

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
ĐẠI HỌC HUẾ  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ

**BÁO CÁO TỔNG KẾT**  
**ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP CƠ SỞ**

**ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ VÀ ĐẶC  
ĐIỂM CÔNG TY ĐẾN MỨC ĐỘ SỬ DỤNG ĐÒN BẦY  
TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN  
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**CHỦ NHIỆM ĐỀ TÀI: LÊ NGỌC LƯU QUANG**

Huế – 2021

# MỤC LỤC

<b>PHẦN I: ĐẶT VẤN ĐỀ</b> .....	6
1.1. Lý do chọn đề tài.....	6
1.2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu .....	7
1.3. Dữ liệu nghiên cứu.....	7
1.4. Phương pháp nghiên cứu .....	7
1.5. Bố cục đề tài.....	8
<b>PHẦN II: NỘI DUNG VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU</b> .....	9
<b>CHƯƠNG 1. KHUNG LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU</b> .....	9
1.1. Tổng quan lý thuyết.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.1.1. Lý thuyết trật tự phân hạng.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.1.2. Lý thuyết đánh đổi.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.1.3. Lý thuyết đại diện .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.1.4. Lý thuyết phát tín hiệu.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
1.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm.....	9
<b>CHƯƠNG 2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU</b> .....	11
2.1. Dữ liệu nghiên cứu .....	11
2.2. Phương pháp nghiên cứu .....	12
2.2.1. Mô hình và đo lường biến .....	12
2.2.2. Phương pháp nghiên cứu .....	15
<b>CHƯƠNG 3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU</b> .....	17
3.1. Thống kê mô tả.....	17
3.2. Ma trận tương quan .....	20
3.3. Kiểm tra các khuyết tật của mô hình.....	22

3.3.1. Kiểm tra đa cộng tuyến.....	22
3.3.2. Kiểm tra tự tương quan.....	23
3.3.3. Kiểm tra phương sai thay đổi .....	24
3.4. Kết quả và thảo luận .....	24
<b>PHẦN III. KẾT LUẬN</b> .....	31
<b>1.Kết luận</b>	31
2.Khuyến nghị .....	32
3.Hạn chế đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo .....	33
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO</b> .....	34

Tr  
ng  
i h  
C Kinh t  
Hu

## DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 2.1. Số lượng công ty trong mẫu nghiên cứu theo sở giao dịch .....	11
Bảng 2.2. Mô tả biến và kỳ vọng dấu hệ số hồi quy .....	15
Bảng 3.1. Thống kê mô tả .....	18
Bảng 3.2. Số lượng quan sát theo phân khúc đòn bẩy tài chính.....	20
Bảng 3.3. Ma trận tương quan .....	21
Bảng 3.4. Phân tích hệ số VIF .....	23
Bảng 3.5. Phân tích tự tương quan bằng kiểm định Wooldridge .....	23
Bảng 3.6. Phân tích phương sai thay đổi bằng kiểm định Modified Wald .....	24
Bảng 3.7. Kết quả ước lượng các yếu tố tác động đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp .....	27
Bảng 3.8. So sánh kết quả nghiên cứu.....	30

## TÓM TẮT

Đề tài nhằm mục tiêu phân tích ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Để giải quyết mục tiêu nghiên cứu, bài nghiên cứu thu được bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm 296 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên hai Sở giao dịch trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2013 đến năm 2019. Bên cạnh đó, đề tài cũng áp dụng phương pháp tiếp cận của Khemiri và Noubbigh (2018) khi phân tích đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp thuộc các quốc gia ở Châu Phi.

Nghiên cứu tìm thấy rằng các công ty có quy mô càng lớn, nắm giữ càng nhiều tài sản hữu hình, có nhiều cơ hội tăng trưởng, và tăng trưởng kinh tế Việt nam càng cao thì các doanh nghiệp có khuynh hướng sử dụng nợ vay dài hạn càng nhiều (đòn bẩy tài chính cao hơn). Ngược lại, các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi càng cao, thanh khoản càng tốt, thuế thu nhập doanh nghiệp càng cao, thành lập lâu đời hơn thì các doanh nghiệp có khuynh hướng sử dụng nợ vay dài hạn càng ít (đòn bẩy tài chính thấp hơn).

*Từ khóa: Đòn bẩy tài chính, đặc điểm doanh nghiệp, yếu tố kinh tế vĩ mô, FGLS*

## ABSTRACT

The thesis aims to analyze the impact of macroeconomic factors and corporate characteristics on financial leverage of businesses in Vietnam. To address the research objectives, the research paper obtained a research data set comprising 296 non-financial enterprises listed on two Stock Exchanges during the research period from 2013 to 2019. Besides, It also applies the approach of Khemiri and Noubbigh (2018) when analyzing the financial leverage of businesses in African countries.

The study found that the larger the firms, the more tangible assets they hold, the more opportunities for growth, and the higher Vietnam's economic growth, the more likely businesses are to more long-term debt (higher financial leverage). In contrast, the more return on assets the business, the better its liquidity, the higher the corporate income tax, the longer it is established, the less likely it is for firms to use long-term debt (lower financial leverage).

*Key words: Financial leverage, corporate characteristics, macroeconomics factors, FGLS*

# PHẦN I: ĐẶT VẤN ĐỀ

## 1.1. Lý do chọn đề tài

Quyết định tài trợ là một chủ đề nhận được nhiều quan tâm nhất trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp do tầm quan trọng của quyết định tài trợ đối với chiến lược tăng trưởng và phát triển của một công ty. Quyết định tài trợ đã trở thành một lĩnh vực được các nhà nghiên cứu quan tâm kể từ khi lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (1958) được công bố. Cấu trúc vốn là một tập hợp nguồn vốn được công ty dùng để tài trợ cho các hoạt động của công ty, bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ vay, mỗi loại hình thức vốn đều có ưu và nhược điểm riêng. Cho nên, các nhà quản lý tài chính cần thiết phải nghiên cứu để lựa chọn một mức cấu trúc vốn tối ưu mà ở đó chi phí sử dụng vốn thấp nhất để đảm bảo việc tối đa hóa tài sản và lợi ích. Đối với một doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính thực sự được xem là một trong những công cụ quan trọng. Dù đòn bẩy tài chính ít hay nhiều thì một doanh nghiệp cũng rất cần loại đòn bẩy này. Tuy nhiên đòn bẩy tài chính cũng có 2 mặt, nếu như doanh nghiệp không biết tận dụng một cách hiệu quả thì chắc chắn sẽ không thể có được lợi nhuận như mong muốn mà còn phải gánh khoản nợ lớn.

Theo các nghiên cứu trước đây cho rằng có một số yếu tố tác động đến quyết định tài trợ công ty. Khi phân tích về đòn bẩy tài chính, các nghiên cứu thường sử dụng các yếu tố thể hiện đặc điểm doanh nghiệp như quy mô doanh nghiệp, thanh khoản, khả năng sinh lợi, thuế thu nhập doanh nghiệp, tầm chắn thuế phi nợ, cơ hội tăng trưởng, rủi ro kinh doanh và tuổi công ty. Trong thời gian gần đây, các nghiên cứu đã có hướng mới khi đưa thêm các yếu tố đại diện cho đặc điểm kinh tế vĩ mô vào mô hình nghiên cứu giải thích đòn bẩy tài chính của các công ty. Chẳng hạn như Delcoure (2007); Beck và các cộng sự (2008); Antoniou và các cộng sự (2008); De Jong và các cộng sự (2008); Frank và Goyal (2009); Kayo và Kimura (2011); Chipta và Mbululu (2013); Joeveer (2013); Taddese Lemma và Negash (2013); Muthama và các cộng sự (2013); Fathi và các cộng sự (2014); Memon và các cộng sự (2015); Khemiri và Noubbigh (2018). Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam (Phạm Tiến Minh và Nguyễn Tiến Dũng, 2015; Phan Thanh Hiệp, 2016; Võ Minh Long, 2017; Phan Thị Quốc Hương, 2017) thì dường như chỉ tập trung vào các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp khi phân tích đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp ở Việt Nam mà không hoặc ít tập trung vào các yếu tố kinh tế vĩ mô. Do đó, tác giả lựa chọn đề tài “*Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô và đặc điểm công ty đến mức độ sử dụng đòn*

*bảng tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” làm đề tài nghiên cứu với mong muốn làm rõ ảnh hưởng của các yếu tố đến mức độ đòn bẩy tài chính từ đó có thể đưa ra khuyến nghị giúp các nhà quản lý doanh nghiệp có thể chủ động hơn.*

## **1.2. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu**

### **Mục tiêu tổng quát**

Mục tiêu nghiên cứu của đề tài là nhằm tìm hiểu về ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô và đặc điểm công ty đến mức độ đòn bẩy tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam trong giai đoạn 2013-2019.

