

LÝ THUYẾT ĐÁNH ĐỔI HAY LÝ THUYẾT TRẬT TỰ PHÂN  
HẠNG: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM VỚI CẤU TRÚC  
VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM  
GIAI ĐOẠN 2008-2023

Nguyễn Xuân Thắng<sup>1</sup>

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 15/09/2024; Ngày hoàn thành biên tập: 22/10/2024; Ngày duyệt đăng: 31/10/2024

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.092024.1183>

**Tóm tắt:** Nghiên cứu này tập trung vào việc phân tích cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2008-2023. Mục tiêu chính là kiểm định mức độ phù hợp của hai lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng trong việc lý giải quyết định tài trợ nguồn vốn của các doanh nghiệp. Nghiên cứu đã sử dụng phương pháp hồi quy đa biến trên dữ liệu mảng của 499 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong khoảng thời gian nghiên cứu. Kết quả phân tích cho thấy lý thuyết đánh đổi có khả năng giải thích tốt hơn các quyết định tài trợ nguồn vốn của doanh nghiệp so với lý thuyết trật tự phân hạng. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xác định được một số yếu tố có ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn như quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời và tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, bài viết đã đưa ra các hàm ý nghiên cứu cho các nhà quản trị doanh nghiệp, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách.

**Từ khóa:** Lý thuyết đánh đổi, Lý thuyết trật tự phân hạng, Cấu trúc vốn

**TRADE-OFF THEORY VS. PECKING ORDER THEORY:  
AN EMPIRICAL EVIDENCE FROM CAPITAL STRUCTURE OF  
VIETNAMESE LISTED FIRMS IN THE PERIOD OF 2008-2023**

**Abstract:** This study focuses on analyzing the capital structure of listed companies from Vietnam during the period of 2008-2023. The primary objective is to examine the applicability of both the trade-off theory and the pecking order theory in explaining the capital financing decisions of these firms. The research employed a panel data regression analysis on a sample of 499 listed companies in Vietnam over the study period. The empirical results reveal that the trade-off theory provides a better explanation for firms' capital financing decisions compared to the pecking order theory. Additionally, the study identifies several significant determinants of

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ, Email: [nxt.neu@gmail.com](mailto:nxt.neu@gmail.com)

capital structure, including firm size, profitability, and industry median leverage. Based on these findings, the study proposes significant implications for policy makers and stakeholders.

**Keywords:** Trade-Off Theory, Pecking Order Theory, Capital Structure

---

## 1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là một quyết định quan trọng có ảnh hưởng lớn đến quá trình tăng trưởng và phát triển của doanh nghiệp. Nếu tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu về mặt kinh tế, thì các công ty đi lệch quá xa khỏi mức tối ưu sẽ phải đối mặt với nguy cơ thất bại hoặc bị thôn tính cao hơn. Chính vì thế cấu trúc vốn và các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp đã trở thành một chủ đề quan trọng thu hút được sự chú ý của nhiều nhà nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp.

Cho đến nay, các tranh luận về cấu trúc vốn của doanh nghiệp thường xoay quanh hai câu hỏi: liệu có tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp hay không và các yếu tố nào sẽ quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Hiện có hai lý thuyết chính trả lời cho các câu hỏi trên là lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng. Lý thuyết đánh đổi cho rằng các doanh nghiệp có một cấu trúc vốn "tối ưu", dựa trên tỷ lệ nợ mục tiêu. Tỷ lệ này được coi là sự cân bằng giữa các lợi ích, ví dụ như lá chắn thuế và các chi phí như rủi ro tài chính khi tỷ lệ nợ tăng lên (Modigliani & Miller, 1958, 1963). Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các doanh nghiệp không nhất thiết phải có một cấu trúc vốn tối ưu mà thay vào đó sẽ ưu tiên các nguồn vốn có chi phí thấp. Do vấn đề của thông tin bất đối xứng, việc phát hành cổ phiếu sẽ dẫn đến vấn đề lựa chọn ngược gây ra các chi phí liên quan đủ lớn khiến các chi phí và lợi ích khác trở nên thứ yếu. Khi đó, doanh nghiệp sẽ ưu tiên các nguồn vốn nội bộ như lợi nhuận giữ lại trước, sau đó là nợ và cuối cùng mới là phát hành cổ phiếu (Myers, 1984).

Kuma & cộng sự (2017) đã tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm về sự phù hợp của hai lý thuyết trong giai đoạn 1972 đến 2013 và phát hiện phần lớn các nghiên cứu bắt đầu từ sau 2001 và đều tập trung tại Mỹ và Châu Âu, đặc biệt tập trung tại các nước phát triển hơn là các nước đang phát triển. Bên cạnh đó, Getzmann & cộng sự (2014) đã tổng hợp các nghiên cứu và nhận định câu hỏi về lý thuyết nào phản ánh chính xác nhất lựa chọn cấu trúc vốn và tại sao các lý thuyết khác nhau lại chiếm ưu thế ở các khu vực khác nhau trên thế giới đồng thời đề cập đến sự cần thiết thêm các nghiên cứu ở các thị trường Châu Á. Điều này chỉ ra kết quả thực nghiệm với các bộ dữ liệu khác nhau cũng có thể cho ra những kết quả khác nhau. Một số nghiên cứu gần đây chỉ ra mức độ phù hợp hơn của lý thuyết trật tự phân hạng như Fan & So (2004); Agyei & cộng sự (2020) và Yildirim & Çelik (2021). Trong khi đó, kết quả nghiên cứu của Getzmann & cộng sự (2014) dựa trên việc sử dụng dữ liệu ở 11 nước Châu Á với tám ngành khác nhau đã chỉ ra các quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp tuân theo lý thuyết đánh đổi. Các nghiên cứu của Rahman

(2019) và Le & cộng sự (2021) chỉ ra mức độ giải thích của hai lý thuyết đánh đổi và trật tự phân hạng ở hai ngành bất động sản và ngân hàng tại Việt Nam.

Chính vì thế, nghiên cứu này sẽ tập trung kiểm định lại các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp và qua đó khẳng định mức độ sự phù hợp của các lý thuyết giải thích quyết định lựa chọn nguồn vốn tài trợ của các doanh nghiệp niêm yết tại thị trường Việt Nam, một quốc gia Châu Á đang phát triển điển hình. Nghiên cứu lựa chọn giai đoạn 2008- 2023 để đảm bảo độ dài thời gian về dữ liệu nghiên cứu, đồng thời đảm bảo bao trùm được các khoảng thời gian xảy ra các biến cố trên thị trường như khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2009 và giai đoạn Covid-19.

Cấu trúc bài viết gồm 5 phần. Sau phần giới thiệu nghiên cứu, phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết. Tiếp đó, phần 3 mô tả phương pháp và số liệu. Phần 4 trình bày kết quả và thảo luận. Cuối cùng, phần 5 đưa ra hàm ý chính sách và kết luận.

