm, mối quan hệ tiêu cực giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy tài chính đã được tìm thấy (Bauer, 2004); (Chen & Strange, 2005); (Liu và cộng sự, 2009); (Hossain & Ali, 2012)).

H5: Khả năng sinh lợi có tác động ngược chiều đối với cấu trúc vốn.

2.2.6. Thanh khoản (LIQ)

Thanh khoản (LIQ) được tính bằng tỷ số tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn. Lý thuyết đánh đổi cho thấy mối quan hệ này cùng chiều vì tỷ lệ thanh khoản cao phản ánh khả năng lớn hơn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn đúng hạn. Điều này được nhắc đến trong nghiên cứu của Alipour và cộng sự (2009), Aggarwal & Padhan (2017). Ngược lại, Liu và cộng sự (2009) và Hossain & Ali (2012) cho rằng tính thanh khoản và cấu trúc vốn có mối tương quan nghịch.

H6: Thanh khoản có tác động cùng chiều đối với cấu trúc vốn.

2.2.7. Lá chắn thuế phi nợ vay (NDTS)

Lá chắn thuế phi nợ vay (NDTS) được tính bằng tỷ lệ khấu hao TSCĐ và tổng tài sản. Nhiều công trình nghiên cứu trước đây đưa ra kết quả ngược chiều, các công ty có lá chắn thuế phi nợ vay cao hơn thường có tỷ lệ nợ dài hạn ít hơn các công ty khác (Bauer, 2004); (Biger và cộng sự, 2007); (Akdal, 2011)). Ngược lại, theo Hossain & Ali (2012), lá chắn thuế phi nợ ngoại sinh có mối liên hệ tích cực đáng kể với đòn bẩy.

H7: Lá chắn thuế phi nợ vay có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn.

Do tác động của các biến độc lập không phải là yếu tố duy nhất ảnh hưởng đến cấu trúc vốn, vì vậy nhóm tác giả đã đưa thêm các biến kiểm soát sau vào mô hình nghiên cứu để kết quả thu được phản ánh chính xác hơn mức độ ảnh hưởng của các nhân tố tới cấu trúc vốn của doanh nghiệp: Quy mô HĐQT, số lượng thành viên nữ trong HĐQT, Tuổi trung bình của các thành viên trong HĐQT, Số lượng thành viên HĐQT không điều hành.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu được chọn để nghiên cứu gồm 499 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, gồm 2 sàn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2015 đến năm 2020. Dữ liệu được cung cấp bởi công ty Vietstock ở dạng dữ liệu bảng. Dữ liệu ban đầu gồm 2989 quan sát từ năm 2015 đến 2020, sau khi loại bỏ

những quan sát không đủ điều kiện do thiếu thông tin, mẫu quan sát còn 1773 quan sát từ năm 2016 đến năm 2020, do sau khi tính tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thì loại bỏ giá trị không chính xác thu được ở năm gốc 2015.

3.2. Đo lường các biến nghiên cứu

3.3. Mô hình nghiên cứu

Từ các giả thuyết đã đưa ra, nhóm nghiên cứu xây dựng phương trình hồi quy để kiểm tra tác động của các nhân tố tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Phương trình hồi quy được xây dựng với biến phụ thuộc là tỷ lệ giữa tổng nợ và vốn chủ sở hữu (DE), là đại diện cho cấu trúc vốn và biến độc lập là các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp được mô tả trong Bảng 3.1, mô hình hồi quy đa biến như sau:

$$DE = \alpha_0 + \alpha_1 * SIZE_{it} + \alpha_2 * ASSETS_{it} + \alpha_3 * OPPGROW_{it} + \alpha_4 * TAX_{it} + \alpha_5 * PROF_{it} + \alpha_6 * LIQ_{it} + \alpha_7 * NDTS_{it} + \alpha_8 * BOARD_{it} + \alpha_9 * BSR_{it} + \alpha_{10} * AGE_{it} + \alpha_{11} * NED_{it} + e_i (*)$$

Đầu tiên, nhóm tác giả thực hiện thống kê mô tả và phân tích tương quan để xem xét các thông tin của dữ liệu bảng đồng thời phát hiện các mối liên hệ tuyến tính giữa các biến. Tiếp theo, chúng tôi thực hiện phân tích hồi quy theo mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Sau khi nhận được kết quả, nhóm nghiên cứu tiếp tục sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Để khắc phục các bệnh của mô hình, chúng tôi tiến hành hồi quy theo mô hình bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) và tìm ra mô hình phù hợp nhất. Cuối cùng, nhóm nghiên cứu căn cứ vào kết quả thực nghiệm để kiểm định các giả thuyết đã đặt ra và đưa ra một số khuyến nghị cho các doanh nghiệp, các nhà đầu tư và cơ quan chức năng nhằm đạt được hiệu quả tối ưu nhất trong việc quản lý cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

4.1.1. Mô tả thống kê về dữ liệu

Kết quả thống kê trong Bảng 2 cho thấy giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, giá trị trung bình và độ