### **Mục tiêu cụ thể**

- Hệ thống hóa cơ sở lí luận về đòn bẩy tài chính, đặc điểm công ty và các yếu tố vĩ mô.
- Tìm hiểu sự ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô và đặc điểm công ty đến mức độ đòn bẩy tài chính của các công ty niêm yết Việt Nam
- Đề xuất một số kiến nghị giúp các nhà quản lý doanh nghiệp chủ động hơn trong việc ra quyết định tài trợ.

## **1.3. Dữ liệu nghiên cứu**

Bài nghiên cứu sử dụng tập hợp dữ liệu dạng bảng, được thu thập từ các báo cáo thường niên, báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán lớn của Việt Nam là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) đến thời điểm ngày 31/12/2019, với nguồn cơ sở dữ liệu từ FiinPro và Vietstock, trong giai đoạn từ năm 2013 đến năm 2019.

## **1.4. Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu áp dụng phương pháp tiếp cận mà Khemiri và Noubbigh (2018) đã sử dụng trong nghiên cứu của nhóm tác giả khi phân tích ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Theo đó, các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp và các yếu tố vĩ mô được lựa chọn phù hợp với điều kiện tại Việt Nam. Mặt khác, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng FGLS với mục đích khắc phục các vấn đề tồn tại trong mô hình nghiên cứu.



## 1.5. Bố cục đề tài

Bài nghiên cứu được trình bày theo kết cấu gồm 3 phần như sau:

Phần 1: Đặt vấn đề, trong chương này tác giả giới thiệu lý do chọn đề tài, mục tiêu nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu và bố cục của đề tài.

Phần 2: Nội dung và kết quả nghiên cứu

*Chương 1. Khung lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm*

Đề tài tiến hành tổng quan lý thuyết và thực nghiệm trước đây, qua đó tìm thấy có các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp và yếu tố kinh tế vĩ mô có tác động đáng kể đến đòn bẩy tài chính.

*Chương 2. Phương pháp nghiên cứu.*

Chương này sẽ trình bày rõ hơn về dữ liệu nghiên cứu bao gồm cả quy trình lọc mẫu nghiên cứu để đạt được mẫu nghiên cứu cuối cùng. Đồng thời, đề tài cũng trình bày mô hình nghiên cứu mà đề tài hướng đến cũng như đo lường các biến số có trong mô hình nghiên cứu, qua đó kỳ vọng dấu hồi quy của các biến

*Chương 3. Kết quả nghiên cứu.*

Đề tài tiến hành thống kê mô tả, lập ma trận tương quan. Tiếp theo thực hiện kiểm tra các vấn đề khuyết tật có trong mô hình nghiên cứu bao gồm đa cộng tuyến, tự tương quan và phương sai thay đổi. Đề tài nhận thấy có tự tương quan và phương sai thay đổi trong sai số của mô hình nên thay vì dùng phương pháp OLS, đề tài sử dụng FGLS để ước lượng. Cuối cùng đề tài thảo luận các kết quả đạt được.

Phần 3: Kết luận, trong phần này tác giả tổng hợp lại kết quả vấn đề và đưa ra những hạn chế của đề tài.

## PHẦN II: NỘI DUNG VÀ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU

#### Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Trên thế giới, có rất nhiều nghiên cứu về tác động của đặc điểm doanh nghiệp đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Có thể kể đến nghiên cứu của Chen (2004) đã phân tích tác động của các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp đến mức độ sử dụng nợ của 88 doanh nghiệp niêm yết ở Trung Quốc từ năm 1995 đến năm 2000. Nghiên cứu phát hiện các công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng, nắm giữ nhiều tài sản hữu hình thì sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn. Mặt khác, các công ty có khả năng sinh lợi cao và quy mô lớn thì sẽ giảm đòn bẩy tài chính.

Nghiên cứu của Gaud và các cộng sự (2005) về các doanh nghiệp niêm yết ở Thụy Sĩ tìm thấy rằng các công ty có quy mô càng lớn, nắm giữ tài sản hữu hình càng nhiều, và mức rủi ro kinh doanh đối mặt tương đối cao thì dường như có đòn bẩy tài chính cao hơn các công ty khác. Mặt khác, các công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng và khả năng sinh lợi càng nhiều thì dường như có mức đòn bẩy tài chính thấp hơn các công ty khác.

Huang và Song (2006) nghiên cứu về các doanh nghiệp niêm yết ở Trung Quốc thì phát hiện các công ty có quy mô lớn, mức độ sở hữu tổ chức càng cao, rủi ro kinh doanh cao và nhiều cơ hội tăng trưởng thì tăng đòn bẩy tài chính. Mặt khác, các công ty có khả năng sinh lợi cao, tầm chắn thuế phi nợ cao và nắm giữ nhiều tài sản hữu hình thì sẽ giảm đòn bẩy tài chính hơn so với các công ty khác.

Nghiên cứu của Handoo và Sharma (2014) trên các doanh nghiệp niêm yết ở Ấn Độ chỉ ra rằng các doanh nghiệp có nhiều cơ hội tăng trưởng, nắm giữ nhiều tài sản hữu hình thì sẽ tăng đòn bẩy tài chính. Mặt khác, các công ty có khả năng sinh lợi cao, quy mô lớn, chi phí sử dụng nợ lớn, thuế thu nhập doanh nghiệp cao dường như sẽ giảm đòn bẩy tài chính.

Qua các nghiên cứu trên có thể thấy rằng đòn bẩy tài chính của các công ty dường như được giải thích bởi các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, một vài nghiên cứu đã tìm thấy ngoài yếu tố đặc điểm doanh

ngành thì yếu tố kinh tế vĩ mô cũng cho thấy các tác động đáng kể đến đòn bẩy tài chính của các công ty. Một số nghiên cứu thực nghiệm:

Fathi và các cộng sự (2014) đã phân tích tác động của các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp và kinh tế vĩ mô đến mức độ sử dụng nợ của các doanh nghiệp niêm yết ở các quốc gia đang phát triển. Nghiên cứu của các tác giả phát hiện quy mô doanh nghiệp, tài sản hữu hình có tương quan dương với đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Ngược lại, khả năng sinh lợi công ty lại cho thấy tương quan âm với đòn bẩy tài chính. Nghiên cứu của Memon và các cộng sự (2015) về các doanh nghiệp niêm yết ở Pakistan tìm thấy đòn bẩy tài chính kỳ trước, tài sản hữu hình, lãi suất cho vay, tăng trưởng kinh tế và lạm phát có tương quan dương với đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Ngược lại, khả năng sinh lợi doanh nghiệp lại cho thấy tương quan âm với đòn bẩy tài chính.

Khemiri và Noubbigh (2018) nghiên cứu về các doanh nghiệp niêm yết ở các quốc gia thuộc Châu Phi tìm thấy tài sản hữu hình, tầm chắn thuế phi nợ, quy mô doanh nghiệp, tuổi công ty, lạm phát, tăng trưởng sản lượng công nghiệp có tương quan dương với đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Ngược lại, thuế thu nhập doanh nghiệp, thanh khoản, rủi ro kinh doanh, chi phí sử dụng nợ, tăng trưởng kinh tế lại cho thấy tương quan âm với đòn bẩy tài chính.

## CHƯƠNG 2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 2.1. Dữ liệu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng tập hợp dữ liệu dạng bảng, được thu thập từ cơ sở dữ liệu thứ cấp là các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán lớn của Việt Nam là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), với nguồn cơ sở dữ liệu được thu thập từ FiinPro và Vietstock, trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2013 đến năm 2019.

Để xây dựng mẫu nghiên cứu, tác giả tiến hành lọc dữ liệu. Đầu tiên, bài nghiên cứu tiến hành loại ra khỏi mẫu nghiên cứu các doanh nghiệp kinh doanh ở ngành tài chính bao gồm các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, các công ty chứng khoán và các quỹ đầu tư. Bởi các doanh nghiệp hoạt động ở ngành này có tính đặc thù ngành, cho nên mẫu nghiên cứu của bài nghiên cứu chỉ bao gồm dữ liệu của các doanh nghiệp phi tài chính. Tiếp theo, bài nghiên cứu tiếp tục tiến hành loại trừ khỏi mẫu nghiên cứu các doanh nghiệp không có thông tin, thiếu hoặc mất dữ liệu (dữ liệu không liên tục) do các công ty này có khả năng gặp nhiều vấn đề tài chính hoặc vấn đề thua lỗ trong quá trình kinh doanh cho nên gặp nhiều khó khăn trong công tác kiểm toán và công bố báo cáo tài chính.

