

CHƯƠNG 1.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT

1.1. Tổng quan về cấu trúc vốn của doanh nghiệp

1.1.1. Khái niệm về cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn (Capital Structure) là sự kết hợp đặc biệt của nợ và vốn chủ sở hữu được sử dụng bởi một doanh nghiệp để tài trợ cho hoạt động và tăng trưởng tổng thể của mình. Với các bằng chứng thực nghiệm trong quá khứ về các yếu tố xác định cấu trúc vốn thì vốn chủ sở hữu (Equity capital) phát sinh từ các cổ phiếu sở hữu trong một doanh nghiệp và quyền yêu sách đối với dòng tiền và lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp. Còn các khoản nợ xuất hiện dưới dạng các trái phiếu hoặc khoản vay, trong khi vốn chủ sở hữu có thể được thực hiện dưới dạng cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi hoặc lợi nhuận còn lại (retained earnings). Theo Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014), cấu trúc vốn đề cập đến sự pha trộn của vốn chủ sở hữu và nợ mà một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Còn theo Serghiescu, L., & Văidean, V. L. (2014), cấu trúc vốn của doanh nghiệp là nói đến quyết định sử dụng nguồn vốn của họ tài trợ cho tài sản. Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016) lại cho rằng, cấu trúc vốn của một doanh nghiệp là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường được sử dụng cho quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Theo Trần Ngọc Thơ trong cuốn sách Tài chính doanh nghiệp hiện đại (2003): "Cấu trúc vốn là sự kết hợp số lượng nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư của một doanh nghiệp". Cấu trúc vốn của một doanh nghiệp còn có thể đo bằng nhiều cách khác nhau ví dụ như nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn, nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn và tổng nợ trên tổng nguồn vốn (Hossain, F., & Ali, A. (2012). Trong khi đó, Ullah và cộng sự (2020) cho rằng, cấu trúc vốn của một doanh nghiệp là sự kết hợp của việc sử dụng vốn cổ phần và nợ ở một tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp rất quan trọng để đưa ra quyết định về cấu trúc vốn phù hợp, cũng như các yếu tố ở mức đất nước và ngành công nghiệp. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở quá khứ đã chỉ ra tác động của một số yếu tố đặc thù của doanh nghiệp như kích thước doanh

nghiệp, khả năng sinh lời, tính thanh khoản, tỷ lệ tài sản hữu hình, cơ hội & mức độ tăng trưởng và các yếu tố vĩ mô được xem là phù hợp với cả lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng trong cấu trúc vốn được chấp nhận rộng rãi nhất.

1.1.2. Khái niệm về cấu trúc vốn tối ưu

Cấu trúc vốn tối ưu được hiểu là sự phân bổ hợp lý giữa vốn vay (nợ) và vốn chủ sở hữu sao cho doanh nghiệp có thể tối đa hóa giá trị của mình và giảm thiểu chi phí sử dụng vốn. Cụ thể, cấu trúc vốn tối ưu giúp doanh nghiệp tìm ra tỷ lệ kết hợp giữa nợ vay và vốn tự có mà tại đó chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC - Weighted Average Cost of Capital) đạt mức thấp nhất, trong khi giá trị của doanh nghiệp, được phản ánh qua giá trị cổ phiếu hoặc giá trị thị trường của công ty, đạt mức cao nhất. Trong đó, các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn tối ưu có thể đề cập đến là:

Chi phí sử dụng vốn là yếu tố quan trọng trong việc xác định cấu trúc vốn tối ưu. Chi phí vốn bao gồm chi phí nợ vay (lãi suất vay vốn) và chi phí vốn chủ sở hữu (yêu cầu lợi nhuận của cổ đông). Khi doanh nghiệp tăng tỷ lệ nợ vay, chi phí lãi vay có thể làm giảm lợi nhuận nhưng lại tạo ra lá chắn thuế (giảm chi phí thuế do lãi vay được khấu trừ thuế). Tuy nhiên, tăng nợ vay quá mức cũng làm gia tăng rủi ro tài chính, dẫn đến việc các cổ đông đòi hỏi tỷ lệ lợi nhuận cao hơn, do đó làm tăng chi phí vốn chủ sở hữu;

Sự hiện diện của lá chắn thuế là lý do tại sao nợ vay có thể được coi là một thành phần có lợi trong cấu trúc vốn. Lãi suất vay được khấu trừ thuế, làm giảm chi phí thuế thực tế mà doanh nghiệp phải chịu. Điều này làm cho nợ vay trở nên hấp dẫn hơn so với vốn tự có, vì nó giúp giảm thiểu tổng chi phí vốn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, lá chắn thuế chỉ có hiệu quả khi doanh nghiệp có lợi nhuận đủ lớn để có thể tận dụng tối đa ưu đãi này.

Ngoài ra, Khi doanh nghiệp sử dụng quá nhiều nợ vay, nguy cơ phá sản tăng lên. Chi phí phá sản, bao gồm các chi phí pháp lý, quản lý, và giảm uy tín tín dụng, có thể khiến doanh nghiệp chịu tổn thất lớn. Ngoài ra, doanh nghiệp có thể phải chịu thêm các chi phí tài chính khác như chi phí đại diện (agency costs), phát sinh từ xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ. Vì vậy, trong quá trình tìm kiếm cấu trúc vốn tối ưu, doanh nghiệp phải cân nhắc cả chi phí phá sản và các chi phí tài chính tiềm ẩn khác. Cấu trúc vốn tối ưu cũng cần phải linh hoạt để doanh nghiệp có thể dễ dàng

điều chỉnh khi thị trường và môi trường kinh doanh thay đổi. Một cấu trúc vốn cứng nhắc với quá nhiều nợ vay có thể khiến doanh nghiệp khó thích ứng với các cơ hội đầu tư mới hoặc đối phó với rủi ro tài chính bất ngờ. Ngược lại, một cấu trúc vốn linh hoạt cho phép doanh nghiệp nhanh chóng huy động thêm vốn khi cần thiết mà không gặp phải quá nhiều hạn chế.

1.1.3. Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc vốn

Việc đo lường và đánh giá cấu trúc vốn của một doanh nghiệp được thực hiện dựa trên các thước đo đòn bẩy tài chính bao gồm: hệ số nợ trên tổng tài sản, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu và hệ số tự tài trợ.

HỆ SỐ NỢ TRÊN TỔNG TÀI SẢN

Hệ số nợ là một chỉ số quan trọng trong việc đánh giá mức độ sử dụng vốn vay của doanh nghiệp, cho biết tỷ lệ bao nhiêu phần trăm trong tổng số vốn hiện có được hình thành từ các khoản vay nợ. Nó thể hiện mức độ doanh nghiệp dựa vào nguồn tài chính bên ngoài để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Khi hệ số nợ càng cao, điều đó đồng nghĩa với việc tính tự chủ tài chính của doanh nghiệp càng giảm, do mức độ phụ thuộc vào các khoản vay từ chủ nợ tăng lên. Điều này không chỉ làm gia tăng áp lực về việc trả lãi vay và nợ gốc mà còn có thể khiến doanh nghiệp đối mặt với nguy cơ mất cân bằng tài chính nếu không quản lý tốt. Thông qua hệ số nợ, nhà phân tích có thể xác định rõ ràng tỷ lệ vốn góp của chủ sở hữu so với số nợ vay, từ đó đánh giá mức độ an toàn tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Ngoài ra, hệ số nợ còn là công cụ hữu ích để đo lường rủi ro tài chính mà doanh nghiệp phải đối mặt trong quá trình vận hành. Tuy nhiên, hệ số nợ cũng chịu ảnh hưởng lớn từ đặc thù của ngành nghề kinh doanh. Những ngành đòi hỏi vốn đầu tư cao như xây dựng, bất động sản, hay sản xuất công nghiệp thường có hệ số nợ cao hơn so với các ngành dịch vụ hoặc công nghệ. Cách tính hệ số nợ phổ biến được xác định bằng công thức:

- *Hệ số nợ tổng quát = tổng nợ phải trả / tổng tài sản.*
- *Hệ số nợ ngắn hạn = nợ ngắn hạn / tổng tài sản.*
- *Hệ số nợ dài hạn = nợ dài hạn / tổng tài sản.*

Để dàng nhận thấy, khi hệ số nợ tổng quát nhỏ hơn 0.5, điều đó cho thấy phần lớn tài sản của doanh nghiệp được hình thành từ nguồn vốn chủ sở hữu. Điều này thể

hiện doanh nghiệp có mức độ tự chủ tài chính cao, với ít sự phụ thuộc vào nợ vay để duy trì hoạt động kinh doanh. Ngược lại, nếu hệ số nợ tổng quát lớn hơn 0.5, điều này ngụ ý rằng phần lớn tài sản của doanh nghiệp được tài trợ bởi các khoản vay. Khi đó, doanh nghiệp phải đối mặt với mức độ phụ thuộc cao hơn vào các chủ nợ, điều này có thể làm gia tăng rủi ro tài chính và khả năng gặp khó khăn khi phải trả nợ trong các giai đoạn kinh tế bất ổn. Do đó, hệ số nợ càng nhỏ, doanh nghiệp càng ít bị ảnh hưởng bởi áp lực từ việc vay nợ, dẫn đến khả năng đối phó với các biến động tài chính tốt hơn, đồng thời giảm thiểu nguy cơ mất khả năng thanh khoản hoặc vỡ nợ.

HỆ SỐ NỢ TRÊN VỐN CHỦ SỞ HỮU

Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cho biết tỷ lệ giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Hai nguồn vốn này tuy có những đặc điểm riêng biệt nhưng mối quan hệ giữa chúng thường xuyên được sử dụng để đánh giá tình trạng tài chính của doanh nghiệp. Hệ số này được tính như sau:

$$\text{➤ Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu} = \text{Tổng nợ} / \text{Vốn chủ sở hữu.}$$

Hệ số này càng lớn cho thấy doanh nghiệp chủ yếu sử dụng vốn vay để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Khi hệ số này vượt quá 1, điều đó có nghĩa là phần lớn tài sản của doanh nghiệp được hình thành từ các khoản nợ vay, thay vì vốn chủ sở hữu. Nói cách khác, doanh nghiệp phụ thuộc hoàn toàn vào nợ vay để duy trì hoạt động kinh doanh. Đây có thể là dấu hiệu cảnh báo về mức độ rủi ro tài chính cao, vì doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực lớn trong việc trả nợ, bao gồm cả lãi suất và gốc. Ngược lại, nếu hệ số nợ nhỏ hơn 1, điều này cho thấy doanh nghiệp vẫn duy trì được sự cân bằng giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay, giúp giảm thiểu rủi ro tài chính và tăng cường tính ổn định.

HỆ SỐ TỰ TÀI TRỢ

Hệ số tự tài trợ thể hiện tỷ lệ phần trăm của vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Hệ số này được tính như sau:

$$\text{➤ Hệ số tự tài trợ} = \text{Vốn chủ sở hữu} / \text{Tổng nguồn vốn.}$$

Hệ số tự tài trợ càng cao cho ta thấy rằng khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp càng lớn, điều đó được thể hiện qua mức độ mà doanh nghiệp có thể bù đắp tổn thất bằng vốn chủ sở hữu thay vì phải phụ thuộc vào nguồn vốn vay. Qua đó làm

giảm thiểu rủi ro kinh doanh, giúp doanh nghiệp duy trì sự ổn định và khả năng thanh khoản tốt hơn trong những thời kỳ khó khăn. Nếu hệ số tự tài trợ lớn hơn 0.5, điều đó có nghĩa là phần lớn tài sản của doanh nghiệp được hình thành từ vốn góp của các cổ đông, cho thấy doanh nghiệp có cơ sở tài chính vững chắc.

Tuy nhiên, việc đánh giá cấu trúc vốn của doanh nghiệp có thể khác biệt đáng kể tùy thuộc vào việc đo lường vốn chủ sở hữu và vốn vay dựa trên giá trị thị trường hay giá trị sổ sách. Titman và Wessels (1988) đã chỉ ra rằng sự khác biệt này có thể ảnh hưởng lớn đến kết quả đánh giá cấu trúc vốn. Cụ thể, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu thường phản ánh chính xác hơn sự biến động giá trị thực của doanh nghiệp, trong khi giá trị sổ sách dựa trên các con số đã được ghi nhận trên sổ sách kế toán và thường không thay đổi theo thời gian. Trong thực tế, nhiều nghiên cứu về cấu trúc vốn đo lường vốn chủ sở hữu dựa trên giá trị thị trường vì nó phản ánh tốt hơn giá trị thực của cổ phiếu trên thị trường. Tuy nhiên, vốn nợ thường được tính theo giá trị sổ sách do việc xác định giá trị thị trường của các khoản nợ vay là phức tạp và khó khăn hơn. Sự khác biệt giữa hai cách tiếp cận này có thể dẫn đến các kết quả khác nhau trong việc phân tích và đánh giá mức độ tự chủ tài chính cũng như cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

1.2. Các lý thuyết nền liên quan đến cấu trúc vốn

Thông qua quá trình tìm hiểu và lược khảo các lý thuyết nền về cấu trúc vốn làm cơ sở để đề xuất các khuyến nghị cho doanh nghiệp trong việc xây dựng cấu trúc vốn hợp lý của từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Cụ thể các lý thuyết nền được tác giả lựa chọn làm khuôn mẫu xây dựng các lý thuyết & mô hình đề xuất cho bài nghiên cứu như sau:

1.2.1. Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani & Miller (MM Model)

Lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp được Modigliani và Miller (1958) phát triển, nội dung lý thuyết này xem xét mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp. Họ là những người tiên phong trong thảo luận về cấu trúc vốn và cung cấp cơ sở cho các lý thuyết hiện đại. Họ ước tính mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị của doanh nghiệp trong thị trường hiệu quả. Họ có hai đề xuất trong thị trường hoàn hảo. Để chứng minh, MM đã đưa ra các giả định, cụ thể là có các điều kiện trong thị trường vốn hoàn hảo:

- Không tồn khoản chi phí khi thực hiện mua/bán chứng khoán.
- Có đầy đủ cung và cầu trên thị trường, vì vậy không có tổ chức tài chính hay nhà đầu tư riêng lẻ nào chi phối lớn đến giá chứng khoán.
- Thông tin cho tất cả nhà đầu tư là ngang nhau và không mất phí.
- Lãi suất đi vay là như nhau.

Ngoài ra, MM có thêm các giả định sau:

- Hầu hết tất cả nhà đầu tư đều lý tính và có chung kỳ vọng về tỷ suất sinh lợi của một doanh nghiệp.
- Môi trường hoạt động của các doanh nghiệp là như nhau và cùng mức độ rủi ro kinh doanh như nhau."

Bằng các điều kiện và giả định của mình, MM đã cho rằng: "Lý thuyết khẳng định rằng khi kỳ vọng và rủi ro của dòng tiền trong tương lai không đổi, với các giả định ở trên thì dù tỷ lệ vốn thay đổi nhưng giá trị của doanh nghiệp vẫn không đổi. Tức là giá trị của doanh nghiệp không dùng nợ và giá trị của doanh nghiệp có sử dụng nợ là như nhau. Khi có thuế thu nhập doanh nghiệp giá trị doanh nghiệp có sử dụng nợ sẽ lớn hơn giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ, phần chênh lệch này đúng bằng giá trị nợ vay nhân với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay, lãi vay phải trả sẽ được tính vào chi phí của doanh nghiệp, vì vậy giảm thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp. Việc sử dụng nợ vay sẽ giúp tăng giá trị doanh nghiệp."

Đề xuất I còn được biết đến là "đề xuất vô nghĩa" (the irrelevance proposition), quyết định đầu tư của doanh nghiệp không phụ thuộc vào quyết định tài chính của nó trong thị trường hoàn hảo. Do đó, việc sử dụng vốn chủ sở hữu hoặc nợ không ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Đề xuất II cho rằng nợ có ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vốn chủ sở hữu (Al-Kahtani, N., & Al-Eraij, M., 2018)). Khi tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn tăng lên, cổ đông đòi hỏi lợi tức cao hơn. Tuy nhiên, định lý của Modigliani và Miller (1958) không phổ biến trong thế giới thực. Thường thì, các doanh nghiệp có các lựa chọn tài chính khác nhau từ nhiều quan điểm khác nhau. Khi giả thuyết cơ bản được tháo bỏ, quyết định tài chính trở thành yếu tố quan trọng trong việc xác định giá trị của doanh nghiệp. Do đó, nhiều nghiên cứu lý thuyết cùng với

thực nghiệm đã được tiến hành để kiểm tra tác động của cấu trúc vốn đến giá trị của doanh nghiệp.

1.2.2. *Thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)*

Lý thuyết trật tự phân hạng là một trong những lý thuyết quản lý tài chính được sử dụng để mô tả quá trình quản lý tài chính của các doanh nghiệp. Lý thuyết này được đưa ra bởi Myers và Majluf (1984) dựa trên kết quả nghiên cứu của Donaldson (1961), cho biết doanh nghiệp luôn ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ thay vì sử dụng nguồn vốn bên ngoài. Theo lý thuyết này, các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại) trước khi sử dụng các nguồn vốn bên ngoài. Nếu không đủ vốn nội bộ, các doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng các nguồn vốn nợ ngắn hạn trước khi sử dụng các nguồn vốn nợ dài hạn. Trong trường hợp không thể sử dụng các nguồn vốn nợ, doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng các nguồn vốn chủ sở hữu bên ngoài.

