

Các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn: Bằng chứng từ các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội

Hồ Xuân Thủy*, Nguyễn Thị Huyền Trang



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Bài báo nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ 2011-2018. Các nhân tố được kiểm định bao gồm lá chắn thuế phi nợ, quy mô doanh nghiệp (DN), cấu trúc tài sản cố định hữu hình và khả năng sinh lời, được lựa chọn dựa trên các nghiên cứu trước và hai lý thuyết nổi bật về cấu trúc vốn là lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng. Trong nghiên cứu này, đòn bẩy tài chính (LEV) được sử dụng để đo lường cấu trúc vốn. Phân tích sử dụng mô hình hồi quy đa biến với dữ liệu bảng để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn, mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) được tìm thấy phù hợp với dữ liệu của nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng sinh lời và lá chắn thuế phi nợ của DN có tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn. Trong khi đó, quy mô DN có tác động cùng chiều, nhưng không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa LEV và cấu trúc tài sản cố định hữu hình. Lá chắn thuế phi nợ có ảnh hưởng lớn nhất đến cấu trúc vốn. Chúng tôi kết luận rằng các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn HNX hầu hết phù hợp với lý thuyết đánh đổi hơn là lý thuyết trật tự phân hạng. Kết quả của chúng tôi ủng hộ lý thuyết đánh đổi vì các công ty có quy mô lớn, có khả năng vay nợ nhiều hơn để có lợi nhuận hơn từ lá chắn thuế. Nghiên cứu cũng góp phần làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố quyết định cấu trúc vốn và giúp các nhà quản trị hoạch định, có những quyết định hợp lý để cải thiện hoạt động của công ty.

Từ khoá: Khả năng sinh lời, quy mô DN, lá chắn thuế phi nợ, cấu trúc tài sản cố định hữu hình, đòn bẩy tài chính, cấu trúc vốn

GIỚI THIỆU

Chủ động lựa chọn cấu trúc vốn hợp lý giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị DN là vấn đề quan trọng trong quản trị tài chính của công ty. Do đó, một số lý thuyết tài chính về cấu trúc vốn đã được nghiên cứu và phát triển trong nhiều thập kỷ qua, mỗi lý thuyết đều có những quan điểm riêng để xác định cấu trúc vốn tối ưu cho DN. Ví dụ, lý thuyết M&M dựa trên cơ sở thị trường vốn hoàn hảo, không có thuế, không có chi phí giao dịch, chi phí phá sản, không có bất cân xứng thông tin trên thị trường, lý thuyết trật tự phân hạng đặt trọng tâm vào sự bất đối xứng của thông tin đối với quyết định đầu tư và tài chính của công ty, lý thuyết đánh đổi nhấn mạnh đến lợi ích của lá chắn thuế... Khi khung lý thuyết được thiết lập, nhiều nghiên cứu thực nghiệm bắt đầu kiểm tra xem dữ liệu của DN có phù hợp với lý thuyết hay không. Do đó, từ khi nghiên cứu của Modigliani & Miller được công bố¹, nhiều tác giả đã thực hiện các nghiên cứu về cấu trúc vốn ở các quốc gia phát triển cũng như đang phát triển như: Chen nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải

và Thẩm Quyển², Sayeed thực hiện nghiên cứu tương tự với mẫu chọn là các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Dhaka, Bangladesh³, M'ng et al nghiên cứu các yếu tố quyết định đến cấu trúc vốn ở Malaysia, Singapore và Thái Lan⁴, Thu Trang Thi Đoàn thực hiện nghiên cứu xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết Việt Nam⁵... Kết quả của các nghiên cứu đã thực hiện cũng khá đa dạng. Sayeed khẳng định khả năng sinh lời không tác động đến cấu trúc vốn³. Trái lại, M'ng et al kết luận khả năng sinh lời tác động cùng chiều với cấu trúc vốn⁴. Hay, Chen cho rằng quy mô DN có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn² nhưng nghiên cứu của Sayeed đưa ra kết luận là tác động cùng chiều³...

Ở Việt Nam, trong những năm gần đây cũng đã xuất hiện nhiều nghiên cứu về cấu trúc vốn dưới nhiều góc độ. Chẳng hạn như Huỳnh Hữu Mạnh nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam⁶, Lê Đạt Chí nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam⁷, Đặng Thị Quỳnh Anh và

Trường Đại học Kinh tế- Luật,
ĐHQG-HCM, Việt Nam

Liên hệ

Hồ Xuân Thủy, Trường Đại học Kinh tế- Luật,
ĐHQG-HCM, Việt Nam

Email: hoxuanthuy@uel.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 02-12-2020
- Ngày chấp nhận: 02-04-2021
- Ngày đăng: 18-04-2021

DOI: 10.32508/stdjelm.v5i2.732



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Trích dẫn bài báo này: Thủy H X, Trang N T H. Các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn: Bằng chứng từ các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 5(2):1416-1432.

Quách Thị Hải Yến xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010-2013⁸ ...

Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm ở nước ngoài và Việt Nam trong thời gian qua vẫn không thống nhất vì mỗi lý thuyết có những điểm nhấn khác nhau nên những nhân tố quyết định cấu trúc vốn được xác định dựa trên các lý thuyết này cũng khác nhau. Hơn nữa, các nghiên cứu được thực hiện ở các giai đoạn phát triển kinh tế khác nhau, dữ liệu các DN khác nhau... và riêng ở Việt Nam, hầu như các nghiên cứu ở chủ yếu tập trung ở các công ty niêm yết trên sàn HOSE hoặc trên cả hai sàn HOSE và HNX, nghiên cứu trên sàn HNX còn hạn chế.

Do đó, trong nghiên cứu này, chúng tôi xây dựng và kiểm định mô hình để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn HNX trong giai đoạn 2011-2018. Bài viết có mục đích chính là xem xét liệu hai lý thuyết nổi bật về cấu trúc vốn là lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi có thể giải thích cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn HNX hay không. Chúng tôi cũng muốn so sánh kết quả nghiên cứu với các nghiên cứu thực nghiệm trước đó để đánh giá liệu kết quả nghiên cứu có đồng nhất hay vững chắc theo thời gian hay không vì cấu trúc vốn hợp lý có thể khác nhau ở các giai đoạn khác nhau. Trên cơ sở nhận diện các nhân tố cốt lõi tác động đến cấu trúc vốn, nghiên cứu đưa ra các gợi ý chính sách nhằm giúp các nhà quản lý DN xây dựng được cấu trúc vốn hợp lý để phát huy sức mạnh nội tại của DN.