Từ cơ sở dữ liệu của hơn 700 doanh nghiệp hoạt động kinh doanh ở nhiều lĩnh vực khác nhau được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) đến thời điểm ngày 31/12/2019, quá quá trình sàng lọc, mẫu nghiên cứu của bài nghiên cứu còn lại bao gồm 296 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên hai Sở giao dịch trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2015 đến năm 2019.

**Bảng 2.1. Số lượng công ty trong mẫu nghiên cứu theo sở giao dịch**

Sở giao dịch	Số công ty	Tỷ trọng
Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh	130	43.92%
Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội	166	56.08%

Nguồn: FiinPro

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu

### 2.2.1. Mô hình và đo lường biến

Như đã trình bày ở phần trước, nghiên cứu áp dụng mô hình của Khemiri và Noubbigh (2018) có chỉnh sửa để phù hợp với điều kiện tại Việt nam. Nghiên cứu ước lượng phương trình nghiên cứu sau:

$$\begin{aligned} LTD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * ROA_{it} + \beta_2 * TANG_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * GROWTH_{it} + \\ & \beta_5 * LIQ_{it} + \beta_6 * TAX_{it} + \beta_7 * SHIELD_{it} + \beta_8 * AGE_{it} + \beta_9 * BR_{it} + \gamma_1 * \\ & GDPGR_{it} + \gamma_2 * INFL_{it} + \gamma_3 * SMD_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Trong đó,

#### **Biến phụ thuộc**

Đòn bẩy tài chính của công ty,  $LTD_{it}$  được đại diện bởi tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản theo cách đo lường của Khemiri và Noubbigh (2018). Một sự gia tăng trong biến số này hàm ý rằng doanh nghiệp đang có đòn bẩy tài chính càng cao.

$$LTD_{i,t} = \frac{\text{Nợ vay dài hạn } i,t}{\text{Trung bình Tổng tài sản } i,t}$$

#### **Biến độc lập**

**Khả năng sinh lợi của công ty (ROA):** Khả năng sinh lợi là yếu tố quyết định cấu trúc vốn của các công ty. Trong Nghiên cứu này, khả năng sinh lợi được đo lường bởi tỷ lệ lãi sau thuế trên tổng tài sản của công ty như cách mà Booth và các cộng sự (2001), Koksai và Orman (2015) đã dùng trong nghiên cứu của các tác giả.

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{Lãi sau thuế } i,t}{\text{Trung bình Tổng tài sản } i,t}$$

**Tài sản hữu hình (TANG):** Trong Nghiên cứu này, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản sẽ được sử dụng để đo lường tài sản hữu hình của một công ty, cách đo lường này tương tự với cách mà Chen (2004), Memon và các cộng sự (2015) đã sử dụng trong nghiên cứu của các tác giả.

$$TANG_{i,t} = \frac{\text{Tài sản cố định } i,t}{\text{Trung bình Tổng tài sản } i,t}$$

**Thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX):** Thuế thu nhập doanh nghiệp được đo lường bởi tỷ lệ thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp trên tổng tài sản của công ty như cách đo lường mà Huang và Song (2006) đã sử dụng.

$$TAX_{i,t} = \frac{\text{Thuế thu nhập doanh nghiệp } i,t}{\text{Trung bình Tổng tài sản } i,t}$$

**Thanh khoản (LIQ):** Thanh khoản được sử dụng để đo lường lượng tài sản mà công ty có khả năng bán hoặc mua nhanh chóng. Biến thanh khoản được đo lường bởi tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn như cách mà Khan (2012) và Khemiri và Noubbigh (2018) đã sử dụng.

$$LIQ_{i,t} = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn } i,t}{\text{Trung bình Tổng tài sản } i,t}$$

**Quy mô (SIZE):** Quy mô công ty được xem như là một đại diện nghịch đảo của chi phí phá sản (Degryse và các cộng sự, 2012). Điều này có nghĩa là các công ty có quy mô càng lớn thì chi phí phá sản càng thấp.

$$SIZE_{i,t} = \text{LN}(\text{Tổng tài sản}_{i,t})$$

**Cơ hội tăng trưởng (GROWTH):** Mâu thuẫn đại diện giữa các cổ đông và các chủ nợ sẽ có liên quan đến các công ty có cơ hội tăng trưởng (Degryse và các cộng sự, 2012). trong Nghiên cứu này, cơ hội tăng trưởng được đo lường bởi sự thay đổi trong tổng tài sản trên tổng tài sản năm trước như cách mà Carpentier và Suret (1999) đã sử dụng.

$$GROWTH_{i,t} = \frac{\text{Tổng tài sản}_{i,t} - \text{Tổng tài sản}_{i,t-1}}{\text{Trung bình Tổng tài sản } i,t-1}$$

**Tấm chắn thuế phi nợ (SHIELD):** Tấm chắn thuế phi nợ được tính toán bởi chi phí khấu hao trên tổng tài sản như cách tính toán của Chen (2004), Clark và các cộng sự (2008), Memon và các cộng sự (2015).

$$SHIELD_{i,t} = \frac{\text{Khấu hao}_{i,t}}{\text{Trung bình Tổng tài sản } i,t}$$

**Rủi ro kinh doanh (BR):** Rủi ro kinh doanh được xem như là một dạng rủi ro mà có thể làm cho công ty dẫn đến tình trạng phá sản. Độ biến động thu nhập là một yếu tố quan trọng trong việc xác định rủi ro kinh doanh và thường được các

ngiên cứu trước đây như Antoniou và các cộng sự (2008), Brounen và các cộng sự (2006), Delcoure (2007) và De Jong cùng các cộng sự (2008) sử dụng làm yếu tố đại diện cho rủi ro kinh doanh của các doanh nghiệp. Độ biến động thu nhập được tính bởi độ lệch chuẩn của tỷ lệ thu nhập hoạt động trên tổng tài sản trong 03 năm liền kề như cách đo lường của De Jong và các cộng sự (2008), Koksai và Orman (2015) và Khemiri và Noubbigh (2018).

$$BR_{i,t} = \sigma \left( \frac{\text{Thu nhập hoạt động}}{\text{Trung bình Tổng tài sản}} \right)$$

**Tuổi công ty (AGE):** Tuổi công ty được tính toán bởi số năm kể từ khi công ty niêm yết như cách mà Detthamrong và các cộng sự (2017) đã đo lường.

**Lạm phát (INFL):** Lạm phát được tính bởi sự thay đổi trong chỉ số giá tiêu dùng trên chỉ số giá tiêu dùng ở năm trước, cách đo lường này tương tự với cách của Beck và các cộng sự (2008), Camara (2012), Muthama và các cộng sự (2013) và Chipeta và Mbululu (2013) đã dùng.

$$INFL_{i,t} = \frac{\text{Chỉ số giá tiêu dùng}_{i,t}}{\text{Chỉ số giá tiêu dùng}_{i,t-1}} - 1$$

**Tăng trưởng kinh tế (GDPGR):** Tăng trưởng kinh tế được đo lường bởi sự thay đổi trong GDP danh nghĩa so với GDP danh nghĩa năm trước như cách mà Khemiri và Noubbigh (2018) đã sử dụng.

$$GDPGR_{i,t} = \frac{\text{GDP danh nghĩa}_{i,t}}{\text{GDP danh nghĩa}_{i,t-1}} - 1$$

**Sự phát triển thị trường chứng khoán (SMD):** Sự phát triển thị trường chứng khoán được xem như là một tiêu chí phản ánh khả năng tiếp cận với vốn chủ sở hữu và được đo lường bởi tỷ lệ giá trị vốn hóa thị trường trên GDP như cách tính của Antoniou và các cộng sự (2008), De Jong và các cộng sự (2008), Delcoure (2007) và Kayo và Kimura (2011).