## 2. Cơ sở lý thuyết

Cho đến nay đã có nhiều nghiên cứu kiểm định sự phù hợp của hai lý thuyết và xác định các nhân tố cốt lõi ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Để kiểm định thực nghiệm hai lý thuyết này, phần lớn các nghiên cứu đều thống nhất sáu nhân tố cốt lõi bao gồm: tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành (Industry Median Leverage - IML), tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tài sản (Market-to-Book Assets Ratio - MBR), tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (Tangibility), chi phí khấu hao (Depreciation), khả năng sinh lời (Profitability) và quy mô doanh nghiệp (Size) (Frank & Goyal, 2009; Elsas & Florysiak, 2011; Getzmann & cộng sự, 2014; Zhou & cộng sự, 2016).

Ảnh hưởng của sáu nhân tố này đến cấu trúc vốn sẽ khác nhau dưới góc nhìn của hai lý thuyết. Do đó, đây sẽ là căn cứ để xác định trên thực nghiệm xem lý thuyết nào phù hợp. Chi tiết cơ chế ảnh hưởng của các nhân tố từ các góc nhìn lý thuyết khác nhau có thể tham khảo từ Frank & Goyal (2009). Tổng hợp từ nhiều nghiên cứu khác nhau, Frank & Goyal (2009) đã giải thích ảnh hưởng của từng nhân tố theo góc nhìn của hai lý thuyết.

*Thứ nhất là khả năng sinh lời*, theo lý thuyết đánh đổi, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao tác động chưa xác định đến tỷ lệ nợ còn lý thuyết trật tự phân hạng lại dự báo mối quan hệ ngược chiều. Mối quan hệ ngược chiều trong lý thuyết trật tự phân hạng là do các doanh nghiệp sẽ ưu tiên các nguồn vốn nội bộ trước. Từ góc nhìn của lý thuyết đánh đổi, khả năng sinh lợi cao có thể dẫn đến tỷ lệ nợ cao do có xác suất phá sản thấp. Mặt khác, nếu tính đến yếu tố thời gian trong lý thuyết đánh đổi, sự xuất hiện của các yếu tố cản trở như chi phí giao dịch, điều kiện thị trường chưa phù hợp có thể tạo nên độ trễ trong điều chỉnh tỷ lệ nợ khi lợi nhuận giảm xuống. Hơn nữa, tỷ lệ nợ và khả năng sinh lợi cũng hoàn toàn có thể có tương quan

âm do các doanh nghiệp có tích lũy lợi nhuận một cách thụ động. Nếu doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao nhưng không chia hết cổ tức mà giữ lại thì giá trị vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên khiến cho tỷ lệ nợ giảm xuống.

*Thứ hai là quy mô*, lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng có dự báo ngược nhau về ảnh hưởng của quy mô đến tỷ lệ nợ. Lý thuyết đánh đổi dự báo quan hệ dương do các doanh nghiệp có quy mô lớn, đa dạng hoá hoạt động thường sẽ có rủi ro phá sản thấp hơn. Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các doanh nghiệp lớn sẽ có nghĩa vụ công bố thông tin lớn hơn do đó mức thông tin bất đối xứng giữa nhà đầu tư và nhà quản lý sẽ thấp hơn và do đó tỷ lệ nợ sẽ thấp hơn.

*Thứ ba là tốc độ tăng trưởng*, lý thuyết đánh đổi cho rằng các doanh nghiệp tăng trưởng cao sẽ khiến các chi phí căng thẳng tài chính tăng lên, đồng thời giảm các vấn đề liên quan đến dòng tiền tự do. Dòng tiền tự do là vấn đề được Jensen (1986) đưa ra với nhận định là trong điều kiện thiếu cơ chế kiểm soát với các nhà quản lý thì các nhà quản lý có thể sử dụng các dòng tiền tự do để phục vụ lợi ích của họ. Do đó, Jensen cho rằng nếu có dòng tiền tự do cao thì doanh nghiệp nên duy trì tỷ lệ nợ cao để giảm dòng tiền tự do xuống. Các doanh nghiệp tăng trưởng cao thường có tỷ lệ tái đầu tư cao nên dòng tiền tự do giảm, động cơ để duy trì tỷ lệ nợ cao của doanh nghiệp giảm. Do đó, mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và tốc độ tăng trưởng là ngược chiều. Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng lại cho rằng các doanh nghiệp tăng trưởng cao sẽ có tỷ lệ tái đầu tư cao hơn và do đó sẽ sử dụng nhiều nợ hơn khi nguồn lợi nhuận giữ lại không đủ, dẫn đến tỷ lệ nợ cao hơn.

*Thứ tư là tài sản cố định hữu hình*, loại tài sản này dễ quan sát và định giá nên giúp giảm các chi phí căng thẳng tài chính dự kiến, ví dụ như khi đi vay thì có thể dễ làm tài sản đảm bảo hơn do đó có thể tương quan dương với tỷ lệ nợ của doanh nghiệp. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng lại có dự báo không thống nhất tùy theo nhận định của nhà đầu tư. Một mặt tính hữu hình của tài sản cố định hữu hình khiến mức thông tin bất đối xứng giữa nhà đầu tư và nhà quản lý sẽ thấp hơn. Do đó, tỷ lệ nợ sẽ thấp hơn với các doanh nghiệp có tài sản cố định hữu hình cao. Mặt khác, nếu các nhà đầu tư bên ngoài nhận định có xuất hiện lựa chọn ngược đối với tài sản cố định hữu hình phản ánh mức thông tin bất đối xứng tăng lên thì tỷ lệ nợ sẽ tăng lên.

*Thứ năm là khấu hao*, theo lý thuyết đánh đổi, nợ có tác dụng làm lá chắn thuế nên khi thuế suất cao, doanh nghiệp sẽ tăng sử dụng nợ. Bên cạnh nợ, doanh nghiệp có thể sử dụng các dạng lá chắn thuế ngoài nợ khác có tác dụng tương tự để thay thế việc sử dụng nợ. Chi phí khấu hao tăng lên sẽ làm giảm lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) dẫn đến giảm phần thuế thu nhập doanh nghiệp. Như vậy, các lá chắn thuế ngoài nợ như chi phí khấu hao, sẽ có tương quan ngược chiều với tỷ lệ nợ.

