

# Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

TRƯƠNG ĐÔNG LỘC  
VÕ KIỀU TRANG

## 1. Giới thiệu

Nguồn vốn của một công ty là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Các lý thuyết về tài chính công ty đã chỉ ra rằng cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến giá trị công ty. Vì vậy, việc xác định một cấu trúc vốn hợp lý để tối đa hóa giá trị công ty là một vấn đề rất quan trọng trong quản trị tài chính. Tuy nhiên, việc xác định một cơ cấu vốn tối ưu cho một công ty là một vấn đề rất phức tạp và cho đến nay vẫn chưa có một câu trả lời thỏa đáng cho câu hỏi “bằng cách nào các công ty có thể chọn được một cơ cấu vốn tối ưu?”. Nếu công ty thay vốn chủ sở hữu bằng nợ thì sẽ giảm được thuế thu nhập doanh nghiệp phải trả, nhờ đó làm tăng lợi nhuận cũng như giá trị của công ty. Tuy nhiên, công ty không thể tăng nợ lên mức quá cao so với vốn chủ sở hữu, vì khi đó công ty sẽ rơi vào tình trạng tài chính không lành mạnh, dễ dẫn đến rủi ro phá sản.

Liên quan đến cấu trúc vốn, một vấn đề đã nhận được sự quan tâm đặc biệt của nhiều nhà nghiên cứu trong những năm gần đây là những yếu tố quyết định cấu trúc vốn của một công ty. Đã có nhiều nghiên cứu về vấn đề này được công bố (Bevan và Danbolt, 2000; Antoniou và các cộng sự, 2002; Wen và các cộng sự, 2002; Fraser và các cộng sự, 2006). Tuy nhiên, theo hiểu biết của chúng tôi, chưa có một nghiên cứu nào liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được công bố. Mục tiêu của nghiên cứu này là bổ sung những bằng chứng thực nghiệm về vấn đề nêu trên

ở các thị trường chứng khoán mới nổi (emerging stock market) thông qua việc nghiên cứu cho một trường hợp cụ thể là thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2. Lược khảo các nghiên cứu về những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của công ty

Cho đến nay, trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của một công ty. Bevan và Danbolt (2000) phân tích cấu trúc vốn của 822 công ty thuộc Vương quốc Anh. Sử dụng phương pháp phân tích hồi quy, các tác giả đã chỉ ra rằng cấu trúc vốn (đo lường bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) có tương quan thuận với quy mô (tài sản cố định/tổng tài sản), tương quan nghịch với lợi nhuận và mức độ của cơ hội tăng trưởng của công ty.

Antoniou và các cộng sự (2002) nghiên cứu những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các tập đoàn ở các nước Châu Âu trên cơ sở số liệu điều tra của những công ty Pháp, Đức và Anh. Trong nghiên cứu này, các tác giả đã sử dụng phương pháp bình phương bé nhất (OLS) và mô hình GMM để phân tích dữ liệu chéo (panel data). Kết quả của nghiên cứu này cho thấy rằng cấu trúc vốn có mối tương quan thuận với quy mô công ty nhưng lại có mối tương quan nghịch với chỉ tiêu giá trị thị trường so với giá trị sổ sách, với cấu trúc kỳ hạn của lãi suất và giá cổ phiếu trên thị trường. Bên cạnh đó, tỷ lệ tài sản cố định,

---

Trương Đông Lộc, TS, Võ Kiều Trang, Đại học Cần Thơ.

thuế suất cũng có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty. Nghiên cứu này cũng kết luận rằng việc lựa chọn một cấu trúc vốn cho một công ty không chỉ dựa vào các đặc tính của bản thân công ty mà còn là kết quả của môi trường và những truyền thống nơi mà công ty kinh doanh.

