

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC ĐÀ LẠT**



BÁO CÁO TỔNG KẾT

ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CỦA SINH VIÊN

**“CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN
CỦA DOANH NGHIỆP NGÀNH SẢN XUẤT NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM
GIAI ĐOẠN 2009-2018 ”**

Thuộc nhóm ngành khoa học: Kinh tế

Lâm Đồng, tháng 6 năm 2022

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

TRƯỜNG ĐẠI HỌC ĐÀ LẠT

BÁO CÁO TỔNG KẾT

**“CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN
CỦA DOANH NGHIỆP NGÀNH SẢN XUẤT NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM
GIAI ĐOẠN 2009-2018 ”**

Thuộc nhóm ngành khoa học: Kinh tế

Sinh viên thực hiện: Đinh Nguyễn Minh Huyền

Nam, Nữ: Nữ

Dân tộc: Kinh

Lớp, khoa : Lớp QTK43A, Khoa Kinh tế - Quản trị kinh doanh

Năm thứ: 3 / Số năm đào tạo: 4

Ngành học: Quản trị kinh doanh

Người hướng dẫn: TS. Bùi Thị Kim Dung

Lâm Đồng, tháng 6 năm 2022

MỤC LỤC

TÓM TẮT	3
DANH MỤC CÁC BẢNG	4
DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ.....	5
DANH MỤC KÝ HIỆU VÀ TỪ VIẾT TẮT	6
CHƯƠNG I. GIỚI THIỆU TỔNG QUAN	7
CHƯƠNG II. LƯỢC SỬ NGHIÊN CỨU	11
2.1 Giới thiệu.....	11
2.2 Cơ sở lý thuyết.....	11
2.3 Một số nghiên cứu trước đây	13
2.4 Giả thuyết nghiên cứu.....	15
2.5 Tình hình hoạt động của các công ty kiểm toán Big4 tại Việt Nam.....	17
2.6 Tổng quan về ngành sản xuất Việt Nam	18
2.6.1 Ngành sản xuất Việt Nam sau thời kỳ Đổi Mới.....	18
2.6.2 Vai trò của ngành sản xuất Việt Nam	20
CHƯƠNG III. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	22
3.1 Giới thiệu.....	22
3.2 Dữ liệu nghiên cứu	22
3.3 Phương pháp nghiên cứu	23
3.4 Xây dựng mô hình nghiên cứu.....	24
CHƯƠNG IV. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU.....	25
4.1 Giới thiệu.....	25
4.2 Thống kê mô tả	25
4.3 Sự tương quan giữa các biến phụ thuộc và độc lập	26
4.4 Nội dung và kết quả nghiên cứu	28
4.4.1 Kết quả hồi quy.....	28
4.4.2 Kết quả hồi quy với biến tương tác.....	31
4.5 Kiểm định kết quả hồi quy.....	33
4.5.1 Mô hình hồi quy với biến trễ.....	33
4.5.2 Mô hình FEM REM	35
CHƯƠNG V. KẾT LUẬN VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI	38
5.1 Giới thiệu.....	38
5.2 Kết luận.....	38
5.3 Hàm ý và chính sách.....	39
5.4 Hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu trong tương lai	40
DANH MỤC BIẾN TRONG MÔ HÌNH	46

TÓM TẮT

Bài báo này nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của 207 doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội (HNX) giai đoạn năm 2008-2019 tại thị trường Việt Nam.

Chúng tôi sử dụng phần mềm STATA để tiến hành chạy mô hình hồi quy OLS với hiệu ứng tác động cố định để chỉ ra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam từ đó phân tích chiều hướng ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố tới cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Ngoài ra chúng tôi thực hiện kiểm định kết quả hồi quy bằng dữ liệu bảng để đảm bảo tính chính xác của kết quả cuối cùng. Kết quả đã cho thấy khả năng sinh lời, kiểm toán bởi công ty Big4, quy mô, tài sản cố định, tính thanh khoản có tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp sản xuất niêm yết ở Việt Nam. Trong đó quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp; Big4, khả năng sinh lời, tài sản cố định và tính thanh khoản có tác động ngược chiều với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, Các quyết định cấu trúc vốn, Ngành sản xuất, Lý thuyết cấu trúc vốn, BIG4

Keywords: Capital structure, Capital structure determinants, Manufacturing industry, Capital structure theory, BIG4.

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1: Kết quả của thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong đề tài	25
Bảng 2 Kết quả tương quan của các biến.....	26
Bảng 3: Kiểm định đa cộng tuyến.....	28
Bảng 4: Kết quả chạy hồi quy	29
Bảng 5: Kết quả hồi quy tương tác giữa BIG4 và quy mô doanh nghiệp	32
Bảng 6: Kết quả hồi quy trong đó các biến độc lập trễ 1 năm so với biến phụ thuộc	34
Bảng 7: Kết quả chạy mô hình FEM và REM	36

DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 1: Tổng nợ và vốn cổ phần của doanh nghiệp ngành sản xuất Việt Nam	19
Biểu đồ 2: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn của doanh nghiệp ngành sản xuất Việt Nam	19
Biểu đồ 3: Số lượng doanh nghiệp các ngành niêm yết trên sàn HNX và HOSE	20

DANH MỤC KÝ HIỆU VÀ TỪ VIẾT TẮT

CBCT	Công bố thông tin
DN	Doanh nghiệp
DNNVV	Doanh nghiệp nhỏ và vừa
LNST	Lợi nhuận sau thuế
HNX	Sàn giao dịch chứng khoán do sở giao dịch thành phố Hà Nội quản lý (Hanoi Stock Exchange)
HOSE	Sàn giao dịch chứng khoán do sở giao dịch thành phố Hồ Chí Minh quản lý (Ho Chi Minh Stock Exchange)
TTCK	Thị trường chứng khoán

CHƯƠNG I. GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

Doanh nghiệp nên làm thế nào để phân chia vốn của một công ty thành nợ và vốn chủ sở hữu để tối đa hóa giá trị của công ty?

Xác định cấu trúc vốn sao cho tối ưu hóa là vấn đề quan trọng với tất cả doanh nghiệp. Nghiên cứu của De Jong và Koedijk (2006) cũng cho rằng quyết định cấu trúc vốn là một chính sách quan trọng của doanh nghiệp nhằm giải quyết các hoạt động cùng với các khoản nợ và vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, các báo cáo tài chính không giúp ích nhiều cho các nhà quản trị doanh nghiệp đưa ra các quyết định vốn tối ưu (Drobetz & Fix, 2003).

Bài báo này chúng tôi nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành sản xuất được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Doanh nghiệp sản xuất chiếm 31.71% trong tổng số các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Năm 2021 Việt Nam phải hứng chịu đợt dịch Covid-19 lần thứ 4, các ngành kinh tế đều chịu thiệt hại nặng nề, toàn nền kinh tế có mức tăng trưởng GDP là tăng 2,58% so với năm 2020, trong đó ngành sản xuất có tốc độ tăng 6,37%, đóng góp vào tốc độ tăng tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế tới 1,61 điểm phần trăm¹. Năm 2006, tỷ số nợ/tổng nguồn vốn và tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu của ngành sản xuất đạt 49% và 95%.² Điều đó cho thấy, các công ty sản xuất sử dụng nhiều nợ trong cấu trúc vốn của mình. Từ đây nhóm tác giả nhận thấy rằng ngành sản xuất có vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam.

Ở Việt Nam, các nhà nghiên cứu sớm nhận thấy tầm quan trọng của cấu trúc vốn đối với doanh nghiệp, có thể kể đến những nghiên cứu như: Biger, Nguyen và Hoang (2007) nghiên cứu dữ liệu từ năm 2002 tới 2003; Vo (2017) nghiên cứu trong giai đoạn 2006 đến 2015; Vu, Tran, Doan, and Le (2020) đã lấy dữ liệu nghiên cứu từ năm 2015 tới 2009,... tuy nhiên đề tài nghiên cứu chủ yếu của các nhà nghiên cứu ở Việt Nam là ở mức nghiên cứu chung cho toàn bộ doanh nghiệp

¹ Báo cáo tình hình kinh tế- xã hội quý IV và năm 2021: <https://www.gso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2021/12/bao-cao-tinh-hinh-kinh-te-xa-hoi-quy-iv-va-nam-2021/>

² Cophieu68 (2016). Tăng trưởng tài chính ngành [Industry financial growth]<http://www.cophieu68.vn/categorylist.php?o=cm&ud=d>

niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chưa có nghiên cứu nào đi sâu vào phạm vi ngành sản xuất. Đây chính là điểm mở cho đề tài của chúng tôi.

Ở phạm vi ngoài nước, có rất nhiều tác giả đã thực hiện nghiên cứu về cấu trúc vốn trong ngành sản xuất ở các quốc gia trên thế giới như: Acaravci (2015) tại Thổ Nhĩ Kỳ; Mujiatun, Rahmayati và Ferina (2021) tại Indonesia, Deesomsak, Paudyal, và Pescetto (2004); Mahakud và Mukherjee (2011); Panda, Nanda và Management (2020) tại Ấn Độ,... Trong đó Panda và cộng sự (2020) đã kết luận rằng ở cấp độ ngành, mỗi lĩnh vực sản xuất đều có những yếu tố quyết định cơ cấu vốn riêng. Nghiên cứu của Vo (2017) cũng cho rằng các yếu tố quyết định cấu trúc vốn là khác nhau ở các quốc gia khác nhau. Sự khác biệt này có thể được giải thích là do sự tương đồng của cấu trúc thể chế và văn hóa giữa các nước phát triển (Wald, 1999), trong khi cấu trúc luật pháp và thể chế có sự khác biệt đáng kể ở các thị trường mới nổi như Việt Nam.

Mặc dù cấu trúc vốn đã là chủ đề trọng tâm của các nhà kinh tế tài chính trong nhiều thập kỷ, nhưng không có lý thuyết duy nhất nào giải thích sự lựa chọn cấu trúc vốn. Các công trình nghiên cứu chính về cấu trúc vốn bắt nguồn từ bài báo nổi tiếng của Modigliani và Miller (1958) đã dẫn đến sự xuất hiện của nhiều lý thuyết khác nhau về cấu trúc vốn trong 5 thập kỷ qua. Nhìn chung, các nhà nghiên cứu có xu hướng có những quan điểm khác nhau về cấu trúc vốn (Kumar, Colombage, & Rao, 2017). Nên đề tài của chúng tôi sẽ kiểm tra sự phù hợp của các lý thuyết về cấu trúc vốn đối với ngành sản xuất ở Việt Nam. Kết quả nghiên cứu sẽ góp phần củng cố lý thuyết về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp có tính chất đặc thù tại Việt Nam như ngành sản xuất mà hiện nay có ít nghiên cứu về nó.

Trong báo cáo này chúng tôi tiến hành kiểm tra sự ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn bao gồm việc kiểm tra xem liệu việc lựa chọn công ty kiểm toán trực thuộc Big4 có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hay không. Nghiên cứu Becker, DeFond, Jiambalvo, & Subramanyam (1998) cho rằng sự bất cân xứng thông tin là chỉ định các công ty kiểm toán chất lượng cao, thường là Big4, vì các công ty này được kỳ vọng sẽ tăng độ tin cậy của báo cáo tài chính. Cùng với đó là kiểm tra sự ảnh hưởng của các nhân tố: khả năng thanh khoản, cấu trúc tài sản, thuế thu nhập doanh nghiệp, khả năng sinh lời, quy mô và hình thức sở hữu của doanh nghiệp.

Mục tiêu của bài báo này là trả lời câu hỏi nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn ngành sản xuất của các công ty niêm yết trên thị trường

chứng khoán Việt Nam là gì? Từ kết quả nghiên cứu chúng tôi có thể đưa ra kết luận các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn ngành sản xuất và đưa ra các hàm ý chính sách để các doanh nghiệp có cái nhìn tổng quan và đưa ra quyết định cấu trúc vốn phù hợp cho doanh nghiệp.

Bài báo của chúng tôi nghiên cứu sử dụng dữ liệu nghiên cứu từ các báo cáo tài chính được thu thập của 207 doanh nghiệp ngành sản xuất được niêm yết trên hai sàn giao dịch HOSE và HNX giai đoạn từ năm 2009-2018.