*Thứ sáu là tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành*, lý thuyết đánh đổi cho rằng tỷ lệ nợ của mỗi doanh nghiệp có tương quan cùng chiều với tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành. Đó là do mỗi doanh nghiệp sẽ chịu sự tác động của tính chất riêng biệt của ngành. Tính chất riêng biệt của ngành phản ánh một tập hợp các yếu tố có tương quan, nhưng bị bỏ qua trong các phân tích (có thể là do không quan sát được trực tiếp). Các doanh nghiệp trong một ngành phải đối mặt với những lực lượng chung ảnh hưởng đến quyết định nguồn vốn. Vì vậy, tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành sẽ đại diện cho tính chất riêng biệt đó. Ngoài ra, một số nghiên cứu cho rằng các doanh nghiệp sẽ sử dụng tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành là tiêu chuẩn khi cân nhắc tỷ lệ nợ của doanh nghiệp mình. Do đó, đòn bẩy trung vị của ngành thường được sử dụng như một chỉ số thay thế cho cấu trúc vốn mục tiêu. Lý thuyết trật tự phân hạng không đưa ra giải thích cho mối liên hệ trực tiếp giữa các yếu tố đặc trưng ngành, tỷ lệ nợ của doanh nghiệp và cũng không đưa ra giải thích nào đối với tác động của tỷ lệ nợ tại trung vị ngành.

Frank & Goyal (2009) nhận định rằng, các lý thuyết này không được phát triển dựa trên các định nghĩa kế toán tiêu chuẩn. Do đó, để kiểm tra, cần phải đưa ra các phán đoán về mối liên hệ giữa dữ liệu có thể quan sát được và lý thuyết. Nói cách khác, việc kiểm định các lý thuyết này cần có các công cụ đo lường tương ứng dựa trên các chỉ tiêu kế toán của doanh nghiệp. Dựa trên các nghiên cứu liên quan và số liệu của các doanh nghiệp niêm yết của Mỹ giai đoạn 1950-2003, Frank & Goyal (2009) đã tổng hợp các thước đo tương ứng với các nhân tố ở trên. Các thước đo được trình bày như trong Bảng 1 dưới đây.

**Bảng 1. Tổng hợp dự báo của lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng**

| Tên biến      | Nội dung                         | Lý thuyết đánh đổi | Lý thuyết trật tự phân hạng | Đo lường  |
|---------------|----------------------------------|--------------------|-----------------------------|---|
| Size          | Quy mô                           | +                  | -                           | log của TTS   |
| Tangibility   | Tài sản cố định hữu hình         | +                  | +/-                         | Tài sản cố định hữu hình/TTS                            |
| Depreciation  | Khấu hao                         | -                  |                             | KH/TTS  |
| Profitability | Khả năng sinh lời                | +/-                | -                           | EBIT/TTS  |
| MBR           | Tăng trưởng (Kỳ vọng thị trường) | -                  | +                           | Giá trị thị trường/<br>Giá trị sổ sách của doanh nghiệp |
| IML           | Tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành  | +                  |                             | Giá trị tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành                 |

*Chú thích: TTS là tổng tài sản; EBIT là lợi nhuận trước thuế và lãi vay.*

*Nguồn: Frank & Goyal (2009) và Getzmann & cộng sự (2014)*

Ngoài ra, các nghiên cứu khác nhau có thể sử dụng thêm một số biến khác nhau để bổ sung vào sáu nhân tố cốt lõi này, ví dụ như tỷ lệ lạm phát (Frank & Goyal, 2009), biến giả đại diện cho doanh nghiệp có được xếp hạng tín nhiệm (Elsas & Florysiak, 2011), chi tiêu cho R&D (Elsas & Florysiak, 2011; Nguyen & cộng sự, 2021) và lợi nhuận giữ lại (Getzmann & cộng sự, 2014).

### 3. Phương pháp và số liệu

#### 3.1 Mô hình

Trên cơ sở lý thuyết đã xác định ở phần 2 và danh sách các biến được tổng hợp từ các nghiên cứu trước như Frank & Goyal (2009), Elsas & Florysiak (2011), Getzmann & cộng sự (2014), mô hình thực nghiệm được lựa chọn như sau:

$$lev_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 size_{i,t-1} + \alpha_2 tangibility_{i,t-1} + \alpha_3 depreciation_{i,t-1} + \alpha_4 mbr_{i,t-1} + \alpha_5 profitability_{i,t-1} + \alpha_6 iml_{i,t-1} + v_{i,t} \quad (1)$$

trong đó,  $lev_{i,t}$  là biến phụ thuộc, được tính là tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn theo giá trị sổ sách. Ngoài ra, các biến phụ thuộc trong mô hình bao gồm:  $size_{i,t-1}$  là quy mô doanh nghiệp, được tính bằng log của tổng tài sản;  $tangibility_{i,t-1}$  là tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản;  $depreciation_{i,t-1}$  là tỷ lệ giá trị khấu hao trên tổng tài sản;  $mbr_{i,t-1}$  là tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng nguồn vốn;  $profitability_{i,t-1}$  là tỷ lệ EBIT trên tổng tài sản;  $iml_{i,t-1}$  là giá trị trung vị của tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn theo ngành.

Trong phương trình (1), các biến giải thích sẽ được tính trễ một kỳ với ý nghĩa kinh tế là khi doanh nghiệp quyết định cấu trúc vốn, doanh nghiệp sẽ dựa vào các thông tin trong quá khứ.

#### 3.2 Số liệu

Trong nghiên cứu này, mẫu nghiên cứu bao gồm 499 công ty Việt Nam niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX, cụ thể là các công ty phi tài chính với khoảng thời gian 16 năm (2008-2023). Nghiên cứu loại trừ các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính (ngân hàng, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư) vì đặc điểm tài chính của họ và việc sử dụng đòn bẩy khác biệt đáng kể so với các công ty phi tài chính (Rajan & Zingales, 1995). Tuy nhiên, các doanh nghiệp được lựa chọn có thể đại diện cho thị trường Việt Nam vì trong mẫu dữ liệu có rất nhiều công ty hoạt động kinh doanh trong các ngành công nghiệp chủ chốt khác nhau. Các ngành công nghiệp này chiếm trên 70% giá trị sản lượng của cả nước. Các số liệu này được báo cáo tại thời điểm cuối năm, do đó các biến điểm bao gồm tổng tài sản, tổng nợ, vốn chủ sở hữu, tài sản cố định hữu hình sẽ được tính theo trung bình năm. Như vậy, số liệu thực tế để phân tích sẽ bao gồm 15 năm từ 2009 đến 2023, số liệu 2008 sẽ được tính như số liệu của đầu 2009 để tính trung bình cho năm 2009. Tất cả các giá trị bằng tiền sẽ được quy về giá gốc năm 2010 theo chỉ số giá tiêu dùng CPI của IFS (với CPI năm gốc 2010 là 100).

Việc xác định ngành để tính giá trị trung vị của tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn sẽ dựa trên tiêu chí đảm bảo số lượng quan sát đủ lớn để ước tính mô hình cho riêng từng ngành sau này. Do đó, các tính toán sẽ sử dụng ngành cấp 1 của các doanh nghiệp làm căn cứ.