Bảng 1: Cách thức đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

STT	Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Tham khảo
I	Biến phụ thuộc			
1	Cấu trúc vốn	DE	Tỷ số tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	(Chandra, 2015)
II	Biến độc lập			
2	Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit của Tổng tài sản doanh nghiệp	(Chen, 2003), (Bauer, 2004)
3	Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình	ASSETS	Tỷ số tổng tài sản cố định hữu hình/Tổng tài sản	(Chen, 2003), (Bauer, 2004)
4	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	OPPGR OW	Tỷ lệ (doanh thu năm t - doanh thu năm t-1)/Doanh thu năm t-1	(Chen & Strange, 2005)
5	Thuế	TAX	Tỷ số chi phí thuế phải nộp/EBIT	(Chen và cộng sự, Jiang, & Lin, 2014)
6	Khả năng sinh lợi	PROF	(ROA) Tỷ số lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản	(Chen & Strange, 2005)
7	Thanh khoản	LIQ	Tỷ số tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	(Hossain & Ali, 2012)
8	Lá chắn thuế phi nợ vay	NDTS	Tỷ lệ chi phí khấu hao TSCĐ/Tổng tài sản	(Bauer, 2004), (Akdal, 2011), (Hossain & Ali, 2012)
III	Biến kiểm soát			
9	Quy mô HĐQT	BOARD	Số lượng thành viên trong HĐQT	(Wen và cộng sự, 2002), (Al-Najjar & Hussainey, 2011)
10	Số thành viên nữ trong HĐQT	BSR	Số lượng thành viên là nữ trong HĐQT	(Adams & Ferreira, 2009), (Alves và cộng sự, 2015)
11	Tuổi trung bình của các thành viên trong HĐQT	AGE	Bình quân tuổi của các thành viên trong HĐQT	(Anderson và cộng sự, 2011)
12	Số lượng thành viên HĐQT không điều hành	NED	Số lượng thành viên trong HĐQT không tham gia vào điều hành	(Al-Najjar & Hussainey, 2011)

(Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ tổng quan nghiên cứu)

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
I. Biến phụ thuộc					
DE	1,773	1.546284	1.420152	0.022708	9.729758
II. Biến độc lập					
SIZE	1,773	12.00577	0.653229	10.19702	14.62583
ASSETS	1,773	0.204439	0.199399	0	0.923271
OPPGROW	1,773	0.056919	0.351998	-1.04868	1.979024
TAX	1,773	-0.14162	0.169391	-1.99777	1.983972
PROF	1,773	0.052888	0.074246	-0.85259	0.394106
LIQ	1,773	1.898943	1.421859	0.045319	9.797218
NDTS	1,773	0.032084	0.031665	0	0.230935
III. Biến kiểm soát					
BOARD	1,773	5.527919	1.242101	3	11
BSR	1,773	0.940214	1.006094	0	6
AGE	1,773	49.73565	5.259389	24	71
NED	1,773	3.777778	1.375053	0	10

(Nguồn: Nhóm tác giả phân tích dữ liệu)

lệch chuẩn của biến phụ thuộc, các biến độc lập và biến kiểm soát.

4.1.2. Phân tích tương quan các biến nghiên cứu

Kết quả phân tích mối tương quan giữa biến phụ thuộc DE và các biến độc lập (SIZE, ASSETS, OPPGROW, TAX, PROF, LIQ, NDTS), các biến kiểm soát (BOARD, BSR, AGE, NED) cho thấy hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 0.5, như vậy có thể thấy các biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình có tương quan

với nhau ở mức thấp (Bảng 3). Đồng thời khi xem xét hiện tượng đa cộng tuyến (Bảng 4), giá trị VIF trung bình của các biến trong mô hình bằng 1.51 và hệ số phóng đại VIF của các biến đều nhỏ hơn 4, do đó mô hình ít xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến (Hair và cộng sự, 2010).

4.2. Phân tích hồi quy

Bảng 5 tổng hợp kết quả của mô hình OLS, FEM, REM, GLS cho biến phụ thuộc cấu trúc vốn (DE).

Bảng 3: Ma trận tương quan các biến trong mô hình nghiên cứu

	DE	SIZE	ASSETS	OPPGROW	TAX	PROF	LIQ	NDTS	BOARD	BSR	AGE	NED
DE	1.0000											
SIZE	0.1871	1.0000										
ASSETS	-0.098	0.0084	1.0000									
OPPGROW	0.0779	0.1375	-0.0265	1.0000								
TAX	0.1047	0.0288	0.0796	-0.0074	1.0000							
PROF	-0.3341	0.0245	0.0356	0.142	-0.136	1.0000						
LIQ	-0.4396	-0.1728	-0.1973	-0.0696	-0.0835	0.2418	1.0000					
NDTS	-0.091	-0.0865	0.7367	-0.0145	0.0164	0.0996	-0.1367	1.0000				
BOARD	-0.1008	0.3207	0.102	0.0784	-0.0092	0.1071	-0.0337	0.0699	1.0000			
BSR	-0.1507	0.0797	0.0115	0.0019	0.01	0.0902	0.0449	-0.0547	0.2533	1.0000		
AGE	0.0033	0.0587	0.0661	-0.0171	-0.0024	0.0626	-0.0997	0.0835	0.1061	-0.0558	1.0000	
NED	-0.1707	0.2406	0.1271	0.0203	0.017	0.073	0.0189	0.0376	0.7048	0.2225	0.0719	1.0000