$$SMD_{i,t} = \frac{\text{Giá trị vốn hóa của thị trường}_{i,t}}{GDP_{i,t}}$$

**Bảng 2.2. Mô tả biến và kỳ vọng dấu hệ số hồi quy**

<b>Biến</b>	<b>Mô tả</b>	<b>Kỳ vọng dấu hồi quy</b>
Đòn bẩy tài chính	Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	
Khả năng sinh lợi	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản của công ty	+/-
Tài sản hữu hình	Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của công ty	+
Thuế thu nhập doanh nghiệp	Tỷ lệ thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp trên tổng tài sản	+
Thanh khoản	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn của công ty	+/-
Quy mô	Logarithm tự nhiên tổng tài sản công ty	+
Cơ hội tăng trưởng	Sự thay đổi trong tổng tài sản trên tổng tài sản năm trước	-
Tầm chắn thuế phi nợ	Tỷ lệ chi phí khấu hao trên tổng tài sản	-
Rủi ro kinh doanh	Độ biến động thu nhập được tính bởi độ lệch chuẩn của tỷ lệ thu nhập hoạt động trên tổng tài sản trong 03 năm liền kề	-
Tuổi công ty	Số năm kể từ khi công ty niêm yết	+
Lạm phát	Sự thay đổi trong chỉ số giá tiêu dùng trên chỉ số giá tiêu dùng ở năm trước	+/-
Tăng trưởng kinh tế	Sự thay đổi trong GDP so với GDP năm trước	+/-
Sự phát triển thị trường chứng khoán	Tỷ lệ giá trị vốn hóa thị trường trên GDP	-

Nguồn: Tác giả tổng hợp

### 2.2.2. Phương pháp nghiên cứu

Để phân tích các yếu tố vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp tác động đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết ở hai sở giao dịch Việt Nam, bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu dạng bảng, bao gồm dữ liệu của 296 công ty phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội từ năm 2013 đến năm 2019, với nguồn trích dẫn cơ sở dữ liệu từ Vietstock và Fiinpro.

Theo đó, bài nghiên cứu sẽ thực hiện quy trình nghiên cứu như sau:

Bước 1: Nghiên cứu tiến hành thống kê mô tả các biến có trong mô hình để có thể có cái nhìn tổng quan các biến bằng cách sử dụng các giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất.



Bước 2: Nghiên cứu tiến hành kiểm tra vấn đề đa cộng tuyến có tồn tại giữa các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu hay không bằng cách phân tích hệ số VIF. Theo đó, nếu giá trị hệ số VIF lớn hơn 10 thì sẽ nghi ngờ rằng có tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu. Nhưng nếu hệ số VIF nhỏ hơn 10 thì mô hình không có đa cộng tuyến.

Bước 3: Nghiên cứu tiến hành kiểm tra hiện tượng tự tương quan trong sai số của mô hình bằng kiểm định Wooldridge. Theo đó giả thuyết  $H_0$  của kiểm định này là không có tự tương quan, nên nếu p-value của kiểm định lớn hơn mức ý nghĩa 0.10 thì xem như có tự tương quan trong sai số và ngược lại sai số mô hình không có tự tương quan.

Bước 4: Nghiên cứu tiến hành kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi trong sai số của mô hình bằng kiểm định Modified Wald. Theo đó giả thuyết  $H_0$  của kiểm định này là không có phương sai thay đổi, nên nếu p-value của kiểm định lớn hơn mức ý nghĩa 0.10 thì xem như có phương sai thay đổi trong sai số và ngược lại sai số mô hình không có phương sai thay đổi.

Bước 5: Trong trường hợp có tự tương quan và/hoặc có phương sai thay đổi ở bước 3 và 4, đề tài sẽ tiến hành ước lượng phương trình nghiên cứu bởi phương pháp hồi quy FGLS với ưu điểm khắc phục tự tương quan và phương sai thay đổi. Đồng thời ở bước này đề tài cũng sẽ thảo luận các kết quả đạt được.

## CHƯƠNG 3. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### 3.1. Thống kê mô tả

Đề tài phân tích dữ liệu nghiên cứu bao gồm 296 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch thành phố Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2013 – 2019. Bảng 3.1 trình bày kết quả thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu xác định đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp.

Đòn bẩy tài chính dài hạn của các doanh nghiệp có trong mẫu nghiên cứu đạt giá trị 7.0885 và độ lệch chuẩn xấp xỉ 11.1314. Số liệu này cho thấy rằng các doanh nghiệp đang sử dụng nợ vay dài hạn khoảng 7.0885% so với tổng tài sản mà doanh nghiệp đang nắm giữ.

Bên cạnh đó, nhìn vào bảng 3.1 có thể thấy rằng khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có giá trị trung bình đạt 6.115, điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp đang tạo ra lợi nhuận sau thuế chiếm khoảng 6.115% so với tổng tài sản mà các công ty nắm giữ.

**Bảng 3.1. Thống kê mô tả**

<b>Biến</b>	<b>ĐVT</b>	<b>Trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Giá trị nhỏ nhất</b>	<b>Trung vị</b>	<b>Giá trị lớn nhất</b>
Ltd	%	7,0885	11,1314	0,0000	1,3566	57,5321
SIZE		27,0669	1,4646	23,3304	27,0263	31,9220
ROA	%	6,1150	6,7780	-36,4936	4,8144	38,8603
LIQ	%	174,2874	188,0546	7,6615	120,2710	1903,1600
TANG	%	27,4054	20,6409	0,0000	22,2308	94,8384
TAX	%	1,5233	1,5596	-1,1902	1,0966	12,6249
GROWTH	%	8,8995	23,0317	-136,7240	5,9569	309,9790
SHIELD	%	3,4936	3,8134	0,0000	2,5630	91,0763
BR	%	2,9407	3,0018	0,0099	1,9435	24,5917
AGE	Năm	7,1081	2,6492	2,0000	7,0000	13,0000
GDPGR	%	6,1273	0,5214	5,2474	6,2256	6,8122
INFL	%	6,9471	5,1641	0,8790	5,6510	18,6760
SMD	%	24,7225	6,7907	17,2000	23,2700	40,4100

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 13

Tương tự vậy, thanh khoản doanh nghiệp đạt giá trị trung bình 174.2874, số liệu này cho thấy rằng tài sản ngắn hạn của các doanh nghiệp đang nắm giữ gấp 1.742874 lần so với nợ ngắn hạn mà các công ty có nghĩa vụ trả cho các bên liên quan.

Tài sản hữu hình đạt giá trị trung bình 27.4054, điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp đang nắm giữ tài sản hữu hình chiếm khoảng 27.4054% so với tổng tài sản của công ty.

Thuế thu nhập doanh nghiệp đạt giá trị trung bình 1.5233, cho thấy rằng các doanh nghiệp đang đóng thuế khoảng 1.5233% so với tổng tài sản của các doanh nghiệp.

Cơ hội tăng trưởng có giá trị trung bình đạt 8.8995, cho thấy rằng tổng tài sản của các công ty có sự gia tăng mỗi năm đạt khoảng 8.8995% so với năm liền kề trước đó.

Tầm chắn thuế phi nợ đạt giá trị trung bình 3.4936, cho thấy rằng các doanh nghiệp đang khấu hao tài sản hữu hình khoảng 3.4936% so với tổng tài sản mà doanh

nghiệp nắm giữ.

Bên cạnh đó, đề tài cũng thực hiện chia phân khúc đòn bẩy tài chính theo các mức: (1) đòn bẩy tài chính bằng 0%, (2) đòn bẩy tài chính lớn hơn 0% và nhỏ hơn 7.0885%<sup>2</sup> và (3) đòn bẩy tài chính lớn hơn 7.0885%. Số lượng các quan sát theo phân khúc đòn bẩy tài chính này được đề tài trình bày trong bảng 3.2. Qua bảng 3.2 có thể nhận thấy rằng số lượng quan sát mà mẫu nghiên cứu có được chủ yếu tập trung vào phân khúc đòn bẩy tài chính bằng 0% với số lượng 873 quan sát và chiếm tỷ trọng 36.87% so với tổng quan sát mà đề tài nghiên cứu. Theo đó mức độ đòn bẩy tài chính chiếm tỷ trọng cao tương đối hơn là thuộc về phân khúc dưới 7.0885% khi số quan sát đạt 781 và chiếm tỷ trọng 32.98%. Điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp Việt Nam vẫn đang có tỷ lệ đòn bẩy tài chính, khi được đo lường bởi vay nợ dài hạn, còn tương đối thấp.

**Bảng 3.2. Số lượng quan sát theo phân khúc đòn bẩy tài chính**

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính	Số lượng quan sát	Tỷ trọng
Đòn bẩy tài chính = 0%	873	36,87%
$0% < \text{Đòn bẩy tài chính} \leq 7,0885\%$	781	32,98%
Đòn bẩy tài chính $>7,0885\%$	714	30,15%

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ dữ liệu

### 3.2. Ma trận tương quan

Sau khi phân thích thống kê mô tả các biến số có liên quan đến các yếu tố xác định đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp như trong phần 3.1 đã trình bày, đề tài tiến hành lập ma trận tương quan giữa các biến số trong mô hình nghiên cứu. Bảng 3.3 cung cấp kết quả hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu.