Bài báo của chúng tôi đóng góp vào nghiên cứu hiện tại trên một số mặt như sau:

Thứ nhất, từ kết luận nghiên cứu của Akeem và cộng sự (2014) về tầm quan trọng của cấu trúc vốn đối với doanh nghiệp và từ kết luận nghiên cứu của Panda và cộng sự (2020) về sự khác biệt của cấu trúc vốn trong các ngành, các lĩnh vực và các quốc gia là khác nhau. Nhóm nghiên cứu nhận thấy bài báo này sẽ có sự đóng góp nhất định với ý nghĩa cung cấp hiểu biết sâu hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp sản xuất và giúp doanh nghiệp có cái nhìn đúng đắn hơn về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành sản xuất tại Việt Nam. Từ đó các doanh nghiệp xây dựng được một cấu trúc vốn hợp lý để nâng cao năng lực cạnh tranh và tối đa hóa lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Thứ hai, các nhà nghiên cứu đều có những quan điểm khác nhau về cấu trúc vốn (Kumar và cộng sự, 2017), nên chúng tôi kiểm tra sự phù hợp của các lý thuyết về cấu trúc vốn đối với ngành sản xuất ở Việt Nam. Kết quả nghiên cứu sẽ góp phần củng cố lý thuyết về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp có tính chất đặc thù tại Việt Nam như ngành sản xuất mà hiện nay có ít nghiên cứu về nó.

Thứ ba, bài nghiên cứu của chúng tôi sử dụng dữ liệu nghiên cứu từ báo cáo tài chính được thu thập của các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2009-2018, nên bài nghiên cứu này là bằng chứng thực nghiệm, góp phần làm đa dạng trong kho tàng thư viện nghiên cứu và đặc biệt là kho tàng kiến thức kinh doanh, đầu tư, quản trị doanh nghiệp ở Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng có mối quan hệ tiêu cực giữa các doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty Big4 và cấu trúc vốn của ngành sản xuất tức là những doanh nghiệp được kiểm toán bởi Big4 có tỷ lệ nợ thấp hơn. Khả năng sinh lời của doanh nghiệp và cấu trúc tài sản doanh nghiệp có mối quan hệ nghịch chiều

với cấu trúc vốn. Quy mô của doanh nghiệp có mối quan hệ tích cực với cấu trúc vốn. Khả năng thanh khoản có quan hệ nghịch chiều với tỷ lệ nợ vay và tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trong tổng tài sản của doanh nghiệp, nhưng có quan hệ tích cực với tỷ lệ nợ vay dài hạn trong tổng tài sản. Riêng tính sở hữu nhà nước của doanh nghiệp trong nghiên cứu này không tìm thấy mối liên hệ với cấu trúc vốn của ngành đang nghiên cứu.

Phần còn lại của nghiên cứu có cấu trúc sau: Chương II trình bày lược sử nghiên cứu cả về khung lý thuyết và cả các nghiên cứu đi trước liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tiếp theo đó chương III của đề tài là mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu được áp dụng trong đề tài. Chương IV trình bày kết quả nghiên cứu. Và cuối cùng, chương V kết luận và rút ra các đề xuất trong tương lai.

CHƯƠNG II. LƯỢC SỬ NGHIÊN CỨU

2.1 Giới thiệu

Chương II của đề tài sẽ trình bày một cách hệ thống cơ sở lý thuyết về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp và quan trọng ở đề tài là doanh nghiệp ngành sản xuất.

2.2 Cơ sở lý thuyết

*Lý thuyết M&M

Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn, đây là lý thuyết khởi đầu cho các nghiên cứu về cấu trúc vốn được Franco Modigliani và Merton Miller đề xuất vào năm 1958. Lý thuyết nghiên cứu về mối quan hệ của cơ cấu nguồn vốn và giá trị của doanh nghiệp ở hai trường hợp: môi trường không có thuế thu nhập doanh nghiệp vào năm 1958 và môi trường có thuế thu nhập doanh nghiệp vào 1963. Lý thuyết M&M đã đưa ra những kiến thức quan trọng về cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Năm 1958, lý thuyết M&M kết luận rằng trong môi trường không có thuế thu nhập doanh nghiệp, khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay thì giá trị của nó cũng bằng giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ vay. Nói cách khác, cơ cấu nguồn vốn không có ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Năm 1963, lý thuyết M&M nói rằng trong môi trường có thuế thu nhập doanh nghiệp, khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay thì giá trị của doanh nghiệp sẽ tăng nhờ vào khoản tiết kiệm từ việc vay nợ. Do vay nợ sẽ làm phát sinh chi phí lãi vay và chi phí này được khấu trừ thuế trước khi doanh nghiệp tính thuế thu nhập doanh nghiệp, tạo nên tấm lá chắn thuế cho doanh nghiệp. Điều này, cho ta thấy rằng giá trị của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của cấu trúc vốn trong môi trường có thuế.

Mặc dù lý thuyết M&M đã đặt nền móng đầu tiên cho các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn, nhưng việc áp dụng những giả thuyết vào thực tế rất khó vì các giả thuyết này được đưa ra với giả định là trong thị trường hoàn hảo, không có chi phí giao dịch và không có chi phí kiệt quệ tài chính. Chính điểm ấy, đã tạo cơ sở cho sự phát triển các lý thuyết về sau.

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

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Trade-Off Theory Of Capital Structure), được chia thành 2 dạng: lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng tĩnh (Static Trade - Off Theory) và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng động (Dynamic Trade - Off Theory).

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn được phát triển đầu tiên bởi Kraus & Litzenberger (1973). Kraus & Litzenberger (1973) kết luận rằng giá trị thị trường của một công ty sử dụng nợ bằng giá trị của công ty khi không sử dụng nợ, cộng với giá trị của lá chắn thuế trừ đi phần giá trị bằng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp nhân với hiện giá của chi phí phá sản. Điều này có nghĩa là lợi ích của lá chắn thuế sẽ được bù lại bằng các thiệt hại nếu việc phá sản xảy ra.

Bradley, Jarrell và Kim (1984) cũng đưa ra kết luận rằng giá trị của một DN có quan hệ ngược chiều với các chi phí có liên quan đến việc gia tăng cấu trúc vốn. Tương tự, S. Myers (1977) cũng đưa ra lý luận về chi phí phá sản trong nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn, ông cho rằng chi phí này làm trì hoãn việc vay mượn của các doanh nghiệp và chi phí này xuất hiện ngay khi doanh nghiệp có nguy cơ bị phá sản. Năm 1984, Myers đã đưa ra thuật ngữ “static trade off theory” để phân tích về việc tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu, trong đó DN phải tìm một cấu trúc vốn phù hợp, để lợi ích của lá chắn thuế bù trừ tốt nhất cho các thiệt hại về việc gia tăng vay nợ.

Tóm lại, các nghiên cứu lý thuyết này cho rằng, tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu cho DN, ở cấu trúc vốn đó, lợi ích của lá chắn thuế bù trừ tốt nhất cho các thiệt hại mà việc gia tăng vay nợ mang lại như: chi phí khốn khó tài chính, chi phí đại diện ví dụ như chi phí đánh mất khách hàng, nhà cung cấp, chi phí trả cho luật sư giải quyết phá sản hay chi phí trả cho nhân viên và quản lý trong khi chờ phá sản,....

Lý thuyết đánh đổi đã giải thích được sự khác biệt về cơ cấu vốn của các ngành, giữa các doanh nghiệp có mức sử dụng tài sản hữu hình khác nhau. Trong đó, doanh nghiệp có nhiều tài sản hữu hình và khả năng sinh lời cao thì tỷ lệ nợ cao, doanh nghiệp nào có nhiều tài sản vô hình và khả năng sinh lời thấp thì tỷ lệ nợ thấp. Đồng thời lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn đã giải thích được những mặt hạn chế của lý thuyết M&M về chi phí kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp sử dụng lãi vay. Nhưng lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn có hạn chế trong việc định lượng các chi phí lãi vay.

*Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)

Lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển bởi Donaldson năm 1961, nhà nghiên cứu đã đặt nền tảng đầu tiên của lý thuyết trật tự phân hạng liên quan đến cấu trúc vốn. Lý thuyết đã giải quyết một trong những giả định không hợp lý trong lý thuyết M&M. Theo đó, thị trường vốn là thị trường hoàn hảo, không tồn tại hiện tượng thông tin bất cân xứng. Sau đó, lý thuyết trật tự phân hạng tiếp tục được phát triển bởi S. C. Myers (1984), dựa trên việc phân tích thông tin bất cân xứng tác động đến quyết định đầu tư và tài trợ của DN.

Thông qua nghiên cứu, S. C. Myers và Majluf (1984) đã rút ra kết luận về sự phân hạng các loại vốn, trong đó lợi nhuận giữ lại tốt hơn nợ và nợ tốt hơn vốn cổ phần. Do đó, nhà quản trị thường sẽ ưu tiên sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại hơn tức nguồn vốn bên trong doanh nghiệp. Nếu nguồn vốn này vẫn chưa đủ thì nhà quản trị sẽ ưu tiên sử dụng tài trợ vốn thông qua nguồn vốn vay với lãi suất cố định để không phải chia sẻ lợi nhuận với các cổ đông mới. Phát hành cổ phiếu thường tức sử dụng nguồn vốn từ chủ sở hữu mới là lựa chọn cuối cùng của các nhà quản trị khi tìm kiếm nguồn vốn tài trợ dự án. Ngoài ra, lý thuyết trật tự phân hạng cũng chỉ ra rằng không có một hỗn hợp nợ và vốn mục tiêu nào được xác định rõ. S. C. Myers và Majluf (1984) cho rằng do vốn chủ sở hữu bao gồm cả lợi nhuận giữ lại và phát hành cổ phiếu mới nên khó có thể xác định được cấu trúc vốn tối ưu.

*Lý thuyết thời điểm thị trường (Market Timing Theory)

Nghiên cứu của Baker và Wurgler (2002) đã chỉ ra rằng lý thuyết thời điểm thị trường giải thích một cách phù hợp nhất về tình trạng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp; Đồng thời chỉ ra sự biến động về thị giá của cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính thấp có xu hướng là những doanh nghiệp huy động vốn khi định giá của họ cao, và ngược lại các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao có xu hướng là những công ty huy động vốn khi định giá của họ thấp. Đồng thời nghiên cứu cũng kết luận, không tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu và sự hình thành cấu trúc vốn của doanh nghiệp là hệ quả của các quyết định thay đổi cấu trúc vốn của quản lý doanh nghiệp tại các thời điểm giá trị thị trường của doanh nghiệp.

2.3 Một số nghiên cứu trước đây

Nhiều nghiên cứu về cấu trúc vốn doanh nghiệp trước đây sử dụng dữ liệu tại các quốc gia phát triển. Bevan và Danbolt (2002) sử dụng dữ liệu từ Vương quốc Anh. Antoniou, Guney và Paudyal (2002) phân tích các doanh nghiệp tại Anh, Đức và Pháp.

Hall, Hutchinson và Michaelas (2004) nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Châu Âu. Ở các quốc gia đang phát triển, có một số nghiên cứu nổi bật như nghiên cứu tại doanh nghiệp Trung Quốc của Chen (2004); Omet và Nobanee (2001) sử dụng dữ liệu từ Jordan và Al-Sakran; Huang và Song (2006) với bộ mẫu là hơn 1.000 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, đã xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Trung Quốc.

Nghiên cứu của Panda và cộng sự (2020) đã xem xét 1592 công ty trên tám lĩnh vực sản xuất chính của nền kinh tế Ấn Độ kéo dài từ năm 2007 đến năm 2017. Ở cấp độ ngành, nghiên cứu kết luận rằng mỗi lĩnh vực sản xuất đều có những yếu tố quyết định cơ cấu vốn riêng. Deesomsak và cộng sự (2004) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô công ty có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ. Trong khi đó, sự tăng trưởng và khả năng thanh khoản có tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Huang và Song (2006) với bộ mẫu là hơn 1.000 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, đã cho thấy quy mô doanh nghiệp, lá chắn thuế và tài sản cố định tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ.

Nghiên cứu của Kurniawati và cộng sự (2020) khảo sát các doanh nghiệp niêm yết tại Indonesia từ 2008-2015 bằng cách sử dụng bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS). Nghiên cứu kết luận rằng các công ty được kiểm toán bởi một trong những công ty thuộc Big4 hiển thị tỷ lệ nợ thấp hơn. Nghiên cứu của Chang, Dasgupta và Hilary (2009) khảo sát các doanh nghiệp được liệt kê trong hồ sơ hàng năm của Compustat Industrial giai đoạn từ 1985-2005. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng có sự khác biệt giữa thông tin bất cân xứng giữa doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty hàng đầu và những doanh nghiệp không được kiểm toán bởi công ty hàng đầu. Cụ thể, những doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty hàng đầu có khả năng phát hành vốn chủ sở hữu thay vì nợ trong cấu trúc vốn. Tiếp đó, các công ty này có xu hướng phát hành lượng vốn chủ sở hữu lớn hơn khi thị trường trong điều kiện thuận lợi. Ngoài ra, tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp được kiểm toán bởi các công ty hàng đầu ít bị ảnh hưởng bởi các điều kiện thị trường.