(Nguồn: Nhóm tác giả phân tích dữ liệu)

Bảng 4: Kiểm định đa cộng tuyến

Biến	VIF	1/VIF
ASSETS	2.33	0.429393
NDTS	2.32	0.431522
BOARD	2.19	0.457581
NED	2.05	0.488325
SIZE	1.19	0.83734
LIQ	1.19	0.842367
PROF	1.16	0.863688
BSR	1.10	0.910826
OPPGROW	1.06	0.947107
AGE	1.04	0.961529
TAX	1.03	0.96931

(Nguồn: Nhóm tác giả phân tích dữ liệu)

Kết quả hồi quy của Bảng 5 cho thấy, giá trị R² của 3 mô hình OLS, FEM, REM lần lượt là 0.3331, 0.2541 và 0.1920. Điều này thể hiện các biến trong mô hình nghiên cứu giải thích được 33.31%, 25.41% và 19.2% biến phụ thuộc trong mô hình. Ngoài ra, giá trị p-value của mô hình này là $0,000 < \alpha = 0,01$, chứng tỏ phương pháp ước lượng của ba mô hình trên có ý nghĩa thống kê.

Để so sánh giữa mô hình Pooled OLS với mô hình tác động cố định (FEM), kiểm định F đã được thực hiện. Giá trị p-value của kiểm định F bằng 0,000 cho thấy mô hình tác động ngẫu nhiên tốt hơn mô hình bình phương nhỏ nhất Pooled OLS do phương pháp chạy hồi quy Pooled OLS trong phân tích dữ liệu bảng coi các doanh nghiệp là đồng nhất dẫn đến việc các ước lượng bị sai lệch khi không kiểm soát được các tác động riêng biệt. Từ đó, nhóm nghiên cứu tiếp tục thực hiện phân tích dữ liệu bằng các phương pháp khác là hồi quy dữ liệu theo mô

hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM).

Kiểm định Hausman ra p-value Prob > chi² = $0.0000 \leq \alpha = 0.01$, do đó mô hình phù hợp là mô hình FEM. Tiến hành kiểm định phương sai thay đổi cho mô hình FEM ra giá trị Prob > chi² = $0.0000 \leq \alpha = 0.01$, do đó mô hình xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi, đồng thời giá trị p-value của kiểm định Wooldridge Prob > F = $0.0000 \leq \alpha = 0.01$, mô hình có hiện tượng tự tương quan. Như vậy, có thể thấy mô hình biến phụ thuộc DE xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Để khắc phục hiện tượng này, nghiên cứu tiến hành ước lượng theo phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát GLS (Generalized Least Squares - Bảng 5). Mô hình ước lượng GLS có p-value Prob > chi² = $0.0000 < \alpha = 0,01$, do đó, mô hình có ý nghĩa ở mức 1%. Như vậy, mô hình nghiên cứu (*) sẽ có phương trình ở mức ý nghĩa 1%.

Bảng 5: Kết quả ước lượng mô hình OLS, FEM, REM, GLS

	(OLS) DE	(FEM) DE	(REM) DE	(GLS) DE
SIZE	0.359*** [7.76]	2.127*** [14.73]	0.759*** [10.27]	0.438*** [18.63]
ASSETS	-1.097*** [-5.18]	0.502** [2.02]	0.0937 [0.43]	-0.243*** [-2.77]
OPPGROW	0.246*** [3.05]	0.253*** [6.31]	0.251*** [6.01]	0.173*** [7.71]
TAX	0.454*** [2.74]	-0.118 [-1.37]	-0.0868 [-0.97]	-0.0611* [-1.68]
PROF	-4.302*** [-10.74]	-2.662*** [-9.68]	-2.957*** [-10.73]	-2.991*** [-17.24]
LIQ	-0.371*** [-17.52]	-0.103*** [-5.24]	-0.180*** [-9.79]	-0.204*** [-25.25]
NDTS	0.452 [0.34]	-4.517*** [-3.09]	-5.222*** [-3.99]	-4.292*** [-7.89]
BOARD	-0.0045 [-0.14]	0.0285 [1.02]	0.00603 [0.22]	0.00564 [0.44]
BSR	-0.131*** [-4.54]	-0.0315 [-1.04]	-0.0510* [-1.80]	-0.0684*** [-6.79]
AGE	-0.00353 [-0.66]	0.00233 [0.41]	0.0028 [0.54]	-0.00470** [-2.18]
NED	-0.150*** [-5.23]	-0.0753*** [-3.18]	-0.0813*** [-3.49]	-0.0852*** [-7.70]
_cons	-0.679 [-1.14]	-23.60*** [-13.51]	-6.718*** [-7.42]	-2.588*** [-9.29]
N	1773	1773	1773	1731
R-sq	0.333 F(11, 1761) 74.67	0.254 =F(11, 1309) 40.54	=Wald chi2(11) 452.76	=Wald chi2(11)=2154.83
	Prob > F = 0.0000 Prob > F = 0.0000 Prob>chi2 = 0.0000 Prob > chi2 = 0.0000			
	R-squared 0.3331	=R-sq: within 0.2541	=R-sq: within 0.1920	=