Về hệ số tương quan, Kennedy (2008) cho rằng giá trị tương quan cao sẽ nằm trong khoảng từ 0,8 đến 0,9. Tuy nhiên, Bryman và Cramer (2002) cho rằng nếu hệ số tương quan cao hơn 0,7 thì có thể có đa cộng tuyến nghiêm trọng. Nhìn chung, các hệ số tương quan giữa các biến độc lập thì không cao, nhìn chung đều nhỏ hơn giá trị 0.7 nên có thể không tồn tại đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu.

Từ ma trận tương quan có thể thấy rằng các biến đại diện cho quy mô, tài sản hữu hình, cơ hội tăng trưởng, tầm chắn thuế phi nợ, tăng trưởng kinh tế, và lạm phát cho thấy mối tương quan dương với đòn bẩy tài chính được đo lường bởi tỷ lệ vay nợ dài hạn trên tổng tài sản. Ngược lại các yếu tố đại diện cho khả năng sinh lợi, thanh khoản, thuế thu nhập doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh, tuổi công ty và phát triển thị trường chứng khoán có tương quan âm với đòn bẩy tài chính được đo lường bởi tỷ lệ vay nợ dài hạn trên tổng tài sản.

**Bảng 3.3. Ma trận tương quan**

	ltd	size	roa	liq	tang	tax	growth	shield	br	age	gdpgr
ltd	1.0000										
size	0.3585	1.0000									
roa	-0.1984	-0.0275	1.0000								
liq	-0.3421	-0.2887	0.3333	1.0000							
tang	0.5187	0.0861	-0.0269	-0.2082	1.0000						
tax	-0.2304	-0.1058	0.7893	0.3410	-0.0596	1.0000					
growth	0.1059	0.1539	0.1258	-0.0481	-0.0491	0.0298	1.0000				
shield	0.2302	-0.0044	0.1051	-0.0565	0.4412	0.1022	-0.1023	1.0000			
br	-0.0502	-0.1045	0.0837	0.1334	0.0343	0.1213	0.0366	-0.0125	1.0000		
age	-0.0350	0.1815	-0.1040	0.0449	-0.0960	-0.1114	-0.0641	-0.0268	-0.1127	1.0000	
gdpgr	0.0091	0.0517	0.0498	0.0509	-0.0943	0.0117	0.1353	-0.0294	-0.0268	0.2246	1.0000
infl	0.0442	-0.0745	0.0565	-0.0621	0.0992	0.0302	0.0230	0.0028	0.0858	-0.6221	-0.2523
smd	-0.0232	0.0932	-0.0260	0.0685	-0.1125	-0.0327	0.0614	-0.0291	-0.0519	0.5658	0.6878

  

	infl	smd
infl	1.0000	
smd	-0.5432	1.0000

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 13

### 3.3. Kiểm tra các khuyết tật của mô hình

Trong phần này, đề tài sẽ tiến hành kiểm tra các khuyết tật của mô hình nghiên cứu thông qua việc phân tích kiểm tra đa cộng tuyến, phương sai thay đổi và tự tương quan.

#### 3.3.1. Kiểm tra đa cộng tuyến

Hiện tượng đa cộng tuyến được xem như là hiện tượng xảy ra khi các biến độc lập có mối tương quan đáng kể. Các nghiên cứu cũng đề nghị nên sử dụng hệ số phóng đại nhân tử VIF để kiểm tra đa cộng tuyến. Với giá trị của hệ số VIF lớn hơn 10 thì sẽ có đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu, ngược lại thì không có đa cộng tuyến. Các giả thuyết của kiểm định:

*Giả thuyết  $H_0$ : mô hình không có đa cộng tuyến* *Giả thuyết  $H_1$ : mô hình có đa cộng tuyến*

Kết quả phân tích hệ số VIF được trình bày trong bảng 3.4. Dựa vào bảng kết quả 3.3 khi kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến bởi hệ số phóng đại nhân tử VIF thì có thể thấy rằng từng hệ số VIF của từng biến độc lập đều nhỏ hơn giá trị 10, cho nên đề tài chấp nhận giả thuyết  $H_0$  của kiểm định như đề nghị của Gujarati (1996). Do đó có thể kết luận rằng không có đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến đòn bẩy tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết ở Việt Nam.

**Bảng 3.4. Phân tích hệ số VIF**

Variable	VIF	1/VIF
smd	3,11	0,321777
roa	2,85	0,350868
tax	2,80	0,356779
gdpgr	2,10	0,475531
age	2,06	0,485839
infl	1,82	0,550101
liq	1,34	0,748580
tang	1,33	0,750190
shield	1,29	0,775181
size	1,19	0,837547
growth	1,10	0,906687
br	1,05	0,951850

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 13

### 3.3.2. Kiểm tra tự tương quan

Nghiên cứu thực hiện kiểm định hiện tượng tự tương quan bằng cách sử dụng câu lệnh xtserial trong Stata.

Các giả thuyết của kiểm định Wooldridge bao gồm:

Giả thuyết  $H_0$ : Mô hình không có hiện tượng tự tương quan

Giả thuyết  $H_1$ : Mô hình có hiện tượng tự tương quan

Trong trường hợp p-value của kiểm định lớn hơn mức ý nghĩa 0.1, đề tài sẽ bác bỏ giả thuyết  $H_0$ .

**Bảng 3.5. Phân tích tự tương quan bằng kiểm định Wooldridge**

Phương trình	Giá trị F	P-value
Đặc điểm doanh nghiệp	109,005	0,0000
Đặc điểm doanh nghiệp và yếu tố vĩ mô	104,694	0,0000

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 13

Qua kết quả trong bảng 3.5 thì có thể thấy rằng tương ứng với hai phương trình hồi



quy thì giá trị p-value của kiểm định tự tương quan đều bằng 0.000, nhỏ hơn mức thống kê 0.10. Điều này cho thấy rằng giả thuyết  $H_0$  của kiểm định bị bác bỏ, nói cách khác, mô hình có hiện tượng tự tương quan.

### 3.3.3. Kiểm tra phương sai thay đổi

Nghiên cứu thực hiện kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi bằng cách sử dụng câu lệnh `xttest3` trong Stata.

Các giả thuyết của kiểm định Modified Wald bao gồm:

Giả thuyết  $H_0$ : Mô hình không có hiện tượng phương sai thay đổi

Giả thuyết  $H_1$ : Mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi

Trong trường hợp p-value của kiểm định nhỏ hơn mức ý nghĩa 0.1, đề tài sẽ bác bỏ giả thuyết  $H_0$ .

**Bảng 3.6. Phân tích phương sai thay đổi bằng kiểm định Modified Wald**

Giả thuyết $H_0$	Chi2	P-value
Không có phương sai thay đổi	5,1*10 <sup>5</sup>	0,0000

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 13

Qua kết quả trong bảng 3.6 thì có thể thấy rằng giá trị p-value của kiểm định phương sai thay đổi đều bằng 0.000, nhỏ hơn mức thống kê 0.10. Điều này cho thấy rằng giả thuyết  $H_0$  của kiểm định bị bác bỏ, nói cách khác, mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi.

### 3.4. Kết quả và thảo luận

Từ các kết quả kiểm tra các khuyết tật mô hình thì có thể thấy rằng mô hình nghiên cứu không tồn tại đa cộng tuyến giữa các biến độc lập, nhưng có thể thấy rằng tồn tại hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi trong sai số của mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến đòn bẩy tài chính. Do đó, Nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp hồi quy FGLS để khắc phục các khuyết tật trong mô hình.

Bảng 3.7 cung cấp kết quả hồi quy các yếu tố tác động đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2013 – 2019 sau khi

dùng phương pháp hồi quy FGLS để ước lượng. Dựa vào bảng 3.7 có thể thấy rằng hệ số hồi quy của biến quy mô SIZE là 0.0139 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng quy mô doanh nghiệp có tương quan dương và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty có quy mô lớn hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn so với các công ty có quy mô nhỏ hơn. Kết quả thực nghiệm này tương đồng với các phát hiện trước đây của Fama và French (2002), Michaelas và các cộng sự (1999), Cassar và Holmes (2003). Đề tài cho rằng có hai hướng giải thích cho kết quả thực nghiệm này. Một là quy mô công ty là đại diện cho độ biến động của thu nhập và các công ty có quy mô lớn thì thường dễ dàng đa dạng hóa chiến lược kinh doanh hơn và do đó biến động thu nhập sẽ thấp hơn (Fama và French, 2002), mà một mức độ biến động trong thu nhập thấp có nghĩa là chi phí phá sản sẽ giảm và do đó các công ty sẽ có thể vay nhiều nợ hơn (Degryse và các cộng sự, 2012). Hai là một công ty có quy mô lớn thì sẽ có mức độ đòn bẩy tài chính tương đối cao, bởi vì việc đa dạng hóa càng mạnh mẽ và ít biến động trong thu nhập sẽ có thể làm giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin và các công ty sẽ có thể đạt được nhiều khoản vay nợ hơn.