Tại Việt Nam, Nguyen và Ramachandran (2006) đã khảo sát các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DNVVN Việt Nam, trong giai đoạn 1998-2001. Kết quả thực nghiệm cho thấy doanh nghiệp chủ yếu sử dụng các khoản nợ ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động của mình. Cơ cấu vốn của các DNVVN tại Việt Nam có quan hệ thuận chiều với tăng trưởng, rủi ro kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, mạng lưới quan hệ và mối quan hệ với các ngân hàng, nhưng tác động tiêu cực đến tính hữu hình. Lê Thị Minh

Nguyên thực hiện nghiên cứu về cấu trúc vốn của các DN ngành xi măng niêm yết trên HNX và HOSE trong giai đoạn 2007-2013. Kết quả cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô và tỷ lệ nợ dài hạn. Mối quan hệ ngược chiều của cấu trúc vốn và khả năng sinh lợi, lá chắn thuế khấu hao. Nghiên cứu của Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến về tác động của 180 công ty niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2010-2013 cho thấy quy mô, khả năng sinh lời có mối quan hệ cùng chiều, mối quan hệ ngược chiều giữa thuế và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

2.4 Giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước, nghiên cứu này đề xuất các giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết 1: Tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa các doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty Big 4 với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra ở các nước đang phát triển, nguồn tài chính bên ngoài là tương đối quan trọng hơn so với tài chính nội bộ doanh nghiệp (Atkin & Glen, 1992). Các công ty ở quốc gia đang phát triển phụ thuộc tương đối nhiều vào các quỹ vay bên ngoài để thúc đẩy tăng trưởng. Nghiên cứu của Becker và cộng sự (1998); Watts và Zimmerman (1983); Choi và Wong (2007); Fan và Wong (2005); Chang, Dasgupta và Hilary (2009); Kurniawati và cộng sự (2020) đều cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa kiểm toán bởi công ty Big4 và cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Vì các công ty kiểm toán bởi Big4 được kỳ vọng sẽ góp phần giảm thông tin bất cân xứng, tăng độ tin cậy của báo cáo tài chính doanh nghiệp, từ đó tăng khả năng tiếp cận nguồn vốn cổ phần ở bên ngoài.

Giả thuyết 2: Tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa quy mô với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Quy mô công ty được xem là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong nhiều nghiên cứu: Rajan và Zingales (1995); Hall, Hutchinson và Michaelas (2000); Bevan và Danbolt (2004). Các công ty có quy mô càng lớn sẽ có khả năng phá sản thấp hơn (Rajan & Zingales, 1995). Đa số kết quả nghiên cứu trước đây đều cho thấy quy mô công ty tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc vốn. Như Akhtar (2005); Psillaki và Daskalakis (2009); Frank và Goyal (2009); Gurcharan (2010). Nghiên cứu của Sayilgan, Karabacak, Kucukkocaoglu, Innovations (2006) đối với doanh nghiệp ngành sản xuất cũng cho kết quả tương tự.

Giả thuyết 3: Tồn tại mối quan hệ đồng biến giữa tính sở hữu nhà nước với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Aguilera và Wang (2020) cho thấy rằng doanh nghiệp nhà nước nhận được nhiều ưu đãi về tiếp cận vốn hơn so với doanh nghiệp tư nhân. Từ đó doanh nghiệp sẽ có cấu trúc vốn cao do có xu hướng vay nợ nhiều hơn (Mahakud & Mukherjee, 2011). Có nhiều nghiên cứu đã chứng minh tính sở hữu nhà nước tỉ lệ thuận với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Như Jiang, Laurenceson và Tang (2008); Liao và Young (2012); Saad (2010). Nghiên cứu tại Việt Nam của Nguyen và Ramachandran (2006) cũng chỉ ra rằng doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước có tỷ lệ nợ cao hơn các doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân.

Giả thuyết 4: Tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa khả năng sinh lời với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Pratiwi Batubara, Topowijono và ZA (2017) chỉ ra rằng các công ty có khả năng sinh lời cao thường sử dụng tương đối ít nợ. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp càng nợ nhiều thì ROA càng thấp. Đa số các nghiên cứu trước đây như Chen (2004); Huang và Song (2006); Mutallib (2010); Sheikh và Wang (2011) cho thấy khả năng sinh lời có mối quan hệ ngược chiều (-) với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp, điều này ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng. Nghiên cứu của McCaig và Pavcnik (2013); Nasution, Siregar, & Panggabean (2017) cũng chỉ ra khả năng sinh lời có ảnh hưởng tiêu cực và đáng kể đến cấu trúc vốn doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Giả thuyết 5: Tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ lệ tài sản cố định hữu hình với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp được xác định bởi tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản. Doanh nghiệp sở hữu nhiều tài sản cố định có thể giúp doanh nghiệp vay vốn dễ dàng hơn do có tài sản bảo đảm (Akinlo, 2011). Nhiều kết quả nghiên cứu trước đây cho thấy cấu trúc tài sản tỷ lệ cùng chiều với cấu trúc vốn của doanh nghiệp như Chen (2004), Huang và Song (2006) tại Trung Quốc; Gaud và Bender (2005) tại Thụy Sĩ, Frank và Goyal (2009) tại các công ty thương mại Mỹ. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác như của Nguyen và Ramachandran (2006); Sheikh và Wang (2011); Nghiên cứu của Banchuenvijit (2009) lại chỉ ra mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa tài sản cố định với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Vo (2017) tại các công ty Việt Nam chỉ ra tài sản cố định tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính, có quan hệ cùng chiều với

đòn bẩy dài hạn và ngược chiều với đòn bẩy ngắn hạn. Do đó, bài nghiên cứu kì vọng mối quan hệ giữa tài sản cố định và cấu trúc vốn là ngược chiều.

Giả thuyết 6: Tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa thuế thu nhập với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Thuế thu nhập doanh nghiệp (ET) là một yếu tố quan trọng có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp (Modigliani & Miller, 1958). Lợi nhuận từ các khoản vay làm tăng thuế suất hiệu quả (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008). Một số nghiên cứu trước như của Bartholdy và Mateus (2008), MacKie-Mason (1990) và Loney (2015) đã chỉ ra mối quan hệ tích cực giữa thuế thu nhập với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu lại cho kết quả ngược lại. Như nghiên cứu của Kasznik (1999); Deesomsak và cộng sự (2004); Viviani (2008) và Gao (2016). Nghiên cứu tại doanh nghiệp Việt Nam của Anh và Yén (2014) chỉ ra rằng lá chắn thuế của doanh nghiệp tác động ngược chiều với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Vì thế, bài nghiên cứu kì vọng thuế thu nhập doanh nghiệp tỷ lệ nghịch với cấu trúc vốn.

Giả thuyết 7: Tồn tại mối quan hệ nghịch biến giữa khả năng thanh khoản với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Williamson (1988) cho rằng mức nợ tối ưu của doanh nghiệp bị giới hạn bởi tính thanh khoản của tài sản. Khả năng thanh khoản có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của một DN (Anderson & Carverhill, 2012). Về tính thanh khoản của tài sản, kết quả thực nghiệm trong nghiên cứu của Cassar và Holmes (2003) cho thấy, nhân tố này tác động ngược chiều lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp và có mức tác động mạnh nhất trong các nhân tố. S. C. Myers và Rajan (1998) cũng chỉ ra rằng các công ty có tính thanh khoản cao thường vay ít hơn. Nghiên cứu của Mutallib (2010); Lipson và Mortal (2009); Suhaila và Wan Mahmood (2008); Šarlija và Harc (2012); Vo (2017) đều cho thấy khả năng thanh khoản có tác động ngược chiều lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

2.5 Tình hình hoạt động của các công ty kiểm toán Big4 tại Việt Nam

Tính đến ngày 01/12/2021, Việt Nam có 210 doanh nghiệp kiểm toán trên cả nước³. Trong đó nổi bật là 4 công ty kiểm toán nước ngoài lớn (Big Four) gồm: EY, Deloitte, KPMG và PwC. Theo các thống kê trên sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam, có tới hơn 70% các công ty niêm yết trên sàn chọn Big4 là công ty kiểm toán độc

³ Theo báo cáo tổng kết hoạt động năm 2020 - 2021 và phương hướng hoạt động năm 2022 của ngành Kiểm toán độc lập.

lập⁴. Hơn nữa, các công ty Big4 tích cực hợp tác cùng Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước để tiến hành giới thiệu và áp dụng một số chuẩn mực quốc tế như Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế, Chuẩn mực Kiểm toán quốc tế,... góp phần đưa các chuẩn mực kế toán - kiểm toán của Việt Nam ra thế giới. Số liệu tổng hợp của VACPA⁵ cho thấy, EY, Deloitte, KPMG và PwC dẫn đầu và chiếm tới khoảng 49,8% doanh số toàn ngành kiểm toán vào năm 2016. Sự xuất hiện và ra đời của các công ty kiểm toán Big4 tại Việt Nam góp phần thúc đẩy, nâng cao năng lực cạnh tranh và đa dạng hóa dịch vụ các dịch vụ kiểm toán.

2.6 Tổng quan về ngành sản xuất Việt Nam

2.6.1 Ngành sản xuất Việt Nam sau thời kỳ Đổi Mới

Việt Nam là một nền kinh tế mới nổi đã có những cải cách kinh tế ấn tượng kể từ khi Doimoi (Đổi mới) năm 1986 (Leung, 2015). Nền kinh tế đã chuyển dịch cơ cấu từ nông nghiệp sang công nghiệp sản xuất (McCaig & Pavcnik, 2013).

Theo các chỉ số của Ngân hàng Phát triển Châu Á, tỷ trọng sản xuất trong tổng sản phẩm quốc nội (GDP) đã tăng đều đặn trong hai thập kỷ qua kể từ 15% năm 1994 lên 20% năm 2014. Tổng GDP tăng gấp 30 lần trong 25 năm (1986-2011) và tốc độ tăng trưởng GDP tiếp tục tăng trưởng trung bình 6% từ năm 2010 đến năm 2016 (Ngân hàng Thế giới, 2017)⁶.

Việt Nam đang trở thành điểm đến hàng đầu, thu hút đầu tư nước ngoài vào lĩnh vực sản xuất. Năm 2018, nước ta đã thu hút hơn 35 tỷ USD vốn đăng ký (Bộ Kế hoạch và Đầu tư Việt Nam). Sản xuất chiếm 14,9% về số lượng các công ty, đóng góp 20,2% về tổng tài sản và 38,3% về tổng tài sản ròng kim ngạch (Tổng cục Thống kê (GSO), 2017)⁷.