(Nguồn: Nhóm tác giả phân tích dữ liệu)

Từ kết quả nghiên cứu ở Bảng 5, nhóm tác giả đưa ra kết luận về mối quan hệ giữa các biến trong mô hình hồi quy như sau:

Một là, quy mô doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn (DE) với hệ số hồi quy 0.438 ở mức ý nghĩa 1%. Kết luận này phù hợp với kỳ vọng theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn và phù hợp với giả thuyết H1 đã đặt ra, nghiên cứu của Trần Đình Khôi Nguyên & Ramachandran (2006) đã đưa ra kết quả nghiên cứu tương tự. Quy mô doanh nghiệp càng lớn chứng tỏ tiềm lực tài chính càng mạnh, rủi ro phá sản thấp. Khi phân tích theo ngành, Bảng 7 cho thấy khi phân tích hồi quy GLS theo ngành chúng ta nhận thấy, quy mô doanh nghiệp ở tất cả các ngành đều có tác động tích cực đến cấu trúc vốn, trừ ngành khai khoáng thì không tìm thấy mối liên hệ giữa quy mô doanh nghiệp và cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy cũng chỉ ra tỷ trọng tài sản cố định hữu hình ở ngành tiện ích, vận tải và kho bãi có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn.

Hai là, tỷ trọng tài sản cố định hữu hình ngược chiều với cấu trúc vốn với hệ số hồi quy âm 0.243 ở mức ý nghĩa 1%, điều này phù hợp với nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tài sản cố định và cấu trúc vốn (Phan Thanh Hiệp, 2016). Nghiên cứu chỉ ra đối với các công ty công nghiệp, doanh nghiệp đầu tư tài sản cố định chủ yếu bằng lợi nhuận giữ lại hoặc gia tăng vốn chủ sở hữu, chứ không ưu tiên sử dụng từ những khoản vay.

Ba là, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu có quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn ở mức ý nghĩa 1% với hệ số hồi quy 0.173, chứng tỏ các doanh nghiệp ở Việt Nam khi có tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt đã tận dụng được lợi thế phát hành vốn chủ sở hữu mới (Võ Xuân Vinh, 2017).

Bốn là, thuế có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn ở mức ý nghĩa 10%. Khác với một số nghiên

cứ trước đó, tác động của thuế TNDN đến cấu trúc vốn trong nghiên cứu này lại có mối quan hệ ngược chiều với hệ số hồi quy là -0,0611. Kết luận này cũng giống với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Trần Hùng Sơn (2012).

Năm là, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn ở mức ý nghĩa 1% với hệ số hồi quy là âm 2.991. Mối tương quan này đã được hỗ trợ bởi lý thuyết trật tự phân hạng và các nghiên cứu của Qayyum (2013), Shah và cộng sự (2013). Điều này cho thấy, nếu doanh nghiệp có nhiều khả năng thu được lợi nhuận, họ thường có xu hướng tài trợ bằng vốn nội bộ hơn là vốn bên ngoài.

Sáu là, thanh khoản có tương quan nghịch với cấu trúc vốn được biểu thị bằng hệ số âm 0.204 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp là một yếu tố đáng tin cậy và có ảnh hưởng ít nhiều đến cấu trúc vốn. Các doanh nghiệp có khả năng thanh khoản cao sẽ sử dụng ít nợ hơn vì họ không cần phải vay nợ cho các khoản thanh toán hiện tại của mình. Kết quả này có thể được xem là trùng khớp với hầu hết các nghiên cứu trước đây như: Võ Xuân Vinh (2017) ở Việt Nam, Deesomsak và cộng sự (2004) ở khu vực châu Á - Thái Bình Dương từ 1993-2001...

Bảy là, lá chắn thuế phi nợ vay có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn ở mức 1% với hệ số hồi quy là -4.292. Các doanh nghiệp có xu hướng vay ít hơn nếu tỷ lệ khấu hao cao. Điều này tương ứng với kỳ vọng ban đầu và so với kết quả của những nghiên cứu trước đó. Khi lá chắn thuế phi nợ vay gia tăng, khả năng thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp sẽ là giảm, do đó, việc các doanh nghiệp sử dụng nhiều lá chắn thuế phi nợ vay là điều dễ hiểu ((Titman & Wessels, 1988), (DeAngelo & Masulis, 1980)).