CÁC LÝ THUYẾT NÊN ĐƯỢC ÁP DỤNG ĐỂ NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN

Lý thuyết đánh đổi (The Trade-off theory)

Dựa trên lý thuyết của Modigliani và Miller, Kraus và Litzenberger đã phát triển lý thuyết đánh đổi^{1,9}. Theo lý thuyết này, các công ty sẽ có những mục tiêu khác nhau về tỷ số nợ và vốn chủ sở hữu sao cho tối đa hóa được lợi ích của công ty. Cơ cấu vốn của công ty được xác định bởi sự đánh đổi giữa lợi ích của lá chắn thuế và chi phí phá sản. Cụ thể, công ty sẽ cố gắng hướng đến việc gia tăng sử dụng nợ vì việc tài trợ từ nợ có ưu điểm là được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Ở mức nợ trung bình, xác suất phá sản không đáng kể và chi phí khó khăn về tài chính cũng nhỏ nên việc vay nợ sẽ là một lợi thế cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp vay nợ ngày càng nhiều thì rủi ro phá sản sẽ ngày càng cao, đến một lúc nào đó giá trị của lá chắn

thuế (phần thuế tiết kiệm do gia tăng vay nợ bằng với giá trị của chi phí khó khăn tài chính). Các công ty có khả năng gặp khó khăn tài chính cao hơn sẽ sử dụng nợ vay ít hơn các công ty ít rủi ro phá sản. Chính vì vậy, trong điều kiện các yếu tố khác tương đồng, công ty có biến động về lợi nhuận trước lãi vay và thuế cao thường đi vay với tỷ lệ thấp.

Do đó, nhiều nghiên cứu đã vận dụng lý thuyết đánh đổi để giải thích sự tác động của nhân tố cấu trúc tài sản cố định, lá chắn thuế phi nợ, quy mô đến cấu trúc vốn^{4,5,10}.

Lý thuyết trật tự phân hạng (The Pecking-order theory)

Lý thuyết trật tự phân hạng được nghiên cứu bởi Myers và Majluf¹¹. Lý thuyết trật tự phân hạng xuất phát từ vấn đề bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và nhà đầu tư. Lý thuyết này cho rằng so với các nhà đầu tư bên ngoài, người quản lý biết rõ hơn về giá trị thực và rủi ro của công ty, nên điều này ảnh hưởng đến quyết định tài trợ vốn từ nguồn vốn nội sinh hay nguồn vốn ngoại sinh. Do đó, lý thuyết trật tự phân hạng giải thích lý do các DN có xu hướng ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội sinh và nếu cần phải huy động thêm vốn bên ngoài thì họ sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn vay trước. Phát hành vốn cổ phần mới thường là phương án cuối cùng khi DN đã sử dụng hết khả năng vay nợ tức là khi xuất hiện mối đe dọa của chi phí khó khăn tài chính. Việc giải thích lý thuyết này ngụ ý rằng khả năng sinh lời được kỳ vọng sẽ giải thích mức độ đòn bẩy của công ty và các công ty có lợi nhuận cao hơn sẽ có ít đòn bẩy hơn.

Vì vậy, dựa vào lý thuyết trật tự phân hạng, nhiều nghiên cứu đã sử dụng lý thuyết này để biện luận tác động của nhân tố khả năng sinh lời đến cấu trúc vốn^{7,12,13}.

TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Các nghiên cứu nước ngoài

Quy mô được coi là một trong những yếu tố quyết định đáng kể đến cấu trúc vốn. Đa số các nghiên cứu áp dụng theo lý thuyết đánh đổi đều khẳng định quy mô DN càng lớn thì công ty có xu hướng sử dụng nợ vay nhiều hơn. Nghiên cứu của M'ng et al dựa vào lý thuyết đánh đổi dự đoán mối quan hệ tích cực giữa quy mô DN và đòn bẩy khi cho rằng các DN lớn có chi phí giám sát thấp hơn, chi phí nợ đại diện ít hơn, dòng tiền ít biến động hơn, tiếp cận thị trường tín dụng dễ dàng hơn và cần nhiều nợ hơn để hưởng lợi đầy đủ từ lá chắn thuế⁴. Cevheroglu-Acar cũng dựa trên lý thuyết đánh đổi để biện luận các DN lớn hơn có tính đa dạng cao, có quy mô kinh tế lớn hơn, dòng tiền ít biến động hơn và họ có thể dễ dàng tiếp cận thị trường vốn¹². Xét trên tất cả, họ có khả năng chịu đựng tốt

hơn với tỷ lệ đòn bẩy cao hơn, có nghĩa là có mối liên hệ tích cực giữa quy mô và tỷ lệ nợ.

Ngoài ra, cả lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng đều đồng ý rằng có mối quan hệ thuận chiều giữa cấu trúc tài sản cố định hữu hình và đòn bẩy. Sayeed dựa vào lý thuyết đánh đổi giải thích kết quả nghiên cứu rằng những tài sản hữu hình này có thể được dùng làm tài sản thế chấp cho phép các DN vay với những điều kiện thuận lợi³. Do đó có một mối quan hệ thuận chiều giữa cấu trúc tài sản cố định hữu hình và tỷ lệ nợ. Chen cũng khẳng định tài sản cố định hữu hình có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ và lý thuyết trật tự phân hạng giải thích kết quả trong nghiên cứu này tốt hơn lý thuyết trật tự phân hạng². Bởi vì người ngoài khó đánh giá giá trị của tài sản hữu hình, tỷ lệ tài sản hữu hình thấp hơn sẽ làm tăng tính bất cân xứng của thông tin. Kết quả nghiên cứu tương tự, Rao et al sử dụng dữ liệu bảng, thực hiện phương pháp GMM để kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của các DN vừa và nhỏ ở Ấn Độ¹⁴. Mẫu được chọn từ cơ sở dữ liệu điện tử Prowess trong giai đoạn 2006-2013 của 174 công ty phi tài chính tại Ấn Độ. Nghiên cứu đã khẳng định cấu trúc tài sản cố định có quan hệ cùng chiều với hệ số nợ ngắn hạn, hệ số nợ dài hạn và hệ số tổng nợ.

Trái lại, hai lý thuyết cấu trúc vốn quan trọng này lại đưa ra cơ sở dự đoán hướng khác nhau của mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời. Theo lý thuyết đánh đổi, các công ty có lợi nhuận cao sử dụng các khoản tín dụng để hưởng lợi từ việc tiết kiệm thuế. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng chỉ ra rằng các công ty có lợi nhuận cao muốn sử dụng lợi nhuận giữ lại nhiều hơn là vốn vay. Do đó, bên cạnh sự đồng nhất trong các nghiên cứu, nhân tố khả năng sinh lời cũng được các nghiên cứu kiểm định mối quan hệ với cấu trúc vốn, nhưng vẫn tồn tại các quan điểm trái chiều nhau về vấn đề này. Chen bằng phương pháp hồi quy bội thực hiện nghiên cứu với 88 công ty niêm yết của Trung Quốc trong giai đoạn 1995-2000 cho thấy khả năng sinh lời có quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn². Chen cho rằng lý thuyết trật tự phân hạng phù hợp với kết quả nghiên cứu², kết quả này đồng thuận với nghiên cứu của Cevheroglu-Acar¹². Nghiên cứu của Thu Trang Thi Đoàn thực hiện xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết Việt Nam cũng cho kết quả tương tự⁵. Tác giả thu thập dữ liệu của 102 công ty niêm yết trên sàn HOSE, sử dụng phương pháp GMM để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, kết quả nghiên cứu cũng khẳng định khả năng sinh lời có tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn. Tuy nhiên, kết quả ngược lại được cung cấp bởi M'ng et al, nghiên cứu sử dụng dữ

