



ISSN 1859-3666
E-ISSN 2815-5726

Tạp chí KHOA HỌC THƯƠNG MẠI

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI



Năm thứ 24 - số 200
4/2025



khoa học thương mại

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI
BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

TỔNG BIÊN TẬP:

ĐINH VĂN SƠN

PHÓ TỔNG BIÊN TẬP:

THƯ KÝ TÒA SOẠN

TRƯỞNG BAN TRỊ SỰ

NGUYỄN THỊ QUỲNH TRANG

❑ Tòa soạn

Phòng 202 nhà T

Trường Đại học Thương mại

Số 79 đường Hồ Tùng Mậu

Mai Dịch, Cầu Giấy, Hà Nội

❑ Điện thoại: 024.37643219 máy lẻ 2102

❑ Fax: 024.37643228

❑ Email: tckhtm@tmu.edu.vn

❑ Website: tckhtm.tmu.edu.vn

❑ GP hoạt động báo chí:

Số 195/GP-BTTTT ngày 05/6/2023

❑ Chế bản tại: Tòa soạn

Tạp chí Khoa học Thương mại

❑ In tại: Cty TNHH In & TM Hải Nam

❑ Nộp lưu chiểu: 4/2025

HỘI ĐỒNG KHOA HỌC BIÊN TẬP

Đinh Văn Sơn - Đại học Thương mại (Chủ tịch)

Phạm Vũ Luận - Đại học Thương mại (Phó Chủ tịch)

Nguyễn Bách Khoa - Đại học Thương mại (Phó chủ tịch)

Phạm Minh Đạt - Đại học Thương mại (Ủy viên thư ký)

Các ủy viên

- **Vũ Thành Tự Anh** - ĐH Fulbright Việt Nam (Hoa Kỳ)

- **Lê Xuân Bá** - Viện QLKT TW

- **Hervé B. Boismery** - Đại học Reunion (Pháp)

- **H. Eric Boutin** - Đại học Toulon Var (Pháp)

- **Nguyễn Thị Doan** - Hội Khuyến học Việt Nam

- **Haasis Hans** - Đại học Bremen (Đức)

- **Lê Quốc Hội** - Đại học Kinh tế quốc dân

- **Nguyễn Thị Bích Loan** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Hoàng Long** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Mai** - Chuyên gia kinh tế độc lập

- **Dương Thị Bình Minh** - ĐH Kinh tế Tp Hồ Chí Minh

- **Hee Cheon Moon** - Hội Nghiên cứu TM Hàn Quốc

- **Bùi Xuân Nhàn** - Đại học Thương mại

- **Lương Xuân Quỳ** - Hội Khoa học kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Văn Song** - Học viện Nông nghiệp Việt Nam

- **Nguyễn Thanh Tâm** - Đại học California (Hoa Kỳ)

- **Trương Bá Thanh** - ĐH Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

- **Đinh Văn Thành** - Viện Nghiên cứu thương mại

- **Đỗ Minh Thành** - Đại học Thương mại

- **Lê Đình Thắng** - Đại học Québec (Canada)

- **Trần Đình Thiên** - Viện Kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Quang Thuấn** - Viện Hàn lâm KHXH Việt Nam

- **Washio Tomoharu** - ĐH Kwansey Gakuin (Nhật Bản)

- **Lê Như Tuyền** - Grenoble École de Managment (Pháp)

- **Zhang Yujie** - Đại học Tsinghua (Trung Quốc)

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thành Hưng** - Ảnh hưởng của mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội đến giá trị doanh nghiệp - nghiên cứu tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 200.1BAcc.11** 3
- Impact of Social Responsibility Information Disclosure on Firm Value - Case in Listed Companies on Vietnam Stock Market*
- 2. Trần Mạnh Hà và Trần Ngọc Mai** - Ứng dụng mô hình dữ liệu tần suất cao kết hợp học máy nhằm nâng cao hiệu quả dự báo: nghiên cứu với hợp đồng tương lai dầu thô WTI. **Mã số: 200.1HIEM.11** 15
- Enhancing Forecasting Accuracy Through the Use of High-Frequency Data and Machine Learning: A Study on the Crude Oil WTI Futures*

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 3. Đinh Thị Hương, Trần Văn Trang và Nguyễn Thị Thúy Hằng** - Mối quan hệ giữa đổi mới sáng tạo, lợi thế cạnh tranh và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam - vai trò tác động của việc thực hiện trách nhiệm xã hội. **Mã số: 200.2BAdm.21** 26
- The Connection Among Innovation, Competitive Advantage, and Business Performance of Vietnamese Enterprises - The Influence of CSR Implementation*
- 4. Nguyễn Thị Thanh Nhân** - Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán: Một khảo sát ở Việt Nam. **Mã số: 200.2FiBa.21** 45
- The Impact of Capital Structure on the Performance of Listed Companies on the Stock Market: A Survey in Vietnam*

- 5. Lê Xuân Cù** - Hành vi sử dụng chatbot trong bán lẻ điện tử: Vai trò của giá trị thông tin và cảm nhận thông minh. **Mã số: 200.2TrEM.21** 55

Use Behavior Toward Chatbots in E-Retailing: Role of Information Value and Perceived Intelligence