Biểu đồ 1 mô tả tổng nợ và vốn cổ phần của doanh nghiệp ngành sản xuất trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2018. Theo đó, trong giai đoạn năm 2009-2018, doanh nghiệp ngành sản xuất có tỷ lệ tổng nợ cao hơn so với tỷ lệ của vốn cổ phần. Nợ cũng có xu hướng tăng qua các năm, điều đó thể hiện doanh nghiệp sản xuất ngày càng quan tâm

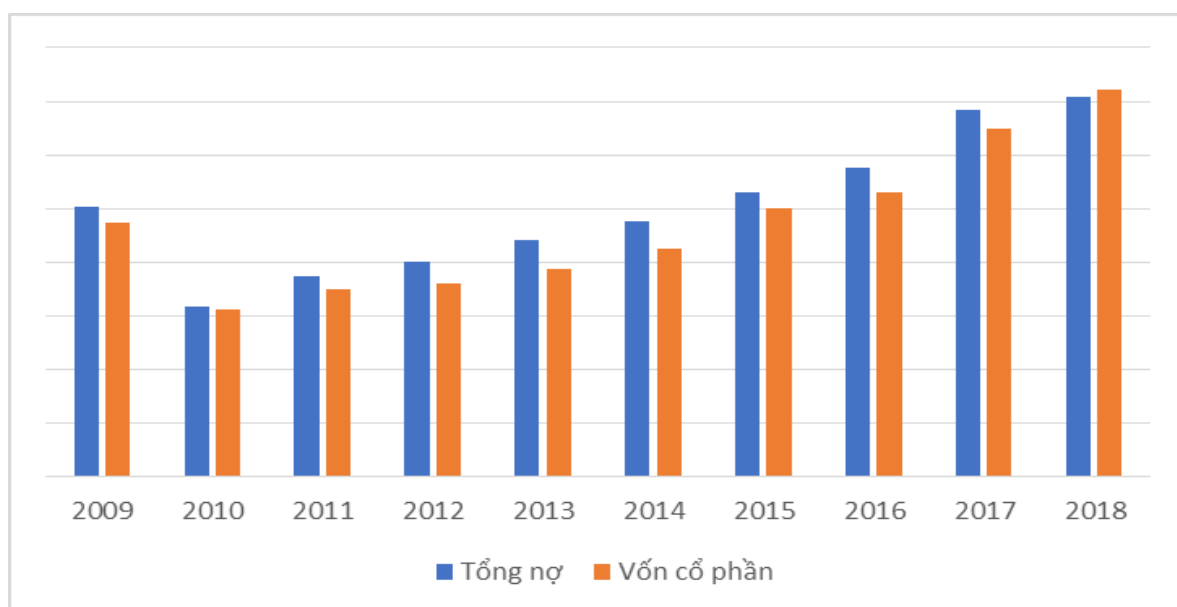
⁴ <https://tapchitaichinh.vn/dien-dan-khoa-hoc/big-four-va-su-phat-trien-cua-he-thong-kiem-toan-doc-lap-o-viet-nam-87610.html>

⁵ Hội Kiểm Toán Viên Hành Nghề Việt Nam

⁶ Theo Chỉ số phát triển thế giới (WDI) do World Bank xây dựng năm 2017

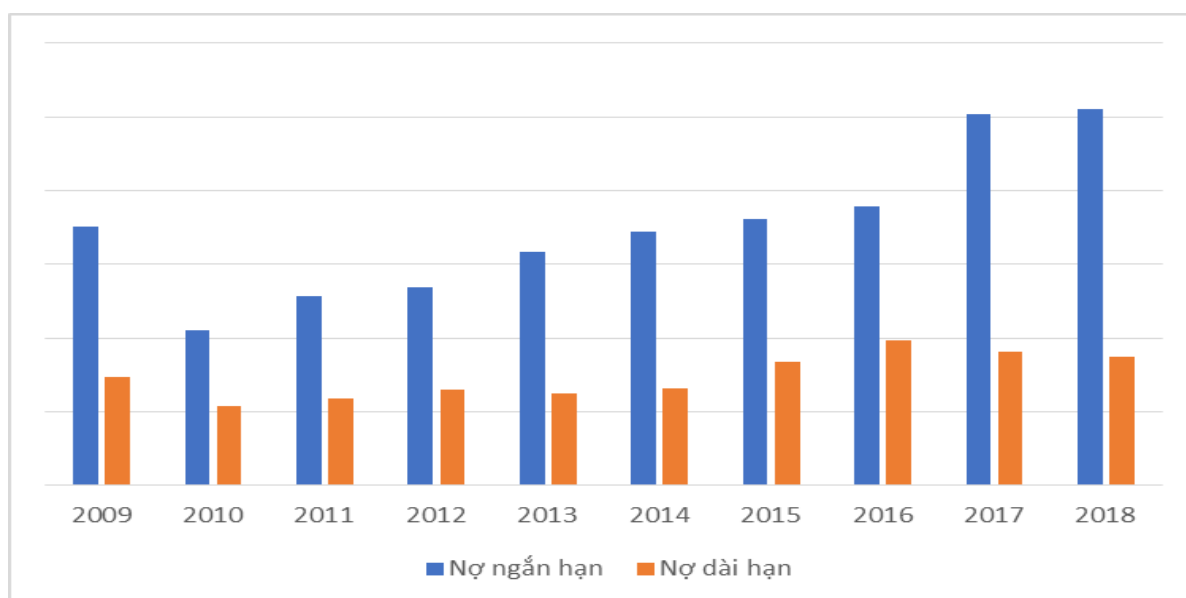
⁷ General Statistics Office (GSO). Niên giám thống kê Việt Nam năm 2017

đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính như một công cụ góp phần gia tăng hiệu quả, thúc đẩy doanh nghiệp phát triển.



Biểu đồ 1: Tổng nợ và vốn cổ phần của doanh nghiệp ngành sản xuất Việt Nam

Ngoài ra, các công ty sản xuất có xu hướng chủ yếu sử dụng nợ vay ngắn hạn. Biểu đồ 2 cho thấy giá trị các khoản vay ngắn hạn chiếm hơn 50% so với các đòn bẩy tài chính dài hạn. Điều này có thể đến từ đặc điểm của nợ ngắn hạn. Các công ty sản xuất có thể huy động dễ dàng, dễ tiếp cận, vay theo từng giai đoạn của dự án. Từ đó góp phần hỗ trợ nhu cầu vốn kinh doanh tạm thời, tiết kiệm chi phí và tạo cơ hội thúc đẩy doanh nghiệp ngành sản xuất phát triển.



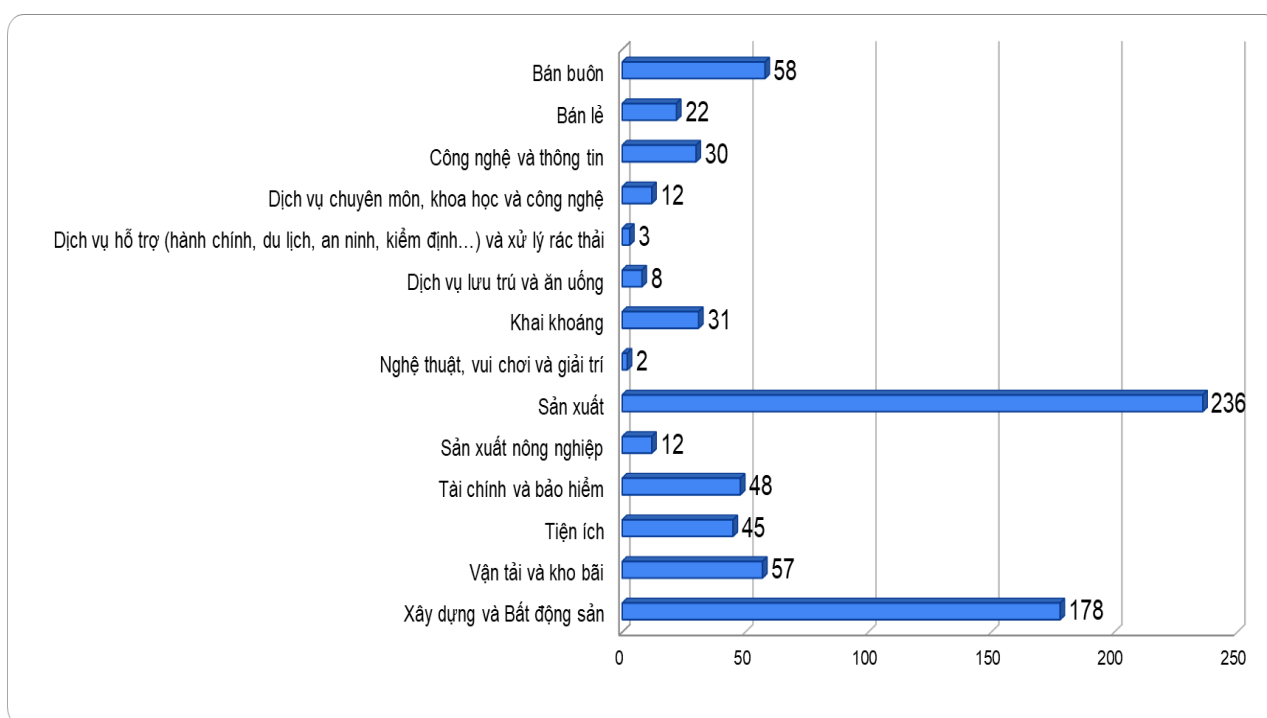
Biểu đồ 2: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn của doanh nghiệp ngành sản xuất Việt Nam

2.6.2 Vai trò của ngành sản xuất Việt Nam

Từ trước đến nay, sản xuất đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế đối với các quốc gia đang phát triển (Haraguchi, Cheng, & Smeets, 2017). Ngành sản xuất Việt Nam góp phần quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đem lại nguồn doanh thu lớn và quyết định vị thế của quốc gia.

Tybout (2000) cho rằng lĩnh vực sản xuất là một khía cạnh hàng đầu của hiện đại hóa và tạo việc làm, đồng thời cũng có nhiều tác động lan tỏa tích cực khác. Đó là chìa khóa cho sự đổi mới và phổ biến công nghệ (Mijiyawa, 2017). Ngành sản xuất giúp giải quyết một lượng lớn nhu cầu việc làm và góp phần nâng cao thu nhập; Tạo cơ hội giúp Việt Nam trở thành điểm đến hấp dẫn, thu hút đầu tư nước ngoài. Từ đó thúc đẩy đầu tư, kinh doanh và hoạt động xuất nhập khẩu.

Sản xuất tạo ra một khối lượng của cải vật chất, tạo ra sản phẩm tiêu dùng phục vụ nhu cầu đời sống xã hội. Các công ty sản xuất cũng có thể được coi là những người tiêu dùng quan trọng của ngân hàng, vận tải, bảo hiểm và thậm chí cả nông nghiệp (Mijiyawa, 2017).



Biểu đồ 3: Số lượng doanh nghiệp các ngành niêm yết trên sàn HNX và HOSE

Theo số liệu Vietstock.vn từ hai sàn giao dịch HNX và HOSE gồm 741 doanh nghiệp được phân theo 14 ngành. Sự phân ngành này được Vietstock lựa chọn tiêu chuẩn NAICS 2007⁸ để áp dụng cho việc phân ngành vì tính phổ biến, bao quát cao, được sự hỗ trợ của nhiều tổ chức quốc tế. Ở biểu đồ 3 cho thấy: doanh nghiệp ngành sản xuất chiếm số lượng cao nhất trong tổng các ngành. Có khoảng 236 doanh nghiệp ngành sản xuất được niêm yết trên sàn HNX và HOSE, chiếm 32% so với các ngành còn lại.

Tất cả những điều trên cho thấy doanh nghiệp ngành sản xuất có vai trò, ảnh hưởng đáng kể đến thị trường chứng khoán nói riêng và nền kinh tế Việt Nam nói chung. Góp phần quan trọng trong quá trình xây dựng phát triển đất nước, phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh và khẳng định vị thế quốc gia.

⁸ NAICS 2007(The North American Industry Classification System): Hệ thống phân ngành Bắc Mỹ

CHƯƠNG III. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Giới thiệu

Chương III của đề tài sẽ tập trung mô tả dữ liệu được sử dụng để kiểm định thống kê. Cụ thể hơn, nhóm tác giả trình bày các phương pháp nghiên cứu để đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn đến doanh nghiệp ngành sản xuất theo sàn chứng khoán. Và cuối cùng, nhóm tác giả đề xuất mô hình kinh tế lượng để thực hiện nghiên cứu đề tài

3.2 Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu của đề tài đến từ báo cáo tài chính theo năm được thu thập từ các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội (HNX) giai đoạn năm 2009-2018. Nhóm tác giả chọn dữ liệu giai đoạn năm 2009 đến 2018 vì vào năm 2007 lạm phát của Việt Nam tăng cao ở mức 12,63% khiến chi phí sản xuất tăng, gây áp lực và ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận doanh nghiệp ngành sản xuất. Năm 2008, khủng hoảng tài chính nổ ra làm chao đảo nền kinh tế toàn cầu. Đối với năm 2019, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đánh giá, chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc khiến tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu 2019 giảm xuống mức thấp nhất kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008. Năm 2020 và 2021, Đại dịch Covid-19 gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến tình hình kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng.

Chúng tôi căn cứ vào danh sách công ty sản xuất được niêm yết trên sàn chứng khoán để thu thập dữ liệu. Theo số liệu từ vietstock⁹ trên thị trường năm 2022 có khoảng 105 doanh nghiệp ngành sản xuất được niêm yết trên sàn HNX và 130 doanh nghiệp sản xuất được niêm yết trên sàn HOSE.