**Bảng 2. Tần suất các ngành cấp 1**

| Ngành cấp 1   | Tần số | Phần trăm | Phần trăm tích lũy |
|---|--------|-----------|--------------------|
| Sản xuất  | 2.594  | 34,66     | 57,89              |
| Xây dựng và Bất động sản  | 2.083  | 27,83     | 100,00             |
| Vận tải và kho bãi  | 558    | 7,45      | 72,17              |
| Bán buôn  | 470    | 6,28      | 6,28               |
| Tiện ích  | 450    | 6,01      | 64,72              |
| Công nghệ và thông tin  | 426    | 5,69      | 14,70              |
| Khai khoáng   | 349    | 4,66      | 22,83              |
| Bán lẻ  | 201    | 2,69      | 8,96               |
| Dịch vụ chuyên môn, khoa học và công nghệ                                     | 147    | 1,96      | 16,66              |
| Dịch vụ lưu trú và ăn uống  | 82     | 1,10      | 18,17              |
| Sản xuất nông nghiệp  | 61     | 0,81      | 58,70              |
| Nghệ thuật, vui chơi và giải trí  | 30     | 0,40      | 23,23              |
| Dịch vụ hỗ trợ (hành chính, du lịch, an ninh, kiểm định...) và xử lý rác thải | 28     | 0,37      | 17,07              |
| Chăm sóc sức khỏe và hoạt động trợ giúp                                       | 3      | 0,04      | 9,00               |
| Dịch vụ giáo dục  | 3      | 0,04      | 16,70              |

*Chú thích: Các ngành in nghiêng là các ngành có quy mô mẫu phù hợp để chạy mô hình riêng.*

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

### 3.3 Kỹ thuật ước lượng

Trở ngại chính khi ước lượng mô hình (1) là thành phần sai số  $v_{(i,t)}$  sẽ bao gồm 2 thành phần:

$$v_{i,t} = \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

trong đó,  $\mu_i$  đại diện cho các yếu tố không thay đổi theo thời gian của doanh nghiệp nhưng có tương quan với với các biến độc lập khác (tác động cố định). Thông thường các tác động này hoàn toàn có thể loại bỏ với các kỹ thuật như Least Square Dummy Variable (LSDV) hoặc sử dụng các kỹ thuật ước lượng sai phân.

Tuy nhiên, vấn đề sẽ phức tạp hơn nếu  $\varepsilon_{i,t}$  có hiện tượng tự tương quan, khi đó  $\varepsilon_{i,t}$  cũng có tương quan với các biến giải thích tạo ra vấn đề nội sinh khiến cho các

ước lượng không còn vững. Để xử lý các vấn đề này, nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng biến công cụ, với quy trình bao gồm xác định các biến có thể bị nội sinh như vậy từ lý thuyết. Tiếp đó, các kiểm định liên quan được sử dụng để xác định các biến có thực sự nội sinh và sử dụng các biến công cụ là biến trễ một chu kỳ của chính biến đó để làm biến công cụ. Theo Getzmann & cộng sự (2014), trong số sáu biến giải thích, tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản  $profitability_{i,t-1}$ , tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng nguồn vốn  $mbr_{i,t-1}$  và giá trị trung vị của tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn theo ngành  $iml_{i,t-1}$  là ba nhân tố nằm ngoài khả năng quyết định của doanh nghiệp và do đó, có thể coi là biến ngoại sinh. Ba biến tốc độ tăng trưởng  $size_{i,t-1}$ , tỷ lệ tài sản cố định hữu hình  $tangibility_{i,t-1}$  và tỷ lệ giá trị khấu hao  $depreciation_{i,t-1}$  thuộc quyền quyết định của doanh nghiệp nên có thể coi là đối tượng nội sinh tiềm năng. Quá trình kiểm định nội sinh sẽ được kiểm định riêng cho từng biến trước. Danh sách các biến nội sinh còn lại sau khi kiểm định sẽ được đưa vào mô hình ước lượng và kiểm định lại một lần nữa để xác nhận.

## 4. Kết quả và thảo luận

### 4.1 Thống kê mô tả

Các chỉ tiêu thống kê của các biến sử dụng trong mô hình được chi tiết trong Bảng 3 dưới đây. Trong giai đoạn nghiên cứu giá trị tổng tài sản của các doanh nghiệp trải dài từ 8,68 tỷ đến 340.051,1 tỷ đồng (tính theo giá cố định năm 2010). Tổng tài sản trung bình đạt 1.760,8 tỷ đồng. Tỷ lệ Tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản là 20%. Tỷ lệ khấu hao trên tổng tài sản là 3%. Lợi nhuận trên tổng tài sản của các doanh nghiệp bình quân đạt 6%. Giá trị thị trường trung bình gấp 1,07 lần giá trị sổ sách. Tỷ lệ nợ tại trung vị của ngành là 52%.

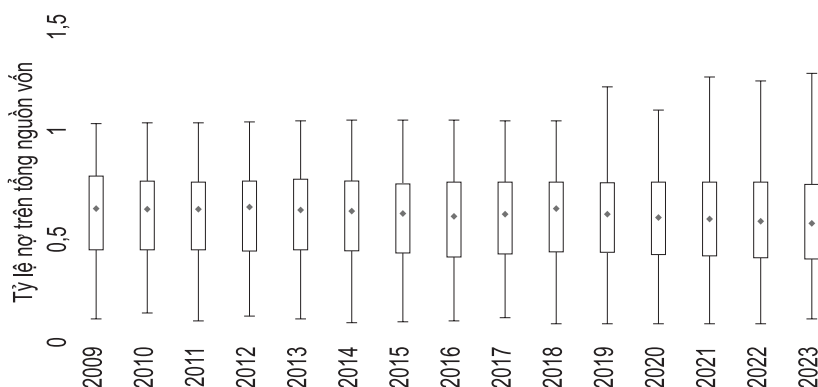
**Bảng 3. Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình**

| Biến   | N     | Trung bình | Sai số | Tối thiểu | Tối đa |
|--|-------|------------|--------|-----------|--------|
| Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn                                     | 7.391 | 0,51       | 0,22   | 0,00      | 1,72   |
| Quy mô   | 7.395 | 6,07       | 1,53   | 2,16      | 12,74  |
| Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình                                   | 7.395 | 0,20       | 0,19   | 0,00      | 0,96   |
| Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng nguồn vốn | 6.905 | 1,07       | 0,48   | 0,10      | 7,85   |
| Tỷ lệ khấu hao trên tổng tài sản                                 | 7.312 | 0,03       | 0,03   | 0,00      | 0,56   |
| Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản                                | 7.395 | 0,06       | 0,09   | -0,95     | 0,84   |
| Trung vị của tỷ lệ nợ trên tổng nguồn theo ngành                 | 7.482 | 0,52       | 0,11   | 0,02      | 0,68   |

*Nguồn. Tính toán của tác giả*

Cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu khá ổn định. Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn của các doanh nghiệp đạt mức trung bình là 51% với độ lệch chuẩn

22%. Một số doanh nghiệp sẽ có tỷ lệ nợ lớn hơn 1 khi doanh nghiệp bị thua lỗ dẫn đến vốn chủ sở hữu bị âm. Từ 2009 đến 2023, tỷ lệ nợ có xu hướng giảm nhẹ như Hình 1.