Ngoài ra, để thấy rõ sự ảnh hưởng của đặc điểm ngành nghề đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, nhóm nghiên cứu cũng tiến hành thống kê mô tả các

giá trị của cấu trúc vốn trong từng ngành (Bảng 6) và hồi quy mô hình nghiên cứu theo các nhóm ngành (Bảng 7).

nhà đầu tư, khuyến khích khách hàng đặt cọc trước tiền mua bất động sản... để có đủ nguồn vốn đầu tư xây dựng công trình. Trong khi đó, ngành có tỷ số

Bảng 6: Thống kê mô tả cấu trúc vốn theo ngành

Ngành	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Bán buôn	116	1.634336	1.293946	0.065755	5.796367
Bán lẻ	51	1.284331	1.024979	0.114803	4.541352
Công nghệ và thông tin	84	0.915131	0.903685	0.109317	4.579104
Dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ	31	1.471303	1.265367	0.3697555	4.368882
Dịch vụ lưu trú và ăn uống	19	0.923508	0.574644	0.142153	2.094832
Khai khoáng	77	2.125901	2.018455	0.022708	6.866314
Sản xuất	628	1.271738	1.119424	0.074442	7.899038
Sản xuất nông nghiệp	20	0.847429	0.788029	0.091939	2.716252
Tiện ích	115	0.954503	0.60206	0.135955	2.683712
Vận tải và kho bãi	120	0.915998	0.989316	0.041253	5.740963
Xây dựng và bất động sản	498	2.272192	1.703959	0.033083	9.729758

(Nguồn: Nhóm tác giả phân tích dữ liệu)

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu gồm 11 ngành trong phạm vi từ năm 2015 đến năm 2020. Kết quả nghiên cứu thể hiện trên Bảng 6 cho thấy ngành sản xuất có số lượng doanh nghiệp lớn nhất với 628 quan sát, tiếp đó là ngành xây dựng và bất động sản với 498 quan sát. Nghệ thuật, vui chơi và giải trí; Sản xuất nông nghiệp là ngành có số lượng doanh nghiệp ít nhất trong mẫu nghiên cứu với 20 quan sát. Cấu trúc vốn của các doanh nghiệp có sự chênh lệch khá lớn giữa các ngành, ngành có tỷ số tổng nợ trên vốn chủ sở hữu cao nhất là xây dựng và bất động sản với giá trị trung bình bằng 2.272 vì đặc thù của ngành là thường phải vay vốn từ nhiều nguồn khác nhau trong dài hạn như vay ngân hàng, huy động vốn từ

tổng nợ trên vốn chủ sở hữu thấp nhất là ngành sản xuất nông nghiệp chỉ ở mức 0.847. Điều này cũng hợp lý bởi ngành này thường khó để huy động vốn trước trong dài hạn từ khách hàng hơn. Bảng 6 cũng cho thấy ngành khai khoáng là ngành có độ lệch chuẩn của cấu trúc vốn cao nhất trong bảng, sự phân tán quá rộng như thế sẽ làm cho các biến mất ý nghĩa thống kê nhiều.

Bảng 7 cho thấy khi phân tích hồi quy GLS theo ngành, quy mô doanh nghiệp ở tất cả các ngành đều có tác động tích cực đến cấu trúc vốn, trừ ngành khai khoáng thì không tìm thấy mối liên hệ giữa quy mô doanh nghiệp và cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy cũng chỉ ra tỷ trọng tài sản cố định