Lý thuyết này giải thích rằng các doanh nghiệp sẽ cố gắng giảm thiểu chi phí tài chính và rủi ro bằng cách sử dụng các nguồn vốn có sẵn trước khi sử dụng các nguồn vốn bên ngoài. Việc sử dụng lợi nhuận giữ lại là ưu tiên hàng đầu vì nó không yêu cầu chi phí phát hành cổ phiếu mới và không tăng thêm rủi ro từ việc phát hành cổ phiếu mới. Nếu các doanh nghiệp cần sử dụng các nguồn vốn bên ngoài, chúng sẽ ưu tiên sử dụng các nguồn vốn nợ thay vì vốn chủ sở hữu bởi vì chi phí tài chính của vốn nợ thường thấp hơn và các khoản vay còn có lợi thế của bảo vệ thuế. Tuy nhiên, sử dụng vốn nợ cũng tăng thêm rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Cuối cùng, nếu các doanh nghiệp không thể sử dụng các nguồn vốn nợ hoặc vốn chủ sở hữu bên ngoài, chúng sẽ sử dụng các nguồn vốn mới như phát hành cổ phiếu mới hoặc phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, việc sử dụng các nguồn vốn mới có thể làm giảm giá trị của doanh nghiệp nếu số lượng cổ phiếu tăng hoặc chi phí phát hành trái phiếu quá cao.

Tuy nhiên, lý thuyết trật tự phân hạng cũng bị đánh giá là có những hạn chế. Ví dụ, lý thuyết này không giải thích được tại sao một số doanh nghiệp vẫn sử dụng các nguồn vốn mới để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của mình khi các nguồn vốn khác có sẵn. Ngoài ra, lý thuyết này cũng không giải thích được tại sao một số doanh nghiệp lại sử dụng các nguồn vốn nợ dài hạn thay vì các nguồn vốn nợ ngắn hạn.

1.2.3. Thuyết dòng tiền tự do (*Free Cashflow Theory*)

Jensen (1987) cho rằng khi doanh nghiệp tăng trưởng quá kích thước tối ưu, mâu thuẫn về quyền lợi giữa nhà quản lý và cổ đông sẽ phát sinh. Tình trạng này tăng sức mạnh kiểm soát và cần kiểm soát quyền lực của người quản lý dưới lý thuyết Dòng tiền tự do. Các nhà quản lý sẽ có xu hướng tăng quy mô doanh nghiệp, mua thêm tài sản, mở rộng đầu tư, kể cả những khoản đầu tư không hợp lý. Điều này sẽ tác động làm tăng doanh thu nhưng lợi nhuận tăng không tương xứng, dẫn đến giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Dòng tiền tự do là số tiền còn lại sau khi đáp ứng các yêu cầu tiền mặt. Sự có sẵn quá nhiều tiền mặt tăng khả năng vay vốn và người quản lý có thể đầu tư vào các doanh nghiệp với lợi tức thấp hoặc tham gia các cuộc sáp nhập hoặc mua lại có giá trị hủy hoại. Giải pháp có thể là tăng nợ hoặc phân phát nhiều tiền hơn cho cổ đông dưới hình thức cổ tức, hoặc sử dụng cả hai tùy chọn cùng một lúc. Tuy nhiên, việc tăng đòn bẩy giảm tiền mặt vì các doanh nghiệp phải trả tiền lãi và vốn gốc, và tăng chi trả cổ tức cũng giới hạn khả năng của người quản lý trong việc thực hiện các dự án có lợi nhuận âm.

1.2.4. Thuyết thời điểm thị trường (*Market Timing Theory*)

Lý thuyết thời điểm thị trường về cấu trúc vốn giải thích rằng các doanh nghiệp phát hành chứng khoán khi giá cổ phiếu được định giá quá cao và mua lại chứng khoán khi giá cổ phiếu được định giá quá thấp. Sự sai lệch trong giá cổ phiếu ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp cũng như quyết định tài chính của doanh nghiệp.

Có hai khía cạnh của suy nghĩ được đưa ra bởi các nhà nghiên cứu dẫn đến động lực cấu trúc vốn tương tự. Lucas và McDonald (1990) trình bày mô hình thông tin cơ bản, cung cấp các gợi ý về giá trị thị trường và thời điểm của các đợt chào bán cổ phiếu, nghiên cứu tập trung vào thời điểm chào bán cổ phần mới và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Baker và Wurgler (2000) quan sát được tỷ lệ phát hành cổ phiếu mới cao hơn khi giá cổ phiếu được định giá quá cao.

Trong một cuộc khảo sát đầy đủ với 392 Giám đốc Tài chính được thực hiện bởi Graham và Harvey (2001), hơn hai phần ba người được hỏi đã đồng ý phát hành cổ phiếu vào thời điểm giá cổ phiếu đang tăng và ưa thích việc tài trợ nợ nếu mức lãi

suất thị trường thấp. Những phản hồi này cho thấy nhà quản lý có khả năng tận dụng sự sai lệch giá trong thị trường vốn hạn ngắn. Baker và Wurgler (2002) cho rằng cấu trúc vốn quan sát được của doanh nghiệp là kết quả của những nỗ lực trong quá khứ để điều chỉnh thị trường cổ phiếu. Ritter (2002) kết luận rằng các doanh nghiệp hành động theo các thứ tự ưu tiên khác nhau trong các giai đoạn khác nhau của thị trường. Cổ phiếu có thể là lựa chọn đầu tiên nếu thị trường chứng khoán đang phát triển, trong khi đó nợ có thể là lựa chọn đầu tiên nếu có thể vay với chi phí thấp.

Lý thuyết cũng nghiên cứu mối tương quan giữa thời điểm thị trường với cấu trúc vốn của doanh nghiệp và mức độ tác động này kéo dài trong bao lâu. Theo Baker và Wurgler (2002), doanh nghiệp sẽ phát hành chứng khoán khi giá thị trường của cổ phiếu cao và mua lại khi giá ở mức thấp. Mục đích của việc này là khai thác biến động nhất thời của thị trường giúp doanh nghiệp tăng vốn luân chuyển với chi phí thấp nhất. Trong thực tế, các doanh nghiệp có xu hướng phát hành cổ phiếu thay vì các chứng khoán nợ khi giá thị trường của cổ phiếu cao hơn giá trị sổ sách. Lý thuyết cho thấy rằng hiệu suất của cổ phiếu và các điều kiện của thị trường vốn đóng vai trò quan trọng trong quyết định sử dụng nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp phát hành nợ hay cổ phần tùy thuộc vào thị trường có mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp hay không (Baker và Wurgler, 2002). Giả thuyết thời điểm thị trường đã khắc phục được hạn chế của các lý thuyết về cấu trúc vốn trước đây đã đưa ra giả thiết thiếu thực tế là thị trường hoàn hảo. Thuyết định thời điểm thị trường tiếp cận dưới góc độ mới, nghiên cứu cấu trúc vốn trong điều kiện thị trường không hoàn hảo.

1.2.5. Thuyết đánh đổi (Trade-off Theory)

Lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn do Kraus và Litzenberger (1973) đã lược đi các giả định của MM rằng không có thuế và chi phí phá sản. Theo Kraus và Litzenberger (1973), "đòn bẩy tài chính tối ưu phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế do việc sử dụng nợ và chi phí phá sản." Lý thuyết này được Myers (1984) phát triển, theo Myers (1984): "Một doanh nghiệp tuân theo lý thuyết đánh đổi cơ cấu vốn sẽ thiết lập một tỷ lệ nợ trên giá trị của doanh nghiệp mục tiêu và dần dần điều chỉnh về mục tiêu đó. Tỷ lệ mục tiêu này được quyết định bằng cách cân bằng lợi ích từ việc sử dụng nợ vay và chi phí phá sản."

Tính cụ thể và kích thước doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến cấu trúc vốn. Cụ thể, các doanh nghiệp có nhiều tài sản cố định có thể dễ dàng vay vốn bên ngoài do khả năng vay nợ đủ hoặc dư nợ tài chính. Theo Rajan và Zingales (1995): "các doanh nghiệp lớn hơn có xu hướng đa dạng hóa nhiều hơn và ít khi phá sản, do đó kích thước (tính toán theo logarit của doanh số ròng) có thể là một đại diện ngược cho xác suất phá sản. Nếu vậy, kích thước sẽ có ảnh hưởng tích cực đến nguồn cung cấp nợ."

Tóm lại, doanh nghiệp sẽ phải đánh đổi giữa việc sử dụng vốn vay và vốn tự có của doanh nghiệp để đạt được cấu trúc tài chính tối ưu. Do đó, các doanh nghiệp tăng nợ của mình đến khi lợi ích thuế cận biên từ lãi vay sẽ bù đắp vào phần tăng thêm chi phí kiệt quệ tài chính.

1.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Khả năng sinh lợi (ROE): Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE) hoặc Lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu thường được sử dụng để đo lường khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Theo lý thuyết *trật tự phân hạng*, các nhà quản trị thường ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ có sẵn, như lợi nhuận giữ lại, để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh (Huang & Song, 2002). Điều này xuất phát từ lý do rằng vốn nội bộ không làm phát sinh chi phí tài chính và không gia tăng rủi ro phá sản. Tuy nhiên theo Jean Ilyas (2008) khi nguồn vốn nội bộ không còn đủ để đáp ứng nhu cầu tài chính, doanh nghiệp sẽ chuyển sang lựa chọn vay nợ làm nguồn vốn bổ sung. Do đó, các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi thấp hơn, với ít lợi nhuận giữ lại, thường phải vay nợ nhiều hơn, dẫn đến tỷ lệ nợ cao hơn trong cấu trúc vốn. Ngược lại, *lý thuyết MM* về tầm chắn thuế lại chỉ ra rằng các doanh nghiệp có lợi nhuận cao nên vay nợ nhiều hơn để tận dụng lợi ích từ việc khấu trừ lãi vay, từ đó giảm chi phí thuế phải chịu. Tóm lại, khả năng sinh lợi của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng theo cả chiều hướng tích cực hoặc tiêu cực đến tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn, tùy thuộc vào cách tiếp cận của doanh nghiệp và các yếu tố nội bộ cũng như ngoại vi trong quá trình ra quyết định tài chính.

Lá chắn thuế (Tax Shield): Thuế doanh nghiệp được xác định dựa trên mức thuế phải nộp tính trên lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT), tức là số thuế thực tế mà doanh nghiệp phải đóng cho chính phủ. Thông thường, thuế có mối quan hệ đồng

biến với đòn bẩy tài chính, bởi các doanh nghiệp phải nộp mức thuế cao thường có xu hướng vay nợ nhiều hơn để tận dụng lá chắn thuế – cơ chế giúp giảm số tiền thuế phải nộp thông qua việc khấu trừ lãi vay. Hầu hết các nhà quản trị tài chính đều nhận thức và quen thuộc với chiến lược này, coi việc vay nợ như một phương tiện để giảm thiểu chi phí thuế và cải thiện dòng tiền (Cook & Tang, 2008). Tuy nhiên theo nghiên cứu của Lê Đạt Chí (2013) thì trên thực tế, đã có rất nhiều doanh nghiệp dù có lợi nhuận cao nhưng vẫn không sử dụng nợ vay. Điều này cho thấy rằng việc tận dụng lá chắn thuế không phải lúc nào cũng phù hợp với mọi doanh nghiệp. Với một số doanh nghiệp, nợ vay có thể mang lại lợi thế tài chính nhờ giảm thuế. Nhưng ngược lại, đối với những doanh nghiệp có lợi nhuận không đủ cao để tối ưu hóa lợi ích từ lá chắn thuế, việc vay nợ có thể trở thành gánh nặng. Khi chi phí lãi vay và các chi phí khác vượt quá lợi ích tài chính mà doanh nghiệp có thể thu được từ việc khấu trừ thuế, việc sử dụng đòn bẩy tài chính có thể gây tổn hại đến lợi nhuận ròng, dẫn đến những rủi ro tài chính nghiêm trọng.

Quy mô của doanh nghiệp (Size): Quy mô của doanh nghiệp được xác định dựa trên tổng tài sản mà doanh nghiệp sở hữu. Theo lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory), các doanh nghiệp lớn thường có nhiều tài sản hữu hình và ít gặp rủi ro, đồng thời chi phí phá sản cũng thấp hơn so với các doanh nghiệp nhỏ. Điều này cho phép họ tận dụng lợi ích từ việc sử dụng nợ vay một cách hiệu quả hơn nhờ chi phí kiểm soát thấp, ít chênh lệch thông tin giữa doanh nghiệp và các bên cho vay, cũng như khả năng tiếp cận thị trường tín dụng tốt hơn. Các doanh nghiệp lớn thường có dòng tiền ổn định, ít biến động và có khả năng sử dụng tỷ lệ nợ cao hơn để tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế. Do đó, quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ đồng biến với tỷ lệ nợ vay. Thực tế, nhiều nghiên cứu đã khẳng định mối quan hệ này. Nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) tại các quốc gia phát triển, cũng như nghiên cứu của Wiwattanakantang (1999), Huang và Song (2002) tại các quốc gia đang phát triển đều chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ đồng biến với đòn bẩy tài chính. Điều này nghĩa là khi quy mô doanh nghiệp tăng, tỷ lệ nợ vay cũng tăng theo. Tuy nhiên, nghiên cứu của Ritter (2002) cho thấy có sự khác biệt trong mối quan hệ giữa quy mô và các loại nợ. Cụ thể, họ phát hiện rằng quy mô doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với nợ ngắn hạn nhưng lại có quan hệ cùng chiều với nợ dài hạn. Điều

này phản ánh sự khác biệt trong cách các doanh nghiệp lớn và nhỏ tiếp cận các nguồn vốn vay với kỳ hạn khác nhau, cũng như các chiến lược tài chính khác biệt trong việc quản lý rủi ro và tối ưu hóa chi phí vốn.

Tốc độ tăng trưởng (doanh thu) (Growth): Có nhiều quan điểm cho rằng khi tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp cao thì tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn có xu hướng giảm xuống. Bởi vì khi doanh nghiệp có tốc độ phát triển cao, thường có xu hướng phát hành nhiều cổ phần hơn là đi vay nợ để hạn chế ảnh hưởng của chủ nợ lên các quyết định của doanh nghiệp. Thật vậy, tốc độ tăng trưởng cao đi kèm với chi phí phá sản cao hơn (Myers, 1984). Kết hợp với *lý thuyết đánh đổi*, với các chi phí phá sản cao thì đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp có xu hướng giảm. Tuy nhiên, một số quan điểm khác lại chỉ ra rằng tốc độ tăng trưởng cao dẫn tới đòn bẩy tài chính tăng lên. Thực tế thì các công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao thì sẽ thường được đánh giá là có năng lực tài chính tốt nên sẽ có ưu thế hơn khi tiếp cận đến với các nguồn vốn vay. Bên cạnh đó, theo như Ilyas (2008) cho rằng những công ty với kết quả hoạt động kinh doanh tốt có thể sẽ tăng lượng vốn vay để mở rộng hoạt động kinh doanh và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao hơn nữa trong tương lai.

Tài sản cố định hữu hình (Tangible Fixed Assets): Tài sản cố định hữu hình được xác định bằng tỷ lệ giữa tổng tài sản cố định hữu hình và tổng tài sản của doanh nghiệp. Thông thường, các chủ nợ yêu cầu doanh nghiệp phải có tài sản hữu hình để làm tài sản thế chấp cho các khoản vay, bởi tài sản hữu hình có thể giúp bảo đảm rủi ro trong trường hợp doanh nghiệp không thể thanh toán nợ. Theo như B.Prahalathan (2010) thì doanh nghiệp sở hữu nhiều tài sản cố định hữu hình sẽ có khả năng vay nợ cao hơn do có cơ sở tài sản đủ lớn để đáp ứng các yêu cầu của chủ nợ. Ngoài ra, khi doanh nghiệp sở hữu nhiều tài sản cố định hữu hình, giá trị thanh lý của doanh nghiệp trong trường hợp phá sản sẽ tăng lên, giúp giảm thiểu một số chi phí liên quan đến quá trình thanh lý và phân chia tài sản. Vì vậy, tài sản cố định hữu hình thường có mối tương quan thuận với đòn bẩy tài chính, tức là khi tỷ lệ tài sản cố định hữu hình tăng, doanh nghiệp có xu hướng vay nợ nhiều hơn nhờ vào việc gia tăng khả năng bảo đảm tài sản.

Tỷ lệ thanh khoản (Liquidity): được xác định theo tỷ lệ tài sản ngắn hạn chia cho tổng nợ ngắn hạn. Mối quan hệ giữa tính thanh khoản và cấu trúc vốn có thể đồng

biến hoặc nghịch biến, tùy thuộc vào chiến lược tài chính của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Cheung và cộng sự (2003), các doanh nghiệp có tỷ lệ thanh khoản cao thường có khả năng vay nợ nhiều hơn, vì họ có khả năng thanh toán các khoản vay ngắn hạn một cách dễ dàng khi đến hạn. Điều này dẫn đến tính thanh khoản có mối tương quan thuận với đòn bẩy tài chính, tức là khi tính thanh khoản tăng, doanh nghiệp có xu hướng vay nợ nhiều hơn. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp có nhiều tài sản ngắn hạn, họ có thể sử dụng các tài sản này để tự tài trợ cho các hoạt động kinh doanh, giảm sự phụ thuộc vào nợ vay. Trong trường hợp này, tính thanh khoản lại có mối quan hệ nghịch biến với đòn bẩy tài chính, tức là khi tính thanh khoản tăng, doanh nghiệp có thể giảm tỷ lệ vay nợ vì họ có đủ tài sản để tự trang trải các nhu cầu tài chính của mình. Điều này cho thấy tính thanh khoản có thể tác động khác nhau đến cấu trúc vốn tùy thuộc vào tình hình tài chính và chiến lược sử dụng tài sản ngắn hạn của từng doanh nghiệp.