Chú thích: Hình hộp là khoảng tứ phân vị. Điểm nằm trong là giá trị trung vị.

**Hình 1. Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn qua các năm**

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

## 4.2 Kết quả ước lượng

Kết quả ước lượng của mô hình (1) được trình bày trong Bảng 4. Các ước lượng cho toàn mẫu và từng ngành đều được kiểm định biến nội sinh để lựa chọn biến công cụ. Kết quả kiểm định biến công cụ yếu với kiểm định Kleibergen-Paap rk Wald cho thấy các biến công cụ được sử dụng là phù hợp.

Kết quả ước lượng trên toàn mẫu cho thấy trong 6 nhân tố đã xác định, có ba nhân tố có ảnh hưởng cùng chiều đối với tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp là L.size, L.mbr, L.iml. Ba yếu tố còn lại bao gồm L.tangibility, L.depreciation và L.profitability có ảnh hưởng ngược chiều đối với tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp. Trong đó, trừ L.tangibility, ảnh hưởng của tất cả các yếu tố còn lại đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 0,05.

Kết quả này không thay đổi khi kiểm tra tính vững với việc thêm các biến lạm phát và biến giả đại diện cho việc doanh nghiệp trong một năm, cụ thể được kiểm toán bởi một trong các công ty kiểm toán Big 4 hay không (biến này được sử dụng tương tự biến giả đại diện cho doanh nghiệp có được xếp hạng tín nhiệm trong Elsas & Florysiak, 2011).

Kiểm tra độ nhạy với ước lượng cho từng ngành cho thấy kết quả tương đối thống nhất với kết quả ước lượng cho toàn mẫu. Hệ số ước lượng của các biến L.size và L.profitability cho cả 8 ngành đều giống kết quả ước lượng cho toàn mẫu. Hệ số ước lượng của biến L.tangibility có giá trị âm giống toàn mẫu trong 6/8 ngành. Hệ số ước lượng của biến L.mbr có giá trị dương như toàn mẫu trong 5/8 ngành. Ba ngành công nghệ và thông tin, tiện ích, xây dựng và bất động sản, đều không có ý nghĩa thống kê ở mức 0,05.

**Bảng 4. Kết quả ước lượng**

|   | Toàn mẫu               | Bán buôn               | Bán lẻ                 | Công nghệ và thông tin | Khai khoáng            | Sản xuất               | Tiện ích               | Vận tải và kho bãi     | Xây dựng và bất động sản |
|---|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|
| L.size                                  | 0,0509***<br>(0,0051)  | 0,0430*<br>(0,023)     | 0,0222<br>(0,0226)     | 0,0181<br>(0,024)      | 0,0714***<br>(0,0173)  | 0,0440***<br>(0,0106)  | 0,2573***<br>(0,0278)  | 0,0576***<br>(0,0222)  | 0,0600***<br>(0,0072)    |
| L.tangibility                           | -0,0288<br>(0,0264)    | -0,2474**<br>(0,1116)  | -0,2604**<br>(0,1295)  | -0,2142**<br>(0,0989)  | -0,0314<br>(0,0403)    | 0,0337<br>(0,0434)     | -0,0655*<br>(0,0374)   | 0,1437**<br>(0,0615)   | -0,1225***<br>(0,0409)   |
| L.depreciation                          | -0,3266***<br>(0,0879) | 0,1895<br>(0,5584)     | -2,2551**<br>(1,0714)  | -0,1866<br>(0,5875)    | -0,0042<br>(0,1261)    | -0,3724**<br>(0,1596)  | -0,2891<br>(0,2224)    | -0,6690***<br>(0,2291) | -0,2532<br>(0,2011)      |
| L.mbr                                   | 0,0225***<br>(0,0059)  | 0,1316***<br>(0,0381)  | 0,0926***<br>(0,0207)  | -0,0196<br>(0,0160)    | 0,0602***<br>(0,0187)  | 0,0307***<br>(0,0083)  | -0,0461*<br>(0,0265)   | 0,0658***<br>(0,0180)  | -0,0049<br>(0,0201)      |
| L.profitability                         | -0,4762***<br>(0,0357) | -0,4405***<br>(0,1502) | -0,5036***<br>(0,1394) | -0,3464**<br>(0,1487)  | -0,1412***<br>(0,0477) | -0,6846***<br>(0,0692) | -0,7558***<br>(0,1233) | -0,4260***<br>(0,0888) | -0,3271***<br>(0,0585)   |
| L.iml                                   | 0,1804***<br>(0,0397)  | -0,575<br>(0,5813)     | 8,7472*<br>(5,0299)    | 0,022<br>(0,1206)      | -0,0528<br>(0,1849)    | -0,1746*<br>(0,0983)   | -2,0548<br>(1,9446)    | 0,1676<br>(0,1190)     | 0,9579<br>(2,9995)       |
| N                                       | 6081                   | 381                    | 161                    | 342                    | 277                    | 2125                   | 368                    | 465                    | 1686                     |
| <i>Differences-in-Hansen Sargan (I)</i> |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                          |
| L.size                                  | 142,957***             | 0,724                  | <b>13,149***</b>       | <b>3,442*</b>          | <b>6,089*</b>          | <b>66,579***</b>       | <b>12,708***</b>       | <b>12,266***</b>       | <b>45,528***</b>         |
| L.tangibility                           | 3,42*                  | <b>5,031**</b>         | 0,762                  | 0,128                  | 0,37                   | 0,873                  | 1,176                  | 0,013                  | 0,165                    |
| L.depreciation                          | 0,12                   | 0,536                  | 0,896                  | 0,171                  | 1,156                  | 0,99                   | 0,935                  | 0,062                  | 0,692                    |
| L.size và L.tangibility                 | <b>135,841***</b>      |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                        |                          |

**Bảng 4. Kết quả ước lượng (tiếp theo)**

| Toàn mẫu   | Bán buôn | Bán lẻ  | Công nghệ và thông tin | Khai khoáng | Sản xuất  | Tiện ích | Vận tải và kho bãi | Xây dựng và bất động sản |
|--|----------|---------|------------------------|-------------|-----------|----------|--------------------|--------------------------|
| <i>Kleibergen-Paap rk Wald F statistic (2)</i>         |          |         |                        |             |           |          |                    |                          |
| 710,485  | 61,8649  | 65,1442 | 277,2599               | 696,9191    | 2731,1717 | 807,5279 | 328,7143           | 3893,2272                |
| <i>Stock-Yogo critical values: 10% maximal IV size</i> |          |         |                        |             |           |          |                    |                          |
| 7,03   | 16,38    | 16,38   | 16,38                  | 16,38       | 16,38     | 16,38    | 16,38              | 16,38                    |