Bảng 7: Kết quả ước lượng mô hình GLS theo ngành

Biến	Ngành										Xây dựng và Bất động sản	
	Bán buôn	Bán lẻ	Công nghệ và thông tin	Dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ	Dịch vụ lưu trú và ăn uống	Khai khoáng	Sản xuất	Sản xuất nông nghiệp	Tiện ích	Vận tải và kho bãi		
SIZE	0.380**											0.380**
	[4.21]	[2.18]	[3.70]	[6.97]	[4.75]	[1.23]	[7.00]	[11.64]	[1.82]	[1.95]		[3.82]
ASSETS	0.244	0.791	0.794*	1.705	-0.515	1.312	-0.052	0.445	-0.721**	0.965**		0.271
	[0.38]	[1.15]	[1.69]	[1.36]	[-1.25]	[1.17]	[-0.40]	[0.80]	[-5.25]	[3.20]		[0.86]
OPPGROW	0.344*	0.473*	0.156	0.235	0.129*	0.401*	0.356**	0.511**	0.314**	0.028		0.0615
	[2.23]	[1.86]	[1.23]	[1.01]	[1.68]	[1.76]	[7.44]	[3.60]	[4.27]	[0.25]		[1.28]
TAX	0.127	1.702**	-0.559*	-1.421*	-0.299**	0.393*	0.177*	-1.475**	0.508*	0.373		-0.194*
	[0.96]	[2.94]	[-2.54]	[-1.71]	[-6.09]	[1.82]	[2.15]	[-4.27]	[1.92]	[0.87]		[-1.80]
PROF	-6.075**	-3.155**	-1.539*	-9.539**	-1.167**	-5.118*	-4.267**	-1.298**	-4.147**	-0.515		-2.348**
	[-9.70]	[-2.71]	[-1.96]	[-4.81]	[-3.01]	[-2.31]	[-21.80]	[-3.60]	[-7.85]	[-0.88]		[-4.80]
LIQ	-0.224**	-0.267**	-0.160**	-0.135	-0.328**	-0.0993*	-0.225**	-0.122**	-0.133**	-0.126**		-0.354**
	[-5.14]	[-6.08]	[-4.76]	[-0.52]	[-7.28]	[-1.74]	[-14.41]	[-8.76]	[-7.39]	[-4.63]		[-8.24]
NDTS	-13.36**	-15.94*	-19.23**	0.135	-7.040*	9.683**	-4.216**	-2.056	-0.0605	-5.583**		-3.822
	[-3.17]	[-1.69]	[-3.71]	[0.01]	[-2.29]	[2.77]	[-4.62]	[-0.65]	[-0.04]	[-3.28]		[-1.59]
BOARD	0.00971	0.0729	0.124*	-0.275*	-0.0851	0.00257	0.0413*	-0.260**	0.0615	-0.0444		0.00248
	[0.16]	[0.67]	[2.14]	[-1.67]	[-0.39]	[0.01]	[2.44]	[-7.24]	[1.34]	[-0.80]		[0.31]
BSR	-0.123*	0.338**	-0.0196	-0.461**	0.0181	0.223	-0.0258	0.154**	-0.121**	0.0261		-0.127*
	[-2.05]	[3.14]	[-0.40]	[-3.76]	[0.30]	[1.26]	[-1.47]	[3.90]	[-4.43]	[0.49]		[-2.50]
AGE	-0.036**	0.0072	-0.00514	-0.0628*	-0.0070	0.0379	-0.00622*	0.0164**	0.0144**	0.00418		0.0024
	[-3.80]	[0.53]	[-0.49]	[-2.19]	[-0.63]	[1.24]	[-2.08]	[4.39]	[2.95]	[0.46]		[-0.0224]
NED	-0.104*	0.0228	-0.150**	0.644**	-0.195	-0.258*	-0.0664**	-0.292**	-0.105**	-0.0842*		[-0.60]
	[-1.82]	[0.21]	[-2.89]	[5.54]	[-1.44]	[-1.79]	[-4.66]	[-3.56]	[-2.95]	[-1.69]		
N	110	50	76	31	19	72	615	19	114	115		491

(Nguồn: Nhóm tác giả phân tích dữ liệu)

hữu hình ở ngành tiện ích, vận tải và kho bãi có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu ở các ngành bán buôn, bán lẻ, dịch vụ lưu trú và ăn uống, khai khoáng, sản xuất, sản xuất nông nghiệp và tiện ích có tác động cùng chiều, các ngành còn lại không có mối quan hệ với cấu trúc vốn. Thuế có mối liên hệ cùng chiều với cấu trúc vốn ở các ngành bán lẻ, khai khoáng, sản xuất và tiện ích. Ngược lại ở các ngành công nghệ và thông tin, dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ, dịch vụ lưu trú và ăn uống, sản xuất nông nghiệp xây dựng và bất động sản có mối quan hệ ngược chiều giữa thuế và cấu trúc vốn đã được tìm thấy. Bên cạnh đó, thuế ở các ngành bán buôn, vận tải và kho bãi không có mối liên hệ với cấu trúc vốn. Khả năng sinh lợi của doanh nghiệp ở ngành vận tải và kho bãi không tìm thấy mối quan hệ với cấu trúc vốn, các ngành còn lại đều có tác động ngược chiều. Thanh khoản ở ngành dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ không tìm thấy mối quan hệ với cấu trúc vốn, các ngành còn lại đều có tác động ngược chiều. Lá chắn thuế phi nợ vay trong các ngành dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ, sản xuất nông nghiệp, tiện ích, xây dựng và bất động sản không có tác động đến cấu trúc vốn.

Như vậy, đối chiếu với các giả thuyết nghiên cứu đã được nhóm nghiên cứu đưa ra, kết quả kiểm định các giả thuyết nghiên cứu được trình bày trong Bảng 8:

5. Kết luận và khuyến nghị

Mục tiêu cuối cùng của quản trị tài chính doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, từ đó tối đa hóa giá trị cho chủ sở hữu doanh nghiệp, điều này được thực hiện thông qua việc tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC), gồm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và chi phí sử dụng nợ. Do đó, nhằm giúp các doanh nghiệp đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh và hướng tới các giá trị bền vững

lâu dài, dựa vào kết quả nghiên cứu, nhóm nghiên cứu đã đưa ra một số các khuyến nghị như sau:

Thứ nhất, tận dụng lợi thế về quy mô khi sử dụng nợ vay. Xuất phát từ kết quả nghiên cứu, có thể thấy trừ ngành khai khoáng, thì giữa quy mô doanh nghiệp và cấu trúc vốn có mối quan hệ thuận chiều với nhau. Điều đó cho thấy rằng các doanh nghiệp có quy mô tài sản càng lớn thì càng có xu hướng vay nợ nhiều hơn do có lợi thế hơn trong việc sử dụng uy tín để vay mượn từ các chủ nợ so với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa. Do đó, khi sử dụng nợ vay, các doanh nghiệp nên xem xét lợi thế về quy mô tài sản để có thể vay với chi phí vốn thấp. Tuy nhiên, các nhà quản trị doanh nghiệp nên cân nhắc sử dụng nợ ở một mức độ nhất định để tận dụng tối đa lợi ích từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Khi hoạt động kinh doanh có hiệu quả, lợi nhuận nhiều thì nên cân nhắc trước việc tài trợ từ nguồn vốn vay vì có thể phải chia sẻ lợi nhuận với các chủ nợ.

Thứ hai, nâng cao hiệu quả kinh doanh. Theo kết quả nghiên cứu, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn trong tất cả các ngành. Do đó việc huy động nguồn nợ vay quá nhiều sẽ làm tăng gánh nặng tài chính và làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, thay vì sử dụng nợ vay, doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn vốn nội bộ từ lợi nhuận giữ lại bởi vì đây là loại vốn có chi phí thấp hơn so với nợ và phát hành cổ phiếu mới. Các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp cần cân nhắc tỷ lệ chi trả cổ tức cũng như lợi nhuận giữ lại để đảm bảo hài hòa giữa lợi ích của các cổ đông cũng như hiệu quả trong việc tận dụng nguồn vốn. Bên cạnh đó, khi có hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp sẽ được các chủ nợ đánh giá cao hơn cũng như được các nhà đầu tư trên thị trường tài chính tin tưởng hơn, từ đó, doanh nghiệp có thể huy động vốn từ các chủ nợ, các nhà đầu tư trên thị trường với chi phí rẻ

Bảng 8: Bảng kết quả kiểm định các giả thuyết nghiên cứu

Giá thuyết	Nội dung giả thuyết	Kiểm định giả thuyết									
		Ngành									
		Bán buôn	Bán lẻ	Công nghệ và thông tin	Dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ	Dịch vụ lưu trú và ăn uống	Khai khoáng	Sản xuất	Sản xuất nông nghiệp	Tiền ích	Vận tải và kho bãi
H1	Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận
H2	Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)
H3	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và cấu trúc vốn có tác động cùng chiều	Chấp nhận	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)
H4	Thuế có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Chấp nhận	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Chấp nhận	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Chấp nhận	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)
H5	Khả năng sinh lợi có tác động ngược chiều đối với cấu trúc vốn	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận
H6	Thanh khoản có tác động cùng chiều đối với cấu trúc vốn	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)	Bác bỏ (Hệ số hồi quy âm)
H7	Lá chắn thuế phi nợ vay có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn	Chấp nhận	Chấp nhận	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Chấp nhận	Bác bỏ (Hệ số hồi quy dương)	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)	Chấp nhận	Bác bỏ (Không có ý nghĩa)

(Nguồn: Nhóm tác giả so sánh kết quả kiểm định)

hơn. Việc nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh, tăng khả năng sinh lời phải được duy trì bền vững trong dài hạn để tăng cường uy tín, tạo niềm tin từ phía các nhà đầu tư trên thị trường tài chính, từ đó có thể huy động vốn từ nhiều kênh khác nhau bên cạnh việc sử dụng lợi nhuận giữ lại để phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh.

Thứ ba, xây dựng kế hoạch hoạt động từng năm, từng giai đoạn phát triển để có biện pháp huy động nguồn vốn phù hợp. Kết quả từ bài nghiên cứu cho thấy tỷ lệ tăng trưởng của doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp trong các ngành bán buôn, bán lẻ, dịch vụ lưu trú và ăn uống, khai khoáng, sản xuất, sản xuất nông nghiệp và tiện ích. Do đó trong các ngành này, các nhà quản trị doanh nghiệp có thể huy động thêm nguồn tài trợ từ nợ vay khi muốn đẩy mạnh doanh thu, tuy nhiên doanh nghiệp cũng cần xây dựng kế hoạch dài hạn và chi tiết nhằm đánh giá khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp qua từng năm, từng giai đoạn để có cơ chế huy động nguồn vốn tài trợ phù hợp và hiệu quả đối với doanh nghiệp. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Adams, R., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 291-309.
2. Aggarwal, D., & Padhan, P. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, 982-1000.
3. Akdal, S. (2011). How do Firm Characteristics Affect Capital Structure? Some UK Evidence. *Kingston Business School*.
4. Akhtar, S., & Oliver, B. (2009). Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and

Domestic Corporations. *Wiley Online Library International Review of Finance*, 1-26.