- 6. Phạm Thu Thủy, Nguyễn Thuỳ Linh và Nguyễn Hà Vy** - Tác động của Gamification đến sự gắn kết của khách hàng - nghiên cứu thực nghiệm đối với ngành ngân hàng tại Việt Nam. **Mã số: 200.2FiBa.21** 68

The Impact of Gamification on Customer Engagement: An Experimental Study in the Banking Sector in Vietnam

- 7. Lê Ba Phong và Nguyễn Thị Tuyền** - Tăng cường hành vi chia sẻ tri thức của nhân viên tại các doanh nghiệp vừa và nhỏ: Vai trò của lãnh đạo và an toàn tâm lý. **Mã số: 200.2HRMg.21** 81

Enhancing Knowledge Sharing Behavior Among Employees in Small and Medium-Sized Enterprises: the Role of Leadership and Psychological Safety

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Nguyễn Thị Hồng** - Tác động của thù lao phi tài chính đến hiệu suất làm việc của cán bộ nghiên cứu tại các tổ chức khoa học và công nghệ ngoài công lập ở Việt Nam. **Mã số: 200.3OMIs.31** 93

The Impact of Non - Financial Remuneration on the Performance of Researchers at Non - Public Science and Technology Organizations in Vietnam

- 9. Lê Việt Hà** - Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hành vi sử dụng ai của giảng viên các trường đại học tại Việt Nam. **Mã số: 200.3OMIs.31** 105

A Study on Factors Affecting University Lecturers' AI Usage Behavior in Vietnam

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN: MỘT KHẢO SÁT Ở VIỆT NAM

Nguyễn Thị Thanh Nhân
 Trường Đại học Hải Phòng
 Email: nhanntt@dhhp.edu.vn

Ngày nhận: 04/11/2024

Ngày nhận lại: 07/02/2025

Ngày duyệt đăng: 10/02/2025

Nghiên cứu nhằm cung cấp bằng chứng về tác động của cấu trúc vốn đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phân tích được thực hiện tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng tĩnh đã được sử dụng để thực hiện phân tích này. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong một nền kinh tế mới nổi như Việt Nam, tỷ lệ nợ dài hạn như một thành phần của cấu trúc vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dựa trên kết quả của nghiên cứu này, các nhà quản trị doanh nghiệp được khuyến nghị sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn trong cấu trúc vốn huy động để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp bởi lẽ nợ dài hạn giúp gia tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, thị trường chứng khoán Việt Nam.

JEL Classifications: G30, G32, G34.

DOI: 10.54404/JTS.2025.200V.04

1. Giới thiệu

Lý thuyết của Modigliani và Miller, được giới thiệu lần lượt trong các nghiên cứu năm 1958 và 1963, đã trở thành nền tảng cho lý thuyết hiện đại về cấu trúc vốn. Theo (Modigliani, F. & Miller, M., 1958; Modigliani, F. & Miller, M., 1963), trong một thị trường vốn hoàn hảo, đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi xét đến yếu tố thuế, cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ tích cực. (Miller, M. H., 1977) đã bổ sung yếu tố thuế thu nhập cá nhân vào phân tích và chỉ ra rằng việc sử dụng nợ tối ưu chỉ xảy ra ở cấp độ vĩ mô, không phải ở cấp độ doanh nghiệp. Ngoài ra, (Modigliani, F. & Miller, M., 1963) đã đưa ra hai giả thuyết trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo. Giả thuyết thứ nhất cho

rằng giá trị của doanh nghiệp không phụ thuộc vào cấu trúc vốn của nó. Giả thuyết thứ hai cho rằng chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính sẽ bằng chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp không có đòn bẩy cộng thêm phần bù rủi ro tài chính. Tuy nhiên, các lý thuyết khác như lý thuyết đánh đổi (Myers, S. C., 1984), lý thuyết trật tự phân hạng (Myers, S. & Majluf, N., 1984) và lý thuyết đại diện (Jensen, M. & Meckling, W., 1976) lập luận rằng trong một thị trường hoàn hảo, cấu trúc vốn có thể không quan trọng, nhưng những yếu tố không hoàn hảo trong thực tế có thể giải thích sự cần thiết và tầm quan trọng của việc lựa chọn cấu trúc vốn.

Các yếu tố không hoàn hảo trong thị trường, bao gồm chi phí phá sản (Baxter, N.,

1967; Kraus, A. & R. Litzenberger, 1982; Kim, E.H., 1998), chi phí đại diện (Jensen, M. & Meckling, W., 1976), lợi ích lá chắn thuế của lãi vay (DeAngelo, H. & R. Masulis, 1980) và sự bất cân xứng thông tin (Myers, S. C., 1984). Tiếp nối từ các nghiên cứu này, (Pandey I. M., 2004) cho rằng các quyết định về cấu trúc vốn của doanh nghiệp có ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận và mức độ rủi ro mà cổ đông phải chịu. Vì vậy, giá trị thị trường của cổ phiếu doanh nghiệp có thể bị tác động bởi các lựa chọn cấu trúc vốn. Do đó, để đạt được mục tiêu tối đa hóa giá trị, các doanh nghiệp cần đánh giá các quyết định về cấu trúc vốn, cũng như tác động của chúng đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở này, mục tiêu của nghiên cứu là xác định liệu tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay không và liệu tỷ lệ nợ huy động có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Câu hỏi nghiên cứu đặt ra là liệu các quyết định về cấu trúc vốn có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay không?