*Chú thích: Số trong ngoặc là sai số chuẩn; \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%.*

*L. là toán tử trễ đại diện cho (t-1)*

*(1) Giá trị của kiểm định nội sinh là khác biệt của giá trị thống kê Sargan-Hansen giữa hai mô hình lần lượt coi biến cần kiểm định là ngoại sinh và nội sinh. H0: biến cần kiểm định là ngoại sinh. Ô được tô đậm ở Kiểm định nội sinh là các biến tương ứng sẽ được sử dụng làm biến công cụ.*

*(2) Kiểm định biến công cụ yếu được thực hiện với kiểm định Kleibergen-Paap rk Wald với H0: biến công cụ yếu. Kiểm định Kleibergen-Paap rk Wald vững hơn kiểm định truyền thống như Cragg-Donald khi có phương sai số thay đổi hoặc tự tương quan (Baum, 2009). Các giá trị tới hạn vẫn sử dụng các giá trị tới hạn của Stock-Yogo ban đầu phát triển cho kiểm định Cragg-Donald.*

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Kết quả Bảng 4 cũng chỉ ra mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính có ý nghĩa và cùng chiều. Điều này có nghĩa là quy mô của công ty có tác động quan trọng đến việc lựa chọn tài chính của các công ty niêm yết, phù hợp với những phát hiện của Booth & cộng sự (2001) và Khrawish & Khraiwesh (2010). Thêm vào đó, kết quả được quy cho khả năng đa dạng hóa đầu tư của họ, từ đó giảm đi những hệ lụy của phá sản và tạo điều kiện cho chi phí tài trợ thấp hơn. Tương tự, Qureshi & Azid (2022) nhấn mạnh rằng, các doanh nghiệp lớn hơn ở Pakistan thể hiện các lựa chọn cấu trúc vốn khác nhau so với các doanh nghiệp nhỏ hơn, cho thấy quy mô là một yếu tố quyết định quan trọng trong các quyết định về cấu trúc vốn. Điều này được hỗ trợ thêm bởi kết quả của (Frank & Goyal, 2009), những người lập luận rằng quy mô doanh nghiệp nắm bắt được các khía cạnh của hiệu suất dự kiến trong tương lai, ảnh hưởng đến các quyết định về đòn bẩy. Bên cạnh đó, các kết quả cung cấp bằng chứng hỗ trợ cho kỳ vọng của lý thuyết đánh đổi, cụ thể là quy mô của công ty có mối quan hệ dương với đòn bẩy.

Liên quan đến biến tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, các kết quả hồi quy cho thấy tính hữu hình của tài sản không có tác động đối với cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Điều này khác biệt với kết quả của Khan & cộng sự (2021) khi thực hiện nghiên cứu với dữ liệu của các doanh nghiệp ở Pakistan. Giải thích cho mối quan hệ không có ý nghĩa giữa tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ tài sản hữu hình có thể do mối quan hệ chặt chẽ giữa các ngân hàng thương mại và nhiều công ty niêm yết, đặc biệt là các doanh nghiệp có tỷ lệ lớn sở hữu nhà nước. Mối quan hệ này làm giảm tầm quan trọng của tài sản hữu hình trong việc đảm bảo cho khoản vay. Kết quả là các công ty niêm yết tại Việt Nam có thể dễ dàng tiếp cận với các khoản vay ngân hàng mà không cần thế chấp.

Kết quả Bảng 4 cũng cho thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (đại diện cho cơ hội tăng trưởng) và đòn bẩy là cùng chiều. Nói chung, kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Dấu hiệu dương của các hệ số cơ hội tăng trưởng chỉ ra rằng các công ty đang phát triển dựa vào nợ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư mới của họ. Áp dụng mô hình trật tự phân hạng, các công ty đang phát triển đòi hỏi một nhu cầu cao hơn về vốn và có nhiều khả năng nguồn tài chính nội bộ không thể đáp ứng đủ. Vì vậy, các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng tương đối cao sẽ có xu hướng tìm kiếm nguồn tài trợ từ bên ngoài công ty để tài trợ cho sự tăng trưởng của họ. Điều này phù hợp với các lập luận của Barclay & Smith (1999), nghiên cứu này đã chỉ ra khi tìm kiếm nguồn tài chính, các công ty có cơ hội tăng trưởng cao sẽ thích nợ hơn. Tương tự, Frank & Goyal (2009) cũng chỉ ra các doanh nghiệp có tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách cao hơn thường được coi là có triển vọng tăng trưởng tốt hơn, điều này có thể ảnh hưởng đến các quyết định về cấu trúc vốn của họ. Trong các thị trường mới nổi, nơi tâm lý nhà đầu tư có thể ảnh hưởng đáng kể đến định giá doanh nghiệp, tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách trở thành một yếu tố cân nhắc quan trọng đối với các doanh nghiệp khi xác định đòn bẩy của họ, điều này được phản ánh trong nghiên cứu của (Dhaene & cộng sự, 2015).

Các kết quả được trình bày trong Bảng 4 cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa lợi nhuận và đòn bẩy tài chính ở tất cả các mô hình. Kết quả này tương đồng với kết quả của Booth & cộng sự (2001), nghiên cứu này đã dựa trên mẫu dữ liệu của các nước đang phát triển kết luận rằng, mặc dù các yếu tố quyết định về cơ cấu vốn có sự khác nhau đáng kể giữa các quốc gia nhưng kết quả về mối quan hệ giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy là tương đối thống nhất, có ý nghĩa cao và ngược chiều. Kết quả này phù hợp với giải thích của lý thuyết trật tự phân hạng. Bằng chứng này dường như ủng hộ thứ tự ưu tiên cho việc sử dụng các khoản lợi nhuận giữ lại trước khi tìm các nguồn tài trợ từ bên ngoài, trong đó có nợ. Kết quả này cũng hàm ý nhu cầu về nguồn vốn từ bên ngoài sẽ giảm với các doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời cao và cũng tương đồng với kết luận của các nghiên cứu của de Jong & Veld (2001), Fama & French (2002) và Flannery & Rangan (2006).

Giá trị trung vị của tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn theo ngành phản ánh mức đòn bẩy trung bình trong một ngành cụ thể, cung cấp một điểm chuẩn cho các doanh nghiệp khi đưa ra quyết định về cấu trúc vốn. Biến này đặc biệt có liên quan trong các thị trường mới nổi, nơi các chuẩn mực của ngành có thể ảnh hưởng đáng kể đến hành vi của từng doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu của Muradoglu & Sivaprasad (2014) cho thấy các doanh nghiệp thường căn chỉnh chiến lược đòn bẩy của mình với các tiêu chuẩn của ngành để duy trì tính cạnh tranh và sự tin tưởng của nhà đầu tư. Sự phù hợp này rất quan trọng trong các thị trường mới nổi, nơi việc lệch khỏi các chuẩn mực của ngành có thể dẫn đến sự giám sát chặt chẽ từ các nhà đầu tư và chủ nợ.