liệu bảng lấy từ cơ sở dữ liệu Thomson Reuter DataStream và Ngân hàng Thế giới của 1.017 công ty phi tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn từ năm 2004 – 2013 kiểm định các yếu tố quyết định đến cấu trúc vốn ở Malaysia, Singapore và Thái Lan, chạy mô hình hồi quy tuyến tính bội bằng phương pháp OLS đã khẳng định khả năng sinh lời có mối quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tại Malaysia và Singapore, nhưng không có tác động đáng kể tại Thái Lan⁴. Trong khi đó, nghiên cứu của Sayeed khám phá tác động của khả năng sinh lời đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Dhaka - Bangladesh, với mẫu chọn là 46 công ty đã cho kết quả là khả năng sinh lời không có mối liên hệ ý nghĩa với cấu trúc vốn³.

Ngoài ra, lá chắn thuế phi nợ cũng là một trong những nhân tố có mối quan hệ với cấu trúc vốn. Lý thuyết đánh đổi dự đoán mối quan hệ tích cực giữa thuế DN và chính sách nợ. Thuế càng cao, các công ty sử dụng nợ càng nhiều để thu lợi từ thuế. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm cũng có nhiều kết luận trái chiều. Kết quả nghiên cứu của M'ng et al khẳng định lá chắn thuế phi nợ có mối tương quan nghịch với cấu trúc vốn⁴. Các nghiên cứu của DeAngelo et al, Wald, Sayeed, Cevheroglu-Acar cũng đồng quan điểm^{3,12,15,16}. Trái lại, kết quả nghiên cứu của Chen cho thấy giữa lá chắn thuế phi nợ và cấu trúc vốn không tồn tại mối quan hệ tương quan².

Các nghiên cứu trong nước

Kế thừa các nghiên cứu nước ngoài, các nghiên cứu của Việt Nam cũng quan tâm nhiều đến các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Nghiên cứu của Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến ... vận dụng lý thuyết đánh đổi để giải thích quy mô DN có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn⁸. Dựa vào lý thuyết đánh đổi, Lê Thị Minh Nguyên¹⁰ nghiên cứu mối quan hệ giữa quy mô DN với cấu trúc vốn của các DN ngành Xi măng niêm yết trên HNX và HOSE trong giai đoạn 2007-2013. Kết quả cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô và tỷ lệ nợ. Tương tự, nghiên cứu của Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến thực hiện phân tích 180 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2010-2013 cũng cho kết quả quy mô DN tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn⁸. Trong khi đó, Lê Đạt Chí kiểm định những nhân tố giữ vai trò quan trọng trong quyết định cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2010 thông qua dữ liệu được thu thập và tổng hợp từ các báo cáo tài chính của 178 công ty phi tài chính⁷. Với phương pháp xử lý dữ liệu bảng bằng phần mềm R, kết quả lại khẳng định không có mối quan hệ tương quan giữa quy mô DN và cấu trúc vốn.

Bên cạnh nhân tố quy mô DN, các nghiên cứu cũng xác định các nhân tố khác có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Khả năng sinh lời có tác động đến cấu trúc vốn thể hiện qua kết luận trong nghiên cứu của Huỳnh Hữu Mạnh⁶, Nguyễn Tấn Thành¹⁷... Các tác giả này đều cho rằng khi các DN làm ăn có lời thì ưu tiên sử dụng vốn chủ sở hữu hơn là vay nợ. Tuy nhiên, nghiên cứu của Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến cho kết quả ngược lại khả năng sinh lời tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn⁸. Hơn nữa, trong mô hình của các nghiên cứu trên, kết quả nghiên cứu còn khẳng định cấu trúc tài sản cố định hữu hình có mối tương quan thuận với cấu trúc vốn^{6,18} hoặc không có mối quan hệ tương quan giữa cấu trúc vốn và cấu trúc tài sản cố định hữu hình^{7,8}. Hay, Võ Thị Thúy Anh và cộng sự dựa trên dữ liệu bảng thu thập mẫu quan sát gồm 200 công ty phi tài chính niêm yết trên HNX (113 công ty) và HOSE (87 công ty) trong giai đoạn năm 2005-2013 và thực hiện các mô hình hồi quy với dữ liệu bảng này, nghiên cứu đã cho kết luận lá chắn thuế phi nợ có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn¹⁸. Nhưng, nghiên cứu này lại trái với kết luận từ nghiên cứu của Huỳnh Hữu Mạnh⁶.

Như vậy có thể nhận thấy, dựa trên cơ sở lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng, có khá nhiều nghiên cứu thực hiện để kiểm định ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn trong thời gian qua. Bên cạnh những kết quả đạt được, các nghiên cứu thuộc lĩnh vực này vẫn còn một số điểm cần phải bàn luận thêm. Cụ thể, kết quả của các nghiên cứu đã thực hiện là không đồng nhất vì dựa trên cơ sở lý thuyết nền khác nhau, có những nhân tố tác động ở nghiên cứu này thì lại không tác động hoặc có hướng tác động ngược lại, hoặc chiều hướng tác động mạnh yếu của các nhân tố cũng khác nhau. Thêm nữa, các nghiên cứu thực hiện thường gắn với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán của từng quốc gia, cho nên khó có thể đưa ra các kết luận cho tất cả các quốc gia. Hơn nữa, các nghiên cứu ở Việt Nam tập trung chủ yếu ở sàn HOSE, hoặc nghiên cứu thực hiện ở cả hai sàn HOSE và HNX. Vì vậy, nhu cầu nghiên cứu bổ sung cho các nghiên cứu trước về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn vẫn rất cần thiết ở các khía cạnh cơ sở lý thuyết, phạm vi nghiên cứu, thời gian thu thập dữ liệu nghiên cứu và kết quả nghiên cứu. Do đó, trong bài nghiên cứu này, chúng tôi khái quát cơ sở lý thuyết về cấu trúc vốn và những nhân tố tác động đến cấu trúc vốn, sử dụng dữ liệu bảng thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên HNX để thực hiện kiểm định mô hình nghiên cứu, đánh giá việc áp dụng các lý thuyết tài chính nền tảng nào là phù hợp để giải thích về cơ cấu vốn và đối chiếu, bàn luận với kết quả của các nghiên cứu đã thực hiện.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Các giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết nền, tổng quan các mô hình nghiên cứu trong và ngoài nước, bài nghiên cứu đã xây dựng mô hình nghiên cứu lý thuyết (xem Hình 1) và các giả thuyết về 4 nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên HNX (xem Bảng 1), bao gồm:

Biến Lá chắn thuế phi nợ (DTA)

Lá chắn thuế phi nợ là sự thay thế của lá chắn thuế về tài trợ nợ¹⁵. Do đó, Cevheroglu-Acar cho rằng một công ty có lá chắn thuế phi nợ cao hơn dự kiến sẽ sử dụng đòn bẩy thấp hơn so với một công ty có lá chắn thuế phi nợ thấp hơn¹². Các nghiên cứu M'ng et al⁴, Rao et al¹⁴... cũng đồng quan điểm cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa đòn bẩy và lá chắn thuế phi nợ. Do đó, dựa trên lý thuyết đánh đổi và các nghiên cứu trên, có thể đề xuất giả thuyết:

Giả thuyết H₁: Lá chắn thuế phi nợ có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính.