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã là chủ đề tranh luận sôi nổi trong cả lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm. Các cuộc tranh luận chủ yếu xoay quanh vấn đề liệu có một cấu trúc vốn tối ưu cho mỗi doanh nghiệp hay không, và mức độ sử dụng nợ có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay không (Hatfield, B. G et al., 1994). (Pandey I. M., 2004) cho rằng quyết định về cấu trúc vốn của doanh nghiệp cần được xem xét dưới góc độ tác động của nó đối với hiệu quả hoạt động. Nếu quyết định về cấu trúc vốn có thể ảnh hưởng đến hiệu quả, thì các doanh nghiệp sẽ mong muốn xây dựng một cấu trúc vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Do đó, mục tiêu của doanh nghiệp nên tập trung

vào việc tối đa hóa giá trị thông qua các quyết định về cấu trúc vốn.

Tuy nhiên, các lý thuyết về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp còn mâu thuẫn, vì vậy việc phân loại các lý thuyết này là cần thiết. (Harris, M. & A. Raviv, 1991) đã tiến hành khảo sát các tài liệu nghiên cứu liên quan đến các động lực chính thúc đẩy chính sách tài chính và cấu trúc vốn. Họ đã phân loại các yếu tố này thành các nhóm như thuế, chi phí phá sản, chi phí đại diện, bất đối xứng thông tin, sự tương tác với các yếu tố đầu vào/sản phẩm và các vấn đề kiểm soát doanh nghiệp. (Sanders, P., 1998) tiếp cận theo một phương pháp khác, phân loại các lý thuyết cấu trúc vốn dựa trên việc liệu lý thuyết đó có giả định sự tồn tại của một chính sách tài chính tối ưu hay không và cách thức lý thuyết đó mô tả chính sách tài chính. Các lý thuyết này bao gồm lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết của (Modigliani, F. & Miller, M., 1958) cho rằng cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu này, cấu trúc vốn được định nghĩa là sự kết hợp giữa nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu. Nợ dài hạn là các nghĩa vụ tài chính đến hạn trả trong vòng trên 12 tháng tới, với chi phí sử dụng là lãi suất. Ngoài việc phải trả lãi, nợ cũng có thể đi kèm với các điều khoản hạn chế, yêu cầu người vay thực hiện để tránh vỡ nợ (Jane, M. et al., 2000). Do đó, một trong những chi phí lớn khi phát hành nợ là khả năng gặp phải khủng hoảng tài chính (Jane, M. et al., 2000). (Ehrhardt, M. & Brigham, E., 2003) khẳng định rằng giá trị của doanh nghiệp được xác định bởi kỳ vọng về sự tiếp tục hoạt động, tức là giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền dự báo trong tương lai mà tài sản của doanh nghiệp sẽ tạo ra, được chiết khấu bằng chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC). Do đó, WACC có tác động trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp (Johannes vH de We & Kivesh Dhanraj, 2007). Việc lựa

chọn giữa nợ và vốn chủ sở hữu nhằm xác định cấu trúc vốn tối ưu có thể tối đa hóa sự giàu có của cổ đông. WACC là công cụ để xác định giá trị doanh nghiệp bằng cách chiết khấu các dòng tiền trong tương lai. Việc giảm thiểu WACC sẽ giúp tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Messbacher, U., 2004).

Chính sách nợ và cấu trúc sở hữu vốn có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của doanh nghiệp, và cách thức ảnh hưởng này có sự khác biệt rõ rệt giữa các doanh nghiệp có nhiều hoặc ít dự án mang lại giá trị hiện tại ròng dương (McConnell, J. J. & Servaes, H., 1990). (Leland, H. E. & K. Toft., 1991) cho rằng các nhà quản trị thường sử dụng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu như một tín hiệu, bởi vì đòn bẩy cao có thể phản ánh rủi ro phá sản cao đối với các doanh nghiệp chất lượng thấp. Do nhà quản trị luôn có lợi thế thông tin so với các đối tác bên ngoài, cấu trúc nợ có thể được coi là tín hiệu gửi tới thị trường. Mô hình của (Ross, L., 1977) cho rằng giá trị của doanh nghiệp sẽ tăng lên khi sử dụng đòn bẩy, vì việc gia tăng đòn bẩy có thể làm tăng sự nhận thức của thị trường về giá trị doanh nghiệp.

Các nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên về lý thuyết đánh đổi (Bradley, M. et al., 1984) cho kết quả không đồng nhất. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây về cấu trúc vốn phản ứng với thay đổi trong mức độ chịu thuế của doanh nghiệp (Givoly, H. et al., 1992; Trezevant, R., 1992) đã cung cấp bằng chứng ủng hộ lý thuyết đánh đổi. (Myers, S. C., 1984) cho rằng lý thuyết này cũng không thể giải thích hết các thay đổi lớn về tỷ lệ nợ giữa các doanh nghiệp. Thực tế, lợi nhuận cổ phiếu tăng lên khi có thông báo về các đợt phát hành chứng khoán, và 55% sự biến động trong lợi nhuận trong kỳ công bố có thể được giải thích (Masulis, R., 1983).