Kết quả ước lượng này cho thấy lý thuyết đánh đổi lại có khả năng giải thích tốt hơn. Bốn trong số sáu hệ số ước lượng có dấu trùng với dự báo của lý thuyết đánh đổi bao gồm: probability (-), size (+), depreciation (-) và IML (+).

Bên cạnh đó, kết quả ước lượng được kiểm tra độ vững thông qua việc thêm các biến lạm phát và biến giả đại diện cho việc doanh nghiệp trong một năm cụ thể có được kiểm toán bởi một trong các công ty kiểm toán thuộc Big 4 hay không, các biến công cụ vẫn được sử dụng như trong Bảng 4 (Phụ lục 1).

## 5. Kết luận

Một phát hiện quan trọng của nghiên cứu này là tỷ lệ vốn nợ có xu hướng giảm trong suốt giai đoạn lấy mẫu, điều đó hàm ý sự phụ thuộc nhiều hơn vào các hình thức tài chính vốn cổ phần. Vấn đề khác cần xem xét là các tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và khả năng hạn chế các doanh nghiệp tiếp cận các kênh huy động vốn trước đây và giảm tính linh hoạt. Do đó, bên cạnh kênh huy động vốn từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp, các nhà hoạch định chính sách và các tổ chức liên quan cũng cần có những biện pháp thúc đẩy đối với sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam (kênh huy động nguồn vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết). Điều này có thể giúp các công ty giảm sự phụ thuộc vào khoản vay ngân hàng và tăng sự linh hoạt về tài chính.

Các nhà hoạch định chính sách cũng cần đưa ra các chính sách, quy định để thúc đẩy phát triển thị trường chứng khoán. Thứ nhất, giảm các rào cản gia nhập thị trường, giảm chi phí niêm yết, đơn giản hóa thủ tục, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ dễ dàng niêm yết. Thứ hai, tăng cường tính minh bạch thông qua việc áp dụng chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế, nâng cao chất lượng kiểm toán, yêu cầu công bố thông tin thường xuyên và minh bạch. Thứ ba, phát triển các sản phẩm tài chính nhờ mở rộng các sản phẩm tài chính phái sinh, xây dựng các quỹ đầu tư để tăng tính hấp dẫn của thị trường. Như vậy, các biện pháp này sẽ giúp các công ty dễ dàng hơn trong việc tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, các phát hiện của nghiên cứu còn chỉ ra, lý thuyết đánh đổi là có ảnh hưởng lớn hơn lý thuyết trật tự phân hạng trong việc giải thích lựa chọn nguồn vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Điều này hàm ý, do lợi ích của lá chắn thuế, các doanh nghiệp thích sử dụng các khoản nợ vay, do vậy mức rủi ro và chi phí phá sản sẽ cao nếu những doanh nghiệp này hành động theo lý thuyết trật tự phân hạng. Điều này cũng cho thấy, các cổ đông sẽ có những khoản đầu tư rủi ro so với khả năng mất tiền của họ. Vì vậy, các cổ đông nên xem xét các lợi ích và chi phí có thể xảy ra đối với lựa chọn cơ cấu vốn của công ty như là yếu tố quan trọng trong quá trình ra quyết định đối với các khoản đầu tư.

Nghiên cứu này cho thấy hành vi lựa chọn nguồn vốn của các công ty tương đồng với các lập luận của lý thuyết đánh đổi so với lý thuyết trật tự phân hạng. Khi vay nợ nhiều, các công ty sẽ gặp rủi ro nhiều hơn. Do đó, các ngân hàng nên đánh giá chặt chẽ hơn và xây dựng các chính sách cho vay để giảm thiểu rủi ro.

Qua phân tích dữ liệu từ 499 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2008-2023, nghiên cứu chỉ ra lý thuyết đánh đổi có khả năng giải thích tốt hơn so với lý thuyết trật tự phân hạng trong việc lý giải quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Cụ thể, các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lợi và tỷ lệ nợ trung vị của ngành có ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn. Kết quả này có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà quản trị, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách trong việc định hướng chiến lược tài chính và phát triển thị trường vốn tại Việt Nam.

#### **Tài liệu tham khảo**

- Agyei, J., Sun, S. & Abrokwah, E. (2020), "Trade-off theory versus pecking order theory: Ghanaian evidence", *Sage Open*, Vol. 10 No. 3, 215824402094098.
- Barclay, M.J. & Smith, C.W. (1999), "The capital structure puzzle: another look at the evidence", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12 No. 1, pp. 8-20.
- Baum, C.F. (2009), *Instrumental Variables and Panel Data Methods in Economics and Finance*, Boston College & DIW Berlin.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V., (2001), "Capital structures in developing countries", *The Journal of Finance*, Vol. 56 No. 1, pp. 87-130.

- De Jong, A. & Veld, C. (2001), "An empirical analysis of incremental capital structure decisions under managerial entrenchment", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25 No. 10, pp. 1857-1895.
- Dhaene, J., Hulle, C., Wuyts, G., Schoubben, F. & Schoutens, W. (2015), "Is the capital structure logic of corporate finance applicable to insurers? Review and analysis", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 31 No. 1, pp. 169-189.
- Elsas, R. & Florysiak, D. (2011) "Heterogeneity in the Speed of Adjustment toward Target Leverage", *International Review of Finance*, Vol. 11 No. 2, pp. 181-211.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002), "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt", *Review of Financial Studies*, Vol. 15 No. 1, pp. 1-33.
- Fan, D.K.K. & So, R.W. (2004), "What managers think of capital structure: the evidence from Hong Kong", *Journal of Asian Economics*, Vol. 15 No. 4, pp. 817-830.
- Flannery, M.J., & Rangan, K.P. (2006), "Partial adjustment towards target capital structures", *Journal of Financial Economics*, Vol. 79 No. 3, pp. 469-506.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009), "Capital structure decisions: which factors are reliably important?", *Financial Management*, Vol. 38 No. 1, pp. 1-37.
- Getzmann, A., Lang, S. & Spremann, K. (2014) "Target capital structure and adjustment speed in Asia", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 43 No. 1, pp. 1-30.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.
- Khan, S., Ullah, S., Rehman, U., Sami, I., Ullah, F. M.S. & Ali, S. (2021), "Determinants of capital structure in pakistani listed firms (the case of pakistani listed firms)", *Annals of Agricultural & Crop Sciences*, Vol. 6 No. 3, pp. 1078-1095.
- Khrawish, H. & Khraiweh, A. (2010), "The determinants of the capital structure: evidence from jordanian industrial companies", *Journal of King Abdulaziz University- Economics and Administration*, Vol. 24 No. 1, pp. 173-196.
- Kumar, S., Colombage, S. & Rao, P. (2017), "Research on capital structure determinants: a review and future directions", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 13 No. 2, pp. 106-132.
- Le, H., Viet, N. & Anh, N. (2021), "Trade-off theory and pecking order theory: evidence from real estate companies in Vietnam", *Journal of Economics and Business*, Vol. 4 No. 2, <https://ssrn.com/abstract=3842395>, ngày truy cập 15/08/2024.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958) "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963) "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, Vol. 53 No. 3, pp. 433-443.
- Muradoglu, Y. & Sivaprasad, S. (2014), "The impact of leverage on stock returns in the hospitality sector: evidence from the UK", *Tourism Analysis*, Vol. 19 No. 2, pp. 161-171.
- Myers, S.C. (1984), "Capital structure puzzle", NBER Working Paper, w1393.
- Nguyen, T., Bai, M., Hou, G. & Truong, C. (2021), "Speed of adjustment towards target leverage: evidence from a quantile regression analysis", *Accounting & Finance*, Vol. 61 No. 4, pp. 5073-5109.
- Qureshi, M. & Azid, T. (2022), "Did they do it differently? capital structure choices of public and private sectors in pakistan", *The Pakistan Development Review*, pp. 701-709.