Biến Quy mô DN (SIZE)

Lý thuyết đánh đổi dự đoán mối quan hệ tích cực giữa quy mô DN và đòn bẩy tài chính, do các DN quy mô lớn có tiềm lực tài chính càng lớn, rủi ro phá sản càng thấp. Thêm vào đó, DN có quy mô lớn thì có danh tiếng tốt hơn trên thị trường nợ, có được niềm tin từ chủ nợ nên tiếp cận vốn vay dễ dàng và giảm được chi phí giao dịch khi phát sinh nợ dài hạn¹⁰. Như vậy, theo lý thuyết này, các công ty có quy mô càng lớn thì càng vay nợ nhiều hơn. Sayeed³; M'ng et al⁴; Cevheroglu-Acar¹²; Thu Trang Thi Doan⁵,... cũng kết luận có mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô DN và đòn bẩy tài chính. Do đó, dựa trên lý thuyết đánh đổi và kết quả của các nghiên cứu trước, chúng tôi đề xuất giả thuyết:

Giả thuyết H₂: Quy mô DN có mối quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính.

Biến Cấu trúc tài sản cố định hữu hình (TANG)

Cấu trúc tài sản cố định hữu hình cao mang lại mức độ an toàn cao cho DN vì các chủ nợ có thể thanh lý tài sản đảm bảo trong trường hợp DN phá sản. Lý thuyết đánh đổi dự đoán mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc tài sản cố định hữu hình và đòn bẩy tài chính⁴. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, cấu trúc tài sản cố định hữu hình cũng có mối quan hệ tích cực với đòn bẩy tài chính. Cevheroglu-Acar cho rằng các công ty có cấu trúc tài sản cố định hữu hình thấp hơn sẽ tránh phát hành nợ có rủi ro để không đưa ra tín hiệu xấu cho thị trường và các công ty có khả năng phát hành mức nợ

cao hơn khi tỷ lệ tài sản hữu hình tăng lên¹². Nhiều nghiên cứu ủng hộ các lý thuyết này khi kết luận về mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc tài sản cố định và đòn bẩy tài chính^{2-4,12,14}... Kế thừa các lý thuyết và kết quả của các nghiên cứu trước, giả thuyết chúng tôi đưa ra là:

Giả thuyết H₃: Cấu trúc tài sản cố định hữu hình có mối quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính.

Biến Khả năng sinh lời (PROF)

Theo lý thuyết đánh đổi, khả năng sinh lời có tác động tích cực đến đòn bẩy tài chính của công ty vì các DN có lợi nhuận cao hơn nên vay nhiều hơn để đảm bảo thu nhập của họ. Tuy nhiên, ngược lại theo lý thuyết trật tự phân hạng, khả năng sinh lời có tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ vì các công ty ưa thích dùng lợi nhuận để lại hơn là sử dụng vốn vay. Các DN có khả năng sinh lời thấp hơn sử dụng nhiều nợ bởi họ không có các nguồn vốn nội sinh được tạo ra từ hoạt động đầu tư vốn. Các nghiên cứu của Chen², Cevheroglu-Acar¹², Thu Trang Thi Doan⁵ ủng hộ theo chiều hướng của lý thuyết trật tự phân hạng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng theo hướng vận dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong việc đưa ra đề xuất giả thuyết: *Giả thuyết H₄: Khả năng sinh lời có mối quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính.*



Hình 1: Mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn^a

^aNguồn: tổng hợp từ nghiên cứu của nhóm tác giả

Dữ liệu nghiên cứu

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả tiến hành nghiên cứu thông tin của toàn bộ các công ty cổ phần niêm yết trên HNX trong 8 năm, giai đoạn từ năm 2011-2018. Các DN được chọn là: những công ty

niêm yết có đầy đủ báo cáo tài chính, công ty không bị lỗ trong giai đoạn phân tích, không bao gồm các DN thuộc ngành Tài chính: Ngân hàng, Công ty chứng khoán, Công ty bảo hiểm, Quỹ/Công ty đầu tư tài chính,... Nguồn dữ liệu là các báo cáo tài chính hàng năm đã được kiểm toán của 166 công ty cổ phần niêm yết đủ điều kiện, được lấy từ cơ sở dữ liệu của Thomson Reuters tại Trung tâm nghiên cứu tài chính của trường Đại học Kinh tế - Luật.

Phân tích dữ liệu

Trong nghiên cứu này, phương pháp định lượng được sử dụng để làm rõ vấn đề nghiên cứu. Dựa vào việc tổng quan các nghiên cứu trước đây về cấu trúc vốn, chúng tôi đã xây dựng các giả thuyết nghiên cứu, mô hình nghiên cứu cũng như thang đo các biến trong mô hình. Với dữ liệu thu thập dạng dữ liệu bảng (panel data), để kiểm định sự tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn, trình tự xử lý dữ liệu bằng phần mềm Stata 14.0 thực hiện như sau:

- Phương pháp thống kê mô tả, phân tích tương quan các biến được sử dụng để có nhận định tổng quát về các biến trong mô hình.
- Tiến hành phân tích hồi quy đa biến bằng mô hình bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và so sánh sự phù hợp giữa các mô hình để chọn mô hình tối ưu.
- Kiểm định phương sai thay đổi, kiểm định tự tương quan trong dữ liệu bảng và khắc phục các hiện tượng này bằng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để có mô hình đáng tin cậy.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả ở Bảng 2 cho thấy trong giai đoạn 2011 - 2018: Đòn bẩy tài chính (LEV) của các công ty quan sát có giá trị trung bình trong 8 năm là 0,5317, tức là cứ 1 đồng nguồn vốn thì có 0,5317 đồng nợ vay; LEV cao nhất và thấp nhất của các công ty quan sát lần lượt là 0,96 và 0,01. Lá chắn thuế phi nợ (DTA) của các công ty quan sát có giá trị trung bình là 0,0357. Quy mô DN (SIZE) của các công ty quan sát có giá trị trung bình là 2,5272. Cấu trúc tài sản cố định hữu hình (TANG) của các công ty quan sát có giá trị trung bình là 0,194. Khả năng sinh lời (PROF) có giá trị trung bình là 0,1034.