1.4. Lược khảo các nghiên cứu trước đây có liên quan đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Đã có nhiều nghiên cứu trước đây về những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại nhiều quốc gia với các mô hình nghiên cứu khác nhau. Đây là nguồn tham khảo phong phú và là cơ sở để tác giả có thể đề xuất mô hình nghiên cứu bao gồm các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.4.1. Các nghiên cứu nước ngoài

Bảng 1.1: Tổng hợp các nghiên cứu nước ngoài có liên quan

STT	TÁC GIẢ	NỘI DUNG NGHIÊN CỨU	BIẾN	KẾT QUẢ
1	Huang & Song (2002)	Phân tích dữ liệu thu thập từ hơn 1200 công ty được niêm yết ở Trung Quốc từ năm 1994 đến năm 2003 nhằm xem xét mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến cấu trúc vốn.	Biến phụ thuộc: Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản theo giá trị thị trường và giá trị sổ sách. Biến độc lập: Tiết kiệm thuế, tài sản cố định hữu hình, tỷ suất sinh lợi (ROA), quy mô doanh nghiệp, quyền sở hữu nhà nước, quyền sở hữu thể chế, hệ số Tobin's Q, tốc độ tăng trưởng doanh thu.	- Tỷ lệ nợ có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lợi, tiết kiệm thuế, hệ số Tobin's và tốc độ tăng trưởng doanh thu. - Quy mô của doanh nghiệp và TSCĐ hữu hình có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ. - Quyền sở hữu nhà nước, quyền sở hữu của doanh nghiệp thể chế không có tác động quá nhiều đến cấu trúc vốn.
2	E García-Meca (2005)	Xác định và đánh giá mức độ tác động của các yếu tố đến cấu trúc vốn của các công ty tại Thụy Điển trong giai	Biến phụ thuộc: tỷ lệ tổng nợ, tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ nợ ngắn hạn	- Tài sản hữu hình tương quan dương với tỷ lệ nợ dài hạn và tác động tiêu cực đến nợ ngắn hạn, quy mô và lợi nhuận

		đoạn từ năm 1992 đến năm 2000.	trên tổng tài sản. Biến độc lập: tài sản cố định hữu hình, lợi nhuận, quy mô và lá chắn thuế.	tỷ lệ thuận với tổng nợ, nợ ngắn hạn và tỷ lệ nghịch với nợ dài hạn. - Lá chắn thuế cũng có tác động tích cực đến tỷ lệ nợ ngắn hạn và tác động tiêu cực lên tỷ lệ nợ dài hạn.
3	Jasir Ilyas (2008)	Nghiên cứu về các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết ở Pakistan với mẫu gồm 364 công ty phi tài chính trong giai đoạn từ 2000-2005 bằng phương pháp bình phương bé nhất.	Biến phụ thuộc: tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu. Biến độc lập: Lợi nhuận trên vốn đầu tư, lá chắn thuế, cơ hội tăng trưởng, tài sản cố định hữu hình, thuế, quy mô, thuế thu nhập doanh nghiệp.	- Lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROI) và lá chắn thuế có mối quan hệ ngược chiều với tỷ số nợ (tổng nợ/vốn chủ sở hữu). - Cơ hội tăng trưởng, tài sản cố định hữu hình, thuế, quy mô lại có mối quan hệ cùng chiều với tỷ số nợ.
4	Cook & Tang (2008)	Xác định và đánh giá mức độ tác động của các yếu tố đến cấu trúc vốn của các Ngân hàng ở Bắc Âu. Dữ liệu được thu thập trong	Biến phụ thuộc: tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường.	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu theo giá trị sổ sách được giải thích tốt hơn so với giá trị thị trường.

		giai đoạn 2003 - 2008 và được phân tích hồi quy để xác định mối quan hệ giữa các biến và mối quan hệ nhân quả giữa các biện pháp kinh tế vĩ mô và cấu trúc vốn.	Biến độc lập: sự thay đổi trong GDP, lãi suất và thuế suất.	Có sự tương quan giữa điều kiện kinh tế vĩ mô và cấu trúc vốn, cụ thể: Biến phụ thuộc tính theo giá trị thị trường: sự thay đổi trong GDP có mối quan hệ nghịch biến với tỷ lệ nợ trong khi lãi suất và thuế suất lại có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ. Biến phụ thuộc tính theo giá trị sổ sách: lãi suất có mối quan hệ đồng biến với tỷ lệ nợ trong khi hai biến còn lại không có tác động rõ ràng đến tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn.
5	Jean. J .Chen (2014)	Nhằm xác định những yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của 77 công ty lớn có cổ phiếu được niêm yết trên SGD Chứng khoán tại	Biến phụ thuộc: Tỷ lệ nợ DH và tỷ lệ nợ NH trên tổng tài sản. Biến độc lập: Lợi nhuận, tốc	- Tỷ suất sinh lợi, quy mô doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến tỷ lệ nợ. - Tốc độ tăng trưởng và tài sản cố định hữu hình lại có tác

		Thượng Hải (Trung Quốc) .	độ tăng trưởng, tài sản cố định hữu hình, chi phí kiệt quệ tài chính và lá chắn thuế.	động tích cực đến tỷ lệ nợ. Thực tế các công ty tại Trung Quốc thường ưa thích nợ ngắn hạn hơn là nợ dài hạn. Đồng thời, kết quả nghiên cứu được lý thuyết trật tự phân hạng giải thích tốt hơn so với lý thuyết đánh đổi.
6	Mihaela Onofreia & cộng sự (2015)	Nghiên cứu này phân tích và đánh giá các yếu tố quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ tại quận Iasi ở Romania.	Biến phụ thuộc: tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Biến độc lập: lợi nhuận, tài sản cố định hữu hình, tỷ lệ thanh khoản, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng.	- Tài sản cố định hữu hình, lợi nhuận và tỷ lệ thanh khoản có tác động tiêu cực đến đòn bẩy tài chính. - Quy mô doanh nghiệp cũng như tốc độ tăng trưởng có thể có một tác động tiêu cực vào đòn bẩy, nhưng đến một mức độ thấp hơn.

1.4.2. Các nghiên cứu trong nước

Bảng 1.2: Tổng hợp các nghiên cứu trong nước có liên quan

STT	TÁC GIẢ	NỘI DUNG NGHIÊN CỨU	BIẾN	KẾT QUẢ
1	Nguyễn Hoàng Xanh (2004)	Đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính dựa trên số liệu của 428 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán trong 3 năm (2007-2009).	Biến phụ thuộc: tỷ lệ nợ. Biến độc lập: hiệu quả hoạt động, rủi ro kinh doanh, cấu trúc tài sản và quy mô của doanh nghiệp.	Hiệu quả hoạt động, rủi ro kinh doanh và cấu trúc tài sản có tương quan âm với cấu trúc vốn, trong khi quy mô của doanh nghiệp lại có tương quan dương với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.
2	Trần Hùng Sơn (2008)	Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE từ năm 2008 đến năm 2013.	Biến độc lập: Quy mô công ty, tỷ suất sinh lời, tài sản cố định hữu hình, tốc độ tăng trưởng doanh thu. Biến phụ thuộc: Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản.	Quy mô công ty và tỷ suất sinh lời có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ, trong khi tài sản cố định hữu hình và tốc độ tăng trưởng doanh thu có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ.
3	Lê Thị Kim Thu (2012)	Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc ngành bất động	Biến phụ thuộc: tỷ lệ nợ trên tổng tài sản.	- Hiệu quả kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, và đặc điểm riêng của tài

		sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong thời gian từ năm 2007 – 2011.	Biến độc lập: hiệu quả kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, đặc điểm riêng của tài sản và tốc độ tăng trưởng.	sản có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn. - Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng lại có tác động cùng chiều với cấu trúc vốn.
4	Thủy & Duyên (2016)	Xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2009-2014.	Biến độc lập: Hiệu quả kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, đặc điểm riêng của tài sản, tốc độ tăng trưởng. Biến phụ thuộc: Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản.	Hiệu quả kinh doanh, quy mô doanh nghiệp và đặc điểm riêng của tài sản có tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn, trong khi tốc độ tăng trưởng có tác động cùng chiều.
5	Đặng Văn Dân, Nguyễn Hoàng Chung (2017)	Bài nghiên cứu này xem xét các yếu tố tác động đến tỷ số nợ của 285 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2015.	Biến độc lập: Cơ hội tăng trưởng, tỷ suất sinh lời, quy mô công ty, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình. Biến phụ thuộc: Tỷ lệ nợ.	Tỷ suất sinh lời và quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều với tỷ lệ nợ, trong khi cơ hội tăng trưởng và tỷ lệ tài sản cố định hữu hình có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ.

1.5. Dữ liệu nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, tác giả thu thập dữ liệu tài chính và kế toán từ báo cáo tài chính sau kiểm toán và báo cáo thường niên của các doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng được niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2019-2023, được tải từ nguồn dữ liệu Vietstock. Ngoài ra, tác giả chỉ sử dụng thông tin từ các công ty cổ phần thuộc ngành Xây dựng, xuất phát từ 2 lý do:

- (1) Các doanh nghiệp quan sát là công ty cổ phần thuộc ngành Xây dựng được niêm yết trên sàn HOSE.
- (2) Tiêu chuẩn đánh giá các chỉ số tài chính của các công ty được đưa vào quan sát cũng phải đạt chất lượng. Cụ thể, các công ty này phải có đầy đủ các số liệu, dữ liệu cần thiết để phân tích chính xác và đáng tin cậy. Nếu không, bài phân tích sẽ trở nên không có ý nghĩa và không phù hợp với tình hình nghiên cứu.

Chính vì vậy, sau khi sànlọc và lựa chọn được các dữ liệu đạt yêu cầu, tác giả đã tiến hành loại đi 4 doanh nghiệp (cụ thể là **CTD, LEC, SRF, TCH, VNE, VPH**) trên sàn HOSE do không đủ dữ liệu nghiên cứu và thu được mẫu dữ liệu cuối cùng để phân tích là 58 doanh nghiệp trên sàn HOSE trong giai đoạn 2019-2023, tương đương với 290 đối tượng quan sát.

1.6. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

- (1) **Tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE):** Theo lý thuyết trật tự phân hạng, khi cần tài trợ các nhà quản trị ưu tiên sử dụng nguồn vốn dựa trên trật tự phân hạng: vốn nội bộ, nợ vay, phát hành cổ phần, kết hợp với kết quả nghiên cứu của Huang & Song (2002), Jean J. Chen (2014) và Lê Đạt Chí (2013). Cụ thể, các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ (lợi nhuận giữ lại) trước khi sử dụng nợ vay và phát hành cổ phiếu. Do đó, những doanh nghiệp có ROE cao thường có khả năng tự tài trợ tốt hơn và ít phụ thuộc vào nợ vay. tác giả đặt ra giả thiết tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu có ảnh hưởng ngược chiều với đòn bẩy tài chính.

Giả thuyết H1: Tỷ suất sinh lời trên VCSH có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính

(2) Lá chắn thuế (TAX): Dễ nhận thấy theo *lý thuyết đánh đổi*, thuế suất càng cao các doanh nghiệp càng có xu hướng vay thêm nợ để tận dụng tấm chắn thuế. Bên cạnh đó, Cook & Tang (2008) và Lê Đạt Chí (2013) đều cho rằng thuế có mối quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính.

Giả thuyết H2: Lá chắn thuế có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính

(3) Quy mô doanh nghiệp (SIZE): *Lý thuyết đánh đổi* cho rằng các doanh nghiệp có quy mô lớn, nhiều tài sản hữu hình an toàn đi kèm với rủi ro và chi phí phá sản thấp, thì dễ tiếp cận thị trường vay nên có tỷ lệ nợ cao hơn để tận dụng lợi ích nhiều hơn từ lá chắn thuế. Do đó, quy mô của doanh nghiệp có mối quan hệ đồng biến với nợ vay. Thật vậy, nghiên cứu của Huang & Song (2002), Jean J. Chen (2014) và Lê Thị Kim Thư (2012) đều cho thấy quy mô của doanh nghiệp có tác động cùng chiều lên đòn bẩy tài chính.

Giả thuyết H3: Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính

(4) Tốc độ tăng trưởng (GROWTH): Theo *lý thuyết thời điểm thị trường*, khi doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thì sẽ thường có xu hướng phát hành nhiều cổ phần hơn là đi vay nợ để hạn chế ảnh hưởng của chủ nợ lên các quyết định của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu của Huang & Song (2002), Jean J. Chen (2014) và Mihaela Onofrei & cộng sự (2015) đều cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính.

Giả thuyết H4: Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính

(5) Tính hữu hình (tài sản) (TANG): khi vay nợ các doanh nghiệp thường được yêu cầu phải có tài sản hữu hình để đảm bảo, có nhiều tài sản đảm bảo đồng nghĩa với khả năng được vay nợ nhiều hơn. Thêm vào đó, khi có tài sản cố định hữu hình, giá trị thanh lý của doanh nghiệp cũng tăng lên làm giảm chi phí phá sản. Kết hợp với *lý thuyết đánh đổi* và nghiên cứu của B.Prahalathan (2010), tác giả đặt ra giả thuyết tỷ lệ tài sản cố định hữu hình có ảnh hưởng cùng chiều với đòn bẩy tài chính.

Giả thuyết H5: Tính hữu hình của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính

(6) Tính thanh khoản (LIQ): Khi một doanh nghiệp có nhiều các tài sản ngắn hạn mang tính thanh khoản cao thì sẽ dễ dàng quy đổi thành tiền thì theo *lý thuyết trật tự phân hạng*, doanh nghiệp sẽ ưu tiên tài trợ cho các hoạt động kinh doanh của mình bằng nguồn vốn nội bộ này. Trong trường hợp trên, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp có ảnh hưởng ngược chiều với đòn bẩy tài chính.

Giả thuyết H6: Tính thanh khoản của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính

1.6.1. Lập bảng mô tả

Mô hình nghiên cứu bao gồm các biến được kế thừa từ ý tưởng của các nghiên cứu đi trước, có sự điều chỉnh để phù hợp với tình hình thực tế đối với phạm vi nghiên cứu là các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE). Từ đó, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu cho luận văn để thể hiện chi tiết trong bảng như sau:

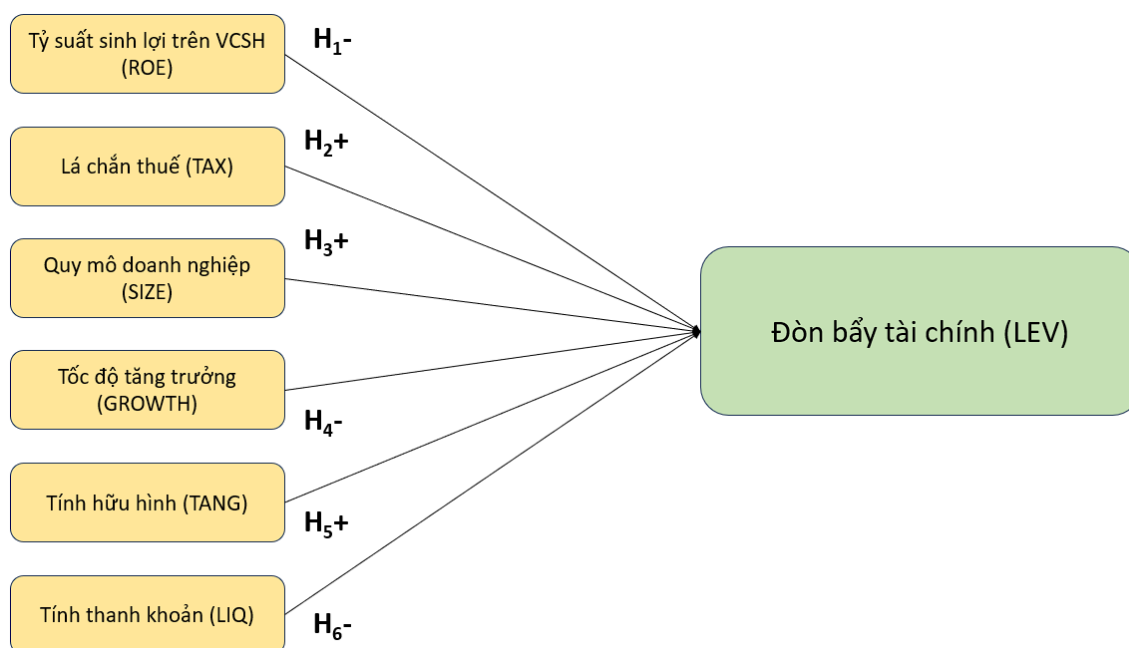
Bảng 1.3: Bảng mô tả các giả thuyết nghiên cứu

Ký hiệu	Định nghĩa	Cách xác định	Dấu kỳ vọng	Nghiên cứu tham khảo
<i>Biến phụ thuộc</i>				
LEV	Đòn bẩy tài chính	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng Tài Sản}}$		Ayaz và cộng sự (2021), Olusola và cộng sự (2022)
<i>Biến độc lập</i>				
ROE	Tỷ suất sinh lời trên VCSH	$\frac{EAT}{VCSH}$	-	Huang & Song (2002), Jean J. Chen (2014) và Lê Đạt Chí (2013)
TAX	Lá chắn thuế	Lãi vay x Thuế TNDN	+	Cook & Tang (2008) và Lê Đạt Chí (2013)
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Log(Tổng Tài Sản)	+	Huang & Song (2002), Jean J. Chen (2014) và Lê Thị Kim Thư (2012)
GROWTH	Tốc độ tăng trưởng	$\frac{\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh Thu}_{t-1}}{\text{Doanh Thu}_{t-1}}$	-	Huang & Song (2002), và Mihaela Onofrei & cộng sự (2015)
TANG	Tính hữu hình	$\frac{TSCĐ}{\text{Tổng Tài Sản}}$	+	B.Prahalathan (2010)
LIQ	Tỷ lệ thanh khoản	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Tổng nợ ngắn hạn}}$	-	x