Trong một số điều kiện nhất định, cấu trúc vốn có thể không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Việc phân chia quỹ thành tỷ lệ giữa nợ, cổ tức và vốn chủ sở hữu có thể trực tiếp

gia tăng giá trị của công ty (Gemmell, G., 2001). Việc liệu cấu trúc tài chính có ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế hay không đã được nghiên cứu qua dữ liệu bảng không đồng nhất, và kết quả chỉ ra rằng cấu trúc tài chính có tác động đáng kể đến sản lượng bình quân đầu người thực tế, điều này trái ngược với một số kết quả nghiên cứu thực nghiệm (Arestis, P. et al., 2004). Các doanh nghiệp đã tăng tỷ lệ nợ so với lợi nhuận của mình và các nghiên cứu cho thấy những doanh nghiệp có mức nợ thấp có giá trị cao hơn so với những doanh nghiệp có mức nợ cao (Kinsman, M. & Newman, J., 1998).

Khi doanh nghiệp thực hiện các khoản đầu tư lớn, các yếu tố đối kháng dẫn đến việc cả doanh nghiệp có chi phí cao và chi phí thấp đều chọn cùng một cấu trúc vốn trong trạng thái cân bằng, điều này làm cho cấu trúc vốn tách biệt khỏi thông tin riêng của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong trường hợp các khoản đầu tư nhỏ hoặc vừa, mô hình có thể chấp nhận trạng thái phân tách, trong đó các doanh nghiệp chi phí cao phát hành nhiều cổ phiếu hơn, trong khi các doanh nghiệp chi phí thấp chủ yếu dựa vào tài trợ bằng nợ (Spiegel, Y. & Spulber, D., 1997).

Lá chắn thuế của doanh nghiệp có thể thay thế nợ, có nghĩa là mỗi doanh nghiệp có một quyết định tỷ lệ nợ tối ưu riêng. Khi các doanh nghiệp phát hành nợ tiến gần đến mức trung bình của ngành, thị trường sẽ phản ứng tích cực hơn so với khi doanh nghiệp rời xa mức trung bình này. Mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ của doanh nghiệp và mức nợ của ngành không phải là mối quan tâm chính đối với thị trường (Hatfield, B. G et al., 1994). Tỷ lệ nợ có xu hướng giảm khi dòng tiền hoặc lợi nhuận giảm và tăng khi đầu tư của doanh nghiệp tăng (Benito, A., 1999). Nghiên cứu này chỉ ra rằng mối quan hệ này có sự tương quan tích cực với phương pháp trật tự phân hạng, và nhìn chung không phù hợp với phương pháp đánh đổi.

Đặc thù tài sản chiến lược của doanh nghiệp có thể yêu cầu tài trợ chủ yếu bằng vốn chủ sở hữu, trong khi các tài sản ít đặc thù hơn có thể được tài trợ bằng nợ. Các doanh nghiệp có khả năng gặp phải chi phí gia tăng và hiệu suất giảm nếu không áp dụng các cấu trúc quản trị thích hợp trong việc giao dịch với các nhà cung cấp vốn tiềm năng (Kochhar, R., 1997). Tình trạng khó khăn tài chính do khách hàng có thể xảy ra khi giá sản phẩm của doanh nghiệp giảm sút do tình hình tài chính kém, trong khi khó khăn tài chính do nhân viên phát sinh từ việc mất tài sản vô hình khi doanh thu công ty giảm.

(Babenko, I., 2003) nghiên cứu tác động của thuế đối với tỷ lệ nợ tối ưu và chênh lệch lợi suất nhằm xác định cấu trúc vốn tối ưu trong giai đoạn khó khăn tài chính. Mỗi quan hệ giữa sở hữu cổ đông lớn và mức độ kiểm soát có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, nhưng khi điều trị các biến nội sinh, mối quan hệ này lại có tác động tích cực đối với giá trị doanh nghiệp. (Leland, H. E. & K. Toft., 1991; Ross, L., 1977) đều cho rằng các nhà quản trị coi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu như một tín hiệu, vì đòn bẩy cao phản ánh rủi ro phá sản lớn đối với các doanh nghiệp chất lượng thấp. Do đó, cấu trúc nợ được coi là tín hiệu đối với thị trường.

Giả sử rằng không tồn tại vấn đề đại diện, tức là các nhà quản trị hành động vì lợi ích của tất cả cổ đông, trong trường hợp này, họ sẽ tối ưu hóa hiệu quả hoạt động của công ty bằng cách lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu, với tỷ lệ nợ cao nhất có thể. Các doanh nghiệp chất lượng cao cần phải truyền đạt tín hiệu về chất lượng của mình đến thị trường, trong khi các doanh nghiệp chất lượng thấp sẽ cố gắng che giấu hành vi này. Theo lập luận này, tỷ lệ nợ sẽ có mối quan hệ tích cực với giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi có sự bất cân xứng thông tin, lý thuyết trật tự phân hạng (Myers, S. & Majluf, N., 1984) dự đoán rằng doanh nghiệp sẽ theo một chiến lược tài trợ

ưu tiên, trong đó vốn chủ sở hữu sẽ được phát hành sau cùng. Lý do là nếu các nhà quản trị hành động thay mặt cho cổ đông, họ sẽ phát hành chứng khoán với giá cao hơn so với giá trị thực của chúng. Điều này làm tăng chi phí vốn chủ sở hữu, vì hành động của nhà quản trị gửi tín hiệu rằng chứng khoán đang bị định giá quá cao.