Tiến trình thu thập dữ liệu như sau: Đầu tiên, chúng tôi truy cập và tải tất cả báo cáo tài chính của các doanh nghiệp từ hai trang mạng lớn và uy tín là cafef¹⁰ và vietstock. Sau khi thu thập đủ các báo cáo tài chính, chúng tôi tiến hành sàng lọc báo cáo tài chính của 616 công ty đã được kiểm toán qua các năm từ 2009-2020 bởi Big 4 (Deloitte, KPMG, EY, PwC) và loại bỏ các báo cáo tài chính không đủ dữ kiện để thực hiện đề tài. Cụ thể, chúng tôi loại các doanh nghiệp niêm yết sau 2018, niêm yết sau giai đoạn

⁹ vietstock: trang web cung cấp tin tức và dữ liệu kinh tế, tài chính, chứng khoán (<https://vietstock.vn/>)

¹⁰ cafef: trang web tin tức kinh tế, tài chính, thông tin chứng khoán của Việt Nam (<https://cafef.vn/>)

nghiên cứu (doanh nghiệp có mã chứng khoán APH, BCF, BNA, GAB, MED, NHH, PGN, PHN, SHE, TAR, TDP, VHE).

Thứ hai, loại bỏ các công ty chưa được niêm yết trên sàn chứng khoán giai đoạn 2009-2018; ngoài ra có những doanh nghiệp cũng được niêm yết trong năm 2018 nhưng bị loại do tham gia vào khoảng thời gian gần cuối năm, cụ thể là dưới 200 ngày (mã chứng khoán CRC, SMB, TDT, DBD, HHP, MSH, YMB), dưới 1 năm (mã chứng khoán GEX, MED, PHN); Loại những doanh nghiệp thuộc diện cảnh báo (mã chứng khoán KTS bị loại bỏ vì LNST là số âm; TTF bị loại bỏ do thuộc diện cảnh báo vì lỗ lũy kế và bị đưa vào diện kiểm soát đặc biệt; doanh nghiệp mã chứng khoán X20 bị đưa vào diện cảnh báo do vi phạm nghĩa vụ CBTT,...). Thứ ba, nhóm nghiên cứu tiến hành loại bỏ những doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất nông nghiệp do sự khác nhau về sản phẩm, mức độ tập trung và tính chuyên môn hóa.

Sau khi sàng lọc để nghiên cứu, chúng tôi nhận thấy rằng mẫu nghiên cứu của chúng tôi chủ yếu là các công ty thuộc ngành sản xuất trên 2 sàn HOSE và HNX, được niêm yết trong giai đoạn 2009-2018, có đầy đủ dữ liệu và hoạt động kinh doanh có giá trị dương, chủ yếu loại bỏ các công ty được niêm yết ngoài giai đoạn 2009-2018.

Mẫu nghiên cứu cuối cùng để thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội (HNX) giai đoạn năm 2009-2018 là 1586 quan sát của 207 doanh nghiệp ngành sản xuất. Trong đó, giai đoạn 2009 - 2010 có 219 quan sát, giai đoạn 2011-2012 có 300 quan sát, giai đoạn 2013-2014 có 318 quan sát, giai đoạn 2015-2016 có 354 quan sát, giai đoạn 2017-2018 có 395 quan sát.

3.3 Phương pháp nghiên cứu

Với đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2018” thì phương pháp nghiên cứu được sử dụng ở đây là phương pháp nghiên cứu định lượng, sử dụng kỹ thuật hồi quy bình phương tối thiểu (OLS) cùng với hiệu ứng Fixed effect để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành sản xuất trên thị trường chứng khoán. Cùng với đó nghiên cứu sử dụng các kiểm định cơ bản như đa cộng tuyến VIF, để tìm ra mô hình phù hợp với nghiên cứu.

3.4. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Mô hình 1: Các yếu tố tác động đến tỷ lệ tổng nợ vay của doanh nghiệp

$$TLEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.STATE_{i,t} + \beta_4.ROA_{i,t} + \beta_5.TANG_{i,t} + \beta_6.ET_{i,t} + \beta_7.LIQ_{i,t} + u_{it}$$

Mô hình 2: Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nợ ngắn hạn của doanh nghiệp

$$SLEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.STATE_{i,t} + \beta_4.ROA_{i,t} + \beta_5.TANG_{i,t} + \beta_6.ET_{i,t} + \beta_7.LIQ_{i,t} + u_{it}$$

Mô hình 3: Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nợ dài hạn của doanh nghiệp

$$LLEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.STATE_{i,t} + \beta_4.ROA_{i,t} + \beta_5.TANG_{i,t} + \beta_6.ET_{i,t} + \beta_7.LIQ_{i,t} + u_{it}$$

Trong đó: TLEV là tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản. SLEV là tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản; LLEV là tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản.

Các biến độc lập của mô hình gồm: Được kiểm toán bởi công ty Big4 (BIG4), SIZE (quy mô doanh nghiệp), tính sở hữu nhà nước (STATE), ROA (khả năng sinh lời của doanh nghiệp), TANG (cấu trúc tài sản hữu hình của doanh nghiệp), ET (thuế thu nhập doanh nghiệp), LIQ (khả năng thanh khoản nhanh của doanh nghiệp). u_{it} : Sai số ngẫu nhiên của doanh nghiệp i vào thời gian t .

CHƯƠNG IV. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1 Giới thiệu

Tại Chương IV của đề tài này, kết quả thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong đề tài được trình bày tại tiểu mục 4.2 và sự tương quan giữa các biến được trình bày tại tiểu mục 4.3. Thêm vào đó, nhóm tác giả trình bày kết quả nghiên cứu chính của đề tài tại tiểu mục 4.4. Cuối cùng, nhóm tác giả thực hiện kiểm tra tính nhất quán của kết quả nghiên cứu.

4.2 Thống kê mô tả

Bảng 1: Kết quả của thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong đề tài

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TLEV	1,586	0.4765843	0.2046291	0.0057202	0.9669253
SLEV	1,584	0.4077759	0.1829722	0.0057202	0.9485828
LLEV	1,584	0.0685717	0.1034591	0	0.654757
BIG4	1,586	0.2118537	0.4087506	0	1
SIZE	1,586	27.12183	1.450311	23.6367	31.99059
STATE	1,586	0.2200504	0.4144111	0	1
ROA	1,584	0.0747529	0.0762719	-0.6455083	0.7836994
TANG	1,584	0.2280899	0.1622189	0.0043911	0.8365375
ET	1,581	0.1825968	0.3116784	-2.337483	10.40135
LIQ	1,584	0.5176149	0.6107279	-1.645923	3.501059

Kết quả thống kê mô tả cho toàn bộ các biến sử dụng trong đề tài được trình bày tại bảng trên.

Kết quả thống kê mô tả của 1586 quan sát cho thấy tỷ trọng nợ/tổng tài sản của doanh nghiệp ngành sản xuất tương đối cân bằng là 47.65%. So với các nghiên cứu tại Việt Nam của Nguyen và Ramachandran (2006); Vo (2017), TLEV có giá trị gần bằng. Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao hơn nhiều so với nợ dài hạn trong cấu trúc vốn, với giá trị trung bình là 40,77% trong khi nợ dài hạn chỉ là 6,85%. Điều đó chứng tỏ các doanh nghiệp ngành sản xuất có xu hướng chọn sử dụng nguồn vốn vay ngắn hạn. BIG4 có giá trị trung bình là 0.2118537. Giá trị trung bình của ROA là 0.0747. Giá trị trung bình (độ lệch chuẩn) của SIZE là 27.12183 (1.4503). Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản (TANG) của công ty quan sát có giá trị trung bình là 0.2280899. Giá trị trung bình của ET là 0.1825968, trong đó giá trị nhỏ nhất là -2.337483, giá trị lớn nhất là 10.40135. Khả năng thanh khoản nhanh của doanh nghiệp (LIQ) trong mẫu nghiên cứu có độ lệch chuẩn là 0.5176149. Đối với biến STATE có giá trị trung bình là 0.2118537.

4.3 Sự tương quan giữa các biến phụ thuộc và độc lập

Bảng 2 Kết quả tương quan của các biến

	TLEV	SLEV	LLEV	ROA	SIZE	TANG	ET	LIQ	STATE	BIG4
TLEV	1.0000									
SLEV	0.8633	1.0000								
LLEV	0.4512	-0.0608	1.0000							
ROA	-0.4505	-0.3590	-0.2564	1.0000						
SIZE	0.2350	0.0581	0.3599	0.0205	1.0000					
TANG	0.1617	-0.0310	0.3746	-0.9999	0.0867	1.0000				
ET	0.0316	0.0126	0.0406	-0.0045	0.0461	0.0482	1.0000			
LIQ	-0.8245	-0.7343	-0.3322	0.3550	-0.0246	-0.4069	-0.0481	1.0000		
STATE	0.0042	-0.0514	0.1004	0.0521	0.1020	0.1314	0.0508	-0.0751	1.0000	
BIG4	-0.0099	-0.0337	0.0410	0.1074	0.4557	0.1063	0.0198	-0.0666	-0.0072	10000

Dựa vào bảng 2 chúng tôi thấy rằng:

Kết quả phân tích ma trận tương quan cho thấy biến phụ thuộc TLEV, SLEV, LLEV có mối quan hệ tương quan khá chặt chẽ với tất cả các biến độc lập. Mối quan hệ tuyến tính giữa các cặp biến với nhau là mối quan hệ hai chiều, hệ số tương quan đã cho thấy với hệ số dương cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa các cặp biến, hệ số âm cho thấy quan hệ ngược chiều giữa hai biến. Trong đó:

Tổng nợ/tổng tài sản (TLEV) có tương quan mạnh nhất với nợ vay ngắn hạn/tổng tài sản (SLEV) là (0.8633), ngược lại có mối tương quan yếu nhất với STATE là (0.0042). SLEV có tương quan mạnh nhất với LIQ (-0.7343) và tương quan yếu nhất với ET (0.0126). LLEV có tương quan mạnh nhất với TANG (0.3746) và tương quan yếu nhất với ET (0.0406). Nợ vay dài hạn/tổng tài sản (LLEV) có tương quan dương là 0.4512 với tổng nợ/tổng tài sản, tuy nhiên có mối tương quan âm là (-0.0608) với nợ vay ngắn hạn/tổng tài sản. Thu nhập ròng/tổng tài sản (ROA) có mối tương quan âm cả với 3 biến phụ thuộc. Tổng tài sản (SIZE) có mối tương quan dương với cả 3 biến phụ thuộc, có mối tương quan dương với ROA với mức là (0.0205). Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản (TANG) có mối tương quan âm (-0.0310) với biến phụ thuộc nợ vay ngắn hạn/tổng tài sản (SLEV) và (-0.999) với biến độc lập ROA. Tuy nhiên lại có mối tương quan dương với 2 biến phụ thuộc còn lại. Thuế thu nhập doanh nghiệp/tổng lợi nhuận trước thuế (ET) có mối tương âm tỷ số lợi nhuận/tổng tài sản (ROA) ở mức là (-0.0045). Biến tài sản ngắn hạn/ nợ ngắn hạn (LIQ) có mối tương quan dương với biến ROA ở mức là (0.3550). BIG4 có mối tương quan dương với nợ vay dài hạn/tổng tài sản ngược lại có mối tương quan âm với hai biến phụ thuộc còn lại là (TLEV) và (SLEV), ngoài ra còn có mối tương quan âm (-0.0666) với (LIQ) và (-0.0072) với (STATE).

Như một quy tắc theo kinh nghiệm, đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng nếu hệ số tương quan giữa các biến độc lập nhỏ hơn 0,8 (Gujarati, 2003). Hai biến ROA và TANG có hệ số tương quan tuyến tính khá mạnh, có thể xảy ra đa cộng tuyến giữa 2 biến độc lập này. Tuy nhiên, theo Daoud (2017) việc chỉ dựa vào mối quan hệ tương quan giữa các cặp biến còn mang tính hạn chế, đó là lí do tại sao đa phần sử dụng VIF để kiểm định đa cộng tuyến. Kết quả kiểm định với biến TLEV ở bảng 3 cho thấy hệ số phóng đại VIF của tất cả các biến độc lập đều nhỏ hơn 8 và hệ số VIF có giá trị trung bình bằng 1.22. Giá trị VIF trong khoảng từ 1-2 chỉ ra rằng không có mối tương quan giữa các biến độc lập. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến với biến SLEV và LLEV cũng cho ra kết quả tương tự.