5. Alipour, M., Mohammadi, M., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 53-83.

6. Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 329-338.

7. Al-Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, 919-933.

8. Alves, P., Couto, E., & Francisco, P. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 1-32.

9. Anderson, R., Reeb, D., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The Economics of Director Heterogeneity. *Financial Management*, 5-38.

10. Bauer, P. (2004). Capital structure of listed companies in Visegrad countries. *Prague Economic Papers*, 159-175.

11. Baker H., & Martin G. (2011). Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice. *John Wiley and Sons*.

12. Bevan, A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the United Kingdom – a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 159-170.

13. Biger, N., Nguyen, N., & Hoang, Q. (2007). The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam. *International Finance Review*, 307-326.

14. Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 87-130.

15. Bradley, M., Jarrell, G., & Kim, E. (1984). On the existence of optimal of capital structure: theory and evidence. *Journal of Financial*, 157-878.

16. Burgman, T. (1996). An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 553-570.
17. Chandra, T. (2015). Analysis of factors affecting capital structure on listed company in Kompas 100 Index. *IJABER*, 7049-7066.
18. Chen, J., Jiang, C., & Lin, Y. (2014). What determine firms' capital structure in China? *Managerial Finance*, 1024-1039.
19. Chen, J. (2003). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 1341-1351.
20. Chen, J., & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, 11-35.
21. DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 3-29.
22. Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 387-405.
23. Donaldson, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. *Boston Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration*.
24. Hair, J., Black, W., Babin, B., & Anderson, R. (2010). Multivariate data analysis. *Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education International*.
25. Heng, T., Azrbajjani, S., & San, O. (2012). Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies. *Asian Social Science*, 123-136.
26. Hossain, F., & Ali, A. (2012). Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Decision: An Empirical Study of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management*, 163-182.
27. Huang, G., & Song, F. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 14-36.
28. Kraus, A., & Litztenberger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 911-922.
29. Liu, Y., Ren, J., & Zhuang, Y. (2009). An Empirical Analysis on the Capital Structure of Chinese Listed IT Companies. *International Journal of Business and Management*, 46-51.
30. Luật Doanh nghiệp. (2014).
31. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 261-297.
32. Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 147-175.
33. Myers, S. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 81-102.
34. Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 187-221.
35. Nguyễn Thị Thành Vinh. (2020). Một số nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay. *Tạp chí Công Thương*.
36. Nguyễn Văn Thuận, & Nguyễn Thị Thu Thủy. (2020). Tác động của quản trị công ty đến cấu trúc vốn: Nghiên cứu thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 25-38.
37. Phan Thanh Hiệp. (2016). Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp công nghiệp nhìn từ mô hình GMM. *Tạp chí Tài chính*.
38. Qayyum, S. (2013). Determinants of capital structure: An empirical study of Cement industry of

Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 784-795.

39. Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 1421-1460.

40. Sayeed, M. (2011). The Determinants of Capital Structure for Selected Bangladeshi Listed Companies. *International Review of Business Research Papers*, 21-36.

41. Shah, S., Perveen, S., & Javed, N. (2013). Determinants of Capital Structure: An Analysis of Cement Industry of Pakistan. *International Journal of Information, Business and Management*, 172-194.

42. Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 117-133.

43. Sibilkov, V. (2009). Asset Liquidity and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1173-1196.

44. Talberg, M., Winge, C., Frydenberg, S., & Westgaard, S. (2008). Capital Structure Across Industries. *International Journal of the Economics of Business*, 181-200.

45. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 1-19.

46. Trần Đình Khôi Nguyên, & Ramachandran, N. (2006). Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 192-211.

47. Trần Hùng Sơn. (2012). Đặc điểm doanh nghiệp và tốc độ điều chỉnh cơ cấu vốn mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*.

48. Võ Xuân Vinh. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence

from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 105-113.

49. Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms. *Corporate Governance*, 75-83.

Summary

The research evaluates the factors affecting the capital structure of 499 non-financial firms listed on Vietnamese stock market in 6-year period from 2015 to 2020. With the panel data including 2989 observations, we used Stata 16 for descriptive statistics, correlation analysis and regression of OLS, FEM, REM, GLS models and also performed tests for multicollinearity, autocorrelation and heteroskedasticity to solve the problems of the model. We found that revenue growth rate and firm size in most industries have a positive relationship with the capital structure. However, the study also did not find a relationship between firm size in the mining industry, revenue growth rates in the information technology, professional services, science and technology, transportation and warehousing, construction and real estate industries with the capital structure. Besides, we also showed a negative relationship between capital structure and firm performance in all industries. Liquidity also has a negative effect on capital structure in all industries except professional services, science and technology industry. For the ratio in fixed assets, tax and non-debt tax shield, the obtained results show both a positive and negative relationship and no relationship with the capital structure. From this results, the recommendations are given to increase the efficiency of capital structure of non-financial firms listed on Vietnamese stock market.