Tác giả tự tổng hợp

1.6.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Căn cứ vào dữ liệu nghiên cứu, cơ sở lý thuyết và các kết quả nghiên cứu từ trước đây, tác giả đã tiến hành xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:



Sơ đồ 1.1: Sơ đồ mô hình nghiên cứu đề xuất

Trong đó:

- *Giả thuyết H1:* Tỷ suất sinh lợi trên VCSH có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính
- *Giả thuyết H2:* Lá chắn thuế có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính
- *Giả thuyết H3:* Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính
- *Giả thuyết H4:* Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính
- *Giả thuyết H5:* Tính hữu hình của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính
- *Giả thuyết H6:* Tính thanh khoản của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính

1.7. Phương pháp nghiên cứu

Đề tài nghiên cứu được tác giả áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng nhằm phân tích các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong ngành xây dựng được niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM (HOSE). Quá trình nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích hồi quy đa biến dựa trên dữ liệu bảng. Mô hình hồi quy được ước lượng thông qua ba phương pháp khác nhau: Mô hình tác động cố định (FEM), Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), và phương pháp bình phương bé nhất gộp chung (Pooled OLS). Để đảm bảo tính phù hợp của mô hình đối với dữ liệu được đưa vào nghiên cứu, tác giả sẽ thực hiện các kiểm định cần thiết, bao gồm kiểm định Breusch-Pagan Lagrangian để quyết định giữa Pooled OLS và REM, và kiểm định Hausman nhằm lựa chọn giữa REM và FEM. Các kiểm định này sẽ giúp xác định mô hình hồi quy phù hợp nhất cho việc phân tích

1.8. Phân tích dữ liệu

Bài nghiên cứu này sử dụng phần mềm thống kê mô tả Stata làm công cụ hỗ trợ xử lý dữ liệu. Về dữ liệu nghiên cứu, tất cả dữ liệu theo quý được thu thập từ 58 doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ năm 2019-2023. Dữ liệu nghiên cứu được trình bày theo dạng bảng (panel data) để phục vụ cho các kỹ thuật hồi quy. Ưu điểm lớn nhất của dữ liệu bảng là cho các kết quả ước lượng của các tham số trong mô hình tin cậy hơn và cho phép xác định và đo lường các tác động không thể được xác định và đo lường khi sử dụng chéo hoặc dữ liệu thời gian. Tiếp theo, tác giả dùng mã hóa dữ liệu phù hợp với mục đích nghiên cứu và thống nhất với cách mô tả biến ở phần mô hình nghiên cứu (chương 2). Hơn nữa, trong nghiên cứu thực nghiệm, đối với loại dữ liệu bảng, có ba dạng mô hình chính thường được sử dụng là mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình tác động cố định (FEM)

1.8.1. Hồi quy gộp (Pooled OLS)

Với phương pháp ước lượng đối với dữ liệu bảng, mô hình nghiên cứu có thể viết lại thành mô hình hồi quy gộp (Pooled model) như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta'X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

- Y_{it} : biến phụ thuộc,

- X_{it} : biến giải thích trong mô hình.

Mô hình hồi quy gộp chỉ đơn giản là phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS - Ordinary Least Squares). Đây là trường hợp đơn giản nhất. Tuy nhiên, loại mô hình này thường xuất hiện hiện tượng tự tương quan trong dữ liệu hay ràng buộc phân dư, làm cho giá trị Durbin-Watson thấp (Baltagi, 2005) hoặc bị phương sai thay đổi. Do đó, mô hình hồi quy OLS ít được tin cậy trong nghiên cứu dữ liệu bảng. => Do đó để khắc phục các khuyết điểm này trong mô hình nghiên cứu OLS thì ta sẽ sử dụng đến mô hình tác động cố định (FEM - Fixed Effects Model) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM - Random Effects Model).

1.8.2. Hồi quy bằng phương pháp FEM

Mô hình tác động cố định (FEM) giả định rằng các đối tượng nghiên cứu được cố định theo thời gian, do đó sự khác biệt giữa các đối tượng sẽ bị loại bỏ và không cần được chú ý đến. Điều này cho phép xem xét phương sai của tất cả các đối tượng được gộp chung, với giả định rằng các đối tượng đó và phương sai của từng đối tượng là giống nhau. Kết quả của phân tích FEM chỉ có thể hỗ trợ giải thích cho nhóm đối tượng cụ thể mà ta đã thực sự đo lường và xem xét. Mô hình FEM có ý nghĩa khi hai điều kiện được đáp ứng: thứ nhất, tất cả các nghiên cứu được sử dụng trong phân tích đều có chức năng giống nhau; thứ hai, mục tiêu của phân tích là tính toán tác động chung cho các mẫu đã có dữ liệu xác định sẵn, chứ không nhằm tổng quát hóa cho toàn bộ tổng thể lớn hơn.

Giả định

- **Đối tượng Cố định:** FEM giả định rằng sự khác biệt giữa các đối tượng nghiên cứu là không đổi và không cần quan tâm đến. Điều này có nghĩa là các yếu tố cá nhân hoặc doanh nghiệp, mà có thể ảnh hưởng đến biến phụ thuộc, sẽ được loại trừ bằng cách sử dụng biến giả (dummy variables) hoặc phương pháp "within transformation".
- **Phương Sai Giống Nhau:** Mô hình giả định rằng phương sai của các đối tượng nghiên cứu là giống nhau. Điều này có nghĩa là các đặc điểm riêng của từng đối tượng không gây ra sự biến đổi lớn trong kết quả phân tích.

1.8.3. Hồi quy bằng phương pháp REM

Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) giả định rằng các đo lường được sử dụng là một mẫu ngẫu nhiên được lấy từ một tổng thể lớn hơn và do đó, sự khác biệt giữa những đối tượng có thể cho biết kết quả tương đương đối với tổng thể. Tuy nhiên, phân tích tác động ngẫu nhiên cho phép suy luận về điều gì đó từ một tổng thể đã được lấy mẫu. Nếu kích thước của mẫu trong mỗi đối tượng liên quan và sự khác nhau giữa các đối tượng đủ lớn, ta có thể dự đoán được những tác động đối với một tổng thể - điều này rất quan trọng đối với nhiều nghiên cứu.

Khi nhà nghiên cứu thu thập dữ liệu từ một loạt các nghiên cứu đã được thực hiện bởi những nhà nghiên cứu độc lập, sẽ không chắc chắn tất cả các nghiên cứu đều có những chức năng tương đương. Thông thường, các đối tượng nghiên cứu hoặc những can thiệp trong các nghiên cứu, bằng cách này hay cách khác sẽ ảnh hưởng đến kết quả, vì vậy không thể giả sử rằng có một ảnh hưởng chung.

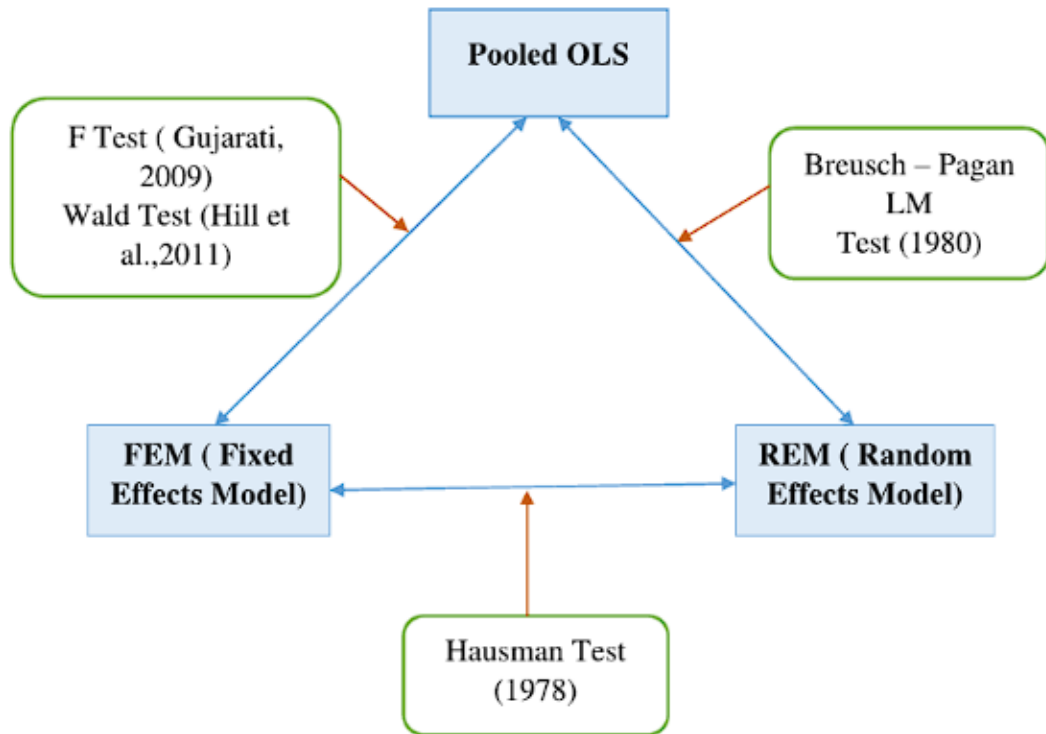
Do đó, trong những trường hợp này mô hình tác động ngẫu nhiên sẽ tốt hơn so với mô hình tác động cố định. Sự biến động giữa các quan sát dẫn đến khác biệt giữa mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình tác động cố định. Trong mô hình tác động cố định, sự biến động giữa các quan sát có tương quan đến biến độc lập; thì ngược lại, trong mô hình tác động ngẫu nhiên, sự biến động giữa các quan sát được giả sử là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Do đó, nếu biến độc lập chịu ảnh hưởng bởi sự khác biệt giữa các quan sát thì REM sẽ phù hợp hơn so với FEM. Sau khi hồi quy bằng mô hình FEM và REM, tác giả dùng kiểm định Hausman để so sánh hai kỹ thuật hồi quy này.

1.8.4. Lựa chọn giữa các mô hình hồi quy Pooled OLS, FEM, REM

Thông qua kiểm định Hausman Test, mô hình phù hợp nhất sẽ được lựa chọn. Sau khi lựa chọn mô hình phù hợp, sẽ tiến hành kiểm định phương sai của sai số không đổi, đánh giá mức độ phù hợp của mô hình hồi quy và cuối cùng ta sẽ tiến hành dựa vào các giá trị thống kê để lựa chọn biến phù hợp. Theo Gujarati & Porter (2009), Baltagi (2005), chúng ta có thể thực hiện một số kiểm định để lựa chọn cách tiếp cận phù hợp cho phân tích dữ liệu bảng theo sơ đồ sau:

1. **Kiểm định F:** Để so sánh mô hình tác động cố định (FEM) với mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS). Nếu giá trị kiểm định F cho thấy sự khác biệt có ý nghĩa thống kê, mô hình FEM sẽ được lựa chọn.
2. **Kiểm định Hausman:** Được sử dụng để so sánh mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) với mô hình tác động cố định (FEM). Nếu kiểm định Hausman cho thấy có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê, mô hình FEM sẽ được sử dụng. Ngược lại, nếu không có sự khác biệt có ý nghĩa, mô hình REM sẽ phù hợp hơn.
3. **Kiểm định Breusch-Pagan:** Được sử dụng để kiểm tra phương sai sai số có thay đổi hay không. Nếu phương sai sai số thay đổi, cần áp dụng các biện pháp để khắc phục như sử dụng phương pháp ước lượng GMM (Generalized Method of Moments).
4. **Đánh giá độ phù hợp của mô hình:** Thực hiện các kiểm định về tự tương quan và đa cộng tuyến để đảm bảo mô hình không vi phạm các giả định của hồi quy tuyến tính cổ điển. Điều này bao gồm kiểm tra giá trị Durbin-Watson để phát hiện tự tương quan và hệ số phóng đại phương sai (VIF) để phát hiện đa cộng tuyến.

Dựa trên kết quả của các kiểm định trên, chúng ta sẽ có cơ sở vững chắc để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp nhất cho phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán TP.HCM.



Sơ đồ 1.2: Sơ đồ kiểm định các mô hình hồi quy Pooled OLS, FEM, REM

KIỂM ĐỊNH HAUSMAN

Để lựa chọn giữa hai mô hình FEM (Fixed Effects Model) hay REM (Random Effects Model), ta sử dụng kiểm định Hausman. Trên thực tế thì kiểm định Hausman nhằm xem xét tự tương quan có tồn tại giữa ε_{it} và các biến độc lập hay không. Giả thiết kiểm định được đưa ra như sau:

- H_0 : sai số ngẫu nhiên và biến độc lập không tương quan.
- H_1 : sai số ngẫu nhiên và biến độc lập có tương quan.

Khi giá trị P-value < 0.05, ta bác bỏ H_0 . Khi đó, sai số ngẫu nhiên và biến độc lập tương quan với nhau, ta sử dụng mô hình tác động cố định (FEM).

Ngược lại, nếu giá trị P-value ≥ 0.05 , ta không bác bỏ H_0 , ta sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên (REM).

Việc xác định đúng mô hình giúp cho kết quả nghiên cứu trở nên chính xác và đáng tin cậy hơn. Kiểm định Hausman được xem là một công cụ hữu ích trong việc chọn lựa giữa FEM và REM trong phân tích dữ liệu bảng.

KIỂM ĐỊNH BREUSCH – PAGAN

Kiểm định Breusch-Pagan (BP) được phát triển bởi Breusch và Pagan (1980) nhằm phát hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Kiểm định này sử dụng thống kê F và được xây dựng trên cơ sở của kiểm định Lagrange. Khi mẫu lớn (n), thay vì sử dụng thống kê F, chúng ta có thể sử dụng thống kê Lagrange Multiplier (LM), thường gọi là kiểm định LM. Theo đó, kiểm định LM (hay LMqs) được tính theo công thức:

$$LM_{qs} = R^2 * n$$

trong đó R^2 là hệ số xác định của mô hình hồi quy phụ, và n là số quan sát.

Kiểm định LM được thực hiện với cặp giả thuyết:

- H_0 : Phương sai là không đổi.
- H_1 : Phương sai là thay đổi.

Nếu giá trị p-value ≤ 0.05 , ta bác bỏ H_0 , tức là có bằng chứng cho thấy phương sai thay đổi.

1.9. Phương pháp kiểm định các giả định của mô hình

1.9.1. Kiểm định đa cộng tuyến

Trước khi tiến hành ước lượng mô hình kinh tế, dữ liệu cần được kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến, một vấn đề có thể làm sai lệch kết quả phân tích. Mô hình lý tưởng là khi các biến độc lập không có tương quan với nhau, tức là các biến này hoạt động độc lập, cho phép hệ số hồi quy riêng phản ánh chính xác ảnh hưởng của từng biến độc lập đến biến phụ thuộc, với giả định các biến độc lập còn lại không thay đổi. Do đó, việc kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến là vô cùng quan trọng để đảm bảo tính chính xác và tin cậy của mô hình. Nếu phát hiện có đa cộng tuyến, cần đưa ra các biện pháp khắc phục để cải thiện chất lượng của mô hình. Theo kinh nghiệm thực tiễn, một quy tắc phổ biến là nếu hệ số tương quan giữa các biến độc lập nhỏ hơn 0,8, thì có thể xem mô hình không gặp phải vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng. Tuy nhiên, việc kiểm định cần được thực hiện cẩn thận để đảm bảo mô hình đạt hiệu quả phân tích cao nhất.

Hiện tượng đa cộng tuyến xuất hiện khi có sự tương quan cao giữa các biến độc lập trong mô hình, điều này dẫn đến việc khó xác định được ảnh hưởng thực sự của từng biến độc lập. Để kiểm định đa cộng tuyến, có thể sử dụng các phương pháp

như hệ số tương quan giữa các biến độc lập, hệ số phóng đại phương sai (VIF), và kiểm định Eigenvalue. Nếu phát hiện đa cộng tuyến, các biện pháp khắc phục bao gồm: loại bỏ biến có tương quan cao, kết hợp các biến có liên quan thành một biến đại diện, hoặc sử dụng các kỹ thuật ước lượng khác.

1.9.2. Kiểm định tự tương quan

Tự tương quan giữa các biến quan sát là hiện tượng xảy ra khi các thành phần trong một chuỗi quan sát có sự tương quan với nhau theo chiều thời gian hoặc không gian, nghĩa là giá trị của một quan sát có thể ảnh hưởng đến giá trị của các quan sát khác trong cùng chuỗi. Khi tự tương quan xảy ra thì các ước lượng được thực hiện bằng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) sẽ không còn hiệu quả, dẫn đến kết quả có thể bị lệch và không phản ánh đúng mối quan hệ thực sự giữa các biến mà tác giả đưa vào nghiên cứu. Do đó, một trong những giả định quan trọng của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển là các sai số ngẫu nhiên U_i trong hàm hồi quy tổng thể phải độc lập với nhau, không có hiện tượng tự tương quan. Để phát hiện hiện tượng tự tương quan, các nhà nghiên cứu có thể sử dụng nhiều phương pháp khác nhau, chẳng hạn như phân tích đồ thị, thực hiện kiểm định Durbin-Watson, hoặc sử dụng kiểm định Breusch-Godfrey, nhằm đảm bảo tính chính xác và đáng tin cậy của mô hình hồi quy.

1.9.3. Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Kiểm định White dựa trên hồi quy bình phương phân dư (ký hiệu là RESID) theo bậc nhất và bậc hai của biến độc lập. Kiểm định White là mô hình tổng quát về sự thuần nhất của phương sai.