Bảng 1: Thang đo và kỳ vọng các biến trong mô hình

Tên biến	Ký hiệu	Thang đo	Tham chiếu các nghiên cứu trước	Tham chiếu lý thuyết nền	Kỳ vọng	Giả thuyết
Biến phụ thuộc						
Hệ số nợ	LEV	Nợ phải trả/(nợ phải trả + giá trị ghi sổ của vốn chủ sở hữu)	- M'ng et al ⁴ - Rao et al ¹⁴			
Biến độc lập						
Lá chắn thuế phi nợ	DTA	Chi phí khấu hao / Tổng tài sản	- Sayeed ³ - Chen ² - M'ng et al ⁴ - Cevheroglu-Acar ¹² - Rao et al ¹⁴	Lý thuyết đánh đổi	-	H ₁
Quy mô DN	SIZE	Logarit (Doanh thu thuần)	- Chen ² - Sayeed ³ - M'ng et al ⁴ - Cevheroglu-Acar ¹²	Lý thuyết đánh đổi	+	H ₂
Cấu trúc tài sản cố định hữu hình	TANG	Tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản	- Chen ² - Sayeed ³ - M'ng et al ⁴ - Cevheroglu-Acar ¹² - Rao et al ¹⁴	- Lý thuyết đánh đổi - Lý thuyết trật tự phân hạng	+	H ₃
Khả năng sinh lời	PROF	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay / Tổng tài sản	- Chen ² - Cevheroglu-Acar ¹² - Thu Trang Thi Doan ⁵	Lý thuyết trật tự phân hạng	-	H ₄

Nguồn: tổng hợp từ nghiên cứu của nhóm tác giả

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
LEV1	1.328	,05316867	,2268722	,01	,96
DTA	1.328	,0356539	,0366119	,0003496	,2444597
SIZE	1.328	2,527217	,5994453	,8305887	4,501115
TANG	1.328	,1940219	,1827786	,0000251	,8807397
PROF	1.328	,1034458	,1312202	,002558	1,456858

Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14

Phân tích tương quan các biến

Bảng 3 mô tả mối quan hệ tương quan với các biến trong mô hình nghiên cứu gồm biến phụ thuộc LEV và 4 biến độc lập còn lại. Kết quả phân tích sẽ cho biết mối tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc nhằm mục đích để loại bớt các biến có thể dẫn đến hiện tượng đa cộng tuyến trước khi chạy mô hình hồi quy.

Theo kết quả của Bảng 3, hệ số tương quan giữa các cặp biến độc lập trong mô hình không có cặp nào lớn hơn 0,8; do đó ít có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập khi đưa vào mô hình. Do vậy có thể kết luận rằng mô hình không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Mặt khác, để có bằng chứng chắc chắn hơn về việc liệu các biến được thu thập có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến hay không, chúng tôi kiểm tra hệ số phóng đại phương sai VIF trong mô hình hồi quy. Kết quả kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến như sau:

Kết quả kiểm định bằng phần mềm Stata 14 trên Bảng 4 cho thấy không có chỉ số VIF của biến độc lập nào vượt quá 10. Do đó không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng với tiêu chuẩn nhân tử phóng đại phương sai VIF trên các biến kiểm tra quan hệ tuyến tính.

Kết quả hồi quy

Ước lượng hồi quy bằng mô hình POLS, FEM VÀ REM
Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy của các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn, theo 3 mô hình POLS, FEM và REM.

Với các kết quả kiểm định để so sánh các cặp mô hình POLS và FEM (F-test), FEM và REM (Hausman test), REM và POLS (Breusch-Pagan Lagrange test), mô hình REM là mô hình tối ưu phù hợp cho nghiên cứu.

Kiểm định phương sai thay đổi và kiểm định tự tương quan

Chúng tôi tiến hành các kiểm định để đánh giá xem liệu rằng mô hình REM được xây dựng có tồn tại khiếm khuyết hay không.

Kết quả kiểm định ở Bảng 6 được thực hiện từ phần mềm Stata 14 cho thấy rằng giá trị Prob>chi2 (với giá trị 0,0000) nhỏ hơn 0,05 nên chúng tôi bác bỏ giả thuyết H₀, nói cách khác là mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi.

Kết quả kiểm định Wooldridge trên Bảng 7 thể hiện giá trị Prob > F bằng 0.0000 nhỏ hơn mức ý nghĩa 0.05 nên chúng tôi bác bỏ giả thuyết H₀, đồng nghĩa với việc mô hình REM được xây dựng có xảy ra hiện tượng tự tương quan.

Khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan

Để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, nhóm tác giả thực hiện phương pháp hồi quy FGLS (ước lượng bình phương bé nhất tổng quát khả thi) (xem Bảng 8). Kết quả cho thấy các biến lá chắn thuế phi nợ, quy mô DN và khả năng sinh lời đều có ý nghĩa thống kê (chấp nhận các giả thuyết H₁, H₂, H₄) còn cấu trúc tài sản cố định hữu hình không có ý nghĩa thống kê. Mô hình hồi quy cuối cùng như sau:

$$LEV_i = 0,2440 - 0,5190DTA_i + 0,1424SIZE_i - 0,1224PROF_i + \varepsilon_i$$

Thảo luận kết quả nghiên cứu

Biến Lá chắn thuế phi nợ (DTA): ở mức ý nghĩa 1%, có hệ số hồi quy là -0,5190 tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính, nghĩa là trong trường hợp các yếu tố khác không đổi, khi Lá chắn thuế phi nợ tăng lên 1% thì đòn bẩy tài chính sẽ giảm đi 0,5190%. Điều đó có nghĩa là công ty có lá chắn thuế càng lớn thì càng ít sử dụng nợ. Các DN thường sử dụng nợ vay để làm giảm thuế thu nhập DN phải đóng. Ngoài các khoản giảm trừ thuế từ phần chi phí lãi vay, DN còn có thêm các khoản giảm trừ thuế phi nợ vay như khấu hao tài sản cố định. Nếu như lợi ích thuế từ lãi vay khuyến khích các DN sử dụng nhiều nợ vay hơn thì ngược lại, các DN có nhiều lợi ích từ thuế phi nợ sẽ sử dụng ít nợ vay hơn trong cơ cấu vốn mục tiêu của mình¹³. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của M'ng et al⁴; Rao et al¹⁴;...

Biến Quy mô DN (SIZE): ở mức ý nghĩa 1%, với hệ số hồi quy là 0,1424 thì Quy mô DN tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính, nghĩa là khi Quy mô DN tăng lên 1% thì đòn bẩy tài chính sẽ tăng lên 0,1424% trong trường hợp các yếu tố khác không đổi. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi, lý thuyết cho rằng các DN có quy mô lớn trên thị trường có xu hướng sử dụng nhiều nợ bởi vì lợi thế về quy mô giúp DN dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn trên thị trường và có thể thỏa thuận với bên vay để được hưởng lãi suất cho vay ưu đãi hơn. Kết quả này đúng với nghiên cứu thực nghiệm của Sayeed³; Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến⁸; M'ng et al⁴; Rao et al¹⁴...