(Stulz, R., 1990) cho rằng nợ có thể có cả tác động tích cực lẫn tiêu cực đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, ngay cả khi không có thuế doanh nghiệp và chi phí phá sản. Trong nghiên cứu của mình, ông phát triển một mô hình trong đó tài trợ bằng nợ có thể giúp giảm thiểu các vấn đề liên quan đến đầu tư quá mức hoặc đầu tư dưới mức. (Stulz, R., 1990) giả định rằng các nhà quản trị không sở hữu cổ phần trong công ty và họ chỉ nhận được lợi ích khi quản lý một công ty có quy mô gia tăng. Quyền lực của nhà quản trị có thể khiến họ quan tâm đến lợi ích cá nhân, dẫn đến việc thực hiện các dự án có giá trị hiện tại ròng âm. Để giải quyết vấn đề này, cổ đông sẽ yêu cầu doanh nghiệp phát hành nợ. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp bị buộc phải trả nợ, họ có thể phải từ bỏ các dự án có giá trị hiện tại ròng dương. Vì vậy, cấu trúc nợ tối ưu sẽ được xác định bởi sự cân bằng giữa chi phí đại diện của nợ và chi phí đại diện liên quan đến quyền tự quyết của nhà quản trị.

2.2. Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

(Leland, H. E. & K. Toft., 1991) lập luận rằng giá trị của một công ty bao gồm giá trị tài sản của công ty cộng với giá trị các lợi ích thuế từ nợ, trừ đi chi phí phá sản liên quan đến nợ. (Modigliani, F., 1980) khẳng định rằng giá trị công ty được xác định bởi tổng giá trị của nợ và vốn chủ sở hữu, và điều này chỉ phụ thuộc vào dòng thu nhập được tạo ra từ tài sản của công ty. Giá trị của vốn chủ sở hữu được tính bằng giá trị chiết khấu thu nhập của cổ đông, hay còn gọi là thu nhập ròng. Mặt khác, giá trị của nợ được tính bằng giá trị

chiết khấu của lãi suất nợ. Các nghiên cứu trước đây, phù hợp với lý thuyết chi phí đại diện, cho thấy nợ có thể làm giảm giá trị đối với các công ty có mức tăng trưởng cao, trong khi lại làm tăng giá trị đối với các công ty có mức tăng trưởng thấp. (Jensen, M., 1986) chỉ ra rằng khi các công ty có vốn tự có nhiều hơn so với các dự án có giá trị hiện tại ròng dương, việc huy động nợ sẽ buộc các nhà quản trị phải trả các khoản tiền thay vì đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại ròng âm. Vấn đề đầu tư quá mức này có thể được giảm bớt nếu các nhà quản trị buộc phải chi trả các khoản tiền dư thừa để thanh toán nợ, qua đó nâng cao giá trị công ty. (Myers, S. C., 1993) tiếp tục cho rằng một công ty có nợ tồn đọng có thể từ chối các dự án có giá trị hiện tại ròng dương, vì lợi ích của các dự án đó sẽ được hưởng lợi chủ yếu từ các chủ nợ mà không làm tăng sự giàu có của cổ đông.

Vấn đề đầu tư dưới mức có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty, đặc biệt là đối với các công ty có nhiều cơ hội đầu tư trong tương lai. Dựa trên các nghiên cứu của (Jensen, M., 1986) về đầu tư quá mức và (Myers, S. C., 1993) về đầu tư dưới mức, (Stulz, R., 1990) khẳng định rằng nợ có thể có cả tác động tích cực lẫn tiêu cực đối với hiệu quả hoạt động của công ty. (Aggarwal, R. et al., 2011) cũng đồng quan điểm rằng nợ có thể ảnh hưởng theo cả hai chiều đối với hiệu quả hoạt động của công ty, và do đó, cấu trúc nợ tối ưu cần được xác định thông qua sự cân bằng giữa chi phí đại diện và các chi phí khác liên quan đến nợ, nhằm giảm thiểu các vấn đề đầu tư quá mức và đầu tư dưới mức. Cụ thể, đối với các công ty có dòng tiền dư thừa, nợ sẽ buộc các nhà quản trị phải sử dụng nguồn tiền này để thanh toán nợ thay vì đầu tư vào các dự án có giá trị hiện tại ròng âm. Tuy nhiên, đối với các công ty có nợ tồn đọng, các nhà quản trị có thể từ chối các dự án có giá trị hiện tại ròng dương nếu lợi ích từ các dự án này chủ yếu chảy vào tay các chủ nợ mà