Cụ thể, kiểm định White được thiết kế để kiểm tra xem phương sai của các phân dư có thay đổi theo các giá trị dự đoán của biến độc lập hay không. Đây là một phương pháp hữu ích để phát hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tức là sự không đồng nhất của phương sai, trong mô hình hồi quy tuyến tính. Nếu phương sai của phân dư thay đổi khi các giá trị dự đoán thay đổi, thì mô hình có vấn đề về sự không đồng nhất của phương sai, dẫn đến các ước lượng OLS không hiệu quả và ước lượng tiêu chuẩn bị sai lệch.

1.9.4. Các bước kiểm định mô hình nghiên cứu

Bước 1: Khai báo dữ liệu bảng và trong phần mềm nghiên cứu Stata.

Bước 2: Dữ liệu nghiên cứu thực hiện được thống kê mô tả để biết được các thuộc tính của biến: Min, Max, Mean, Std. Dev. Nhờ đó giúp người đọc nghiên cứu sẽ có được một cái nhìn tổng quan về bộ dữ liệu của nghiên cứu.

Bước 3: Tiến hành phân tích mối tương quan giữa các biến nghiên cứu để phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến.

Bước 4: Thực hiện kiểm định phương sai của sai số thay đổi

- Giả thiết H_0 : Mô hình không bị phương sai sai số thay đổi.
- Giả thiết H_1 : Mô hình bị phương sai sai số thay đổi.

Nếu p-value $< \alpha$ thì bác bỏ giả thuyết H_0 và đưa ra kết luận rằng có phương sai sai số thay đổi tổng mô hình, còn nếu ngược lại thì khẳng định không có hiện tượng phương sai sai số trong mô hình hồi quy.

Bước 5: Kiểm định hiện tượng tự tương quan

- Giả thiết H_0 : Mô hình không có tự tương quan.
- Giả thiết H_1 : Mô hình có hiện tượng tự tương quan.

Nếu p-value $< \alpha$ thì bác bỏ giả thuyết H_0 và kết luận có hiện tượng tự tương quan, nếu ngược lại thì chấp nhận giả thuyết và khẳng định mô hình hồi quy không bị tự tương quan.

Bước 6: Hồi quy mô hình Pooled OLS.

Bước 7: Hồi quy mô hình tác động cố định FEM.

Bước 8: Hồi quy mô hình tác động ngẫu nhiên REM.

Bước 9: Lựa chọn mô hình FEM và mô hình Pooled OLS với giả thuyết như sau: (Nếu mô hình OLS phù hợp)

- Giả thiết H_0 : Mô hình OLS phù hợp.
- Giả thiết H_1 : Mô hình FEM phù hợp.

Nếu p-value $< \alpha$ ta bác bỏ giả thuyết H_0 hay mô hình FEM sẽ phù hợp với nghiên cứu, ngược lại thì mô hình OLS sẽ được lựa chọn.

Bước 10: Thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FEM và REM, với giả thuyết sau:

- Giả thiết H_0 : Mô hình REM phù hợp.
- Giả thiết H_1 : Mô hình FEM phù hợp.

Nếu $p\text{-value} < \alpha$ thì giả thuyết H_0 bị bác bỏ, hay nói cách khác FEM sẽ phù hợp với nghiên cứu, ngược lại thì REM sẽ được lựa chọn.

Bước 11: Kiểm định tính phù hợp của mô hình. Việc xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp theo mô hình đã đề xuất được và trình bày kết quả nghiên cứu được thực hiện tiếp theo trong chương 2.

TÓM TẮT CHƯƠNG 1

Với Chương 1 này, tác giả cũng đã giới thiệu lý thuyết về cơ cấu vốn của doanh nghiệp là gì và cũng như các yếu tố tác động lên chúng. Trên cơ sở lý thuyết và các mô hình, lý thuyết nền tảng từ những bài nghiên cứu trước trong quá khứ thì qua đó cũng đã làm rõ những lập luận và cơ sở để tác giả thành lập mô hình nghiên cứu đề xuất. Sau khi tiến hành xây dựng nên các lý thuyết về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng trên sàn HOSE thì tác giả đã nêu rõ các quy trình, cách thức thu thập dữ liệu, xây dựng các biến tác động dựa trên cơ sở lý thuyết. Chính vì vậy, quá trình hình thành xong mô hình nghiên cứu đề xuất cho bài nghiên cứu thì tác giả cũng đã nêu lên các phương pháp, các thức phân tích dữ liệu cũng như kiểm định chúng theo từng mô hình mà phần mềm hỗ trợ nghiên cứu Stata đưa ra.

Từ đó, theo như các bước nghiên cứu mà các tác giả của những bài nghiên cứu trước đã sử dụng thì Kết quả nghiên cứu cũng sẽ được thực hiện tương tự và trình bày, đưa ra các nhận định cá nhân của đề tài này thông qua tiếp tục ở Chương 2.

CHƯƠNG 2.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

2.1. Thống kê mô tả dữ liệu

Bảng 2.1: Bảng thống kê mô tả dữ liệu

Variables	Observations	Mean	Std. Dev.	Maximum	Minimum
LEV	290	0.60	0.17	0.02	0.99
ROE	290	0.04	0.73	-11.99	0.47
TAX	290	19.95	70.70	0.00	717.02
SIZE	290	3.66	0.65	2.30	5.65
GROWTH	290	0.07	0.38	-0.96	2.96
TANG	290	0.14	0.20	0.00	0.88
LIQ	290	2.99	5.18	0.36	62.70

Ghi chú: LEV là chỉ tiêu đánh giá Đòn bẩy tài chính của DN; ROE là tỷ suất sinh lời trên VCSH; TAX là chắn thuế mà DN đó sử dụng; SIZE thể hiện tính quy mô của doanh nghiệp; GROWTH là tính tăng trưởng doanh thu của DN; TANG là tính hữu hình của DN; LIQ là tính thanh khoản của DN.

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Dựa trên bảng thống kê mô tả dữ liệu, ta nhận thấy tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (LEV) của các doanh nghiệp trong ngành Xây dựng giai đoạn vừa qua dao động trung bình ở mức khoảng 60%. Điều này cho thấy các doanh nghiệp này đang khai thác khá hiệu quả đòn bẩy tài chính, tức là họ có xu hướng huy động vốn thông qua việc vay mượn. Đặc biệt, với độ lệch chuẩn tương đối ổn định là 0.17, điều này phản ánh mức độ biến động không quá lớn. Trong đó, LEV thấp nhất chỉ đạt 2% và cao nhất lên đến 99%. Từ những số liệu này, có thể tạm đánh giá rằng phần lớn các doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng trong giai đoạn này chủ yếu được tài trợ bởi Vốn cổ đông ($LEV < 1$).

Theo các chỉ số ROE của các doanh nghiệp trong ngành Xây dựng giai đoạn 2019-2023, khả năng sinh lời từ vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình chỉ đạt khoảng 4%. Con số này khá thấp so với lãi suất ngân hàng hiện tại là 5,4%/năm (tính đến

tháng 8/2024 tại Sacombank). Hơn nữa, ROE còn thể hiện sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành. Trong đó, ROE thấp nhất là âm hơn 12 điểm (~1200%) và cao nhất chỉ đạt 47%, với độ lệch chuẩn giữa các doanh nghiệp là 0.73. Điều này cho thấy dù các doanh nghiệp hoạt động cùng lĩnh vực và chịu chung tác động từ giai đoạn Covid và phục hồi, sự tăng trưởng của ngành Xây dựng vẫn tương đối bất ổn với mức độ lệch chuẩn quá cao.

Lá chắn thuế (TAX) được duy trì ở mức trung bình khoảng gần 20 điểm và thấp nhất là 0; cao nhất là 717.02 => Ta có thể thấy trong cả ngành Xây dựng sẽ có các DN không sử dụng vốn vay làm lá chắn thuế và có các DN sử dụng rất nhiều vốn vay làm lá chắn thuế. Từ đó làm độ lệch chuẩn của lá chắn thuế của ngành này được sử dụng là rất lớn với 70 điểm.

Về quy mô doanh nghiệp (SIZE), chỉ số này trung bình đạt 3.66, trong đó doanh nghiệp nhỏ nhất có quy mô là 2.3 và lớn nhất là 5.65. Tương tự, tính hữu hình (TANG) của doanh nghiệp có mức trung bình khoảng 0.14, với mức thấp nhất gần bằng 0 và cao nhất là 0.88. Từ những số liệu này, có thể nhận thấy rằng quy mô doanh nghiệp không có sự chênh lệch quá lớn. Điều này cũng hợp lý khi có những doanh nghiệp hầu như không có tài sản hữu hình (TANG), trong khi ngược lại, một số doanh nghiệp có giá trị tài sản hữu hình rất cao.

Tiếp theo, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (GROWTH) của các doanh nghiệp trong ngành Xây dựng giai đoạn 2019-2023 đạt trung bình 7%. Mặc dù chịu ảnh hưởng nặng nề từ đại dịch Covid-19, nhưng ngành này vẫn ghi nhận mức tăng trưởng khá ổn định. Điều này chứng tỏ rằng các doanh nghiệp đã có những chính sách ứng phó hiệu quả và định hướng đúng đắn, giúp duy trì được sự ổn định tài chính. Nhờ đó, các doanh nghiệp này đã dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay và tận dụng hiệu quả đòn bẩy tài chính ở mức 60%. Việc tiếp cận nguồn vốn dễ dàng này cũng đã giúp các doanh nghiệp phát triển mạnh mẽ trong giai đoạn phục hồi hậu Covid-19 và hứa hẹn mức tăng trưởng tích cực trong tương lai. Giá trị tăng trưởng cao nhất ghi nhận được trong ngành là 2.96, trong khi giá trị thấp nhất là -0.96, cho thấy sự phân hóa rõ rệt trong ngành Xây dựng. Điều này phản ánh rằng, mặc dù có những doanh nghiệp kinh doanh rất tốt, vẫn tồn tại những doanh nghiệp bị ảnh hưởng nghiêm trọng, dẫn đến tồn thất

doanh thu. Sự phân hóa này đã tạo ra một mức chênh lệch lớn về tăng trưởng trong ngành Xây dựng trong giai đoạn 2019-2023.

Cuối cùng, xét đến tỷ lệ thanh khoản (LIQ), được tính dựa trên tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng nợ ngắn hạn, giá trị trung bình đạt 2.99. Điều này cho thấy hầu hết các doanh nghiệp trong ngành Xây dựng đều có khả năng thanh khoản và khả năng trả nợ tốt. Tỷ lệ này cũng phản ánh sự tương thích với các chỉ số liên quan như tăng trưởng doanh thu (GROWTH) và đòn bẩy tài chính (LEV), cho thấy các doanh nghiệp này đang quản lý tài chính một cách hợp lý và hiệu quả.

2.2. Phân tích ma trận tương quan giữa các biến

Phân tích ma trận tương quan được tác giả thực hiện dựa trên các biến độc lập và biến phụ thuộc trong mô hình nghiên cứu, khi đó các quyết định đưa các biến tác động vào phương trình hồi quy được trở nên phù hợp hơn. Mức độ tác động của các biến tác động lên nhau được tác giả xác định dựa trên giá trị tuyệt đối của 1, tức có nghĩa là càng gần giá trị 1 thì mức độ tác động càng chặt chẽ lẫn nhau hơn.

Tuy nhiên, nếu khi giá trị bằng 1 thì rất dễ để xảy ra hiện tượng “đa cộng tuyến” khi thực hiện phương trình phân tích hồi quy đối với những biến có tương quan chặt chẽ với nhau. Theo như Tabachnick & Fidell (2007), thì khi hệ số tương quan đạt giá trị 1 khi có tương quan tuyến tính đồng biến và -1 khi có tương quan tuyến tính nghịch biến. Các giá trị nằm trong khoảng (-1;1) phản ánh mức độ phụ thuộc giữa các biến. Hệ số tương quan càng gần 1 thì mối liên hệ giữa các biến càng chặt chẽ. Khi hệ số này đạt 1 hoặc -1, mối tương quan được xem là hoàn hảo, tức là có thể dự đoán chính xác giá trị của biến này dựa trên giá trị của biến kia

Bảng 2.2: Bảng phân tích ma trận tương quan giữa các biến

	LEV	ROE	TAX	SIZE	GROWTH	TANG	LIQ
LEV	1						
ROE	-0.1347*	1					
TAX	0.1160*	0.01	1				
SIZE	0.2441*	-0.03	-0.1311*	1			
GROWTH	0.06	-0.1077*	0.03	0.06	1		
TANG	0.2319*	0.03	-0.03	0.07	-0.04	1	
LIQ	-0.05	0.02	-0.09	-0.1579*	-0.1067*	0.03	1

Ghi chú: LEV là chỉ tiêu đánh giá Đòn bẩy tài chính của DN; ROE là tỷ suất sinh lời trên VCSH; TAX là chi phí thuế mà DN đó sử dụng; SIZE thể hiện tính quy mô của doanh nghiệp; GROWTH là tính tăng trưởng doanh thu của DN; TANG là tính hữu hình của DN; LIQ là tính thanh khoản của DN.

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Dựa trên bảng phân tích ma trận tương quan giữa các biến trên, ta có thể thấy rằng chỉ có 4 biến độc lập tác động (có ý nghĩa) đến biến phụ thuộc (LEV) lần lượt là: ROE (-0.1347), TAX (0.116), SIZE (0.2441), TANG (0.2319). Và nhìn chung, thì các giả thuyết mà tác giả đặt ra trong mô hình nghiên cứu đều có dấu tương quan giống với kết quả thực hiện. Trong đó, mối quan hệ giữa Quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động lên biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV) là lớn nhất với 0.2441 và ít nhất là Chi phí thuế (TAX) với 0.116. Ngoài ra, đối với biến độc lập Tốc độ tăng trưởng (GROWTH) và Tính thanh khoản (LIQ) tác giả nhận thấy không có mức ý nghĩa tác động phù hợp (không có tương quan giữa 2 biến) đối với Đòn bẩy tài chính (LEV) => Chính vì vậy, tác giả thực hiện loại 2 biến tác động này (GROWTH & LIQ) ra khỏi mô hình hồi quy và tiến hành thực hiện các bước kiểm định cần thiết (chi tiết ở phần Phụ lục).

2.3. Kết quả hồi quy gộp (Pool OLS)

Bảng 2.3: Kết quả hồi quy gộp (Pool OLS)

Number of obs	290
F(4, 285)	12.38
Prob > F	0
R-squared	0.1481
Adj R-squared	0.1361
Root MSE	0.1612

LEV	Coef.	Std. Err.	P>t
ROE	-0.0325	0.0130	0.013
TAX	0.0004	0.0001	0.005
SIZE	0.0649	0.0147	0.000
TANG	0.1908	0.0468	0.000
_cons	0.3336	0.0550	0.000

Ghi chú: LEV là chỉ tiêu đánh giá Đòn bẩy tài chính của DN; ROE là tỷ suất sinh lời trên VCSH; TAX là chi phí thuế mà DN đó sử dụng; SIZE thể hiện tính quy mô của doanh nghiệp; TANG là tính hữu hình của DN;

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Nhìn chung vào bảng thống kê trên, được thực hiện từ dữ liệu phân tích các nhân tố phù hợp tác động đến cấu trúc vốn của 58 doanh nghiệp được niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2019-2023. Kết quả hồi quy Pool OLS cho ta thấy được rằng có tất cả 4 biến tham gia tác động lên Đòn bẩy tài chính ở mức ý nghĩa 95% lần lượt trong đó là Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE), Chi phí thuế (TAX), Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Tính hữu hình (TANG). Điều quan trọng hơn hết là trong đó kiểm định F đạt giá trị $p = 0.0000 < 0.05 \Rightarrow$ Cho ta thấy rằng, mô hình phù hợp để sử dụng phân tích.

Từ đó, phương trình hồi quy gộp Pooled OLS mà kết quả nghiên cứu đã được đưa ra như sau:

$$\text{LEV} = 0.333 - 0.0325 \cdot \text{ROE} + 0.0004 \cdot \text{TAX} + 0.0649 \cdot \text{SIZE} + 0.1908 \cdot \text{TANG}$$

Hơn nữa, để đánh giá được sự phù hợp của mô hình hồi quy gộp OLS thì chúng ta có thể sử dụng cả hệ số R, R-Squared hiệu chỉnh (với $0 < R \text{ Squared} \leq 1$ được cho

là phù hợp vì chúng phản ánh các biến được đưa vào có sự tương quan tuyến tính) và sai số chuẩn.

Trong đó, chỉ số R-Squared là 14.81% và R-Squared hiệu chỉnh là 13.61%, thể hiện mức độ phù hợp trong mô hình đó ở mức tốt. Cụ thể, mô hình giải thích được 13.61% sự biến thiên của biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV), tuy nhiên sự phù hợp này chỉ đúng khi các dữ liệu mẫu phù hợp. Chính vì vậy, để có cái nhìn rõ hơn ta sẽ phải kiểm định xem có thể áp dụng được cho tổng thể hay không thì ta phải dùng đến độ phù hợp của mô hình. Và kết quả $p = 0.00 < 0.05$ trị thống kê F mà tác giả đã thống kê từ bảng kết quả nghiên cứu cũng được tính từ giá trị của R-Squared của mô hình đầy đủ với mức ý nghĩa là rất nhỏ (sấp xỉ bằng 0) => Từ đó, ta kết luận rằng mô hình OLS phù hợp với tập dữ liệu mẫu và được phép sử dụng phân tích. Theo đó, mô hình hồi quy OLS tổng thể cũng cần phải quan tâm đến các vấn đề từ những kiểm định khác (như kiểm định đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi,...) và tác giả sẽ tiến hành thực hiện kiểm định như sau:

KIỂM ĐỊNH ĐA CỘNG TUYẾN BẰNG VIF

Bảng 2.4: Bảng kiểm định đa cộng tuyến VIF

Variable	VIF	1/VIF
SIZE	1.02	0.9773
TAX	1.02	0.9823
TANG	1.01	0.9931
ROE	1	0.9978
Mean VIF	1.01	

Theo như kết quả kiểm định VIF được trình bày từ bảng kết quả kiểm định trên ta có thể thấy giá trị trung bình của mô hình hồi quy OLS trên chỉ là 1.01 và tất cả các biến tác động đều thấp hơn < 2 => Tất cả các biến độc lập trong mô hình không tồn tại mối liên hệ hay nói cách khác là chúng tồn tại độc lập với nhau.