Biến Khả năng sinh lời (PROF): có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính với hệ số hồi quy -0,1094 khi các yếu tố khác không đổi ở mức ý nghĩa 1%, nghĩa là khi Khả năng sinh lời tăng 1% thì đòn bẩy tài chính giảm 0,1094%. Công ty làm ăn có lời thì lợi nhuận giữ lại càng nhiều nên có xu hướng sử dụng lợi nhuận giữ lại thay vì vay nợ. Kết quả trên phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Đứng trên góc nhìn của chủ sở hữu, việc sử dụng nguồn vốn bên ngoài như vay thêm nợ làm tăng gánh nặng tài chính còn phát hành thêm cổ phiếu làm pha loãng quyền sở hữu của cổ đông. Vì thế, các công ty có khả năng sinh lời cao

Bảng 3: Kết quả ma trận tương quan giữa các biến

	LEV	DTA	SIZE	TANG	PROF
LEV	1,0000				
DTA	0,0000	1,0000			
SIZE	0,4914	0,2481	1,0000		
TANG	-0,0730	0,6189	0,1016	1,0000	
PROF	-0,2167	-0,0418	-0,0418	0,0946	1,0000

Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14

Bảng 4: Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến với nhân tử phóng đại phương sai VIF

Variable	VIF
DTA	1,72
TANG	1,66
SIZE	1,17
PROF	1,12

Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14

Bảng 5: Tổng hợp kết quả hồi quy từ 3 mô hình POLS, FEM, REM

	POLS		FEM		REM	
	Coef.	Prob	Coef.	Prob	Coef.	Prob
LEV						
DTA	-0,5438	0,005	-0,3640	0,036	-0,3831	0,020
SIZE	0,1891	0,000	0,1434	0,000	0,1554	0,000
TANG	-0,0783	0,038	-0,0401	0,204	-0,0448	0,137
PROF	-0,1165	0,007	-0,1407	0,000	-0,1393	0,000
_cons	0,1003	0,000	0,2047	0,000	0,1756	0,003
R-Squared	R-Squared = 0,2648		within = 0,1014		within = 0,1013	
	Adj R-Squared = 0,2626		between = 0,2907		between = 0,2912	
			overall = 0,2628		overall = 0,2633	
	F (4,1323)	119,12	F (4,1158)	32,68	Wald chi2(4)	194,45
	Prob > F	0,0000	Prob > F	0,0000	Prob > chi2	0,0000
	Root MSE	0,195				
F-test	F (165,1158) = 33,72 Prob > F = 0,0000					
BP Lagrange test	Chibar2(01) = 2981,25 Prob > chibar2 = 0,0000					
Hausman test	Chi2(4) = 3,25 Prob > chi2 = 0,5168					

Nguồn: tổng hợp kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14

Bảng 6: Kết quả kiểm định phương sai thay đổi

Test for the error component model		
LEV (firm, t) = Xb + u (firm) + v (firm, t)		
v (firm, t) = lambda v [firm, (t-1)] + e (firm, t)		
Estimate results:		
	Var	Sd = sqrt (Var)
LEV	,051471	,2268722
e	,0074703	,08643071
u	,0312496	,17677548
Tests:		
Random Effects, Two sided:		
ALM [Var(u) = 0] = 1844,71 Pr>chi2 (1) = 0,0000		
Random Effects, One sided:		
ALM [Var(u) = 0] = 42,95 Pr>N (0,1) = 0,0000		

Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14

Bảng 7: Kết quả kiểm định tự tương quan

F (1, 165)	= 88,463
Prob > F	= 0,0000

Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14

Bảng 8: Kết quả khắc phục phương sai thay đổi và tự tương quan

Cross – sectional time-series FGLS regression						
Coefficients: generalized least squares						
Panels: Heteroskedastic						
Correlation: common AR (1) coefficient for all panels (0,8593)						
Estimated covariances = 166			Number of obs = 1.328			
Estimated autocorrelations = 1			Number of group = 166			
Estimated coefficients = 5			Time period = 8			
			Wald Chi2 (4) = 263,81			
			Prob > chi2 = 0,0000			
LEV	Coef.	Std. Err.	z	P > z	[95% Conf. Interval]	
DTA	-,5189728	,1145997	-4,53	0,000	-,7435841	-,2943616
SIZE	,1423947	,0095787	14,87	0,000	,1236208	,1611686
TANG	-,0234341	,0238977	-0,98	0,327	-,0702728	,0234045
PROF	-,1094155	,0330103	-3,31	0,001	-,1741145	-,0447164
_cons	,2440803	,0271144	9,00	0,000	,190937	,2972236

Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14

thường dùng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các dự án của mình⁸. Đồng thời, kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu của Chen²; Huỳnh Hữu Mạnh⁶, Thu Trang Thi Doan⁵, nhưng ngược lại với nghiên cứu của Sayeed³,...

GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Dựa vào kết quả nghiên cứu, chúng tôi có thể đưa ra những hàm ý về mặt lý thuyết như sau:

Một là, các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn HNX hầu hết phù hợp với lý thuyết đánh đổi. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm chỉ hỗ trợ lý thuyết trật tự phân hạng ở nhân tố khả năng sinh lời. Hai là, lá chắn thuế phi nợ là một trong những yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đến cấu trúc vốn. Ba là, kết quả của nghiên cứu cũng tương đồng với các nghiên cứu trước đây áp dụng lý thuyết đánh đổi về chiều hướng tác động của các nhân tố đến cấu trúc

vốn, chỉ trừ không có mối quan hệ giữa cấu trúc tài sản cố định hữu hình và đòn bẩy, kết quả này bổ sung và làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố quyết định cấu trúc vốn.

Bên cạnh đó, trên cơ sở xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn, chúng tôi cũng đưa ra một số giải pháp thực tiễn cho các DN cần xem xét gắn liền với việc xác định cấu trúc vốn hợp lý:

Thứ nhất, các nhà quản lý, nhà quản trị tài chính của DN nên xem xét và lựa chọn phương thức trích khấu hao tài sản cố định hữu hình hợp lý, cân đối trong việc vay nợ để đầu tư tài sản cố định nhằm mang lại lợi ích cho doanh nghiệp từ lá chắn thuế vì kết quả nghiên cứu đã khẳng định lá chắn thuế phi nợ tác động mạnh đến cấu trúc vốn.