không làm gia tăng sự giàu có của cổ đông. Ngoài ra, (McConnell, J. J. & Servaes, H., 1990) chỉ ra rằng vấn đề đầu tư dưới mức có thể xuất phát từ việc giải quyết vấn đề đầu tư quá mức. Các tác giả đã nghiên cứu mối quan hệ giữa giá trị công ty, đòn bẩy tài chính và tỷ lệ sở hữu cổ phần của các công ty Mỹ. Họ phát hiện rằng đối với các công ty có tỷ lệ P/E cao hoặc các công ty tăng trưởng nhanh, giá trị công ty có mối quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính, trong khi đối với các công ty có tỷ lệ P/E thấp hoặc tăng trưởng chậm, giá trị công ty có mối quan hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính. Bằng chứng của nghiên cứu này hỗ trợ quan điểm rằng đối với các công ty tăng trưởng chậm, đòn bẩy có thể đóng vai trò như một công cụ giám sát, giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty, trong khi đối với các công ty tăng trưởng nhanh, đòn bẩy có thể gây ra tình trạng đầu tư dưới mức và làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Từ đó, nghiên cứu đưa ra giả thuyết thứ hai: Tồn tại mối quan hệ tích cực giữa nợ dài hạn và hiệu quả hoạt động của công ty.

Giả thuyết: Cấu trúc vốn tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), được cập nhật đầy đủ trong giai đoạn 12 năm từ 2012 đến 2023. Nghiên cứu thu thập được dữ liệu của 113 công ty, với 1.356 quan sát. Dữ liệu được thu thập từ các báo cáo thường niên và các báo cáo tài chính sau kiểm toán của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

3.2. Đo lường các biến

Biến phụ thuộc

Nghiên cứu sử dụng chỉ số Tobin's Q để đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, vì Tobin's Q thể hiện giá trị tài sản

của doanh nghiệp đã được điều chỉnh theo giá trị thị trường. Chỉ số Tobin's Q được xác định bằng tỷ lệ giữa giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Biến độc lập và biến kiểm soát

Nghiên cứu sử dụng tỷ lệ dài hạn (LDA) làm biến độc lập, với tỷ lệ nợ dài hạn được xác định là tỷ lệ giữa nợ dài hạn và tổng tài sản của doanh nghiệp.

Đo lường này phù hợp với nghiên cứu của (Dao, V. H. et al., 2021, Y. S. Cheng et al., 2010; R. P. Mohammad et al., 2013).

Đề tuân theo các nghiên cứu thực nghiệm (S. Ali & M. Iman, 2011; S. Antwi et al., 2012; Dao, V. H. et al., 2021), bài viết kiểm soát các biến sau trong mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Khả năng thanh toán, quy mô doanh nghiệp, vòng quay tài sản, khả năng tăng trưởng.

Cách đo các biến của mô hình được trình bày trong Bảng 1.

Mô hình nghiên cứu

Mô hình tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp:

$$TBQ_{it} = \alpha + \beta_2 LDA_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ATR_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it} (*)$$

Nghiên cứu sử dụng các phương pháp ước lượng dữ liệu bảng tĩnh gồm: Mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Nghiên cứu tiến hành kiểm định, lựa chọn mô hình phù hợp, kiểm tra khuyết tật và khắc phục khuyết tật của mô hình lựa chọn bằng các phương pháp phù hợp với sự trợ giúp của phần mềm Stata 14.0.

4. Kết quả nghiên cứu

Nghiên cứu tiến hành phân tích thống kê mô tả với dữ liệu thu thập được của các biến

Bảng 1: Các biến sử dụng trong nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng dấu	Nguồn tham khảo
<i>Biến phụ thuộc: Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp</i>				
Tỷ số Tobin's Q	TBQ	(Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách nợ)/Giá trị sổ sách tổng tài sản		(Dao, V. H. et al., 2021), (Y. S. Cheng et al., 2010)
<i>Biến độc lập</i>				
Cấu trúc vốn	LDA	Nợ dài hạn/Tổng tài sản	+	(Dao, V. H. et al., 2021), (R. P. Mohammad et al., 2013)
<i>Biến kiểm soát</i>				
Khả năng thanh toán	LIQ	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn		
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit tự nhiên giá trị tổng tài sản		
Vòng quay tài sản	ATR	Doanh thu thuần/Tổng tài sản		
Tỷ lệ tăng trưởng	GROW	(Doanh thu t - Doanh thu t-1)/Doanh thu t-1		

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

trong mô hình nghiên cứu, kết quả được thể hiện trong Bảng 2 dưới đây:

Nghiên cứu thực hiện ước lượng mô hình (*) bằng kỹ thuật FEM và REM, sau đó, kiểm

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TBQ	1,356	1.1006	1.5261	0.0916	35.4426
LDA	1,356	0.1273	0.1637	0	0.6911
LIQ	1,356	1.8891	1.7128	0.2066	31.902
SIZE	1,356	13.2173	1.3852	9.5658	17.3366
ATR	1,356	0.9107	1.2115	0	9.7208
GROW	1,356	0.7025	6.8474	-1.0000	245.88

(Nguồn: Kết quả xử lý số liệu từ phần mềm Stata 14)

Bảng 2 trình bày các thống kê tóm tắt của các biến trong mẫu nghiên cứu. Kết quả cho thấy TBQ trung bình là 1.1006 đối với các công ty trong mẫu từ năm 2012 đến 2023. Tỷ lệ nợ dài hạn trung bình là 12.73%, với sự biến động lớn. Dữ liệu các biến kiểm soát cũng được báo cáo kết quả tại Bảng 2.