Bảng 3: Kiểm định đa cộng tuyến

Variable	VIF	1/VIF
BIG4	1.30	0.768986
SIZE	1.36	0.735882
STATE	1.04	0.962961
ROA	1.18	0.848204
TANG	1.23	0.814633
ET	1.01	0.993635
LIQ	1.45	0.691885
Mean VIF	1.22	

4.4. Nội dung và kết quả nghiên cứu

4.4.1 Kết quả hồi quy

Sự ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành sản xuất được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2018 được đo lường thông qua mô hình:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.ROA_{i,t} + \beta_3.SIZE_{i,t} + \beta_4.TANG_{i,t} + \beta_5.LIQ_{i,t} + \beta_6.ET_{i,t} + \beta_7.STATE_{i,t} + u_{it}$$

Trong đó là $LEV_{i,t}$ là các biến phụ thuộc TLEV, SLEV, LLEV (từ cột 1 đến cột 3) và các biến độc lập là ROA, SIZE, TANG, ET, LIQ, STATE, BIG4. Giá trị sai số chuẩn trong ngoặc đơn được hiệu chỉnh cho hiện tượng phương sai không đồng nhất bằng kỹ thuật cluster tại cấp độ thời gian (***) (**), (*) thể hiện ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 0,1%, 1% và 5%.

Bảng 4: Kết quả chạy hồi quy

Independent variable	TLEV	SLEV	LLEV
	(1)	(2)	(3)
Constant	-2.176*** (-9.73)	0.518* (2.86)	-2.694*** (-10.52)
BIG4	-0.0335** (-4.31)	0.00399 (0.58)	-0.0375*** (-5.13)
SIZE	0.104*** (13.26)	0.00234 (0.35)	0.102*** (11.24)
STATE	-0.00108 (-0.12)	0.00851 (0.78)	-0.00959 (-0.77)
ROA	-0.322** (-4.64)	-0.0621* (-3.03)	-0.260** (-4.60)
TANG	-0.207*** (-5.38)	-0.266*** (-17.26)	0.0591 (1.39)
ET	-0.00850* (-2.48)	0.00537 (1.95)	-0.0139* (-2.91)
LIQ	-0.171*** (-18.40)	-0.217*** (-26.34)	0.0458*** (8.35)
Observations	1570	1570	1570
R-squared	0.9301	0.9058	0.7304
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes

t statistics in parentheses = " * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001 "

Kết quả bảng 4 trình bày kết quả mô hình hồi quy với hiệu ứng firm fixed effect và year fixed effect. Biến tổng nợ trên tổng tài sản TLEV (cột 1) ghi nhận mối quan hệ nghịch biến với BIG4 với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Biến ROA (Khả năng sinh lời của doanh nghiệp) mang giá trị âm với mức ý nghĩa thống kê 0,1%. Biến quy mô SIZE mang dấu dương với mức ý nghĩa thống kê 0,1%. Biến TANG (cấu trúc tài sản doanh nghiệp) ghi nhận giá trị âm với mức ý nghĩa thống kê là 0,1%. Biến ET có mối quan hệ nghịch biến với mức ý nghĩa thống kê là 5%. Biến khả năng thanh khoản nhanh của doanh nghiệp LIQ mang dấu âm với mức ý nghĩa thống kê là 0,1%. Biến STATE hình thức sở hữu nhà nước không mang ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy Bảng 4 ghi nhận biến phụ thuộc nợ vay ngắn hạn/tổng tài sản SLEV (cột 2) có mối quan hệ nghịch biến với ROA với ý nghĩa thống kê là 5%. Biến TANG mang dấu âm với mức ý nghĩa thống kê là 0,1%. Biến LIQ mang dấu âm với mức ý nghĩa thống kê là 0,1%. Biến STATE không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 4 ghi nhận biến phụ thuộc nợ vay ngắn hạn/tổng tài sản LLEV (cột 3) có mối quan hệ nghịch với biến BIG4 với mức ý nghĩa thống kê là 0,1%. Biến ROA với mức ý nghĩa thống kê là 1%. Biến SIZE mang dấu dương với mức ý nghĩa là 0,1%. Biến ET có mối quan hệ nghịch biến với mức ý nghĩa thống kê là 5%. Biến LIQ mang dấu dương với mức ý nghĩa thống kê là 0,1%. Biến STATE không có ý nghĩa thống kê. Biến BIG4 có mối quan hệ âm với mức ý nghĩa thống kê là 0,1%.

Từ những kết quả trên chúng tôi nhận thấy rằng biến BIG4 có mối quan hệ nghịch chiều với cấu trúc vốn. Nghiên cứu của Becker và cộng sự (1998); Choi và Wong (2007); Watts và Zimmerman (1983); Fan và Wong (2005); Chang và cộng sự (2009); Kurniawati và cộng sự (2020) cũng chỉ ra mối quan hệ này rằng các công ty được kiểm toán bởi một trong những công ty bằng trong Big 4 thì sẽ có tỷ lệ nợ thấp. Biến ROA có mối quan hệ nghịch biến với cấu trúc vốn của doanh nghiệp sản xuất-doanh nghiệp nợ càng nhiều thì ROA càng thấp. Điều này giống với nghiên cứu của Chen (2004); Huang và Song (2006); Mutallib (2010); Sheikh và Wang (2011). Biến SIZE có mối quan hệ đồng biến với cấu trúc vốn, cho thấy quy mô càng lớn thì tỷ lệ mức sử dụng vốn vay nhiều hơn trong tổng tài sản. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Akhtar (2005); Psillaki và Daskalakis (2009); Frank và Goyal (2009), Gurcharan (2010) rằng quy mô có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn. Biến TANG có mối quan hệ nghịch chiều với cấu trúc vốn. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Nguyen và Ramachandran (2006); Sheikh và Wang (2011); Banchuenvijit (2009). Những nghiên cứu này cũng chỉ ra mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa tài sản cố định với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Biến ET (thuế thu nhập doanh nghiệp) có mối quan hệ nghịch biến với cấu trúc vốn của doanh

ngành. Điều này chỉ ra rằng là chẵn thuế của doanh nghiệp tác động ngược chiều với nợ vay. Nghiên cứu của Kasznik (1999); Deesomsak và cộng sự (2004); Viviani (2008) và Gao (2016), nghiên cứu tại doanh nghiệp Việt Nam của Anh và Yên (2014) cũng đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa thuế thu nhập với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Biến LIQ vừa ghi nhận mối quan hệ thuận và nghịch chiều với cấu trúc vốn. Trong đó biến LIQ ở mối quan hệ nghịch biến với tổng nợ trên tổng tài sản và nợ ngắn hạn trên tổng tài sản. Kết quả nghiên cứu Mutallib (2010); Lipson và Mortal (2009); Suhaila và Wan Mahmood (2008); Šarlija và Harc (2012) đều cho thấy khả năng thanh khoản có tác động ngược chiều lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Nhưng ở nghiên cứu này cũng chỉ ra rằng LIQ cũng có mối quan hệ đồng biến với tổng nợ dài hạn trên tổng tài sản. Mặc khác ở nghiên cứu của chúng tôi cho thấy rằng biến STATE - tính sở hữu của nhà nước không ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp điều này khác với các nghiên cứu Aguilera và Wang (2020) hay nghiên cứu Nguyen và Ramachandran (2006) nhận định rằng mối quan hệ đồng biến giữa tính sở hữu nhà nước với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

4.4.2 Kết quả hồi quy với biến tương tác

Kết quả bảng 5 trình bày kết quả mô hình hồi quy với hiệu ứng firm fixed effect và year fixed effect. Ở kết quả này chúng tôi nhận thấy có sự tác động tiêu cực của liên kết BIG4 và SIZE lên đòn bẩy tài chính tức sự ảnh hưởng của BIG4 lên đòn bẩy tài chính còn phụ thuộc vào quy mô của doanh nghiệp. Cụ thể hơn cho sự tương tác này là tác động tiêu cực tăng lên theo kích thước của doanh nghiệp. Kết quả này khác với kỳ vọng của chúng tôi đưa ra lúc đầu. Một sự giải thích cho kết quả này là sự hoạt động của các nhà phân tích và sự tập trung của giới truyền thông tăng xung quanh các công ty có quy mô lớn từ đó làm tăng chất lượng báo cáo tài chính từ BIG4.

Bảng 5: Kết quả hồi quy tương tác giữa BIG4 và quy mô doanh nghiệp

	TLEV	SLEV	LLEV
	(1)	(2)	(3)
Constant	-2.374*** (-12.34)	0.518* (3.04)	-2.892*** (-12.26)
BIG4	0.715*** (10.13)	0.00378 (0.03)	0.712*** (6.50)
SIZE	0.111*** (16.52)	0.00234 (0.37)	0.109*** (13.06)
SIZE*BIG4	-0.0268*** (-10.38)	0.00000730 (0.00)	-0.0269*** (-6.90)
STATE	0.000462 (0.05)	0.00851 (0.78)	-0.00805 (-0.62)
ROA	-0.315*** (-4.88)	-0.0621* (-3.10)	-0.253*** (-4.86)
TANG	-0.202*** (-5.80)	-0.266*** (-16.65)	0.0636 (1.62)
ET	-0.00799* (-2.49)	0.00537 (1.95)	-0.0134* (-3.14)
LIQ	-0.169*** (-19.27)	-0.217*** (-25.78)	0.0472*** (8.32)
Observations	1570	1570	1570
R-squared	0.9316	0.9058	0.7364
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes
t statistics in parentheses			
="* p<0.05	** p<0.01	*** p<0.001"	

Nhóm tác giả quan tâm đến việc kiểm tra liệu có sự tương tác nào giữa những doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty BIG4 và quy mô doanh nghiệp. Bất thông tin dự kiến sẽ lớn hơn ở những công ty nhỏ (Bhushan, 1989 và Collins, Kothari, & Rayburn, 1987). Các công ty này sẽ ít được các nhà phân tích chú ý và báo chí quan tâm (Fang & Peress, 2009). Dựa trên quan điểm vấn đề bất cân xứng sẽ ít hơn đối với những doanh nghiệp có quy mô lớn. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng tiêu cực của BIG4 lên cấu trúc vốn sẽ ít hơn đối với những công ty lớn. Để kiểm tra sự kỳ vọng này chúng tôi sử dụng mô hình sau:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.SIZE*BIG4 + \beta_4.STATE_{i,t} + \beta_5.ROA_{i,t} + \beta_6.TANG_{i,t} + \beta_7.ET_{i,t} + \beta_8.LIQ_{i,t} + u_{it}$$

Trong đó là $LEV_{i,t}$ là các biến phụ thuộc TLEV, SLEV, LLEV (từ cột 1 đến cột 3) và các biến độc lập là BIG4, SIZE, STATE, ROA, TANG, ET, LIQ và biến $SIZE*BIG4$ là biến tương tác giữa quy mô doanh nghiệp và các doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty BIG4. Giá trị sai số chuẩn trong ngoặc đơn được hiệu chỉnh cho hiện tượng phương sai không đồng nhất bằng kỹ thuật cluster tại cấp độ thời gian (***) (**), (*) thể hiện ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 0,1%, 1% và 5%.

4.5 Kiểm định kết quả hồi quy

4.5.1 Mô hình hồi quy với biến trễ

Để kiểm định lại kết quả hồi quy, chúng tôi tiến hành kiểm định mô hình kết quả hồi quy, trong đó các biến độc lập trễ 1 năm so với biến phụ thuộc. Việc kiểm định với mô hình này để hạn chế hiện tượng đảo ngược nhân quả, một trong những nguyên nhân của hiện tượng nội sinh. Kiểm định này được trình bày dưới mô hình sau:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.L_BIG4_{i,t-1} + \beta_2.L_SIZE_{i,t-1} + \beta_3.L_STATE_{i,t-1} + \beta_4.L_ROA_{i,t-1} + \beta_5.L_TANG_{i,t-1} + \beta_6.L_ET_{i,t-1} + \beta_7.L_LIQ_{i,t-1} + u_{it}$$

Trong đó $LEV_{i,t}$ là các biến phụ thuộc tại thời điểm t TLEV, SLEV, LLEV (từ cột 1 đến cột 3) và các biến độc lập tại thời điểm t-1 là L_ROA, L_SIZE, L_TANG, L_ET, L_LIQ, L_STATE, L_BIG4. Giá trị sai số chuẩn trong ngoặc đơn được hiệu chỉnh cho hiện tượng phương sai không đồng nhất bằng kỹ thuật cluster tại cấp độ thời gian (***) (**), (*) thể hiện ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 0,1%, 1% và 5%.