KIỂM ĐỊNH PHƯƠNG SAI SAI SỐ THAY ĐỔI

H_0 : Phương sai đồng nhất

H_1 : Phương sai thay đổi.

Bảng 2.5: Bảng kiểm định phương sai sai số thay đổi

chi2(14)		32.16
Prob > chi2		0.0038

Với mức độ tin cậy 5% ($\alpha = 5\%$), ta có P-value (Prob > chi2) = 0.0038 < 0.05 vì vậy ta bác bỏ giả thuyết H_0 “**Phương sai đồng nhất**”. Hay chấp nhận giả thuyết H_1 “**Phương sai thay đổi**”

KIỂM ĐỊNH SỰ TỰ TƯƠNG QUAN

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H_0 : no first-order autocorrelation

Bảng 2.6: Bảng kiểm định hiện tượng tự tương quan

F(1,56)		41.697
Prob > F		0.0000

Với mức độ tin cậy 5% ($\alpha = 5\%$), ta có P-value (Prob > F) = 0.00 < 0.05 vì vậy ta bác bỏ giả thuyết H_0 “**Không có sự tự tương quan**”. Hay chấp nhận giả thuyết H_1 “**Có sự tự tương quan**”.

=> Theo đó, ta có thể thấy rằng mô hình hồi quy OLS bị phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan nên chúng không thể giải thích rõ ràng các khái niệm riêng lẻ khi được đưa vào làm mô hình chính để thực hiện phân tích. Chính vì vậy, tác giả sẽ sử dụng thêm các mô hình khác như mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình tác động cố định (FEM) để tiến hành khắc phục.

2.4. Kết quả hồi quy tác động cố định (Fixed Effects Model - FEM)

Bảng 2.7: Kết quả hồi quy tác động cố định FEM

R-sq within	0.059	Number of obs	290
R-sq between	0.0005	Number of groups	58
R-sq overall	0.0185	F(4,224)	3.51
		Prob > F	0.0084
corr (u_i, Xb)	-0.1729		

LEV	Coef.	Std. Err.	P>t
ROE	-0.0185	0.0066	0.005
TAX	0.0000	0.0002	0.996
SIZE	0.0683	0.0383	0.076
TANG	-0.1206	0.0587	0.041
_cons	0.3723	0.1386	0.008

F test that all u_i=0:	F(61, 224) = 21.39	Prob > F = 0.0000
------------------------	--------------------	-------------------

Ghi chú: LEV là chỉ tiêu đánh giá Đòn bẩy tài chính của DN; ROE là tỷ suất sinh lời trên VCSH; TAX là chi phí thuế mà DN đó sử dụng; SIZE thể hiện tính quy mô của doanh nghiệp; TANG là tính hữu hình của DN;

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Mô hình có 290 quan sát của 58 doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng trên sàn HOSE, trong đó tất cả dữ liệu của các DN được đưa vào nghiên cứu đều lấy trong khoảng thời gian 5 năm (từ 2019-2023). Đối với kết quả hồi quy của mô hình tác động cố định FEM lại cho ta thấy rằng chỉ có 3 nhân tố tác động đến biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV) tại mức ý nghĩa 95% lần lượt trong đó là Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE), Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Tính hữu hình (TANG). Riêng đối với nhân tố Chi phí thuế (TAX) tại mô hình này lại không đạt mức ý nghĩa cần thiết trong mô hình tác động cố định FEM. Tương tự với mô hình OLS thì kiểm định F đạt giá trị $p = 0.0084 < 0.05 \Rightarrow$ Cho ta thấy rằng, mô hình phù hợp để sử dụng phân tích.

Từ đó, phương trình hồi quy tác động cố định FEM mà kết quả nghiên cứu đã được đưa ra như sau:

$$\mathbf{LEV} = 0.3723 - 0.0185*\mathbf{ROE} + 0.0683*\mathbf{SIZE} - 0.1206*\mathbf{TANG}$$

Hơn nữa, để đánh giá được sự phù hợp của mô hình hồi quy cố định FEM, thì chúng ta có thể sử dụng cả hệ số R, R-Squared hiệu chỉnh (với $0 < R \text{ Squared} \leq 1$ được cho là phù hợp vì chúng phản ánh các biến được đưa vào có sự tương quan tuyến tính) và sai số chuẩn.

Trong đó, chỉ số R-Squared (theo phương trình *within*) là 59% thể hiện mức độ phù hợp của mô hình ở mức tốt, mô hình giải thích được 59% sự biến thiên của biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV). Tuy nhiên, đối với R-Squared (theo phương trình ước lượng giao động theo giá trung bình – *between*) lại chỉ giải thích được 0.05% biến thiên => Mô hình chưa tốt để sử dụng nhưng vẫn sẽ được tác chấp nhận sử dụng vì không có tiêu chuẩn cụ thể nào phù hợp để đánh giá chỉ số R-Squared hiệu chỉnh. Ngoài ra, mô hình hồi quy FEM cũng cần phải quan tâm đến vấn đề về phương sai sai số thay đổi. Đây là một trong các giả định quan trọng trong việc thực hiện kiểm định hồi quy tuyến tính đa biến là một giả định của phương sai sai số không đổi (hay còn gọi là phương sai đồng nhất). Nếu xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi, kết quả của phương trình hồi quy thu được khi sử dụng phương pháp FEM không còn chính xác, từ đó dẫn đến hậu quả đánh giá sẽ dễ bị nhầm về chất lượng của phương trình hồi quy. Như vậy, để xét xem có sự tồn tại hay không trong hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tác giả sẽ tiến hành kiểm định với giả thuyết như sau:

KIỂM ĐỊNH PHƯƠNG SAI SAI SỐ THAY ĐỔI

H₀ : Phương sai đồng nhất

H₁ : Phương sai thay đổi.

Bảng 2.8: Bảng kiểm định phương sai sai số thay đổi

chi2 (62)	5164.41
Prob>chi2	0.0000

Với mức độ tin cậy 5% ($\alpha = 5\%$), ta có P-value (Prob > chi2) = 0.00 < 0.05 vì vậy ta bác bỏ giả thuyết **H₀ “ Phương sai đồng nhất”**. Hay chấp nhận giả thuyết **H₁ “ Phương sai thay đổi”**

2.5. Kết quả hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model - REM)

Bảng 2.9: Kết quả hồi quy tác động ngẫu nhiên REM

R-sq within	0.0394	Number of obs	290
R-sq between	0.0770	Number of groups	58
R-sq overall	0.0905	Wald chi2(4)	= 14.4
		Prob > chi2	= 0.0061
corr (u_i, Xb)	0 (assumed)		

LEV	Coef.	Std. Err.	P>t
ROE	-0.0192	0.0067	0.004
TAX	0.0001	0.0001	0.470
SIZE	0.0547	0.0235	0.020
TANG	0.0026	0.0467	0.995
_cons	0.4093	0.0875	0.000

F test that all u_i=0:	F(61, 224) = 21.39	Prob > F = 0.0000
------------------------	--------------------	-------------------

Ghi chú: LEV là chỉ tiêu đánh giá Đòn bẩy tài chính của DN; ROE là tỷ suất sinh lời trên VCSH; TAX là chắn thuế mà DN đó sử dụng; SIZE thể hiện tính quy mô của doanh nghiệp;; TANG là tính hữu hình của DN;

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Tương tự với mô hình hồi quy tác động cố định thì với mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên REM này cũng được sử dụng tệp dữ liệu từ 290 quan sát của 58 doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng trên sàn HOSE, trong đó tất cả dữ liệu của các DN được đưa vào nghiên cứu đều lấy trong khoảng thời gian 5 năm (từ 2019-2023). Với kết quả hồi quy tác động ngẫu nhiên REM cho ta thấy được rằng chỉ có 2 nhân tố tác động đến biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV) tại mức ý nghĩa 95% lần lượt trong đó là Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE), Quy mô doanh nghiệp (SIZE). Tương tự với mô hình FEM thì kiểm định F đạt giá trị $p = 0.0061 < 0.05 \Rightarrow$ Cho ta thấy rằng, mô hình phù hợp để sử dụng phân tích.

Từ đó, phương trình hồi quy tác động cố định REM mà kết quả nghiên cứu đã được đưa ra như sau:

$$\text{LEV} = 0.4093 - 0.0192 \cdot \text{ROE} + 0.0547 \cdot \text{SIZE}$$

Hơn nữa, để đánh giá được sự phù hợp của mô hình hồi quy ngẫu nhiên REM, thì chúng ta có thể sử dụng cả hệ số R, R-Squared hiệu chỉnh (với $0 < R \text{ Squared} \leq 1$ được cho là phù hợp vì chúng phản ánh các biến được đưa vào có sự tương quan tuyến tính) và sai số chuẩn.

Trong đó, chỉ số R-Squared (theo phương trình *within*) là 3.94% thể hiện mức độ phù hợp của mô hình ở mức tương đối thấp, có nghĩa là mô hình giải thích chỉ được 7.7% sự biến thiên của biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV). Hơn nữa, đối với R-Squared (theo phương trình ước lượng giao động theo giá trung bình – *between*) lại chỉ giải thích được 7.7% biến thiên => Mô hình chưa tốt để sử dụng nhưng vẫn sẽ được tác giả chấp nhận sử dụng vì không có tiêu chuẩn cụ thể nào phù hợp để đánh giá chỉ số R-Squared hiệu chỉnh. Ngoài ra, mô hình hồi quy REM cũng cần phải quan tâm đến vấn đề về phương sai sai số thay đổi. Đây là một trong các giả định quan trọng trong việc thực hiện kiểm định hồi quy tuyến tính đa biến là một giả định của phương sai sai số không đổi (hay còn gọi là phương sai đồng nhất). Nếu xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi, kết quả của phương trình hồi quy thu được khi sử dụng phương pháp REM không còn chính xác, từ đó dẫn đến hậu quả đánh giá sẽ dễ bị nhầm về chất lượng của phương trình hồi quy. Như vậy, để xét xem có sự tồn tại hay không trong hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tác giả sẽ tiến hành kiểm định với giả thuyết như sau:

KIỂM ĐỊNH PHƯƠNG SAI SAI SỐ THAY ĐỔI

H₀ : Phương sai đồng nhất

H₁ : Phương sai thay đổi.

Bảng 2.10: Bảng kiểm định phương sai sai số thay đổi

Chibar2 (01)	363.61
Prob > chibar2	0.0000

Với mức độ tin cậy 5% ($\alpha = 5\%$), ta có P-value (Prob > chi2) = 0.00 < 0.05 vì vậy ta bác bỏ giả thuyết **H₀ “ Phương sai đồng nhất”**. Hay chấp nhận giả thuyết H₁ “ **Phương sai thay đổi**”

2.6. Kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp

Bảng 2.11: Kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp

Kiểm định Hausman			
Chi-Square	13.96	Prob.Chi-Square	0.0074

Với các giả thuyết như sau:

- **H₀: Mô hình ước lượng FEM phù hợp hơn**
- **H₁: Mô hình ước lượng REM phù hợp hơn**

Từ bảng kết quả kiểm định Hausman cho việc lựa chọn giữa mô hình hồi quy FEM và mô hình hồi quy REM ta có thể thấy rằng kết quả của chỉ số Prob.Chi-Square = 0.0074 hay 0.74% < 5%, nên từ đó ta kết luận rằng chấp nhận “**Giả thuyết H₀: Mô hình ước lượng FEM phù hợp hơn**”. Như vậy, phương pháp được ước lượng FEM sẽ phù hợp để sử dụng phân tích hơn là REM => Vì thế nghiên cứu sẽ lựa chọn mô hình FEM để thực hiện phân tích kết quả. Nhưng đối với kết quả kiểm định trước tại mô hình hồi quy tác động cố định FEM ta đã thấy rằng chúng bị phương sai sai số thay đổi => Chính vì vậy tác giả sẽ sử dụng mô hình khắc phục mới là mô hình *biến phương tối thiểu tổng quát* (Generalized Least Squares – GLS).

2.7. Kết quả hồi quy mô hình bình phương tối thiểu tổng quát (Generalized Least Squares – GLS).

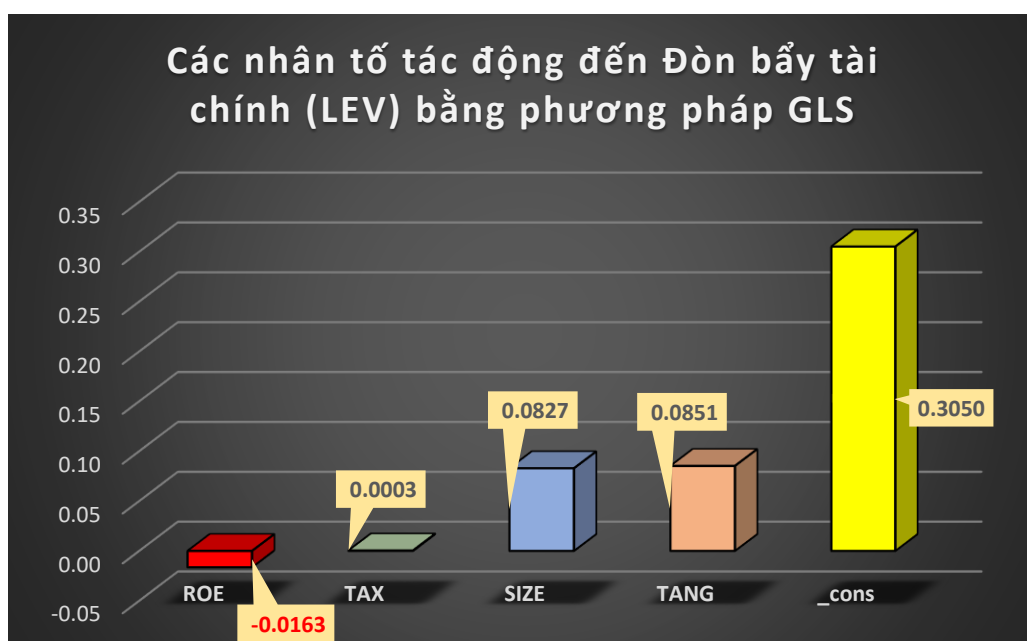
Bảng 2.12: Kết quả hồi quy mô hình bình phương tối thiểu

Estimated covariances	57	Number of obs	285
Estimated autocorrelations	1	Number of groups	57
Estimated coefficients	5	Time periods	5
		Wald Chi2(4)	65.99
		Prob > F	0.0000

LEV	Coef.	Std. Err.	P>t
ROE	-0.0163	0.0080	0.043
TAX	0.0003	0.0001	0.025
SIZE	0.0827	0.0134	0.000
TANG	0.0851	0.0286	0.003
_cons	0.3050	0.0509	0.000

Ghi chú: LEV là chỉ tiêu đánh giá Đòn bẩy tài chính của DN; ROE là tỷ suất sinh lời trên VCSH; TAX là chắn thuế mà DN đó sử dụng; SIZE thể hiện tính quy mô của doanh nghiệp;; TANG là tính hữu hình của DN;

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp



Hình 2.1: Mức độ tác động đến Đòn bẩy tài chính (LEV)

Sau khi tiến hành nghiên cứu và khắc phục các khuyết điểm và hạn chế từ những mô hình đề xuất trước (FEM, REM) thì với kết quả của mô hình GLS sẽ là mô hình mà tác giả sẽ lựa chọn để phân tích cuối cùng trong đề tài nghiên cứu về “Phân Tích Các Yếu Tố Ảnh Hưởng Đến Cấu Trúc Vốn Của Các Doanh Nghiệp Thuộc Ngành Xây Dựng Được Niêm Yết Tại Sàn HOSE” trong giai đoạn 2019-2023.

Nhìn vào kết quả nghiên cứu cho ta thấy rằng, các biến quan sát được đưa vào phương trình hồi quy GLS đều đạt mức ý nghĩa 95% lần lượt trong đó là Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE), Lá chắn thuế (TAX), Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Tính hữu hình (TANG). Từ đây, ta có thể xác định được:

- Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE) có tác động ngược chiều đối với biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV). Ngược lại, với 3 biến quan sát còn lại là Lá chắn thuế (TAX), Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Tính hữu hình (TANG) đều tác động cùng chiều đối với biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV). Và tất cả các kết quả này đều giống với dấu kỳ vọng mà tác giả đã đặt ra tại giả thuyết ban đầu trong mô hình tác động nghiên cứu.
- Mức độ tác động của biến Tính hữu hình (TANG) là lớn nhất lên biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV) với 0.0851 -> Điều này có nghĩa là khi Tính hữu hình tăng lên 1% thì Đòn bẩy tài chính mà công ty sử dụng sẽ tăng lên 0.0851%. Ngược lại, Lá chắn thuế (TAX) thì đây là biến tác động ít nhất lên Đòn bẩy tài chính (LEV). -> Điều này có nghĩa rằng nếu Lá chắn thuế tăng lên 1% thì Đòn bẩy tài chính mà công ty sử dụng sẽ chỉ tăng lên 0.003%. Tương tự cũng giống các mức tác động đối với các biến ROE & SIZE.