Huang và Song (2002) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty trên cơ sở dữ liệu thị trường và dữ liệu kế toán của hơn 1.000 công ty Trung Quốc được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Sử dụng phương pháp OLS và mô hình Tobit, nghiên cứu này đã chỉ ra rằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của công ty có tương quan thuận với quy mô công ty, lá chắn thuế, tài sản cố định và có tương quan tỷ lệ nghịch với lợi nhuận và ngành nghề kinh doanh của các công ty. Nghiên cứu này còn chỉ ra rằng cơ cấu sở hữu cũng có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty Trung Quốc.

Wen và các cộng sự (2002) nghiên cứu mối quan hệ giữa một vài đặc trưng của Ban quản trị công ty (corporate board) và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết ở Trung Quốc. Áp dụng phương pháp phân tích hồi quy để phân tích 180 quan sát của 60 công ty trong khoảng thời gian từ năm 1996-1998, nghiên cứu này đã chỉ ra rằng giám đốc các công ty thường thích theo đuổi một tỷ lệ nợ thấp hơn khi mà họ phải đương đầu với những chính sách quản lý mạnh hơn từ Hội đồng quản trị. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm của nghiên cứu này cho thấy chỉ có mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và thành phần của Hội đồng quản trị, kinh nghiệm điều hành của tổng giám đốc (đo lường bằng thời gian đảm nhiệm chức vụ tổng giám đốc) là có ý nghĩa về mặt thống kê. Số lượng thành viên của Hội đồng quản trị và thù lao cho tổng giám đốc (CEO) lại không có mối quan hệ có ý nghĩa với cấu trúc vốn của các công ty.

Fraser và các cộng sự (2006) nghiên cứu mối quan hệ giữa sự bảo hộ của nhà nước

và cấu trúc vốn ở các nước đang phát triển. Sử dụng phương pháp phân tích hồi quy và dữ liệu chéo của 257 công ty Malaixia trong khoảng thời gian 10 năm, các tác giả đã kết luận rằng: những công ty có sự bảo hộ của nhà nước thường sử dụng nợ nhiều hơn những công ty ít được sự bảo hộ của nhà nước. Ngoài ra, các tác giả còn tìm thấy rằng tỷ lệ nợ của các công ty có mối quan hệ tỷ lệ thuận với quy mô và lợi nhuận của công ty.

Tóm lại, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng cấu trúc vốn của các công ty có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố: quy mô, ngành nghề, lợi nhuận, cơ hội tăng trưởng, các yếu tố liên quan đến quản trị công ty, lãi suất ngân hàng, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp... Các kết quả nghiên cứu này là cơ sở cho nghiên cứu của chúng tôi mà kết quả sẽ được trình bày ở phần tiếp theo của bài viết này.

### 3. Số liệu sử dụng và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Số liệu sử dụng

Để có được số liệu cần thiết cho nghiên cứu này, chúng tôi đã tiến hành thu thập các báo cáo tài chính đã được kiểm toán, bản cáo bạch, các báo cáo thường niên, nghị quyết đại hội cổ đông hàng năm và các thông tin khác của các công ty cổ phần được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Các tài liệu trên được thu thập từ website của Ủy Ban chứng khoán nhà nước và các công ty chứng khoán.

Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng số liệu và thông tin của các công ty niêm yết trong giai đoạn 2003-2006 (số liệu tài chính năm 2007 của các công ty niêm yết chưa được công bố tại thời điểm thực hiện nghiên cứu này). Tính đến cuối năm 2007, trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có 138 công ty niêm yết. Tuy nhiên, chỉ có 56 công ty đáp ứng đầy đủ số liệu theo yêu cầu của nghiên cứu này. Như vậy, tổng số quan sát được sử dụng cho

## Các yếu tố ảnh hưởng ...

ngiên cứu này là 224 (56 công ty nhân cho 4 năm).

### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để xác định những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty, trong nghiên cứu này chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy có dạng như sau:

$$Y = \alpha_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4$$

Trong đó:

- Y là cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) của các công ty và được tính như sau:

$$\text{Cơ cấu vốn} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

- Diễn giải các biến độc lập và kỳ vọng về mối quan hệ giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc được trình bày tóm tắt ở bảng 1.