định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình, theo đó, mô hình FEM là mô hình được chọn. Đồng thời, để đảm bảo chất lượng của mô hình FEM được chọn, kiểm định khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan được thực hiện. Kết quả kiểm định khuyết tật cho thấy mô hình FEM được chọn

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

	LDA	LIQ	SIZE	ATR	GROW	VIF
LDA	1					1.15
LIQ	-0.061	1				1.17
SIZE	0.227	-0.212	1			1.13
ATR	-0.172	-0.116	-0.027	1		1.21
GROW	-0.056	0.030	-0.042	-0.018	1	1.22

(Nguồn: Kết quả xử lý số liệu từ phần mềm Stata 14)

Bảng 3 trình bày mối tương quan giữa tất cả các biến độc lập và biến kiểm soát được sử dụng trong mô hình. Kết quả tương quan đối với các biến cho thấy các hệ số tương quan thấp, điều này gợi ý rằng đa cộng tuyến không phải là vấn đề trong nghiên cứu này. Điều này đã được xác nhận qua kết quả kiểm tra chỉ số phóng đại phương sai (VIF), trong đó chỉ số VIF cao nhất là 1.22, thấp hơn nhiều so với ngưỡng khuyến nghị (Gujarati, D.N., 2003).

tồn tại cả phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Do đó, nghiên cứu thực hiện khắc phục khuyết tật phương sai sai số thay đổi và tự tương quan bằng mô hình GLS trên Stata. Như vậy, kết quả ước lượng của mô hình GLS tại Bảng 4 sẽ được sử dụng để thảo luận kết quả nghiên cứu.

5. Thảo luận

Dựa trên kết quả hồi quy, nghiên cứu chỉ ra rằng cấu trúc vốn, được đo lường thông qua tỷ lệ nợ dài hạn, có tác động tích cực và có ý

Bảng 4: Kết quả hồi quy của mô hình (*)

Biến	GLS(TBQ)
LDA	0.408*** (0.138)
LIQ	0.177** (0.092)
SIZE	0.311* (0.179)
ATR	0.057* (0.030)
GROW	0.116*** (0.024)
_CONS	0.515*** (0.188)
N	1,356

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01

(Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 14)

nghĩa thông kê đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, như vậy giả thuyết nghiên cứu đã được xác nhận. Kết quả này phù hợp với các lý thuyết như lý thuyết trật tự phân hạng của (Myers, S. & Majluf, N., 1984), lý thuyết đánh đôi của (Myers, S. C., 1984), cũng như lý thuyết cơ cấu vốn cổ điển, đồng thời cũng nhất quán với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của (Dao, V. H. et al., 2021). Sự thống nhất này xuất phát từ việc các nghiên cứu này đều xem xét đến các yếu tố không hoàn hảo trong thị trường vốn, bao gồm chi phí phá sản, chi phí đại diện, lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay và sự bất cân xứng thông tin.

Tuy nhiên, kết quả này lại không hoàn toàn phù hợp với lý thuyết M&M (Modigliani, F. & Miller, M., 1958) và giả thuyết của (Miller, M. H., 1977) liên quan đến thuế doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân, khi cho rằng nợ dài hạn không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty. (Miller, M. H., 1977) lập luận rằng cấu trúc vốn không có liên quan đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, vì những lợi ích thuế từ nợ sẽ bị bù đắp bởi việc cổ đông phải chịu thuế cao hơn so với chủ nợ. Quan điểm này cũng tương đồng với quan điểm của (Myers, S., 1977), khi cho rằng một công ty

có nợ có thể từ chối các dự án có giá trị hiện tại ròng dương, điều này có thể làm giảm hiệu quả hoạt động công ty.

Bên cạnh đó, nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng đối với nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, tỷ lệ nợ dài hạn là kênh huy động vốn quan trọng, có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết cổ điển về cơ cấu vốn nghiên cứu về mối liên hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp.

6. Kết luận

Nghiên cứu này đã phân tích các lý thuyết về cấu trúc vốn và tác động của nó đối với hiệu quả hoạt động của công ty trong bối cảnh của Việt Nam, với sự tham gia của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012- 2023. Các lý thuyết cấu trúc vốn, ngoại trừ lý thuyết của (Modigliani, F. & Miller, M., 1958), đều tìm cách giải quyết vấn đề mà các tiên đề của M&M (Modigliani, F. & Miller, M., 1958) đặt ra. Mỗi lý thuyết đều giảm bớt những điều kiện mà định lý của M&M (Modigliani, F. & Miller, M., 1958) phụ thuộc vào. Dựa trên các phát hiện của nghiên cứu này, có thể khẳng

định rằng các quyết định về cấu trúc vốn có ảnh hưởng đáng kể tích cực đến hiệu quả hoạt động công ty.