Từ đó, **phương trình hồi quy GLS** được tác giả xây dựng từ nghiên cứu như sau:

$$\text{LEV} = 0.3050 - 0.0163 * \text{ROE} + 0.0003 * \text{TAX} + 0.0827 * \text{SIZE} + 0.0851 * \text{TANG}$$

2.8. Báo cáo kết quả

Từ việc tổng hợp kết quả của các mô hình trên, tác giả có thể trả lời được các câu hỏi nghiên cứu và khẳng định rằng các yếu tố nào sẽ tác động lên cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng tại sàn HOSE trong giai đoạn 2019-2023. Từ đây, các nhà quản trị có thể đưa ra các chiến lược để gia tăng Đòn bẩy tài chính nhằm tối ưu hóa cấu trúc vốn hoặc sử dụng các yếu tố tác động mạnh lên Đòn bẩy tài chính để kích thích chúng tăng trưởng giúp DN đạt được kết quả kinh doanh tốt hơn. Tóm lại, các giả thuyết mà tác giả đưa ra từ đầu sau khi tiến hành phân tích và trả lời các câu hỏi nghiên cứu sẽ được tóm gọn lại như sau:

Bảng 2.13: Bảng báo cáo kết quả nghiên cứu

GIẢ THUYẾT	KẾT QUẢ	KẾT LUẬN
H1: Tỷ suất sinh lời trên VCSH có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính	-	Chấp nhận
H ₂ : Lá chắn thuế có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính	+	Chấp nhận
H ₃ : Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính	+	Chấp nhận
H ₄ : Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính	N/A	Bác bỏ
H ₅ : Tính hữu hình của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính	+	Chấp nhận
H ₆ : Tính thanh khoản của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính	N/A	Bác bỏ

Ghi chú: LEV là chỉ tiêu đánh giá Đòn bẩy tài chính của DN; ROE là tỷ suất sinh lời trên VCSH; TAX là chắn thuế mà DN đó sử dụng; SIZE thể hiện tính quy mô của doanh nghiệp; GROWTH là tính tăng trưởng doanh thu của DN; TANG là tính hữu hình của DN; LIQ là tính thanh khoản của DN.

Nguồn: Tác giả tổng hợp

TÓM TẮT CHƯƠNG 2

Trong chương 2 này, tác giả đã thực hiện trình bày các kết quả nghiên cứu từ việc phân tích dữ liệu được thu thập từ 58 doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2019-2023. Trong đó, thống kê mô tả và ma trận tương quan được tác giả đưa vào tổng cộng 6 biến độc lập tác động lên biến phụ thuộc, nhưng sau khi xác định có 2 biến độc lập bao gồm: Tốc độ tăng trưởng (GROWTH) và Tỷ lệ thanh khoản (LIQ) không có tương quan gì với biến phụ thuộc nên tác giả tiến hành loại 2 biến này ra khỏi các mô hình hồi quy. Sau khi thực hiện hồi quy, kết quả nghiên cứu cho ra cuối cùng với mô hình GLS thì có 4 biến độc lập bao gồm: Tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE), Lá chắn thuế (TAX), Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và Tính hữu hình (TANG) tác động lên biến phụ thuộc Đòn bẩy tài chính (LEV). Trong đó, biến Tính hữu hình (TANG) là tác động mạnh nhất và Lá chắn thuế (TAX) là biến tác động ít nhất đến biến phụ thuộc.

Từ đây, ta có thể xác định được các câu hỏi nghiên cứu mà từ đầu đã đặt ra khi xây dựng đề tài nghiên cứu (bao gồm: các yếu tố này tác động, mức độ tác động,...). Nhưng song đó, vẫn còn những mặt hạn chế nhất định của đề tài trong quá trình tác giả thực hiện và tác giả sẽ tìm hiểu thêm và phát triển chúng trong tương lai. Ngoài ra, sau khi thực hiện kết quả này, cũng cho thấy những khuyết điểm và hạn chế nhất định trong việc quản trị hướng đi của doanh nghiệp, chính vì vậy để có thể nhìn nhận rõ hơn thì tác giả cũng sẽ đề cập chúng trong Chương 3.

CHƯƠNG 3.

KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

3.1. Kết luận

Thông qua kết quả nghiên cứu từ mô hình hồi quy GLS trên, nghiên cứu đã đưa ra những phát hiện quan trọng về mối quan hệ giữa các yếu tố này với đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng được niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2019-2023. Cụ thể như sau:

Bảng 3.1: Các yếu tố tác động đến Đòn bẩy tài chính (LEV)

Ký hiệu	Định nghĩa	Cách xác định	Hướng tác động
ROE	Tỷ suất sinh lời trên VCSH	$\frac{EAT}{VCSH}$	-
TAX	Lá chắn thuế	Lãi vay x Thuế TNDN	+
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Log(Tổng Tài Sản)	+
TANG	Tính hữu hình	$\frac{TSCĐ}{\text{Tổng Tài Sản}}$	+

Đầu tiên, Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) cho ra kết quả rằng có tác động ngược chiều với đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa rằng khi một doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao hơn từ vốn chủ sở hữu, họ có xu hướng giảm thiểu việc sử dụng nợ vay. Các doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường ít phụ thuộc vào các khoản vay nợ, hay nói cách khác đối với các doanh nghiệp thuộc ngành này sẽ có xu hướng dùng các khoản tự tài trợ từ nguồn vốn tự có, giảm bớt rủi ro tài chính.

Thứ hai, nghiên cứu cho thấy Lá chắn thuế (TAX) có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Điều này ngụ ý rằng các doanh nghiệp có khả năng tận dụng các khoản khấu trừ thuế từ lãi vay sẽ có xu hướng vay nợ nhiều hơn. Điều này phù hợp với lý thuyết tài chính và kỳ vọng lúc đầu mà tác giả đã đề xuất

trong mô hình, trong đó lợi ích về thuế từ việc sử dụng nợ vay là một yếu tố quan trọng thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng đòn bẩy tài chính. Với kết quả nghiên cứu này, cũng ngầm ngụ ý rằng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tăng cao sẽ khuyến khích rằng doanh nghiệp vay nợ nhiều hơn.

Thứ ba, Quy mô doanh nghiệp (SIZE) cũng được xác định là một yếu tố có tác động tích cực đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp lớn hơn thường có khả năng vay nợ dễ dàng hơn nhờ vào uy tín tín dụng tốt hơn, khả năng tiếp cận các nguồn vốn rẻ hơn và đa dạng hơn. Điều này cho thấy các doanh nghiệp trong ngành Xây dựng trên sàn HOSE có quy mô lớn sẽ có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn so với các doanh nghiệp nhỏ hơn.

Cuối cùng, Tính hữu hình (TANG) của tài sản cũng có mối quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp sở hữu tài sản hữu hình lớn, như bất động sản hay máy móc thiết bị, thường có khả năng vay nợ cao hơn, do các tài sản này có thể được sử dụng làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay. Những doanh nghiệp trong ngành Xây Dựng với tỷ lệ tài sản hữu hình lớn sẽ có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn để mở rộng sản xuất kinh doanh tương tự như việc sử dụng lá chắn thuế.

Tóm lại, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các yếu tố tài chính như Tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE), Lá chắn thuế (TAX), Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và Tính hữu hình của tài sản (TANG) đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại HOSE trong giai đoạn 2019-2023. Những phát hiện này cung cấp cái nhìn sâu sắc về cách mà các doanh nghiệp trong ngành này ra quyết định về cấu trúc vốn, đồng thời cũng là cơ sở tham khảo cho các nhà quản lý và nhà đầu tư khi đánh giá rủi ro tài chính và hiệu quả của doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng.

3.2. Kiến nghị & Hàm ý quản trị

3.2.1. Kiến nghị

Theo như kết quả nghiên cứu trên đã cho thấy rằng, có 4 yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng trong giai đoạn 2019-2023 đó là: Tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE), Lá chắn thuế (TAX), Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và Tính hữu hình (TANG). Dựa vào đó, tác giả cũng đã đưa ra một số các giải

pháp từ góc nhìn cá nhân nhằm giúp các doanh nghiệp này có thêm các cái nhìn tổng thể từ việc khai thác lợi ích của lá chắn thuế, và những hạn chế các rủi ro trong quá trình tiếp cận vốn vay, đòn bẩy tài chính doanh nghiệp trong giai đoạn vừa qua và chuẩn bị các kế hoạch hợp lý để tiếp cận trong tương lai.

Thứ nhất, Tỷ suất sinh lợi có tác động ngược chiều so với Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp nên vì thế để có thể gia tăng và sử dụng tốt nguồn này thì tác giả đưa ra 2 hướng mà doanh nghiệp có thể thực hiện trong trường hợp mức độ đòn bẩy của doanh nghiệp đang ở mức thấp thì DN nên gia tăng các khoản vốn tự có để làm giảm ROE từ đó tăng LEV lên cho doanh nghiệp. Nhưng trường hợp này lại trái ngược so với việc sử dụng Lá chắn thuế, nên theo cá nhân tác giả đánh giá sẽ nên hạn chế sử dụng phương án này, đặc biệt là đối với hầu hết một số nhà đầu tư họ lại chú trọng nhìn vào các chỉ số sinh lợi như ROE thì doanh nghiệp cũng sẽ chịu ảnh hưởng rất nhiều. Tương tự với việc giảm đi các khoản Lợi nhuận sau thuế (EAT) cũng không khả thi nên vì thế ta sẽ tìm hiểu các ý còn lại.

Thứ hai, do lá chắn thuế có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính, doanh nghiệp có thể cân nhắc việc sử dụng nợ vay một cách chiến lược để tối ưu hóa lợi ích từ lá chắn thuế. Cụ thể, tăng cường tận dụng các ưu đãi thuế và các khoản khấu trừ lãi vay hợp pháp để tối đa hóa lợi ích từ lá chắn thuế (Vd: khấu hao về TSCĐ, lãi vay, ưu đãi về sử dụng sản phẩm xanh,...). Điều này có thể thực hiện thông qua việc tăng vốn vay một cách hợp lý, với sự đảm bảo rằng chi phí tài chính không vượt quá lợi ích mang lại. Ngoài ra, doanh nghiệp còn nên giảm các khoản lỗ tiềm năng hoặc những chi phí phát sinh không tạo ra giá trị thực sự, vì điều này có thể làm mất đi lợi ích của lá chắn thuế trong dài hạn.

Thứ ba, Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với đòn bẩy tài chính, do đó, các doanh nghiệp lớn có thể tận dụng lợi thế này để sử dụng nợ vay hiệu quả hơn. Với việc mở rộng quy mô bằng cách tăng cường năng lực sản xuất, mở rộng thị phần, và đầu tư vào tài sản cố định thì các doanh nghiệp lớn này sẽ thường dễ dàng tiếp cận các nguồn tài chính hơn với chi phí vốn thấp hơn. Tuy nhiên, cũng cần phải giám sát và giảm tải các hoạt động không hiệu quả hoặc không cần thiết để tránh việc mở rộng quá mức gây ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền và khả năng chi trả nợ.

Thứ tư, do tác động cùng chiều của tính hữu hình với đòn bẩy tài chính, các doanh nghiệp nên tập trung vào việc gia tăng tài sản cố định và các tài sản hữu hình khác. Tăng đầu tư vào tài sản hữu hình như nhà xưởng, máy móc, thiết bị và bất động sản để tăng giá trị tài sản có thể thế chấp, từ đó có thể gia tăng khả năng tiếp cận các khoản vay với lãi suất thấp hơn và giảm bớt các tài sản không sinh lời hoặc không phù hợp với chiến lược phát triển dài hạn của doanh nghiệp để giảm thiểu rủi ro tài chính.

3.2.2. Hàm ý quản trị

Để đạt được sự ổn định và phát triển bền vững trong ngành xây dựng, các nhà quản trị cần có cái nhìn toàn diện về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính cần được quản lý một cách thận trọng, cân nhắc giữa lợi ích ngắn hạn và rủi ro dài hạn. Đặc biệt, trong bối cảnh ngành xây dựng thường xuyên đối mặt với sự biến động về kinh tế, chính sách, và các yếu tố ngoại vi như lạm phát và thay đổi lãi suất, các nhà quản trị cần linh hoạt điều chỉnh cấu trúc vốn để duy trì khả năng thanh khoản và bảo vệ lợi nhuận. Việc xây dựng một chiến lược tài chính bền vững, tối ưu hóa giữa vốn tự có và vốn vay, sẽ giúp doanh nghiệp xây dựng duy trì lợi thế cạnh tranh và tận dụng được các cơ hội phát triển trong tương lai.

Ngoài ra đối với việc quản trị nội tại của doanh nghiệp thì cũng cần phải có sự tách biệt tài chính và kế toán trong doanh nghiệp, tăng cường thêm năng lực vào việc quản trị tài chính của doanh nghiệp. Từ đó, để mà có thể quản lý tốt các cấu trúc vốn của doanh nghiệp thì cần phải xây dựng một đội ngũ có năng lực và một bộ máy quản lý tài chính riêng để có thể đảm bảo được mọi hoạt động đều được vận hành đi đúng hướng và hiệu quả.

3.3. Những hạn chế của đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo

3.3.1. Những hạn chế của đề tài

Trong quá trình thực hiện đề tài nghiên cứu Khóa luận tốt nghiệp này tác giả nhận thấy rằng dù đây là nghiên cứu khá thành công và đạt được những yêu cầu, câu hỏi nghiên cứu đã đề ra ban đầu, nhưng song đó vẫn còn một số những hạn chế mà chắc chắn nếu có thêm thời gian, cơ hội thì em sẽ khắc phục để đề tài này được hoàn thiện hơn. Cụ thể như sau:

- Thứ nhất, để có được cái nhìn rõ hơn về tổng quan ngành này thì phạm vi nghiên cứu chỉ ở sàn HOSE với mẫu là 58 doanh nghiệp và tổng quan sát trong vòng 5 năm với $n = 290$ là vẫn còn khá ít để đánh giá chung về cấu trúc vốn của tổng quan ngành này.
- Thứ hai, trong quá trình thực hiện nghiên cứu định lượng của tác giả cũng tự nhận thấy mình chưa thật sự làm tốt, khi thực hiện hồi quy vẫn còn bị sót (dropped) một số biến quan sát. Điều này đánh giá được phần nào người thực hiện nghiên cứu chưa am hiểu và điều chỉnh hợp lý mẫu dữ liệu thô để có thể dùng nó giải thích vấn đề được đặt ra. Vì vậy, kết quả nghiên cứu cũng chưa hẳn đạt được độ tin cậy tuyệt đối.
- Thứ ba, nghiên cứu này tác giả cũng chỉ dừng lại ở mức tối đa là hồi quy GLS nhưng để có được mức độ đo lường và kiểm định mô hình phù hợp với lý thuyết thực tế hơn ở giai đoạn hiện đại hơn thì các phương pháp mới cần được sử dụng để ứng dụng như mô hình cấu trúc tuyến tính như SEM với ứng dụng hỗ trợ thực hiện là PLS-SEM.

3.3.2. Hướng nghiên cứu tiếp theo

Để có thể khắc phục những hạn chế vừa đề ra thì với bản thân em đang theo học song song giữa Cử Nhân và Thạc Sĩ thì việc hoàn thành Khóa luận tốt nghiệp ở bậc Cử nhân sẽ là bước đệm để em phát triển đề tài này ở Luận văn Thạc sĩ ở bậc cao hơn. Chính vì vậy, nếu đề tài này được thực hiện thành công thì chắc chắn em sẽ khắc phục những nhược điểm trên mà đề tài đang mắc phải. Cụ thể, các biến quan sát được em tìm hiểu từ những bài nghiên cứu trước có thể đã cũ nên những nhân tố mới phù hợp sẽ được sàng lọc và làm mới cho phù hợp với giai đoạn thực hiện. Ngoài ra, việc bổ sung thêm mẫu quan sát cũng đánh giá thêm được mức độ tin cậy mà đề tài thực hiện. Hơn nữa, tác giả cũng sẽ mở rộng thêm hướng nghiên cứu về mô hình U-test để có thể xác định rằng mức độ sử dụng Đòn bẩy tài chính ở mức nào là phù hợp khi tác động lên Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, vì trên thực tế đề tài này chỉ đề cập đến các yếu tố tác động nhưng không rõ ràng về mức độ nào thì Doanh nghiệp sẽ được lợi và mức độ nào thì doanh nghiệp sẽ gặp rủi ro.

TÓM TẮT CHƯƠNG 3

Kết thúc chương 3, tác giả cũng đã hoàn thành mục tiêu nghiên cứu ban đầu đã đề ra. Tìm được các yếu tố và mức độ tác động lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp thuộc ngành xây dựng trên sàn HOSE trong giai đoạn 2019-2023. Từ đó, tác giả cũng đã được ra các mặt hạn chế và đề xuất giải pháp trong việc sử dụng cấu trúc vốn cũng như thực hiện sao cho hiệu quả để giúp các doanh nghiệp thuộc ngành Xây dựng có thể phát triển mạnh mẽ hơn trong tương lai. Cuối cùng, tác giả cũng đã nhìn nhận lại những mặt hạn chế của đề tài chưa thể khắc phục, những thiếu sót vẫn còn tồn tại do chưa có đủ kinh nghiệm thực chiến và nghiên cứu để có thể đưa ra các hướng phát triển tiếp theo. Ngoài ra, các nguyện vọng phát triển nhiều hơn trong tương lai của đề tài này cũng được tác giả nêu lên nhằm mang phần nào ý nghĩa đóng góp vừa mang tính khoa học vừa mang tính thực tiễn.