Ngược lại với kết quả của quy mô, hệ số hồi quy của biến khả năng sinh lợi ROA là -0.0502 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng khả năng sinh lợi doanh nghiệp có tương quan âm và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty có khả năng sinh lợi lớn hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn so với các công ty có khả năng sinh lợi thấp hơn. Kết quả thực nghiệm này tương đồng với các phát hiện trước đây của Titman và Wessels (1988), Van Dijk (1997), Fama và French (2002). Đề tài giải thích cho kết quả thực nghiệm này như là theo sự phân cấp tài chính, nguồn tài trợ bên trong sẽ được xem như là tốt hơn so với các nguồn tài trợ bên ngoài khi dùng để tài trợ cho các dự án đầu tư, cho nên một mức khả năng sinh lợi càng cao có thể sẽ làm giảm sự cần thiết phải tăng nợ vay. Trong trường hợp này, một công ty có khả năng sinh lợi nhiều sẽ lựa chọn việc phát hành vốn cổ phần (De Jong và các cộng sự, 2008).

Tương tự với kết quả của khả năng sinh lợi, hệ số hồi quy của biến thanh khoản LIQ

là -0.0015 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng thanh khoản doanh nghiệp có tương quan âm và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty có thanh khoản cao hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn so với các công ty có thanh khoản thấp hơn. Kết quả thực nghiệm này tương đồng với các phát hiện trước đây của De Jong và các cộng sự (2008), Deesomsak và các cộng sự (2004), Khemiri và Noubbigh (2018), Phạm Tiến Minh và Nguyễn Tiến Dũng (2015), Phan Thanh hiệp (2016), Võ Minh Long (2017). Đề tài giải thích cho kết quả thực nghiệm này như là theo sự phân cấp tài chính, các doanh nghiệp có mức thanh khoản thì sẽ sử dụng các nguồn tài trợ nội bộ để trang trải hoạt động kinh doanh thay vì sử dụng các nguồn tài trợ bên ngoài.

Hệ số hồi quy của biến tài sản hữu hình TANG là 0.0902 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng tài sản hữu hình của doanh nghiệp có tương quan dương và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty có tài sản hữu hình cao hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn so với các công ty có tài sản hữu hình thấp hơn. Kết quả thực nghiệm này tương đồng với các phát hiện trước đây của Rajan và Zingales (1995), Titman và Wessels (1998), Deesomask và các cộng sự (2004), Akhtar (2005). Đề tài giải thích cho kết quả thực nghiệm này như là các công ty nắm giữ nhiều tài sản hữu hình hơn thì sẽ có chi phí lãi vay thấp hơn vì tài sản hữu hình có thể được sử dụng như là một tài sản đảm bảo cho các khoản vay của doanh nghiệp.

**Bảng 3.7. Kết quả ước lượng các yếu tố tác động đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp**

ltd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf.	Interval]
lsize	0,013931	0,001019	13,67	0,000	0,0119338	0,0159283
lroa	-0,0501615	0,0154489	-3,25	0,001	-0,0804408	-0,0198821
lliq	-0,0015212	0,0005485	-2,77	0,006	-0,0025963	-0,0004462
ltang	0,0902432	0,0067689	13,33	0,000	0,0769765	0,1035099
ltax	-0,1262075	0,0598262	-2,11	0,035	-0,2434648	-0,0089502
lgrowth	0,0058217	0,0028801	2,02	0,043	0,0001768	0,0114667
lshield	0,0518856	0,0233509	2,22	0,026	0,0061187	0,0976524
lbr	-0,0243277	0,0245465	-0,99	0,322	-0,0724379	0,0237824
lage	-0,0024965	0,0004194	-5,95	0,000	-0,0033185	-0,0016745
lgdpgr	0,0017586	0,0012235	1,44	0,151	-0,0006393	0,0041565
linfl	-0,0000934	0,0001192	-0,78	0,433	-0,0003271	0,0001402
lsmd	0,0006121	0,0002379	2,57	0,010	0,0001459	0,0010783
_cons	-0,3629568	0,0275555	-13,17	0,000	-0,4169647	-0,308949

Trong đó: LSIZE, LROA, LLIQ, LTANG, LTAX, LGROWTH, LSHIELD, LBR, LAGE, LGDPGR, LINFL, LSMD lần lượt là các biến trễ của các biến SIZE, ROA, LIQ, TANG, TAX, GROWTH, SHIELD, BR, AGE, GDPGD, INFL, SMD.

*Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 13*

Hệ số hồi quy của biến thuế thu nhập doanh nghiệp TAX là -0.1262 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng thuế thu nhập doanh nghiệp có tương quan âm và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty có thuế thu nhập doanh nghiệp lớn hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn so với các công ty có thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn. Kết quả thực nghiệm này trái ngược với kỳ vọng ban đầu của Nghiên cứu nhưng lại tương đồng với một số phát hiện của Antoniou và các cộng sự (2008), De Jong và các cộng sự (2008), Handoo và Sharma (2014), Khemiri và Noubbigh (2018), Phan Thị Quốc Hương (2017). Đề tài giải thích cho kết quả thực nghiệm này như là theo lý thuyết đánh đổi, các doanh nghiệp đóng thuế thu nhập doanh nghiệp thấp chủ yếu là do các doanh nghiệp này đã nhận được các ưu

đãi từ tầm chắn thuế của nợ, cho nên các doanh nghiệp này sẽ có khuynh hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn để có thể tận dụng được ưu đãi của tầm chắn thuế của nợ.

Hệ số hồi quy của biến cơ hội tăng trưởng GROWTH là 0.0058 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp có tương quan dương và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty có cơ hội tăng trưởng cao hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn so với các công ty có cơ hội tăng trưởng thấp hơn. Kết quả thực nghiệm này trái ngược với kỳ vọng ban đầu của Nghiên cứu nhưng lại tương đồng với một số phát hiện của Titman và Wessels (1988), Chen (2004), Huang và Song (2006), Handoo và Sharma (2014), Phạm Tiến Minh và Nguyễn Tiến Dũng (2015), Phan Thanh hiệp (2016). Đề tài giải thích cho kết quả thực nghiệm này như là các doanh nghiệp có nhiều cơ hội tăng trưởng thì thường sẽ có khuynh hướng cần nhiều vốn hơn để tài trợ cho các dự án đầu tư và cho nên trong trường hợp nguồn vốn nội bộ không đáp ứng đủ nhu cầu của công ty thì các doanh nghiệp sẽ thực hiện tiếp cận các nguồn vốn tài trợ bên ngoài. Theo lý thuyết trật tự phân hạng thì nợ vay sẽ được các nhà quản lý công ty ưa thích hơn so với việc phát hành vốn cổ phần. kết quả là một mức độ đòn bẩy tài chính cao hơn trong cấu trúc vốn.

Hệ số hồi quy của biến tầm chắn thuế phi nợ SHIELD là 0.0518 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng tầm chắn thuế phi nợ của doanh nghiệp có tương quan dương và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty có tầm chắn thuế phi nợ cao hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn so với các công ty có tầm chắn thuế phi nợ thấp hơn. Kết quả này tuy trái ngược với các phát hiện của Bradley và các cộng sự (1984), De Jong và các cộng sự (2008), nhưng lại phù hợp với nghiên cứu của Antoniou và các cộng sự (2008).

Hệ số hồi quy của biến rủi ro kinh doanh BR là -0.0243 và có giá trị p-value lớn hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng mặc dù rủi ro kinh doanh có tương quan âm với đòn bẩy tài chính của các công ty nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Hệ số hồi quy của biến tuổi công ty AGE là -0.0025 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy tuổi công ty có tương quan âm và đáng kể với đòn bẩy tài

chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng các công ty càng hoạt động lâu đời hơn thì sẽ thường có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn so với các công ty mới thành lập. Kết quả thực nghiệm này trái ngược với kỳ vọng ban đầu của Nghiên cứu nhưng lại tương đồng với một số phát hiện của Peterson và Rajan (1994), Khan (2014), Kramer (2015). Đề tài giải thích cho kết quả thực nghiệm này như là các công ty thành lập lâu đời thường sẽ có nguồn vốn nội bộ dồi dào do đó sẽ không cần thiết phải tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài dưới hình thức vay nợ để tài trợ cho các dự án đầu tư của mình. Cho nên tỷ lệ đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp lâu đời này sẽ thấp hơn so với các doanh nghiệp mới thành lập theo như lý thuyết trật tự phân hạng đã đề cập.