Bảng 6: Kết quả hồi quy trong đó các biến độc lập trễ 1 năm so với biến phụ thuộc

Independent variable	TLEV	SLEV	LLEV
	(1)	(2)	(3)
Constant	-1.359** (-4.96)	0.699* (2.45)	-2.031*** (-12.34)
L_BIG4	-0.0400** (-4.97)	-0.00455 (-0.52)	-0.0358*** (-5.52)
L_SIZE	0.0719*** (7.15)	-0.00776 (-0.74)	0.0787*** (13.47)
L_STATE	-0.0144 (-0.97)	-0.00508 (-0.21)	-0.00932 (-0.52)
L_ROA	-0.191 (-1.91)	-0.0140 (-0.21)	-0.0176** (-3.63)
L_TANG	-0.173** (-4.39)	-0.0698* (-2.34)	-0.103* (-2.62)
L_ET	-0.00676 (-1.43)	0.00843* (2.54)	-0.0153 (-2.23)
L_LIQ	-0.0874*** (-5.25)	-0.119*** (-7.51)	0.0312*** (6.70)
Observations	1373	1371	1371
R-squared	0.8710	0.8442	0.7210
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes

t statistics in parentheses
 ="* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001"

Từ kết quả bảng 6, chúng tôi nhận thấy các mối quan hệ giữa giữa biến L_ROA, L_SIZE, L_TANG, L_ET, L_LIQ, L_STATE, L_BIG4 và cấu trúc vốn có những sự tương đồng và không tương đồng với kết quả hồi quy ở bảng 5. Cụ thể:

Biến L_BIG4 có mối quan hệ nghịch chiều với cấu trúc vốn đại diện ở đây là biến TLEV và LLEV. Biến L_SIZE có quan hệ đồng biến với cấu trúc vốn cụ thể là biến TLEV và LLEV. Biến L_STATE không có ý nghĩa thống kê. Biến L_ROA ghi nhận mối quan hệ nghịch chiều với cấu trúc vốn (LLEV). Biến L_TANG cũng ghi nhận mối quan hệ nghịch chiều với cấu trúc vốn (TLEV, SLEV, LLEV). Biến L_ET có mối quan hệ đồng biến với cấu trúc vốn cụ thể ở đây là SLEV với mức ý nghĩa là 5%. Kết quả này khác với kết quả hồi quy bảng 5. Biến L_LIQ vừa ghi nhận mối quan hệ cùng chiều và nghịch chiều với cấu trúc vốn. Cụ thể L_LIQ có mối quan hệ cùng chiều với biến TLEV và SLEV, nghịch chiều với biến L_LLEV.

4.5.2 Mô hình FEM REM

Để kiểm định lại kết quả hồi quy, chúng tôi sử dụng dữ liệu bảng panel bao gồm: ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM) và ước lượng tác động cố định (FEM). Việc sử dụng các ước lượng trên có hai ưu điểm lớn đó là: Thứ nhất, dữ liệu bảng cho các kết quả ước lượng của các tham số trong mô hình tin cậy hơn. Thứ hai, dữ liệu bảng sẽ cho phép chúng ta xác định và đo lường tác động mà các tác động này không thể xác định và đo lường khi sử dụng dữ liệu thời gian dài. Mô hình sẽ được biểu diễn lại thành 3 mô hình tương ứng với các đại diện của LEV: Mô hình (1) ứng với TLEV; Mô hình (2) ứng với SLEV; và Mô hình (3) ứng với LLEV.

$$TLEVi,t = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.STATE_{i,t} + \beta_4.ROA_{i,t} + \beta_5.TANG_{i,t} + \beta_6.ET_{i,t} + \beta_7.LIQ_{i,t} + u_{it} \quad (1)$$

$$SLEVi,t = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.STATE_{i,t} + \beta_4.ROA_{i,t} + \beta_5.TANG_{i,t} + \beta_6.ET_{i,t} + \beta_7.LIQ_{i,t} + u_{it} \quad (2)$$

$$LLEVi,t = \beta_0 + \beta_1.BIG4_{i,t} + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.STATE_{i,t} + \beta_4.ROA_{i,t} + \beta_5.TANG_{i,t} + \beta_6.ET_{i,t} + \beta_7.LIQ_{i,t} + u_{it} \quad (3)$$

Bảng 7: Kết quả chạy mô hình FEM và REM

	FEM			REM		
	TLEV (1)	SLEV (2)	LLEV (3)	TLEV (1)	SLEV (2)	LLEV (3)
Constant	-1.085*** (-8.94)	0.409*** (3.39)	-1.493*** (-12.30)	-0.360*** (-4.05)	0.702*** (8.03)	-0.963*** (-13.00)
BIG4	-0.0495*** (-6.65)	0.00746 (1.01)	-0.0570*** (-7.64)	-0.0477*** (-6.60)	0.00518 (0.74)	-0.0503*** (-7.45)
STATE	0.0042 (0.45)	0.00862 (0.93)	-0.00442 (-0.47)	-0.00756 (-0.92)	-0.00272 (-0.34)	-0.00265 (-0.36)
SIZE	0.0640*** (14.38)	0.00642 (1.45)	0.0575*** (12.92)	0.0377*** (11.62)	-0.00376 (-1.18)	0.0377*** (13.94)
ROA	-0.261*** (-8.52)	-0.0841** (-2.77)	-0.177*** (-5.77)	-0.306*** (-9.89)	-0.108*** (-3.63)	-0.206*** (-6.94)
TANG	-0.206*** (-10.21)	-0.268*** (-13.37)	0.0620** (3.07)	-0.209*** (-10.85)	-0.304*** (-16.35)	0.119*** (6.69)
ET	-0.0110* (-2.07)	0.00586 (1.11)	-0.0168** (-3.17)	-0.00999 (-1.80)	0.0051 (0.96)	-0.0136* (-2.50)
LIQ	-0.184*** (-33.18)	-0.216*** (-39.22)	0.0320*** (5.75)	-0.207*** (-38.77)	-0.228*** (-44.12)	0.0160** (3.22)
Observations	1581	1581	1581	1581	1581	1581

t statistics in parentheses

="* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001"

Theo kết quả chạy dữ liệu bảng ở trên: chúng tôi nhận thấy các biến ROA, SIZE, LIQ, BIG4 và STATE có kết quả giống với kết quả chạy hồi quy ở trên. Cụ thể như sau:

Biến BIG4 có quan hệ nghịch biến với TLEV và LLEV đều có ý nghĩa thống kê, nhưng có quan hệ đồng biến với biến SLEV. Biến SIZE có quan hệ đồng biến với tất cả các biến phụ thuộc tuy nhiên không có ý nghĩa thống kê ở cột SLEV. Biến STATE không có ý nghĩa thống kê. Biến ROA có quan hệ nghịch biến với các tất cả các biến phụ thuộc và đều có ý nghĩa thống kê, biến LIQ có quan hệ nghịch biến với TLEV và SLEV và quan hệ đồng biến với LLEV. Riêng hai biến TANG và biến ET có chút khác biệt so với kết quả chạy hồi quy: Biến TANG đều có ý nghĩa thống kê của tất cả các biến phụ thuộc, trong khi kết quả hồi quy biến TANG không có ý nghĩa ở cột LLEV. Biến ET trong bảng REM không có ý nghĩa thống kê ở cột TLEV nhưng bên kết quả hồi quy thì có ý nghĩa.

Từ kết quả của hai mô hình FEM và REM, chúng tôi tiến hành kiểm định Hausman để xác định mô hình nào phù hợp. Với kết quả “ $p < 0.01$ ” cho thấy sử dụng mô hình FEM là phù hợp.

CHƯƠNG V. KẾT LUẬN VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI

5.1 Giới thiệu

Căn cứ vào các bằng chứng thực nghiệm đã được nêu tại chương IV. Chương V của đề tài chúng tôi trình bày kết luận và nêu hàm ý chính sách. Đồng thời nhóm tác giả cũng chỉ ra những hạn chế và hướng đề xuất trong tương lai.

5.2 Kết luận

Mục tiêu của nghiên cứu này là làm rõ các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2018.

Dựa vào việc thu thập và phân tích các báo cáo tài chính của 207 doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2018. Nhóm nghiên cứu tìm thấy bằng chứng rằng có mối quan hệ tiêu cực giữa biến BIG4 và cấu trúc vốn. Kết quả này có sự tương đồng với nghiên cứu của Kurniawati và cộng sự (2020) rằng các công ty được kiểm toán bởi những công ty thuộc BIG4 thì sẽ có tỷ lệ nợ thấp hơn. Từ kết quả nghiên cứu trên về biến BIG4 chúng tôi nhận thấy rằng việc thuê kiểm toán từ các công ty kiểm toán lớn thuộc BIG4 sẽ làm giảm sự bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư, từ đó tăng nguồn tài trợ vốn cổ phần từ bên ngoài. Doanh nghiệp được kiểm toán bởi BIG4 sẽ sử dụng đòn bẩy tài chính thấp hơn những công ty không được kiểm toán bởi BIG4. Điều này chỉ ra rằng việc chỉ định một công ty kiểm toán chất lượng cao ở đây là công ty thuộc BIG4 sẽ nâng cao nhận thức về báo cáo tài chính từ đó làm giảm thông tin bất cân xứng, tối ưu hóa cấu trúc vốn và tài trợ cho sự phát triển của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng cấu trúc vốn có mối quan hệ tích cực với quy mô của doanh nghiệp ngành sản xuất ở đây là SIZE, kết quả này có sự trùng hợp với nghiên cứu về cấu trúc vốn và doanh nghiệp trước đó của Akhtar (2005). Ngoài ra nghiên cứu còn ghi nhận có sự tác động tiêu cực giữa BIG4 và quy mô của doanh nghiệp đến cấu trúc vốn, sự tác động tiêu cực này tăng lên theo kích thước của doanh nghiệp. Kết quả này có sự tương đồng với nghiên cứu của Bhushan (1989); Collins và cộng sự (1987). Nghiên cứu cũng chỉ ra cấu trúc vốn có mối quan hệ tiêu cực với khả năng sinh lời của doanh nghiệp đại diện là biến ROA của các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán, kết quả của nghiên cứu cho thấy sự tương đồng với nghiên cứu của Chen (2004). Với biến cấu trúc tài sản doanh nghiệp (TANG), nghiên cứu thấy rằng biến có mối quan hệ nghịch chiều với cấu trúc vốn doanh nghiệp ngành sản xuất.

Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Nguyen và Ramachandran (2006). Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng có mối quan hệ tiêu cực giữa cấu trúc vốn và thuế thu nhập doanh nghiệp, điều này trùng hợp với nghiên cứu của Deesomsak và cộng sự (2004). Nghiên cứu cũng ghi nhận mối quan hệ tiêu cực và tích cực với khả năng thanh khoản của doanh nghiệp đại diện là biến LIQ. Trong đó, khả năng thanh khoản có mối quan hệ tiêu cực với tổng nợ trên tổng tài sản (TLEV) và nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản (SLEV). Biến khả năng thanh khoản có mối quan hệ tích cực với nợ vay dài hạn trên tổng tài sản (LLEV). Tuy nhiên nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tính sở hữu nhà nước không có mối quan hệ với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này khác với những nghiên cứu trước đó.

Ngoài ra nhóm nghiên cứu còn nhận thấy kết quả nghiên cứu này phù hợp với các lý thuyết về cấu trúc vốn như lý thuyết trật tự phân hạng rằng khả năng sinh lời có mối quan hệ tiêu cực với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp và lý thuyết M&M rằng khi sử dụng nợ vay thì sẽ tạo ra lá chắn thuế cho doanh nghiệp.

5.3 Hàm ý và chính sách

Kết quả nghiên cứu từ đề tài này cung cấp những hàm ý chính sách quan trọng sau đây:

Thứ nhất: Để giảm sự bất cân xứng thông tin và tăng vốn tài trợ cổ phần, các doanh nghiệp sản xuất nên thuê kiểm toán từ các công ty kiểm toán lớn thuộc BIG4, từ đó tối ưu hóa cấu trúc vốn cho doanh nghiệp.

Thứ hai: Doanh nghiệp sản xuất cần nâng cao hiệu quả kinh doanh (ROA) để doanh nghiệp có thể sử dụng lợi nhuận giữ lại để đầu tư cho sản xuất bởi vì đây là loại vốn có chi phí thấp hơn so với nợ và phát hành cổ phiếu. Các doanh nghiệp cũng nên quan tâm cân nhắc tỷ lệ chi trả cổ tức để đảm bảo hài hòa giữa lợi ích của các cổ đông cũng như hiệu quả trong việc tận dụng nguồn vốn. Bên cạnh đó, khi có hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp sẽ được các chủ nợ đánh giá cao hơn cũng như được các nhà đầu tư trên thị trường tài chính tin tưởng hơn, điều này giúp doanh nghiệp có thể huy động vốn từ các chủ nợ, các nhà đầu tư trên thị trường với chi phí rẻ hơn.