TÀI LIỆU KHAM KHẢO

Tài liệu Tiếng Việt

1. Dân, Đ. V., & Chung, N. H. (2017). Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, 91(Số 91).
2. Hoàng Ngọc Nhậm, & cộng sự. (2008). *Giáo trình kinh tế lượng*. Nhà xuất bản Lao động – Xã hội.
3. Lê Thị Kim Thư. (2012). *Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thuộc ngành bất động sản niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh trong thời gian từ năm 2007 – 2011*. Luận văn thạc sĩ, Đại học Đà Nẵng.
4. Nguyễn Hoàng Xanh. (2004). Một số giải pháp đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế. *Tạp chí Ngân hàng*, (1), 2004.
5. Nguyễn Thị Bích Thủy, & Nguyễn Thị Hạnh Duyên. (2016). Cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại tỉnh Nghệ An. *Tạp chí Tài Chính*, Số kỳ 2 tháng 12, 89.
6. Nguyễn Văn Tạo. (2004). Nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường. *Tạp chí Thương mại*, (10), 2004.
7. Thơ, T. N. (2003). Nghiên cứu lộ trình tự do hóa tài chính ở Việt Nam giai đoạn 2001-2010.
8. Trần Hùng Sơn. (2008). Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *saga.vn*, ngày 14/01/2008.
9. Trần Ngọc Thơ, & cộng sự. (2007). *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*. Nhà xuất bản Thống kê.

Tài liệu Tiếng Anh

1. Al-Kahtani, N., & Al-Eraij, M. (2018). Does capital structure matter? Reflection on capital structure irrelevance theory: Modigliani-Miller theorem (MM 1958). *International Journal of Financial Services Management*, 9(1), 39-46.

2. Baker, M., & Wurgler, J. (2000). The equity share in new issues and aggregate stock returns. *the Journal of Finance*, 55(5), 2219-2257.
3. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
4. Baltagi, B. H., Bratberg, E., & Holmås, T. H. (2005). A panel data study of physicians' labor supply: the case of Norway. *Health economics*, 14(10), 1035-1045.
5. Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160-172.
6. Chen, J. J., & Zhang, H. (2014). The impact of the corporate governance code on earnings management—Evidence from Chinese listed companies. *European financial management*, 20(3), 596-632.
7. Cook, D. O., Kieschnick, R., & McCullough, B. D. (2008). Regression analysis of proportions in finance with self selection. *Journal of empirical finance*, 15(5), 860-867.
8. García-Meca, E., Parra, I., Larrán, M., & Martínez, I. (2005). The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts. *European Accounting Review*, 14(1), 63-94.
9. Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
10. Gujarati, D. N. (2009). *Basic econometrics*.
11. Hossain, F., & Ali, A. (2012). Impact of firm specific factors on capital structure decision: an empirical study of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management*, 3(4), 163-182.
12. Ilyas, J. (2008). The determinants of capital structure: Analysis of non-financial firms listed in Karachi stock exchange in Pakistan. *Journal of Managerial Sciences*, 2(2), 279-307.
13. Jensen, M. C. (1987, October). The free cash flow theory of takeovers: A financial perspective on mergers and acquisitions and the economy.

In *Proceedings of a conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston* (pp. 102-143).

14. Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
15. Lucas, D. J., & McDonald, R. L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *The journal of finance*, 45(4), 1019-1043.
16. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
17. Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic factors and corporate capital structure. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 110, 530-540.
18. Myers, S. C. (1984). Finance theory and financial strategy. *Interfaces*, 14(1), 126-137.
19. 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.
20. Onofrei, M., Tudose, M. B., Durdureanu, C., & Anton, S. G. (2015). Determinant factors of firm leverage: An empirical analysis at Iasi county level. *Procedia Economics and Finance*, 20, 460-466.
21. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
22. Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
23. Serghiescu, L., & Văidean, V. L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm-an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.
24. Seto, K. C., Woodcock, C. E., Song, C., Huang, X., Lu, J., & Kaufmann, R. K. (2002). Monitoring land-use change in the Pearl River Delta using Landsat TM. *International journal of remote sensing*, 23(10), 1985-2004.
25. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.

26. Ullah, A., Pinglu, C., Ullah, S., Zaman, M., & Hashmi, S. H. (2020). The nexus between capital structure, firm-specific factors, macroeconomic factors and financial performance in the textile sector of Pakistan. *Heliyon*, 6(8).
27. Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), 371-403.

PHỤ LỤC 1:
DANH SÁCH CÁC CÔNG TY ĐƯỢC ĐƯA VÀO NGHIÊN CỨU

STT	Mã Công Ty	Tên đầy đủ
1	AGG	CTCP Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia
2	BCE	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương
3	BCG	CTCP Tập đoàn Bamboo Capital
4	C47	CTCP Xây dựng 47
5	CDC	CTCP Chương Dương
6	CIG	CTCP COMA 18
7	CII	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh
8	CKG	CTCP Tập đoàn Tư vấn Đầu tư Xây dựng Kiên Giang
9	CTI	CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận IDICO
10	D2D	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2
11	DC4	CTCP Xây dựng DIC Holdings
12	DIG	Tổng Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng
13	DPG	CTCP Tập đoàn Đạt Phương
14	DTA	CTCP Đệ Tam
15	DXG	CTCP Tập đoàn Đất Xanh
16	EVG	CTCP Tập đoàn EverLand
17	FIR	CTCP Địa ốc First Real
18	HAS	CTCP Hacisco
19	HBC	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình
20	HDC	CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa - Vũng Tàu
21	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô
22	HHV	CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả
23	HQC	CTCP Tư vấn Thương mại Dịch vụ Địa Ốc Hoàng Quân
24	HTI	CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO
25	HTN	CTCP Hưng Thịnh Incons
26	HU1	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD1
27	HUB	CTCP Xây lắp Thừa Thiên Huế

STT	Mã Công Ty	Tên đầy đủ
28	HVH	CTCP Đầu tư và Công nghệ HVC
29	IJC	CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật
30	ITC	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà
31	KDH	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền
32	L10	CTCP Lilama 10
33	LCG	CTCP Lizen
34	LEC	CTCP Bất động sản Điện lực Miền Trung
35	LGC	CTCP Đầu tư Cầu đường CII
36	LM8	CTCP Lilama 18
37	NBB	CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy
38	NHA	Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị Nam Hà Nội
39	NLG	CTCP Đầu tư Nam Long
40	NTL	CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm
41	NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va
42	PC1	CTCP Tập Đoàn PC1
43	PHC	CTCP Xây dựng Phục Hưng Holdings
44	PTC	CTCP Đầu Tư Icapital
45	QCG	CTCP Quốc Cường Gia Lai
46	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh
47	SC5	CTCP Xây dựng Số 5
48	SCR	CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín
49	SJS	CTCP SJ Group
50	SRF	CTCP SEAREFICO
51	TCD	CTCP Đầu tư Phát triển Công nghiệp và Vận tải
52	TCH	CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy
53	TDC	CTCP Kinh doanh và Phát triển Bình Dương
54	VCG	Tổng Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam
55	VHM	CTCP Vinhomes
56	VIC	Tập đoàn VINGROUP - CTCP
57	VPI	CTCP Đầu tư Văn Phú - INVEST
58	VSI	CTCP Đầu tư và Xây dựng Cấp thoát nước

PHỤ LỤC 2: CÁC BƯỚC CHẠY MÔ HÌNH KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

2.1. Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
LEV	290	.6046768	.1734504	.0243994	.9938361
ROE	290	.0390222	.7297241	-11.98925	.4705144
TAX	290	19.94935	70.69818	0	717.0156
SIZE	290	3.661794	.6533931	2.303196	5.648
GROWTH	290	.0719574	.3839016	-.9628681	2.957161
TANG	290	.1416061	.2032033	.0002777	.8766067
LIQ	290	2.992911	5.177499	.3568187	62.70452

2.2. Phân tích tương quan giữa các biến

	LEV	ROE	TAX	SIZE	GROWTH	TANG	LIQ
LEV	1.0000						
ROE	-0.1347 0.0218	1.0000					
TAX	0.1160 0.0483	0.0107 0.8561	1.0000				
SIZE	0.2441 0.0000	-0.0292 0.6202	-0.1311 0.0256	1.0000			
GROWTH	0.0569 0.3342	-0.1077 0.0669	0.0346 0.5568	0.0633 0.2823	1.0000		
TANG	0.2319 0.0001	0.0333 0.5720	-0.0297 0.6140	0.0719 0.2222	-0.0396 0.5023	1.0000	
LIQ	-0.0462 0.4330	0.0203 0.7308	-0.0869 0.1398	-0.1579 0.0071	-0.1067 0.0696	0.0259 0.6603	1.0000

2.3. Kết quả hồi quy gộp (Pool PLS)

Source	SS	df	MS			
Model	1.2872657	4	.321816425	Number of obs =	290	
Residual	7.40730674	285	.02599055	F(4, 285) =	12.38	
Total	8.69457244	289	.030085026	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.1481	
				Adj R-squared =	0.1361	
				Root MSE =	.16122	

LEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROE	-.0324782	.0130099	-2.50	0.013	-.0580858	-.0068706
TAX	.0003833	.0001353	2.83	0.005	.0001169	.0006496
SIZE	.0649221	.0146816	4.42	0.000	.0360239	.0938203
TANG	.1907565	.0468297	4.07	0.000	.0985806	.2829325
_cons	.333555	.054967	6.07	0.000	.2253622	.4417478

2.3.1. Kiểm định đa cộng tuyến OLS

Variable	VIF	1/VIF
SIZE	1.02	0.977280
TAX	1.02	0.982342
TANG	1.01	0.993146
ROE	1.00	0.997826
Mean VIF	1.01	

2.3.2. Kiểm định phương sai sai số thay đổi OLS

White's test for H_0 : homoskedasticity
against H_a : unrestricted heteroskedasticity

chi2(14) = 32.16
Prob > chi2 = 0.0038

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	32.16	14	0.0038
Skewness	8.77	4	0.0672
Kurtosis	0.05	1	0.8216
Total	40.97	19	0.0024

2.3.3. Kiểm định sự tự tương quan OLS

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      56) =      41.697
      Prob > F =      0.0000
```

2.4. Kết quả hồi quy tác động cố định (FEM)

```
Fixed-effects (within) regression
Group variable: macty

Number of obs   =    290
Number of groups =     62

R-sq:  within = 0.0590
      between = 0.0005
      overall = 0.0185

Obs per group: min =     1
              avg  =     4.7
              max  =     5

corr(u_i, Xb) = -0.1729

F(4, 224) = 3.51
Prob > F = 0.0084
```

LEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROE	-.0185277	.0065915	-2.81	0.005	-.0315169	-.0055385
TAX	-8.07e-07	.000166	-0.00	0.996	-.0003279	.0003262
SIZE	.0683391	.0383315	1.78	0.076	-.0071974	.1438757
TANG	-.1206437	.0586669	-2.06	0.041	-.2362533	-.0050342
_cons	.372256	.1386115	2.69	0.008	.0991067	.6454053
sigma_u	.16789851					
sigma_e	.06960607					
rho	.85333683	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(61, 224) = 21.39      Prob > F = 0.0000
```

2.4.1. Kiểm định phương sai sai số thay đổi FEM

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model
```

```
H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i
```

```
chi2 (62) = 5164.41
Prob>chi2 = 0.0000
```

2.5. Kết quả hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM)

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =   290
Group variable: macty                     Number of groups =    62

R-sq:  within = 0.0394                    Obs per group:  min =    1
        between = 0.0770                  avg =           4.7
        overall = 0.0905                  max =           5

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(4)    =   14.40
                                           Prob > chi2     =   0.0061

```

LEV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROE	-.0192295	.0066652	-2.89	0.004	-.032293	-.0061659
TAX	.000106	.0001467	0.72	0.470	-.0001816	.0003936
SIZE	.0547083	.0235363	2.32	0.020	.0085779	.1008386
TANG	.0026323	.0466553	0.06	0.955	-.0888104	.094075
_cons	.4093174	.0875093	4.68	0.000	.2378023	.5808325
sigma_u	.14148731					
sigma_e	.06960607					
rho	.8051371	(fraction of variance due to u_i)				

2.5.1. Kiểm định phương sai sai số thay đổi FEM

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

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

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
LEV	.030085	.1734504
e	.004845	.0696061
u	.0200187	.1414873

Test: Var(u) = 0

```

chibar2(01) = 363.61
Prob > chibar2 = 0.0000

```

2.6. Kiểm định Hausman lựa chọn mô hình FEM & REM

	Coefficients			
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ROE	-.0185277	-.0192295	.0007018	.
TAX	-8.07e-07	.000106	-.0001068	.0000775
SIZE	.0683391	.0547083	.0136309	.0302547
TANG	-.1206437	.0026323	-.123276	.035568

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)
 = 13.96
 Prob>chi2 = 0.0074
 (V_b-V_B is not positive definite)

2.7. Kết quả hồi quy mô hình GLS

(note: 5 observations dropped because only 1 obs in group)

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
 Panels: heteroskedastic
 Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.7354)

Estimated covariances	=	57	Number of obs	=	285
Estimated autocorrelations	=	1	Number of groups	=	57
Estimated coefficients	=	5	Time periods	=	5
			Wald chi2(4)	=	65.99
			Prob > chi2	=	0.0000


LEV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROE	-.0162925	.008032	-2.03	0.043	-.032035	-.0005501
TAX	.0002839	.0001268	2.24	0.025	.0000353	.0005324
SIZE	.0827478	.0133526	6.20	0.000	.0565771	.1089184
TANG	.0851295	.0285588	2.98	0.003	.0291553	.1411037
_cons	.3050486	.0509423	5.99	0.000	.2052034	.4048937

Quoc Truong Tran Le

KL K21

 Quick Submit

 Quick Submit

 Nguyen Tat Thanh University

Thông tin chi tiết về tài liệu

ID bài nộp

trn:oid:::1:2991423927

Ngày nộp

20:11 GMT+7 27 thg 8, 2024

Ngày tải xuống

20:40 GMT+7 27 thg 8, 2024

Tên tệp

Kh_a_Lu_n_t_Nghi_p_QuocTruong.docx

Kích cỡ tệp

918.1 KB

83 Trang

25.446 Từ

96.127 Ký tự




23% Tính tương đồng nói chung

Tổng cộng của tất cả các kết quả trùng khớp, bao gồm cả các nguồn trùng lặp, cho mỗi c...

Đã lọc khỏi Báo cáo

- ▶ Mục lục tham khảo
- ▶ Văn bản được trích dẫn
- ▶ Văn bản được trích dẫn
- ▶ Kết quả trùng khớp nhỏ (ít hơn 15 từ)

Nguồn hàng đầu

- 16%  Nguồn Internet
- 3%  Ấn bản
- 16%  Bài tập được nộp (bài của học sinh)

Cờ chỉ báo về tính toàn vẹn




0 cờ chỉ báo về tính toàn vẹn để đánh giá

Không phát hiện thấy văn bản nào nghi ngờ là ngụy tạo.

Các thuật toán trong hệ thống của chúng tôi xem xét kỹ lưỡng một tài liệu để phát hiện sự không nhất quán khiến cho tài liệu đó khác với một bài nộp bình thường. Nếu nhận thấy điều gì lạ, chúng tôi sẽ gắn cờ để bạn xem xét.

Cờ không nhất thiết là dấu hiệu chỉ báo có vấn đề. Tuy nhiên, bạn nên chú ý vào phần đó để xem xét thêm.

Nguồn hàng đầu

- 16%  Nguồn Internet
- 3%  Ấn bản
- 16%  Bài tập được nộp (bài của học sinh)

Nguồn hàng đầu

Các nguồn có số lượng kết quả trùng khớp cao nhất trong bài nộp. Các nguồn chồng chéo sẽ không được hiển thị.

1	Internet	
text.123docz.net		7%
2	Bài của học viên	
Foreign Trade University		3%
3	Bài của học viên	
National Economics University		2%
4	Internet	
123docz.net		1%
5	Bài của học viên	
Foreign Trade University - Ho Chi Minh Campus		1%
6	Internet	
hvtc.edu.vn		1%
7	Bài của học viên	
University of Economics Ho Chi Minh		1%
8	Bài của học viên	
Banking Academy		1%
9	Bài của học viên	
Banking University of Ho Chi Minh City		1%
10	Internet	
www.researchgate.net		0%
11	Internet	
text.xemtailieu.net		0%

12	Internet	ueh.edu.vn	0%
13	Bài của học viên	University of Economics & Law	0%
14	Bài của học viên	Da Nang University of Economics	0%
15	Internet	hvn.edu.vn	0%
16	Internet	www.slideshare.net	0%
17	Internet	saudaihoc1.tmu.edu.vn	0%
18	Internet	khcn.vimaru.edu.vn	0%
19	Internet	thuvien.due.udn.vn:8080	0%
20	Internet	cps.hai.edu.vn	0%
21	Internet	en.ueh.edu.vn	0%
22	Internet	www.tailieudaihoc.com	0%
23	Xuất bản	"China's Belt and Road Initiative in a Global Context", Springer Science and Busin...	0%
24	Internet	sareb-journal.org	0%
25	Xuất bản	Thao Nguyen, Min Bai, Yang Hou, Manh-Chien Vu. "Corporate governance and dy...	0%

26	Xuất bản	Ton Duc Thang University	0%
27	Xuất bản	Dang Ngoc Hung. "Chất lượng lợi nhuận: Lý luận và thực tiễn (Sách chuyên khảo)..."	0%
28	Xuất bản	"Eurasian Economic Perspectives", Springer Science and Business Media LLC, 2021	0%
29	Xuất bản	Badri Munir Sukoco, Rahmat Heru Setianto, Nidya Ayu Arina, Ade Gafar Abdullah,...	0%
30	Xuất bản	Richard J. Aspinall, Michael J. Hill. "Land Use Change - Science, Policy and Manage..."	0%
31	Internet	estatedocbox.com	0%
32	Xuất bản	Cẩm Nhung Vũ, Phước Vẹn Lưu. "Các nhân tố ảnh hưởng đến tiếp cận tài chính t..."	0%
33	Internet	khoataichinhnganhng.hang.ufm.edu.vn	0%
34	Xuất bản	Banking Academy	0%
35	Bài của học viên	Ho Chi Minh City Open University	0%