**BẢNG 1: Diễn giải các biến độc lập và kỳ vọng trong phân tích hồi quy**

Biến số	Diễn giải	Kỳ vọng
Qui mô công ty ( $X_1$ )	Log của tổng tài sản công ty	Tỷ lệ thuận
Ngành nghề công ty đang hoạt động ( $X_2$ )	Biến giả, bằng 1 nếu công ty hoạt động trong ngành thương mại - dịch vụ, bằng 0 nếu công ty hoạt động trong lĩnh vực khác	Tỷ lệ thuận
Số thành viên của Hội đồng quản trị ( $X_3$ )	Số lượng thành viên của Hội đồng quản trị công ty	Tỷ lệ thuận
Tình trạng lợi nhuận của công ty ( $X_4$ )	Lợi nhuận trước thuế/Tổng tài sản	Tỷ lệ nghịch
Tốc độ tăng trưởng của doanh thu ( $X_5$ )	{(Doanh thu thuần năm nay/Doanh thu thuần năm trước) - 1} x 100%	Tỷ lệ thuận

## 4. Một vài đặc điểm của mẫu nghiên cứu

### 4.1. Cơ cấu ngành nghề

Cơ cấu ngành nghề của các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu được chúng tôi phân thành 2 nhóm: thương mại - dịch vụ và các ngành nghề khác. Cơ cấu ngành nghề của các công ty trong mẫu nghiên cứu được trình bày ở bảng 2.

**BẢNG 2: Cơ cấu ngành nghề của các công ty trong mẫu nghiên cứu**

Ngành	Số công ty	Tỷ lệ (%)
Thương mại-dịch vụ	24	42,86
Ngành nghề khác	32	57,14
Tổng cộng:	56	100,00

Nguồn: Thu thập từ bản cáo bạch của các công ty niêm yết.

### 4.2. Quy mô công ty

Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng chỉ tiêu tổng tài sản để đo lường quy mô

công ty. Tổng tài sản của các công ty trong mẫu nghiên cứu giai đoạn 2003-2006 được trình bày ở bảng 3.

**BẢNG 3: Tổng tài sản của các công ty niêm yết trong mẫu** Đơn vị tính: triệu đồng

Tổng tài sản	N*	Lớn nhất	Trung bình	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
Năm 2003	56	8.180.422	356.772	13.423	1.131.625
Năm 2004	56	8.301.707	405.073	14.520	1.141.028
Năm 2005	56	10.895.462	527.540	15.527	1.518.283
Năm 2006	55	10.604.813	642.449	20.481	1.561.759

Nguồn: Số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết

\*: Số quan sát.

Bảng 3 cho thấy rằng quy mô của các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu có sự gia tăng theo thời gian. Cụ thể là giá trị trung bình của tổng tài sản đã tăng từ 356.772 triệu đồng năm 2003 lên 642.449 triệu đồng trong năm 2006. Điều này hoàn toàn phù hợp với xu hướng phát triển hiện tại của các công ty niêm yết ở Việt Nam. Tuy nhiên, có sự khác biệt rất lớn về quy mô

giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu, thể hiện thông qua sự khác biệt giữa giá trị tài sản nhỏ nhất và lớn nhất của các công ty cũng như giá trị của độ lệch chuẩn.

**4.3. Tình hình doanh thu của các công ty**

Doanh thu thuần của các công ty niêm yết được chọn trong mẫu nghiên cứu được trình bày ở bảng 4.

**BẢNG 4: Doanh thu thuần của các công ty trong mẫu nghiên cứu Đơn vị tính: triệu đồng**

Doanh thu thuần	N*	Lớn nhất	Trung bình	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
Năm 2003	55	3.809.414	267.251	2.283	520.033
Năm 2004	56	4.226.843	337.504	2.678	618.865
Năm 2005	56	5.638.784	446.599	16.423	806.104
Năm 2006	55	6.619.102	571.300	18.017	1.023.867

*Nguồn:* Số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết  
N: Số quan sát

Tương tự như chỉ tiêu tổng tài sản, Bảng 4 thể hiện rõ xu hướng gia tăng doanh thu của các công ty theo thời gian. Giá trị trung bình của doanh thu đã tăng từ 267.251 triệu đồng năm 2003 lên 571.300 triệu đồng trong năm 2006. Ngoài ra, bảng 4 còn cho thấy sự khác biệt rất lớn về doanh thu giữa các công ty trong mẫu nghiên cứu.