Thứ hai, tăng quy mô DN để có thể tận dụng lợi thế về quy mô khi sử dụng nợ vay. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô DN là một trong những nhân tố tác động mạnh mẽ và cùng chiều đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên HNX trong giai đoạn từ năm 2011-2018. Quy mô của DN sẽ tạo ra các lợi thế trong việc tiếp cận các nguồn vốn vay. DN có quy mô càng lớn thì việc vay từ các chủ nợ sẽ dễ dàng hơn. Do đó, khi sử dụng nợ vay, DN nên xem xét lợi thế về quy mô để có thể vay với chi phí vốn thấp. Tuy nhiên, sự mở rộng quy mô DN cũng sẽ gây ra sự phụ thuộc của DN vào các khoản nợ vay, nên tăng quy mô DN có thể mang lại những tác động tích cực nhưng đồng thời cũng có thể trở thành gánh nặng tăng rủi ro phá sản. Vì vậy, DN cần phải căn cứ vào những điều kiện cụ thể của DN, sự biến động và ảnh hưởng của nền kinh tế để có những giải pháp phù hợp. Để tăng quy mô, DN cần minh bạch về thông tin tài chính giúp tăng sự tin nhiệm của nhà đầu tư, có chính sách thu hút nhà đầu tư để mở rộng sản xuất...

Thứ ba, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh. Khả năng sinh lời ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên HNX trong giai đoạn từ năm 2011-2018. Khả năng sinh lời tạo ra sự linh hoạt cho tài chính của DN. Khi DN hoạt động hiệu quả, DN sẽ có lợi nhuận ngày càng tăng, nguồn vốn nội sinh dồi dào, DN sẽ có sự tự chủ về tài chính, có xu hướng ít sử dụng nợ hơn, tận dụng nguồn vốn nội bộ từ lợi nhuận giữ lại nên giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn. Vì vậy, việc nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của DN là quan trọng, các nhà quản trị cần xây dựng và phối hợp thực hiện nhiều biện pháp như: nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản cố định; tăng doanh thu, kiểm soát chi phí; nâng cao chất lượng các sản phẩm và thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm, tăng cường thu các khoản nợ đúng hạn, hạn chế vốn bị chiếm dụng...

KẾT LUẬN

Bằng phương pháp định lượng trong mô hình hồi qui bội thông qua phân tích dữ liệu từ 166 công ty niêm yết phi tài chính trên HNX trong giai đoạn từ 2011-2018, nhóm tác giả đã xác định được các nhân tố quyết định cấu trúc vốn của DN. Kết quả nghiên cứu cho thấy có 3 nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn: lá chắn thuế phi nợ, quy mô công ty và khả năng sinh lợi. Trong đó, nhân tố có ảnh hưởng mạnh nhất là lá chắn thuế phi nợ. Nhìn chung, các nhân tố ảnh hưởng cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên sàn HNX phù hợp với giả thuyết của lý thuyết đánh đổi hơn là lý thuyết trật tự phân hạng, ngoại trừ nhân tố khả năng sinh lợi. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, chúng tôi cũng đã đưa ra một số khuyến nghị với các DN trên HNX nhằm chủ động lựa chọn cấu trúc vốn hợp lý thông qua các biện pháp tác động lên quy mô DN, khả năng sinh lợi và lựa chọn phương pháp khấu hao phù hợp. Nghiên cứu này có hai hạn chế chính. Đầu tiên, chúng tôi loại trừ các công ty bị lỗ trong các năm từ 2011 đến 2018, các công ty có dữ liệu bị thiếu về bất kỳ biến số nào. Điều này gây ra các lo ngại về xử lý số liệu kinh tế lượng cũng như ngăn cản chúng tôi mô tả cấu trúc vốn tổng thể của các công ty niêm yết trên sàn HNX một cách đầy đủ nhất. Thứ hai, phân tích của chúng tôi chỉ bao gồm các công ty niêm yết trên sàn HNX ở Việt Nam. Điều có thể làm hạn chế phần nào hiệu quả của việc so sánh vì các nghiên cứu khác nhau về khung thời gian, phạm vi nghiên cứu ở các thị trường các nước đang phát triển và phát triển khác nhau. Vì vậy, các nghiên cứu sâu hơn có thể thực hiện cho tất cả các công ty niêm yết ở Việt Nam, và xem xét thêm bất kỳ các nhân tố nào thể hiện sự khác biệt giữa cấu trúc vốn của các quốc gia nên được thực hiện trong tương lai.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

DN: Doanh nghiệp

FEM: Fixed Effects Model

FGLS: Feasible Generalized Least Squares

GMM: Generalized Method of Moments

HNX: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội

HOSE: Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

OLS: Ordinary least squares

POLS: Pooled ordinary least squares

REM: Random Effects Model

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kỳ xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Toàn bộ nội dung bài viết do nhóm tác giả thực hiện.

- Hồ Xuân Thùy: xác định định hướng nghiên cứu, hệ thống tất cả tài liệu liên quan đến đề tài, phụ trách nội dung cơ sở lý thuyết, xác định và biện luận phương pháp nghiên cứu.
- Nguyễn Thị Huyền Trang: thu thập tài liệu tham khảo, lược khảo tổng quan, thu thập và xử lý dữ liệu, biện luận kết quả nghiên cứu và đề xuất gợi ý chính sách.

PHỤ LỤC

(trích kết quả từ phần mềm Stata 14)

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Modigliani F, Miller MH. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review* 1958;18(3):261-97;.
2. Chen JJ. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research* 2004;57(12):1341-51; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5).
3. Sayeed MA. The Determinants of Capital Structure for Selected Bangladeshi Listed Companies. *International Review of Business Research Papers* 2011;2(7):21-36;.
4. M'ng JC, Rahman M, Sannacy S. The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance* 2017;5(1):1-34; Available from: <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1418609>.
5. Doan TTT. Determinants of capital structure: Evidence from VietNam industrial firms. *International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies* 2020;11(9):1-9;.
6. Mạnh HH. Bằng chứng thực nghiệm về những nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam [Luận văn Thạc sĩ]. Trường Đại học Kinh tế TP HCM. 2010;.
7. Chí LD. Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam. *Tạp chí phát triển và hội nhập* 2013;9(19):22-8;.
8. Đặng Thị Quỳnh Anh, Yến QTH. Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE), *Tạp chí phát triển và hội nhập* 2014;18(28):34-9;.
9. Kraus A, Litzengerber RH. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance* 1973;28(4):911-22; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>.
10. Nguyễn LTM. Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn: Một nghiên cứu trong ngành Xi măng Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Văn Hiến* 2016; 4(3):30-7;.
11. Myers SC, Majluf NS. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984;13(2):187-221. Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
12. Cevheroglu-Acar MG. Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Management and Sustainability* 2018;8(1):31-45; Available from: <https://doi.org/10.5539/jms.v8n1p31>.
13. Lan NTT. Cơ cấu vốn mục tiêu cho các công ty ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam [Luận án Tiến sĩ]. Học viện Ngân hàng. 2019;.
14. Rao P, Kumar S, Madhavan V. A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India. *IIMB Management Review* 2019;31(1):37-50; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2018.08.010>.
15. DeAngelo H, Masulis RW. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics* 1980;8(1):3-29; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7).
16. Wald JK. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *The Journal of Financial research* 1999;22(2):161-87; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x>.
17. Thành NT. Nghiên cứu về các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam [Luận văn Thạc sĩ]. Trường Đại học Kinh tế TP.HCM. 2012;.
18. Anh VTT, et al. Nghiên cứu tác động của các nhân tố vi mô đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển* 2014;207:19-27;.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
LEV1	1,328	.5316867	.2268722	.01	.96
DTA	1,328	.0356539	.0366119	.0003496	.2444597
SIZE	1,328	2.527217	.5994453	.8305887	4.501115
TANG	1,328	.1940219	.1827786	.0000251	.8807397
PROF	1,328	.1034458	.1312202	.002558	1.456858