Hệ số hồi quy của biến tăng trưởng kinh tế GDPGR là 0.0017 và có giá trị p-value lớn hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng mặc dù tăng trưởng kinh tế có tương quan dương với đòn bẩy tài chính của các công ty nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Hệ số hồi quy của biến lạm phát INFL là -0.0001 và có giá trị p-value lớn hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng mặc dù lạm phát của Việt Nam có tương quan âm với đòn bẩy tài chính của các công ty, nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Hệ số hồi quy của biến sự phát triển thị trường chứng khoán SMD là 0.0006 và có giá trị p-value nhỏ hơn mức 0.1. Cho nên có thể thấy rằng sự phát triển thị trường chứng khoán có tương quan dương và đáng kể với đòn bẩy tài chính của các công ty. Điều này ngụ ý rằng nền kinh tế Việt Nam có sự phát triển thị trường chứng khoán cao hơn thì các công ty tại Việt Nam sẽ có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn so với giai đoạn sự phát triển thị trường chứng khoán thấp hơn. Kết quả này tuy trái ngược với các phát hiện của De Jong và các cộng sự (2008), Sett và Sarkhel (2010), Kayo và Kimura (2011), nhưng có thể giải thích kết quả này như là khi thị trường chứng khoán càng phát triển thì dường như giá trị thị trường của các công ty sẽ được nâng cao. Trong trường hợp này các công ty sẽ có thể dễ dàng tiếp cận với các khoản vay hơn, kết quả là đòn bẩy tài chính của công ty cao hơn.

**Bảng 3.8. So sánh kết quả nghiên cứu**

<b>Biến</b>	<b>Kỳ vọng dấu hồi quy</b>	<b>Kết quả thực nghiệm</b>
Khả năng sinh lợi	+/-	-
Tài sản hữu hình	+	+
Thuế thu nhập doanh nghiệp	+	-
Thanh khoản	+/-	-
Quy mô	+	+
Cơ hội tăng trưởng	-	+
Tám chắn thuế phi nợ	-	+
Rủi ro kinh doanh	-	Không có ý nghĩa thống kê
Tuổi công ty	+	-
Lạm phát	+/-	Không có ý nghĩa thống kê
Tăng trưởng kinh tế	+/-	Không có ý nghĩa thống kê
Sự phát triển thị trường chứng khoán	-	+

*Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả thực nghiệm*

Sau khi đã phân tích tác động của các biến số đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp, Nghiên cứu cho rằng kết quả thực nghiệm mà đề tài thu được có phần tương đồng với các kỳ vọng dấu hồi quy ban đầu mà Nghiên cứu đã đề cập trong chương 03. Nhưng có một số yếu tố có tác động khác biệt như thuế thu nhập doanh nghiệp, cơ hội tăng trưởng, tám chắn thuế phi nợ, tuổi công ty, rủi ro kinh doanh, lạm phát, tăng trưởng kinh tế và sự phát triển thị trường chứng khoán. Qua đây có thể thấy rằng mặc dù chủ đề đòn bẩy tài chính đã được nhiều tác giả nghiên cứu trong nước và ngoài nước, nhưng các kết quả thu được thì dường như thay đổi qua từng thời kỳ, cũng như mẫu nghiên cứu. Cho nên đề tài cho rằng chủ đề đòn bẩy tài chính cần nên được nhận được nhiều sự quan tâm hơn để làm rõ vấn đề nghiên cứu này giúp các nhà quản lý doanh nghiệp có thể dễ dàng tiếp cận với các nguồn tài trợ bên ngoài để bổ sung vốn cần thiết cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp.



## PHẦN III. KẾT LUẬN

### 1. Kết luận

Đề tài nhằm mục tiêu phân tích ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Theo đó, đề tài sử dụng dữ liệu dạng bảng được thu thập từ cơ sở dữ liệu thứ cấp là các báo cáo thường niên, báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết trên hai Sở giao dịch chứng khoán lớn của Việt Nam là Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), với nguồn cơ sở dữ liệu được trích xuất từ Vietstock và FiinPro, trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2013 đến năm 2019. Nghiên cứu áp dụng phương pháp tiếp cận của Khemiri và Noubbigh (2018 và sử dụng các biến độc lập bao gồm: (1) quy mô, khả năng sinh lợi, tài sản hữu hình, cơ hội tăng trưởng, thuế thu nhập doanh nghiệp, tầm chắn thuế phi nợ, tuổi công ty, thanh khoản và rủi ro kinh doanh và (2) tăng trưởng kinh tế, lạm phát và sự phát triển thị trường chứng khoán.

Sau khi kiểm tra các vấn đề khuyết tật trong mô hình, nghiên cứu nhận thấy rằng sai số của mô hình có tự tương quan và phương sai thay đổi. Cho nên tác giả sử dụng phương pháp hồi quy FGLS để khắc phục các khuyết tật. Nghiên cứu phát hiện thấy rằng đa số các yếu tố đưa vào mô hình nghiên cứu đều có tác động đáng kể đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp có trong mẫu nghiên cứu ở mức ý nghĩa 0.1, nhưng chiều hướng tác động của các yếu tố này thì lại có sự khác biệt. Cụ thể hơn, sau khi tác giả nghiên cứu nhận thấy rằng: quy mô doanh nghiệp, tài sản hữu hình, cơ hội tăng trưởng, tầm chắn thuế phi nợ và sự phát triển thị trường chứng khoán thể hiện tương quan dương với đòn bẩy tài chính công ty ở mức ý nghĩa 0.1 Kết quả này cho thấy rằng các công ty có quy mô càng lớn, nắm giữ càng nhiều tài sản hữu hình, có nhiều cơ hội tăng trưởng, tầm chắn thuế phi nợ càng lớn và sự phát triển thị trường chứng khoán của Việt Nam càng cao thì các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nợ vay dài hạn càng nhiều (đòn bẩy tài chính cao hơn).

Ngược lại, các yếu tố như khả năng sinh lợi, thanh khoản, thuế thu nhập doanh



nghiệp, tuổi công ty có tương quan âm với đòn bẩy tài chính công ty ở mức ý nghĩa 0.1. Kết quả này cho thấy rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi càng cao, thanh khoản càng tốt, thuế thu nhập doanh nghiệp càng cao, thành lập lâu đời hơn thì các doanh nghiệp có khuynh hướng sử dụng nợ vay dài hạn càng ít (đòn bẩy tài chính thấp hơn).

## 2. Khuyến nghị

Từ các phát hiện mà đề tài thu được, đề tài có một số khuyến nghị dành cho nhà quản lý doanh nghiệp. Cụ thể như sau:

Đầu tiên, về vấn đề quy mô hoạt động của doanh nghiệp. Theo đó, một doanh nghiệp có quy mô lớn hơn thì sẽ có khả năng tiếp cận với nguồn vốn nợ vay tốt hơn. Điều này do quy mô công ty là đại diện cho độ biến động của thu nhập và các công ty có quy mô lớn thì thường dễ dàng đa dạng hóa chiến lược kinh doanh hơn và do đó biến động thu nhập sẽ thấp hơn, mà một mức độ biến động trong thu nhập thấp có nghĩa là chi phí phá sản sẽ giảm và do đó các công ty sẽ có thể vay nhiều nợ hơn. Hơn thế nữa các công ty có quy mô lớn thì sẽ có thể đa dạng hóa mạnh mẽ hơn và ít biến động trong thu nhập sẽ có thể làm giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin và các công ty sẽ có thể đạt được nhiều khoản vay nợ hơn.

Thứ hai, về vấn đề tài sản hữu hình của doanh nghiệp. Theo đó, một doanh nghiệp có tài sản hữu hình lớn hơn thì sẽ có khả năng tiếp cận với nguồn vốn nợ vay tốt hơn. Điều này do các công ty nắm giữ nhiều tài sản hữu hình hơn thì sẽ có chi phí lãi vay thấp hơn vì tài sản hữu hình có thể được sử dụng như là một tài sản đảm bảo cho các khoản vay của doanh nghiệp.