**4.4. Cấu trúc vốn của các công ty trong mẫu nghiên cứu**

Cấu trúc vốn được định nghĩa là tỷ lệ của tổng nợ trên tổng tài sản của công ty. Trên cơ sở số liệu tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu từ năm 2003 -2006, chúng tôi có được cấu trúc vốn của các công ty với những đặc trưng được thể hiện trong bảng 5.

**BẢNG 5: Cấu trúc vốn của các công ty niêm yết giai đoạn 2003-2006 (%)**

Năm	N*	Lớn nhất	Trung bình	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
Năm 2003	55	94,27	50,39	6,98	23,52
Năm 2004	56	91,80	50,19	5,98	21,59
Năm 2005	56	79,94	49,91	6,87	19,64
Năm 2006	55	75,16	42,93	4,05	18,26

*Nguồn:* Số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết  
N: Số quan sát

Kết quả nghiên cứu được trình bày ở bảng 5 cho thấy rằng cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trong khoảng thời gian từ năm 2003 -2006 nhìn chung có xu hướng giảm. Tỷ lệ nợ bình quân của các công ty trong mẫu nghiên cứu đã giảm từ 50,39% năm 2003 xuống còn 42,93% năm

2006. Nói một cách khác, các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng ngày càng ít sử dụng nợ vay. Điều này có thể được giải thích là do khi niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán và cùng với sự phát triển của thị trường, các công ty có thể dễ

dàng tăng vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành cổ phiếu nên ít sử dụng nợ vay hơn.

**5. Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty: kết quả**

**phân tích hồi quy**

Kết quả phân tích hồi quy (phương pháp bình phương bé nhất - OLS) với cỡ mẫu gồm 222 quan sát (dữ liệu chéo - panel data) được trình bày ở bảng 6.

**BẢNG 6: Kết quả phân tích hồi quy**

Chỉ tiêu	Tỷ lệ nợ
Hàng số	0,070 (0,42)
Quy mô công ty	0,037 (2,76) <sup>a</sup>
Ngành nghề chính công ty đang hoạt động	0,058 (1,87) <sup>b</sup>
Số lượng thành viên của Hội đồng quản trị	0,010 (1,06)
Tình trạng lợi nhuận của công ty	-1,520 (-7,37) <sup>a</sup>
Tốc độ tăng trưởng của doanh thu	0,059 (1,64) <sup>b</sup>
Số quan sát	222
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,409
Kiểm định F	16,24 <sup>a</sup>

<sup>a, b</sup>: có ý nghĩa theo thứ tự ở mức 1% và 10%

• **Quy mô công ty**

Tương tự như kết quả được đưa ra bởi Friend và Lang (1988), Marsh (1982), kết quả phân tích hồi quy của nghiên cứu này cho thấy rằng: quy mô công ty có tương quan tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn của công ty. Điều này có nghĩa là, các công ty có quy mô càng lớn thì sử dụng nợ càng nhiều. Cụ thể là khi tổng tài sản của công ty tăng 1% thì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng 0,037%. Mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và có thể được giải thích là những công ty lớn có khả năng và uy tín cao trong nền kinh tế nên họ dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn vay bên ngoài, từ đó họ sử dụng nhiều nợ hơn.

• **Ngành nghề chính công ty đang hoạt động**

Để đo lường ảnh hưởng của ngành nghề công ty đang hoạt động đến cấu trúc vốn, trong nghiên cứu này chúng tôi sử dụng biến giả bằng 1 nếu hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty là ngành thương mại và dịch vụ (TM-DV) và bằng 0 nếu công ty hoạt động sản xuất kinh doanh trong các ngành còn lại. Kết quả nghiên cứu được trình bày ở bảng 6 chỉ ra rằng những công ty hoạt động trong ngành thương mại - dịch vụ có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao hơn những công ty hoạt động trong các ngành sản xuất là 0,058%. Sự khác biệt về tỷ số nợ giữa ngành thương mại - dịch vụ và các

ngành còn lại có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này có thể được giải thích do ngành thương mại – dịch vụ lượng vốn cần cho hoạt động kinh doanh thay đổi nhiều hơn các ngành khác nên cần nguồn vốn vay bên ngoài để tài trợ nhằm kịp thời tận dụng cơ hội kinh doanh.

### • Số lượng thành viên của Hội đồng quản trị

Kết quả của các nghiên cứu trước đây về ảnh hưởng của số lượng thành viên Hội đồng quản trị đến cấu trúc vốn của công ty còn chưa thống nhất với nhau. Chẳng hạn, theo Jensen (1986) những công ty có số lượng thành viên Hội đồng quản trị lớn hơn thì có tỷ lệ nợ cao hơn. Ngược lại, theo Berger và các cộng sự (1997), các công ty có tỷ lệ nợ thấp thường là những công ty có số lượng thành viên Hội đồng quản trị nhiều. Theo kết quả phân tích hồi quy của chúng tôi thì số lượng thành viên của Hội đồng quản trị có ảnh hưởng tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn. Cụ thể là khi số lượng thành viên Hội đồng quản trị tăng lên 1 người thì tỷ lệ nợ của công ty tăng lên 0,01%. Tuy nhiên, mối quan hệ này lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

### • Tình trạng lợi nhuận của công ty

Kết quả phân tích hồi quy được trình bày ở Bảng 6 cho thấy rằng: tình trạng lợi nhuận của các công ty có ảnh hưởng tỷ lệ nghịch với cấu trúc vốn. Cụ thể là, khi tỷ lệ lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản tăng lên 1% thì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của công ty giảm 1,52%. Mối tương quan tỷ lệ nghịch này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả nghiên cứu này rất phù hợp với lý thuyết tới hạn (Pecking Order Theory) của Myers (1984) và kết quả nghiên cứu của Chang (1999).

### • Tốc độ tăng trưởng của doanh thu

Theo Myers (1977), các công ty với những cơ hội tăng trưởng cao thì thích duy trì một tỷ số nợ cao để duy trì tính linh động tài chính của họ. Kết quả nghiên cứu của chúng

tôi hoàn toàn phù hợp với nhận định trên. Nói một cách khác, tốc độ tăng trưởng doanh thu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có mối quan hệ tỷ lệ thuận với cấu trúc vốn của công ty. Cụ thể là, khi tốc độ tăng trưởng của doanh thu tăng 1% thì tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các công ty tăng 0,059%. Mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và tốc độ tăng trưởng của doanh thu có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Từ kết quả trên cho thấy rằng những công ty tăng trưởng tốt (đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu) sẽ có khuynh hướng sử dụng nhiều nợ để mở rộng quy mô công ty nhằm tận dụng tốt những cơ hội tăng trưởng.

Trong mô hình hồi quy của chúng tôi  $R^2$  điều chỉnh bằng 0,409 (40,9%). Điều này có nghĩa là sự thay đổi trong cấu trúc vốn của các công ty cổ phần được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có thể được giải thích ở mức độ 40,9% bởi quy mô công ty, lĩnh vực ngành nghề công ty đang hoạt động, số thành viên Hội đồng quản trị, tình trạng lợi nhuận của công ty, tốc độ tăng trưởng của doanh thu. Ngoài ra, giá trị thống kê  $F$  là 16,24 cho thấy mô hình hồi quy mà chúng tôi xây dựng có độ tin cậy rất cao (mô hình này có ý nghĩa thống kê ở mức 1%).

## 6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu 56 công ty cho thấy rằng tỷ lệ nợ bình quân của các công ty trong giai đoạn 2003-2006 nằm trong khoảng từ 42,93% đến 50,39%. Ngoài ra, kết quả phân tích hồi quy còn cho thấy rằng cấu trúc vốn của các công ty niêm yết có tương quan thuận với quy mô công ty, ngành nghề chính của công ty, tốc độ tăng trưởng của doanh thu và tương quan nghịch với tình trạng lợi nhuận của công ty. Các mối quan hệ này đều có ý nghĩa về mặt thống kê ở mức 1% hoặc 10%. Ngoài ra, cấu trúc vốn còn có tương quan tỷ lệ thuận với số lượng thành viên Hội đồng quản trị của công ty, nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Mặc dù nghiên cứu này đã được những kết quả rất có giá trị, giúp các nhà quản lý, các nhà khoa học có được những bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này vẫn còn một vài hạn chế, cụ thể như sau:

- Do hạn chế về thông tin và số liệu nên nghiên cứu này chưa nghiên cứu cấu trúc vốn tối ưu của các công ty, đây là một vấn đề rất quan trọng trong quản trị tài chính.

- Các biến độc lập trong phân tích hồi quy chủ yếu là các yếu tố nội tại của công ty (quy mô công ty, khả năng sinh lời của công ty, tốc độ tăng trưởng của doanh thu, các đặc điểm về quản trị công ty). Đề tài chưa nghiên cứu các yếu tố của môi trường bên ngoài tác động đến cấu trúc vốn của công ty như: (1) thị trường tài chính; (2) chính sách lãi suất cho vay tại các ngân hàng; (3) chính sách bảo hộ của nhà nước (tỷ lệ cổ phiếu nhà nước nắm giữ trong các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa); (4) sự thay đổi chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp; (5) môi trường pháp lý ...

Với các hạn chế được chỉ ra ở trên, các nghiên cứu tiếp theo liên quan đến cấu trúc vốn của các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể tập trung vào các vấn đề sau:

- Nghiên cứu để xác lập một cấu trúc vốn tối ưu cho các công ty niêm yết nói chung và cho các công ty thuộc các ngành nghề khác nhau nói riêng;

- Nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố bên ngoài (môi trường tài chính, môi trường pháp lý...) đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam;

- Nghiên cứu sự thay đổi cấu trúc vốn của các công ty ở hai thời kỳ: trước và sau khi

niêm yết, trên cơ sở đó đánh giá ảnh hưởng của sự thay đổi này đến giá trị công ty./.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Antoniou, Antonios, Yilmaz Guney, Krishna Paudyal, 2002. "Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries", *Working paper*, the Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham.
2. Berger, G. Philip, Eli Ofek and David L. Yermack, 1997. "Managerial Entrenchment and capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, 52 (4), 1411-1438.
3. Bevan, Alan A., Jo Danbolt, 2000. "Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom: A Decompositional Analysis", *Working paper*, the Department of Accounting and Finance, University of Glasgow.
4. Chang, Chun, 1999. "Capital Structure as Optimal Contracts", *North American Journal of Economics and Finance*, 10 (2), 363-385.
5. Fraser R. Donald, Hao Zhang, Chek Derashid, 2006. "Capital Structure and Political Patronage: The Case of Malaysia", *Journal of Banking and Finance*, 30, 1291-1308.
6. Friend, Irwin and Larry H. P. Lang, 1988. "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance*, 43 (2), 271-281.
7. Huang, G. H. Samuel, Frank Song M., 2002. "The Determinants of the Capital Structure: Evidence from China", *Working paper*, School of Economics and Finance and Centre for China Financial Research (CCFR).
8. Jensen, Michael C., 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-339.
9. Marsh, P., 1982. "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study", *Journal of Finance*, 37 (1), 121-144.
10. Myers, Stewart C., 1977. "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
11. Myers, Stewart C., 1984. "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 34 (3), 575-592.
12. Wen, Yu, Kami Rwegasira and Jan Bilderbeek, 2002. "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms", *Capital structure Decisions*, 10 (2), 75-83.