Hình 2: Thống kê mô tả

	LEV	DTA	SIZE	TANG	PROF
LEV	1.0000				
DTA	0.0000	1.0000			
SIZE	0.4914	0.2481	1.0000		
TANG	-0.0730	0.6189	0.1016	1.0000	
PROF	-0.2167	-0.0418	-0.2941	0.0946	1.0000

Hình 3: Kết quả ma trận tương quan giữa các biến

Variable	VIF
DTA	1.72
TANG	1.66
SIZE	1.17
PROF	1.12

Hình 4: Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến với nhân tử phóng đại phương sai VIF

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,328
Model	18.0851647	4	4.52129117	F(4, 1323)	=	119.12
Residual	50.216857	1,323	.037956808	Prob > F	=	0.0000
Total	68.3020217	1,327	.051471004	R-squared	=	0.2648
				Adj R-squared	=	0.2626
				Root MSE	=	.19483

LEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DTA	-.5438483	.1917851	-2.84	0.005	-.9200843 - .1676122
SIZE	.1891455	.0096361	19.63	0.000	.1702418 .2080492
TANG	-.0782667	.0377119	-2.08	0.038	-.1522485 -.004285
PROF	-.116509	.0430925	-2.70	0.007	-.2010462 -.0319719
_cons	.1003033	.025997	3.86	0.000	.0493035 .151303

Hình 5: Kết quả ước lượng hồi quy với POLS

Fixed-effects (within) regression
Group variable: firm

Number of obs = 1,328
Number of groups = 166

R-sq:
within = 0.1014
between = 0.2907
overall = 0.2628

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, Xb) = 0.1402

F(4,1158) = 32.68
Prob > F = 0.0000

LEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DTA	-.3640031	.1733473	-2.10	0.036	-.704113 -.0238932
SIZE	.1433679	.0149718	9.58	0.000	.1139931 .1727427
TANG	-.0400566	.0314939	-1.27	0.204	-.1018481 .0217349
PROF	-.1406584	.0348583	-4.04	0.000	-.2090509 -.0722658
_cons	.2046655	.0393978	5.19	0.000	.1273664 .2819645

sigma_u .17950873
sigma_e .08643071
rho .81180196 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(165, 1158) = 33.72 Prob > F = 0.0000

Hình 6: Kết quả ước lượng hồi quy với FEM


```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =   1,328
Group variable: firm                      Number of groups =   166

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.1013                          min =           8
  between = 0.2912                         avg =          8.0
  overall = 0.2633                         max =           8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(4)    =   194.45
                                           Prob > chi2     =   0.0000
    
```

LEV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
DTA	-.3831421	.1640812	-2.34	0.020	-.7047353 - .0615489
SIZE	.1554264	.0128211	12.12	0.000	.1302974 .1805553
TANG	-.0448441	.0301752	-1.49	0.137	-.1039864 .0142982
PROF	-.1392652	.0336886	-4.13	0.000	-.2052935 -.0732368
_cons	.1756583	.0363777	4.83	0.000	.1043593 .2469574

Hình 7: Kết quả ước lượng hồi quy với REM

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$LEV[firm,t] = Xb + u[firm] + e[firm,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
LEV	.051471	.2268722
e	.0074703	.0864307
u	.0312496	.1767755

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 2981.25
 Prob > chibar2 = 0.0000

Hình 8: Kết quả kiểm định Breusch-Pagan Lagrange

	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	
DTA	-.3640031	-.3831421	.019139	.0559164
SIZE	.1433679	.1554264	-.0120584	.0077313
TANG	-.0400566	-.0448441	.0047875	.0090179
PROF	-.1406584	-.1392652	-.0013932	.0089546

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(4) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
 = 3.25
 Prob>chi2 = 0.5168

Hình 9: Kết quả kiểm định Hausman

```

Tests for the error component model:

LEV[firm,t] = Xb + u[firm] + v[firm,t]
v[firm,t] = lambda v[firm,(t-1)] + e[firm,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
LEV	.051471	.2268722
e	.0074703	.08643071
u	.0312496	.17677548

```

Tests:
Random Effects, Two Sided:
ALM(Var(u)=0) = 1844.71 Pr>chi2(1) = 0.0000

Random Effects, One Sided:
ALM(Var(u)=0) = 42.95 Pr>N(0,1) = 0.0000

```

Hình 10: Kết quả kiểm định phương sai thay đổi

```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
HO: no first-order autocorrelation
F( 1, 165) = 88.463
Prob > F = 0.0000

```

Hình 11: Kết quả kiểm định tự tương quan

Factors determining capital structure: Evidence from Companies listed on the Hanoi Stock Exchange

Ho Xuan Thuy*, Nguyen Thi Huyen Trang



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

This paper investigates the factors influencing capital structure of the companies listed on the Hanoi Stock Exchange (HNX) during 2011-2018. Factors tested included non-debt tax shield, firm size, tangible fixed assets structure, and profitability based on previous studies and the two prominent capital structure theories namely the trade-off theory and the pecking-order theory. We used the variable financial leverage (LEV) to measure capital structure. The analysis employs multiple linear panel regression models in examining factors influencing capital structure, the random effect model (REM) obtained by table data processing was found to be consistent with the study data. Our results revealed that profitability and non-debt tax shield had a negative impact on capital structure. On the other hand, firm size exhibited a positive impact whilst the effect of tangible fixed assets was statistically insignificant. Amongst all tested factors, non-debt tax shield was shown to exert the greatest influence on capital structure of companies. We conclude that the factors influencing capital structure of the companies listed on the Hanoi Stock Exchange are mostly consistent with the hypothesis of trade-off theory rather than pecking-order theory. Our results support the trade-off theory because large firms are more likely to borrow to greater benefits from the tax shield. The study greatly contributes towards the enrichment of empirical evidence on the factors influencing capital structure and helps the management with planning, making properly informed decisions to improve the firm performance.

Key words: profitability, firms' size, non-debt tax shield, tangible fixed assets, financial leverage, capital structure

University of Economics and Law,
VNU-HCM, Vietnam

Correspondence

Ho Xuan Thuy, University of Economics and Law, VNU-HCM, Vietnam

Email: hoxuanthuy@uel.edu.vn

History

- Received: 02-12-2020
- Accepted: 02-04-2021
- Published: 18-04-2021

DOI : 10.32508/stdjelm.v5i2.732



Copyright

© VNU-HCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Cite this article : Thuy H X, Trang N T H. Factors determining capital structure: Evidence from Companies listed on the Hanoi Stock Exchange. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 5(2):1416-1432.