Thứ ba: Dựa vào kết quả nghiên cứu, có thể nhận thấy rằng quy mô doanh nghiệp và tổng nợ/tổng tài sản (TLEV) có mối quan hệ đồng biến với nhau. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp có quy mô tài sản càng lớn thì sẽ dễ đi vay nợ hơn so với các doanh nghiệp có quy mô tài sản nhỏ. Theo chính sách vay vốn của ngân hàng

và các chủ nợ thì doanh nghiệp có nhiều tài sản thế chấp thì sẽ được vay vốn với mức lãi suất thấp hơn so với những doanh nghiệp có ít tài sản thế chấp.

Thứ tư: Đặc thù ngành sản xuất là tài sản ngắn hạn lớn hơn tài sản cố định hữu hình do đầu tư vào hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn. Vì vậy các doanh nghiệp nên đàm phán để sử dụng thương phiếu hoặc các khoản nợ ghi sổ trong quá trình giao dịch với bên bán nhằm chiếm dụng vốn. Đối với nhóm tài sản dài hạn, các doanh nghiệp có thể thuê, phát hành trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi trên thị trường chứng khoán... Việc đa dạng linh hoạt hình thức huy động nguồn vốn vay nợ sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất cân đối hợp lý giữa chi phí và nguồn vốn.

5.4 Hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu trong tương lai

Mặc dù đã đưa ra một kết quả nghiên cứu có ý nghĩa, đóng góp nhất định vào kho tàng nghiên cứu. Tuy nhiên nghiên cứu này không thể tránh khỏi một số sai sót cũng như hạn chế:

Đầu tiên, đề tài chỉ tập trung nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội giai đoạn 2009-2018. Do đó, nghiên cứu chưa đi sâu vào phân tích tác động của từng nhân tố đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp ngành sản xuất.

Thứ hai, do hạn chế về mặt thời gian nên nhóm tác giả chưa áp dụng được các mô hình, phương pháp tiên tiến để giải quyết các vấn đề nội sinh của biến Big4 với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy biến Big4 có quan hệ nghịch biến với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, một thực tế là các công ty kiểm toán thuộc Big4 thường lựa chọn các doanh nghiệp sử dụng ít nợ để kiểm toán.

Do đó các nghiên cứu sau này có thể tập trung giải quyết những hạn chế trên thì việc nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn sẽ được hoàn chỉnh và toàn diện hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Acaravci, S. K. (2015). The determinants of capital structure: Evidence from the Turkish manufacturing sector. *International journal of economics and financial issues*, 5(1), 158-171.
2. Aguilera, R., & Wang, K. (2020). State ownership and securities fraud: A political governance perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 28(2), 157-176.
3. Akeem, L. B., Terer, E., Kiyanjui, M. W., & Kayode, A. M. (2014). Effects of capital structure on firm's performance: Empirical study of manufacturing companies in Nigeria. *Journal of Finance and Investment analysis*, 3(4), 39-57.
4. Akhtar, S. J. (2005). The determinants of capital structure for Australian multinational and domestic corporations. *30(2)*, 321-341.
5. Akinlo, O. (2011). Determinants of capital structure: Evidence from Nigerian panel data. *9(1)*, 1-16.
6. Anderson, R. W., & Carverhill, A. J. (2012). Corporate liquidity and capital structure. *25(3)*, 797-837.
7. Anh, Đ. T. Q., & Yên, Q. T. H. (2014). Tác động của một số nhân tố đến tối đa hoá lợi nhuận của doanh nghiệp.
8. Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002). The determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries.
9. Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *43(1)*, 59-92.
10. Atkin, M., & Glen, J. (1992). Comparing corporate capital structures around the globe. *The International Executive (1986-1998)*, 34(5), 369.
11. Baker, M., & Wurgler, J. J. T. j. o. f. (2002). Market timing and capital structure. *57(1)*, 1-32.
12. Banchuenvijit, W. (2009). *Capital structure determinants of Thai listed companies*. Paper presented at the The Clute International Academic Conference, New Orleans Louisiana.
13. Barth, M. E., Kasznik, R., & McNichols, M. F. (2001). Analyst coverage and intangible assets. *Journal of accounting research*, 39(1), 1-34.
14. Bartholdy, J., & Mateus, C. (2008). *Taxes and corporate debt policy: Evidence for unlisted firms of sixteen European countries* (Vol. 1098370): SSRN.
15. Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary accounting research*, 15(1), 1-24.
16. Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK-a decompositional analysis. *Applied financial economics*, 12(3), 159-170.
17. Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2004). Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants. *14(1)*, 55-66.
18. Biger, N., Nguyen, N. V., & Hoang, Q. X. (2007). The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam *Asia-Pacific financial markets: Integration, innovation and challenges*: Emerald Group Publishing Limited.

19. Bhushan, R. (1989). Firm characteristics and analyst following. *Journal of accounting and economics*, 11(2-3), 255-274.
20. Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. 39(3), 857-878.
21. Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
22. Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 43(2), 123-147.
23. Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2009). The effect of auditor quality on financing decisions. *The Accounting Review*, 84(4), 1085-1117.
24. Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. 57(12), 1341-1351.
25. Choi, J. H., & Wong, T. J. (2007). Auditors' governance functions and legal environments: An international investigation. *Contemporary accounting research*, 24(1), 13-46.
26. Collins, D. W., Kothari, S. P., & Rayburn, J. D. (1987). Firm size and the information content of prices with respect to earnings. *Journal of accounting and economics*, 9(2), 111-138.
27. Daoud, J. I. (2017). *Multicollinearity and regression analysis*. Paper presented at the Journal of Physics: Conference Series
28. Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. 14(4-5), 387-405.
29. Drobetz, W., & Fix, R. (2003). What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland. *University of Basel. WWZ/Department of Finance, Working Paper*, 4(03), 51-75.
30. Fan, J. P., & Wong, T. J. (2005). Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia. *Journal of accounting research*, 43(1), 35-72.
31. Fang, L., & Peress, J. (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 64(5), 2023-2052.
32. Frank, M. Z., & Goyal, V. K. J. F. m. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? , 38(1), 1-37.
33. Gao, R. J (2016). An Empirical Study on the Influence of Non-Debt Tax Shield on the Choice of Corporate Debt Levels----Based On the Tax Preference Policy. 7(1), 201-212.
34. Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. 11(1), 51-69.
35. Gujarati, D. C. P. (2003). Basic Econometrics by Damodar N: Gujarati.
36. Gurcharan, S. J. I. R. J. o. F. (2010). A review of optimal capital structure determinant of selected ASEAN countries. 47, 30-41.
37. Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2000). Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure. 7(3), 297-312.
38. Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728.

39. Haraguchi, N., Cheng, C & Smeets, E. (2017). The importance of manufacturing in economic development: has this changed? *World Development*, 93, 293-315.
40. Huang, & Song. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China economic review*, 17(1), 14-36.
41. Jiang, B.-B., Laurenceson, J., & Tang, K. (2008). Share reform and the performance of China's listed companies. 19(3), 489-501.
42. Kasznik, R. J. J. o. a. r. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. 37(1), 57-81.
43. Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. 28(4), 911-922.
44. Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*
45. Kurniawati, H., Van Cauwenberge, P., & Vander Bauwhede, H. (2020). Affiliation of local audit firms with Big4 auditors and capital structure: evidence from Indonesia. *Managerial Auditing Journal*.
46. Leung, S. J. J (2015). The Vietnamese economy: seven years after the global financial crisis. 1-10.
47. Liao, J., & Young, M (2012). The impact of residual government ownership in privatized firms: New evidence from China. 13(3), 338-351.
48. Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of financial markets*, 12(4), 611-644.
49. Loney, S. (2015). Corporate leverage and taxes around the world.
50. MacKie-Mason, J. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? , 45(5), 1471-1493.
51. Mahakud, J., & Mukherjee, S. (2011). *Determinants of adjustment speed to target capital structure: Evidence from Indian manufacturing firms*. Paper presented at the International Conference on Economics and Finance Research.
52. McCaig, B., & Pavcnik, N. (2013). Moving out of agriculture: structural change in Vietnam: National Bureau of Economic Research.
53. Mijiyawa, A. G. (2017). Drivers of structural transformation: The case of the manufacturing sector in Africa. 99, 141-159.
54. 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.
55. Mujiatun, S., Rahmayati, R., & Ferina, D. (2021). *Effect Of Profitability And Asset Structure On Capital Structure (In Sharia Based Manufacturing Companies In Indonesia Stock Exchange In 2016-2019 Period)*. Paper presented at the Proceeding International Seminar Of Islamic Studies.
56. Mutallib, A. J. (2010). Determinant of capital structure in cement industry; A case of Nigerian listed cement firms. 6(1), 118-135.
57. Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. 5(2), 147-175.
58. Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
59. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. 13(2), 187-221.

60. Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.
61. Nasution, A. A., Siregar, I., & Panggabean, R. J. (2017). The Effect of Profitability, Asset Tangibility, Corporate Tax, Non-Debt Tax Shield, and Inflation upon the Financial Capital Structure of the Manufacturing Companies listed on the Indonesian Stock Exchange. 36, 65-74.
62. Nguyen, T. D. K., & Ramachandran, N. J. (2006). Capital structure in small and medium-sized enterprises: the case of Vietnam. 192-211.
63. Omet, G., & Nobanee, H. (2001). The capital structure of listed industrial companies in Jordan. *Omet, G., Nobanee, H.(2001). The Capital Structure of Listed Industrial Companies in Jordan. Arab Journal of Administrative Sciences*, 8(2), 273-289.
64. Panda, A. K., Nanda, S. J., & Management, P. (2020). Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms.
65. Pratiwi Batubara, R. A., Topowijono, T., & ZA, Z. Z. Z. (2017). *Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2015)*. Brawijaya University.
66. Psillaki, M., & Daskalakis, N. J. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? , 33(3), 319-333.
67. Rajan, R. G., & Zingales, L. J. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. 50(5), 1421-1460.
68. Saad, N. M. (2010). Corporate governance compliance and the effects to capital structure in Malaysia. 2(1), 105-114.
69. Šarlija, N., & Harc, M. (2012). The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms. *Business Systems Research: International journal of the Society for Advancing Innovation and Research in Economy*, 3(1), 30-36.
70. Sayilgan, G., Karabacak, H., Kucukkocaoglu, G. J. I. M., & Innovations, F. (2006). The firm-specific determinants of corporate capital structure: Evidence from Turkish panel data. (3, Iss. 3), 125-139.
71. Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2010). Non-linear relationships between growth opportunities and debt: Evidence from quoted Portuguese companies. *Journal of Business research*, 63(8), 870-878.
72. Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan.
73. Suhaila, M. K., & Wan Mahmood, W. M. (2008). Capital structure and firm characteristics: Some evidence from Malaysian companies.
74. Tybout, J. R. (2000). Manufacturing firms in developing countries: How well do they do, and why? *Journal of Economic literature*, 38(1), 11-44.
75. Viviani, J. L. (2008). Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry.
76. Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. 40, 105-113.
77. Vu, T. M. T., Tran, C. Q., Doan, D. T., & Le, T. N. (2020). Determinants of capital structure: The Case in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(9), 159-168.

78. Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial research*, 22(2), 161-187.
79. Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1983). Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence. *The journal of law and Economics*, 26(3), 613-633.
80. Williamson, O. (1988). Corporate finance and corporate governance. 43(3), 567-591.

PHỤ LỤC

DANH MỤC BIẾN TRONG MÔ HÌNH

Biến	Ký hiệu	Công thức
Biến phụ thuộc		
Cấu trúc vốn	TLEV	Tổng nợ/ Tổng tài sản
	SLEV	Nợ vay ngắn hạn/ Tổng tài sản
	LLEV	Nợ vay dài hạn/ Tổng tài sản
Biến độc lập		
Doanh nghiệp được kiểm toán bởi công ty Big 4	BIG4	Biến giả bằng 1 nếu doanh nghiệp được kiểm toán bởi Big 4 và bằng 0 trong các trường hợp còn lại
Tính sở hữu nhà nước của doanh nghiệp	STATE	Biến giả bằng 1 nếu nhà nước chiếm hơn 50% vốn cổ phần và bằng 0 trong các trường hợp còn lại
Khả năng sinh lời của doanh nghiệp	ROA	Thu nhập ròng/ Tổng tài sản
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Log (Tổng tài sản)
Cấu trúc tài sản hữu hình của doanh nghiệp	TANG	Tài sản cố định hữu hình/ Tổng tài sản
Thuế thu nhập doanh nghiệp	ET	Thuế thu nhập doanh nghiệp/ Tổng lợi nhuận trước thuế
Khả năng thanh khoản nhanh của doanh nghiệp	LIQ	Log (Tài sản ngắn hạn/ Nợ ngắn hạn)