Nghiên cứu cũng khuyến nghị rằng các công ty nên thường xuyên đổi chiều lợi ích biên từ việc sử dụng nợ dài hạn với chi phí biên của nó trước khi đưa ra quyết định sử dụng nợ dài hạn để tài trợ cho các hoạt động của mình. Điều này bởi vì, như đã chứng minh trong nghiên cứu này, nợ dài hạn có tác động tích cực đến giá trị công ty. ♦

Tài liệu tham khảo:

- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, & P. Matos. (2011). *Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors*. 100((1)), 154-181. <https://doi.org/doi:10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Arestis, P., Luintel, A., & Luintel, K. (2004). *Does financial structure matter?* 399.
- Babenko, I. (2003). *Optimal capital structure of the firm in the presence of costs of financial distress*.
- Baxter, N. (1967). *Leverage, risk of gain and the cost of capital*. Vol.1(No 22).
- Benito, A. (1999). *The capital structure decisions of firms: Is there a pecking order?*
- Bradley, M., Jarrell, G., & Kim, E. (1984). *On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence*. Vol.39.
- Dao, V. H., Le, T. N., & Nguyen, T. H. (2021). *The impact of capital structure on Firm value in Vietnam*. 69(2), 115-132. <http://dx.doi.org/10.17654/AS069020115>.
- DeAngelo, H., & R. Masulis. (1980). *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*. 8(1).
- Ehrhardt, M., & Brigham, E. (2003). *Corporate finance-A focused approach*.
- Gemmill, G. (2001). *Capital structure and firm value a study of split-capital closed-end funds in the UK*.
- Givoly, H., Hayn, C., Ofer, A., & Sarig, O. (1992). *Taxes and capital structure: Evidence from firms., response to the tax reform Act of 1986*. Vol.5.
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill.
- Harris, M., & A. Raviv. (1991). *The Theory of Capital Structure*. 46.
- Hatfield, B. G, T. W. Cheng, & N. W. Davidson. (1994). *The Determination of Optimal Capital Structure. The Effect of Firm and Industry Debt Ratio on Market Value*. Vol. 7 (No. 3), 1-14.
- Jane, M., C. Malonis, & A. Cengage. (2000). *Encyclopaedia of small business*.
- Jensen, M. (1986). *Agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers*. Vol. 76, 323-329. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure*. Vol. 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Johannes vH de We, & Kivesh Dhanraj. (2007). *Unlocking shareholder value by moving closer to the optimal capital structure*.
- Kim, E.H. (1998). *A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity*. 33.
- Kinsman, M., & Newman, J. (1998). *Debt tied to lower firm performance: Finding calls for review of rise in debt use*.
- Kochhar, R. (1997). *Strategic assets, capital structure, and firm performance*. Vol.10(No3).
- Kraus, A., & R. Litzenberger. (1982). *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. 27.
- Leland, H. E., & K. Toft. (1991). *Optimal Capital structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of credit spreads*. 51, pp987-1019.

- Masulis, R. (1983). *The impact of capital structure change on firm value: Some estimates*. 38 (1).
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). *Additional evidence on equity ownership and corporate value*. 595-612.
- Messbacher, U. (2004). *Does capital structure influence firms value?*
- Miller, M. H. (1977). *Debt and Taxes*. Vol. 32, 261-275.
- Modigliani, F. (1980). *Introduction in a Abel (ed), The Collected Papers of Franco Modigliani Cambridge*. Vol. 3, xi-xix.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. Vol. 48, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*. Vol.53, pp.433-43.
- Myers, S. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. Vol. 5, 147-176. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. Vol. 34, 575-592.
- Myers, S. C. (1993). *Still Searching for Optimal Capital Structure*. Vol. 6 (No. 1).
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Vol. 13, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pandey I. M. (2004). *Financial Management*. Ahmedabad. Vikas Publishing.
- R. P. Mohammad, S. Mahmoud, & K. Ensieh. (2013). *The study of the relationship between capital listed in Tehran Stock Exchange*. 4(12), 3830-3839.
- Ross, L. (1977). *The Intuitive Psychologist And His Shortcomings: Distortions in the Attribution Process*. 10, 173-220.
- S. Ali, & M. Iman. (2011). *Capital structure and firm performance: Evidence from Iranian companies*. 70.
- S. Antwi, E. F. E. A. Mills, & X. Zhao. (2012). *Capital structure and firm value: Empirical evidence from Ghana*. 3(22).
- Sanders, P. (1998). *Kapitali Struktuuri Valikja Lacnukapitali Maksueelis*.
- Spiegel, Y., & Spulber, D. (1997). *Capital structure with countervailing incentives*.
- Stulz, R. (1990). *Managerial discretion and optimal financing policies*. Vol. 26, 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N).
- Trezevant, R. (1992). *Debt financing and tax status: Tests of the substitution effect and the tax exhaustion hypothesis using firms responses to the economic and recovery tax of 1981*. 47.
- Y. S. Cheng, Y. P. Liu, & C. Y. Chien. (2010). *Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis*. 4(12), 2500-2507.

Summary

This study aims to provide evidence on the impact of capital structure on corporate performance. The analysis was conducted on companies listed on the Vietnamese stock market during the period from 2012 to 2023. A fixed-effects panel data regression method was employed for this analysis. The research results indicate that in an emerging economy like Vietnam, the proportion of long-term debt as a component of capital structure has a positive impact on corporate performance. Based on these findings, corporate managers are recommended to make greater use of long-term debt in their capital structure to finance business operations, as long-term debt contributes to enhancing future corporate performance.