Thứ ba, về vấn đề cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp. Theo đó, một doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng lớn hơn thì sẽ có khả năng tiếp cận với nguồn vốn nợ vay tốt hơn. Điều này do các doanh nghiệp có nhiều cơ hội tăng trưởng thì thường sẽ có khuynh hướng cần nhiều vốn hơn để tài trợ cho các dự án đầu tư và cho nên trong trường hợp nguồn vốn nội bộ không đáp ứng đủ nhu cầu của công ty thì các doanh nghiệp sẽ thực hiện tiếp cận các nguồn vốn tài trợ bên ngoài. Theo lý thuyết trật tự phân hạng thì nợ vay sẽ được các nhà quản lý công ty ưa thích hơn so với việc phát hành vốn cổ phần. kết quả

là một mức độ đòn bẩy tài chính cao hơn trong cấu trúc vốn.

Cuối cùng, về vấn đề khả năng sinh lợi và thanh khoản của doanh nghiệp. Theo đó, một doanh nghiệp có khả năng sinh lợi và thanh khoản càng lớn thì mức độ đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp sẽ thấp hơn. Điều này do nguồn tài trợ bên trong sẽ được xem như là tốt hơn so với các nguồn tài trợ bên ngoài khi dùng để tài trợ cho các dự án đầu tư, cho nên một mức khả năng sinh lợi càng cao có thể sẽ làm giảm sự cần thiết phải tăng nợ vay. Trong trường hợp này, một công ty có khả năng sinh lợi nhiều sẽ lựa chọn việc phát hành vốn cổ phần hơn.

### **3. Hạn chế đề tài**

Mặc dù có nhiều sự cố gắng khi thực hiện đề tài, nhưng bài nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế đề tài nhất định.

Dữ liệu nghiên cứu của bài vẫn chưa đủ lớn để có thể đại diện cho tất cả doanh nghiệp đang hoạt động tại Việt Nam. Cho nên có thể kết quả nghiên cứu mà bài nghiên cứu chỉ phù hợp với các doanh nghiệp có trong mẫu nghiên cứu.

Các biến cũng như phương pháp trong bài nghiên cứu chủ yếu dựa trên phương pháp tiếp cận của của Khemiri và Noubbigh (2018) và có sự chọn lọc của tác giả. Do đó có thể có các yếu tố có ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp nhưng khác với các yếu tố được đưa vào mô hình nghiên cứu.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
2. Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.
3. De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969.
4. Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1-33.
5. Fathi, S., Ghandehari, F., & Shirangi, S. Y. G. (2014). Comparative study of capital structure determinants in selected stock exchanges of developing countries and Tehran Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(1), 67-75.
6. Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69.
7. Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management review*, 26(3), 170-182.
8. Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China economic review*, 17(1), 14-36.
9. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
10. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
11. Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence

from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150-159.

12. Memon, P. A., Md Rus, R., & Ghazali, Z. (2015). Dynamism of capital structure: Evidence from Pakistan. *Journal of International Business and Economics*.

13. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American*, 1, 3.

14. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.

15. 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.

16. Phạm Tiến Minh, Nguyễn Tiến Dũng (2015). Các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn từ mô hình tĩnh đến mô hình động : Nghiên cứu trong ngành bất động sản Việt Nam, *Tạp chí Phát triển kinh tế*, số 6, trang 58 – 74.

17. P  
han Thanh Hiệp (2016). Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sản xuất công nghiệp, *Tạp chí Tài chính*, trang 9 – 13.

18. Võ Minh Long (2017). Một số nhân tố tài chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, số 6, trang 21 – 24.

19. Phan Thị Quốc Hương (2017). Tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp lên cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế và phát triển*, số 240, trang 28 – 36.

## PHỤ LỤC: KẾT QUẢ CHẠY MÔ HÌNH

- Thống kê mô tả

variable	mean	sd	min	p50	max	N
ltd	.0708847	.1113138	0	.013566	.5753206	2368
size	27.06687	1.464586	23.33036	27.0263	31.92201	2368
roa	.0611499	.0677795	-.3649363	.048144	.3886027	2368
liq	1.742874	1.880546	.0766148	1.202709	19.03157	2368
tang	.2740537	.2064089	0	.2223076	.9483843	2368
tax	.0152329	.015596	-.0119024	.010966	.1262488	2368
growth	.0889954	.2303172	-1.367236	.0595692	3.099787	2368
shield	.0349359	.0381339	0	.0256298	.9107632	2368
br	.029407	.0300176	.0000993	.0194351	.2459175	2368
age	1.877366	.4359893	.6931472	1.94591	2.564949	2368
gdpgr	6.127348	.5213729	5.24737	6.22556	6.812226	2368
infl	6.947125	5.164104	.879	5.651	18.676	2368
smd	24.7225	6.790653	17.2	23.27	40.41	2368

- Ma trận tương quan

	ltd	size	roa	liq	tang	tax	growth	shield	br	age	gdpgr
ltd	1.0000										
size	0.3585	1.0000									
roa	-0.1984	-0.0275	1.0000								
liq	-0.3421	-0.2887	0.3333	1.0000							
tang	0.5187	0.0861	-0.0269	-0.2082	1.0000						
tax	-0.2304	-0.1058	0.7893	0.3410	-0.0596	1.0000					
growth	0.1059	0.1539	0.1258	-0.0481	-0.0491	0.0298	1.0000				
shield	0.2302	-0.0044	0.1051	-0.0565	0.4412	0.1022	-0.1023	1.0000			
br	-0.0502	-0.1045	0.0837	0.1334	0.0343	0.1213	0.0366	-0.0125	1.0000		
age	-0.0350	0.1815	-0.1040	0.0449	-0.0960	-0.1114	-0.0641	-0.0268	-0.1127	1.0000	
gdpgr	0.0091	0.0517	0.0498	0.0509	-0.0943	0.0117	0.1353	-0.0294	-0.0268	0.2246	1.0000
infl	0.0442	-0.0745	-0.0565	-0.0621	0.0992	0.0302	0.0230	0.0028	0.0858	-0.6221	-0.2523
smd	-0.0232	0.0932	-0.0260	0.0685	-0.1125	-0.0327	0.0614	-0.0291	-0.0519	0.5658	0.6878

	infl	smd
infl	1.0000	
smd	-0.5432	1.0000

### Kiểm tra đa cộng tuyến

Variable	VIF	1/VIF
smd	3.11	0.321777
roa	2.85	0.350868
tax	2.80	0.356779
gdpgr	2.10	0.475531
age	2.06	0.485839
infl	1.82	0.550101
liq	1.34	0.748580
tang	1.33	0.750190
shield	1.29	0.775181
size	1.19	0.837547
growth	1.10	0.906687
br	1.05	0.951850
Mean VIF	1.84	

- Phương trình có yếu tố đặc điểm doanh nghiệp và kinh tế vĩ mô Kiểm tra phương sai thay đổi

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model

H0:  $\sigma^2(i) = \sigma^2$  for all i

chi2 (296) = 5.1e+05  
Prob>chi2 = 0.0000

### Kiểm tra tự tương quan

Wooldridge test for autocorrelation in panel data H0: no first-order autocorrelation

F(1, 295) = 104.694  
Prob > F = 0.0000

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficient estimates: Generalized least squares Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.6425)

Estimated covariances = 296Number of obs = 2072  
 Estimated autocorrelations = 1Number of groups = 296  
 Estimated coefficients = 13Time periods = 7  
 Wald chi2(12) = 551.74  
 Prob > chi2 = 0.0000

ltd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lsize	.013931	.001019	13.670	.000	.0119338 .0159283
lroa	-.0501615	.0154489	-3.250	.001	-.0804408 -.0198821
lliqu	-.0015212	.0005485	-2.770	.006	-.0025963 -.0004462
ltang	.0902432	.0067689	13.330	.000	.0769765 .1035099
ltax	-.1262075	.0598262	-2.110	.035	-.2434648 -.0089502
lgrowth	.0058217	.0028801	2.020	.043	.0001768 .0114667
lshield	.0518856	.0233509	2.220	.026	.0061187 .0976524
lbr	-.0243277	.0245465	-0.990	.322	-.0724379 .0237824
lage	-.0024965	.0004194	-5.950	.000	-.0033185 -.0016745
lgdpgr	.0017586	.0012235	1.440	.151	-.0006393 .0041565
linfl	-.0000934	.0001192	-0.780	.433	-.0003271 .0001402
lsmd	.0006121	.0002379	2.570	.010	.0001459 .0010783
_cons	-.3629568	.0275555	-13.170	.000	-.4169647 -.308949