- Rahman, M. (2019), "Testing trade-off and pecking order theories of capital structure: evidence and arguments", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 9 No. 5, pp. 63-70.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, pp. 1421-1460.
- Yıldırım, D. & Çelik, A.K. (2021), "Testing the pecking order theory of capital structure: evidence from Turkey using panel quantile regression approach", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 21 No. 4, pp. 317-331.
- Zhou, Q., Tan, K.J.K., Faff, R. & Zhu, Y. (2016) "Deviation from target capital structure, cost of equity and speed of adjustment", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 39, pp. 99-120.

## Phụ lục 1. Kiểm tra độ vững (Robustness Test) của kết quả ước lượng

**Bảng 1. Thống kê các công ty trong các năm được kiểm toán bởi Big 4**

| Kiểm toán Big 4 | Tần số | Phần trăm | Phần trăm tích lũy |
|-----------------|--------|-----------|--------------------|
| Không           | 5.957  | 76,75     | 76,75              |
| Có              | 1.805  | 23,25     | 100                |
| Tổng            | 7.762  | 100       |                    |

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

**Bảng 2. Tỷ lệ lạm phát qua các năm**

| Năm  | Tỷ lệ lạm phát (%) |
|------|--------------------|
| 2008 | 23,12              |
| 2009 | 7,05               |
| 2010 | 8,86               |
| 2011 | 18,68              |
| 2012 | 9,09               |
| 2013 | 6,59               |
| 2014 | 4,08               |
| 2015 | 0,63               |
| 2016 | 2,67               |
| 2017 | 3,52               |
| 2018 | 3,54               |
| 2019 | 2,8                |
| 2020 | 3,22               |
| 2021 | 1,84               |
| 2022 | 3,16               |
| 2023 | 3,25               |

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

**Bảng 7. Kết quả ước lượng khi thêm biến Big 4 và lạm phát**

| Sample IV  | Bán buôn               | Bán lẻ                 | Công nghệ và thông tin | Khai khoáng            | Sản xuất               | Tiện ích               | Vận tải và kho bãi     | Xây dựng và bất động sản |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|
| L.size   | 0,0523***<br>(0,0051)  | 0,0201<br>(0,0231)     | 0,0169<br>(0,0247)     | 0,0743***<br>(0,0177)  | 0,0498***<br>(0,0102)  | 0,2572***<br>(0,0280)  | 0,0510**<br>(0,0232)   | 0,0584***<br>(0,0075)    |
| L.tangibility  | -0,2490**<br>(0,1113)  | -0,2735**<br>(0,1275)  | -0,2161**<br>(0,1004)  | (0,0359)<br>(0,0410)   | 0,0328<br>(0,0431)     | -0,0649*<br>(0,0383)   | 0,1504**<br>(0,0628)   | -0,1218***<br>(0,0410)   |
| L.depreciation   | -0,3257***<br>(0,0875) | 0,1645<br>(0,5573)     | (0,1731)<br>(0,5984)   | (0,0049)<br>(0,1260)   | -0,3382**<br>(0,1567)  | (0,2886)<br>(0,2272)   | -0,6928***<br>(0,2273) | (0,2507)<br>(0,2010)     |
| L.mbr  | 0,0238***<br>(0,0060)  | 0,1305***<br>(0,0384)  | (0,0158)<br>(0,0171)   | 0,0610***<br>(0,0187)  | 0,0319***<br>(0,0083)  | -0,0461*<br>(0,0266)   | 0,0652***<br>(0,0179)  | (0,0046)<br>(0,0201)     |
| L.profitability  | -0,4753***<br>(0,0354) | -0,4434***<br>(0,1490) | -0,3651**<br>(0,1544)  | -0,1462***<br>(0,0471) | -0,6798***<br>(0,0692) | -0,7547***<br>(0,1230) | -0,4146***<br>(0,0855) | -0,3254***<br>(0,0586)   |
| L.iml  | 0,1775***<br>(0,0399)  | (0,5359)<br>(0,5897)   | 0,0229<br>(0,1210)     | (0,0601)<br>(0,1848)   | -0,1710*<br>(0,0985)   | (0,2795)<br>(0,3861)   | 0,1958*<br>(0,1159)    | 0,1585<br>(0,7633)       |
| L.inflation  | (0,0032)               | 0,0177<br>(0,0213)     | (0,0114)               | (0,0007)               | (0,0109)               | 0,0135                 | 0,0148                 | (0,0021)                 |
| L.Big4   | (0,0061)               | (0,0213)               | (0,0224)               | (0,0174)               | (0,0113)               | (0,0140)               | (0,0216)               | (0,0096)                 |
| N  | -0,0209***<br>(0,0063) | 0,0032<br>(0,0203)     | 0,0045<br>(0,0280)     | (0,0301)<br>(0,0225)   | -0,0431***<br>(0,0119) | 0,0003<br>(0,0192)     | (0,0604)<br>(0,0392)   | 0,0063<br>(0,0089)       |
| Endogeneity test   | 6,058                  | 378                    | 339                    | 277                    | 2,115                  | 367                    | 463                    | 1,683                    |
| Kleibergen-Paap rk Wald F statistic                          | 132,5942***            | 5,1917**               | 3,4417*                | 5,7786*                | 70,8565***             | 12,6932***             | 10,9066***             | 45,8302***               |
| Stock-Yogo weak ID test critical values: 10% maximal IV size | 717,0131               | 62,1808                | 266,2427               | 655,2110               | 2,775,3821             | 812,8519               | 350,4256               | 3,512,0111               |
|  | 7,03                   | 16,38                  | 16,38                  | 16,38                  | 16,38                  | 16,38                  | 16,38                  | 16,38                    |

Chú thích: Số trong ngoặc là sai số chuẩn; \*\*\*, \*\*, \* biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả