

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Bùi Vĩnh Thanh¹

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam - Chi nhánh Tây Tiền Giang, Việt Nam

Ngày nhận: 11/09/2021; **Ngày hoàn thành biên tập:** 02/12/2021; **Ngày duyệt đăng:** 02/01/2022

Tóm tắt: Bài viết nhằm hệ thống hóa lý thuyết về cấu trúc vốn, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Phương pháp thống kê mô tả, phân tích tương quan và hồi quy theo phương pháp bình phương tối thiểu gộp được sử dụng nhằm ước lượng tổng thể mối quan hệ giữa các biến đại diện cho cơ cấu vốn tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bộ dữ liệu gồm 87 công ty (loại trừ doanh nghiệp trong lĩnh vực tài chính và bất động sản) niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2009 đến năm 2019. Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố cơ cấu vốn bao gồm: tổng nợ, nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều với hiệu quả kinh doanh. Tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ có tác động cùng chiều với hiệu quả doanh nghiệp. Các yếu tố kiểm soát như quy mô, vòng quay tài sản, tăng trưởng có tác động cùng chiều với hiệu quả doanh nghiệp. Doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn trong thời kỳ kinh tế ổn định.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, Tác động cấu trúc vốn, Hoạt động doanh nghiệp

THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON OPERATIONAL EFFICIENCY OF ENTERPRISES LISTED ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET

Abstract: The paper aims to systematize the theory of capital structure, business performance, and the impact of capital structure on business performance. The descriptive statistics, correlation analysis, and regression according to the method of least equals (Pooled OLS) are employed to estimate the relationship between the variables, representing the capital structure, affecting the performance of the business. The dataset consists of 87 companies (excluding businesses in the financial and real estate sectors) listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange from 2009 to 2019. The research results show that capital structure, including total debt

¹ Tác giả liên hệ, Email: thanhbv1@vietinbank.vn

and short-term debt have negative impact on business performance. The proportion of short-term debt in total debt has a positive impact on corporate performance. Controlling factors such as size, asset turnover, and growth have a positive impact on business performance. Firms have a higher level of performance in the period of economic stability.

Keywords: Capital Structure, Business Performance, Impact of Capital Structure, Corporate Performance

1. Giới thiệu

Hầu hết các doanh nghiệp khi bắt đầu hoạt động đều phải có nguồn vốn ban đầu đủ đảm bảo cho nhu cầu hoạt động của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có thể sử dụng nhiều nguồn vốn khác nhau như vốn chủ sở hữu, chiếm dụng vốn của nhà cung cấp, vốn vay ngân hàng hay huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu. Tùy theo từng thời điểm mà nhà quản trị phải biết sử dụng nguồn vốn nào là hợp lý để chi phí sử dụng vốn là tối ưu nhất cho doanh nghiệp của mình. Chẳng hạn, khi doanh nghiệp sử dụng vốn chiếm dụng của các đối tác thì sẽ giảm được chi phí lãi vay so với sử dụng vốn vay ngân hàng, hoặc doanh nghiệp có thể tận dụng được lá chắn thuế từ việc vay nợ. Do vậy, nhà quản trị phải biết cân đối cấu trúc vốn phù hợp với doanh nghiệp để đảm bảo hiệu quả tốt nhất và chi phí sử dụng vốn là thấp nhất. Đây là vấn đề đã được nhiều tác giả nghiên cứu xem xét tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nhiều công trình nghiên cứu đã cho thấy cấu trúc vốn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhưng một số nghiên cứu khác lại đưa ra nhận định ngược lại. Vì thế, nghiên cứu “Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” nhằm hệ thống lý thuyết về cấu trúc vốn và phân tích tác động của cấu trúc vốn như thế nào đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bố cục bài viết gồm có 5 phần. Phần 1 giới thiệu vấn đề nghiên cứu. Tổng quan về tình hình nghiên cứu được trình bày trong Phần 2. Phần 3 giới thiệu phương pháp nghiên cứu, mô hình nghiên cứu, đo lường và xây dựng các biến trong mô hình nghiên cứu. Phần 4 trình bày và thảo luận các kết quả nghiên cứu. Kết luận và một số hàm ý chính sách được thực hiện trong Phần 5.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Theo Modigliani & Miller (1963), cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu mà công ty sử dụng trong hoạt động. Theo quan điểm này, cấu trúc vốn ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp thông qua sự kết hợp của nợ, vốn chủ sở hữu hoặc hỗn hợp giữa chứng khoán và vốn của một công ty. Hay nói cách khác, việc sử dụng vốn vay sẽ làm tăng giá trị của doanh nghiệp đồng thời chi phí lãi vay sẽ được khấu trừ trực tiếp vào số tiền nộp thuế và như vậy số tiền nộp thuế sẽ ít hơn so với doanh nghiệp không sử dụng vốn vay.

Nghiên cứu của Saeed & Badar (2013) cho thấy tác động của việc sử dụng đòn bẩy trong cấu trúc vốn đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Họ đã áp dụng nghiên cứu trên tất cả các công ty thuộc lĩnh vực thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Karachi. Kết quả cho thấy các khoản nợ dài hạn có tác động tích cực và đáng kể đến hoạt động của công ty, trong khi, trong ngắn hạn các khoản nợ có tác động tiêu cực đáng kể đến hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu Mumtaz & Zanetti (2013) ở Pakistan cho thấy mối quan hệ giữa cấu trúc vốn của một công ty và hiệu quả hoạt động là tiêu cực. Salteh & cộng sự (2012) tìm thấy một mối quan hệ tích cực và mạnh giữa cấu trúc vốn và ROE nhưng lại có mối quan hệ tiêu cực với ROA và EPS. Kết quả nghiên cứu của Ahmad & cộng sự (2012) về ảnh hưởng của cấu trúc vốn đối với doanh nghiệp hoạt động cho thấy mỗi loại nợ đều có mối quan hệ tiêu cực đáng kể với ROE, trong khi ROA có mối quan hệ tích cực nợ ngắn hạn và tổng nợ. Kwanum (2012) điều tra mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty sản xuất niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Nigeria. Họ thấy rằng nợ ngắn hạn và nợ dài hạn có mối quan hệ tiêu cực không đáng kể với ROA. Ngoài ra, nghiên cứu kết luận rằng cấu trúc vốn không phải là yếu tố quyết định chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Onalapo & Kajola (2010) phát hiện ra rằng cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đáng kể đến hoạt động của công ty tài chính.

Tại Việt Nam, Le & Phung (2013) nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và tìm ra rằng vốn cấu trúc có tác động tiêu cực và đáng kể đến hoạt động của công ty. Nghiên cứu của Bùi & Nguyễn (2016) cho thấy quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng tổng tài sản có quan hệ đồng biến với hiệu quả hoạt động của công ty. Tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản, tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản và tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có quan hệ nghịch biến với hiệu quả hoạt động của công ty. Trần & cộng sự (2017) chỉ ra rằng quy mô của doanh nghiệp tác động thuận chiều đến hiệu quả hoạt động, cơ hội tăng trưởng và cấu trúc tài sản tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động. Nghiên cứu của Đỗ & Đàm (2019) cho thấy tỷ lệ nợ phải trả/tổng tài sản ảnh hưởng ngược chiều lên hiệu quả kinh doanh, tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng tài sản và hiệu quả kinh doanh có mối quan hệ cùng chiều với nhau. Theo Trần & Nguyễn (2020) thì nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, tổng nợ trên tổng tài sản có tác động ngược chiều đến hoạt động kinh doanh. Quy mô doanh nghiệp có tác động thuận chiều tới hoạt động kinh doanh.

Như vậy, qua đánh giá các nghiên cứu trên cho thấy một số nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ tiêu cực giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi những nghiên cứu khác lại có kết luận ngược lại. Điều này cho thấy các kết quả nghiên cứu chưa có sự thống nhất. Mặt khác, nhiều nghiên cứu đề cập đến một mối quan hệ đáng kể có ý nghĩa thống kê giữa cấu trúc và hiệu quả hoạt động

của doanh nghiệp, trong khi một số công trình lại đề cập đến một mối quan hệ không đáng kể giữa cấu trúc và hiệu quả kinh doanh. Bên cạnh đó, các nghiên cứu đa phần mới chỉ thực hiện trong thời gian ngắn và trong một giai đoạn nhất định (từ 5 đến 7 năm) cũng như chỉ xem xét tỷ lệ các thành phần nợ so với tổng tài sản. Trong nghiên cứu này, dữ liệu được xem xét từ năm 2009 đến 2019, theo hai giai đoạn của chu kỳ kinh tế và xem xét thêm tỷ trọng nợ ngắn hạn trong cơ cấu nợ, và đây là điểm mới của nghiên cứu.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình nghiên cứu

Việc đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể bị tác động bởi các yếu tố khác nhau, đồng thời cũng có nhiều ý kiến khác nhau về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Do nghiên cứu này được thực hiện trong thời gian dài bao gồm giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam ổn định và không ổn định, ROA trên thị trường chưa phản ánh đúng giá trị thị trường thực mỗi cổ phần của các doanh nghiệp yết trên thị trường chứng khoán. Vì vậy nghiên cứu chỉ xem xét đến hiệu quả hoạt động được đo lường dưới góc độ kế toán tức là các số liệu, chỉ số được truy xuất từ sổ sách kế toán của doanh nghiệp. Việc lựa chọn các biến phụ thuộc và biến độc lập chủ yếu được tham khảo từ các nghiên cứu thực nghiệm trước đây và phụ thuộc vào tính sẵn có của dữ liệu.

Nghiên cứu dựa vào mô hình nghiên cứu thực nghiệm của Muritala (2012) vào Việt Nam. Sử dụng biến phụ thuộc ROA để đại diện cho hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Đại diện cho các thành phần của cấu trúc vốn bao gồm: Nợ dài hạn (LTD); Nợ ngắn hạn (SD); Tổng nợ (TTD); Cơ cấu nợ ngắn hạn/Tổng nợ (SD/TD). Các biến này được chấp nhận và sử dụng rộng rãi, một số nhà nghiên cứu đã sử dụng như: Zeitun & Tian (2007); Onaolapo & Kajola (2010), Ahmad & cộng sự (2012), Appah & cộng sự (2013), Mwangi & cộng sự (2014), Đoàn (2014). Các biến độc lập khác đóng vai trò biến kiểm soát bao gồm vòng quay tài sản (TURN), quy mô (SIZE), tăng trưởng (GR). Bài nghiên cứu có sử dụng biến giả thời kỳ kinh tế (CT) đại diện cho hai thời kỳ biến động (2009-2013) và ổn định tăng trưởng (2014-2019) của thị trường chứng khoán.

Các biến trong cơ cấu vốn có liên quan mật thiết về công thức tính toán, do đó để tránh hiện tượng tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình, tác giả tiến hành tác thành hai mô hình với các biến cụ thể như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TTD_{it} + \beta_2 LTD_{it} + \beta_5 TURN_{it} + \beta_6 GR_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 CT_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_3 SD_{it} + \beta_4 SD/TD_{it} + \beta_5 TURN_{it} + \beta_6 GR_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 CT_{it} + u_{it} \quad (2)$$

trong đó ROA_{it} là tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của công ty i tại thời điểm t ; TTD_{it} là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của công ty i tại thời điểm t ; LTD_{it} là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản của công ty i tại thời điểm t ; SD_{it} là tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng

tài sản của công ty i tại thời điểm t ; SD/TD_{it} là tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng nợ của công ty i tại thời điểm t ; $TURN_{it}$ là vòng quay tài sản của công ty i tại thời điểm t ; $SIZE_{it}$ là quy mô của công ty i tại thời điểm t ; GR_{it} là cơ hội tăng trưởng của công ty i tại thời điểm t ; CT là biến kiểm soát đại diện cho chu kỳ kinh tế; β_0 là tung độ góc; β_{1-8} là hệ số góc; u_{it} là phần dư của công ty i tại thời điểm t .

3.2 Đo lường các biến và xây dựng giả thuyết nghiên cứu

3.2.1 Tỷ lệ nợ/Tổng tài sản (TTD)

Tỷ lệ nợ được đại diện bởi 3 thành phần: (i) Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (TTD) = Tổng nợ/Tổng tài sản; (ii) Tỷ lệ nợ ngắn hạn (SD) = Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản; (iii) Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD) = Nợ dài hạn/Tổng tài sản. Theo Lý thuyết M&M thì nợ vay tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động kinh doanh khi công ty vay nợ cao và có lá chắn thuế kèm theo, nhưng các nghiên cứu gần đây lại cho kết quả ngược lại như nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007) cho rằng tỷ lệ nợ dự kiến tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trên cả hai phương diện, bao gồm: phương diện tài chính (ROA, ROE, PROF) và phương diện thị trường (Tobin'Q, MBVR). Nghiên cứu của Onalapo & Kajola (2010), Đoàn (2014) đồng quan điểm cho rằng nợ vay tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động được đo bằng ROA, ROE. Nghiên cứu của Mwangi & cộng sự (2014) cũng cho rằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động được đo bằng ROE. Tác giả kỳ vọng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, vì vậy, các giả thuyết được đặt ra như sau:

H1: Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (TTD) tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H2: Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SD) tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

H3: Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD) tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3.2.2 Tỷ lệ nợ ngắn hạn (SD/TD) = Nợ ngắn hạn/Tổng nợ

Cơ cấu nợ trong nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007) đã đề cập đến ảnh hưởng của cơ cấu nợ kỳ hạn đến lợi nhuận của các công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tích cực giữa cơ cấu nợ ngắn hạn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Mwangi & cộng sự (2014) cho thấy Nợ ngắn hạn/Tổng nợ cũng tác động cùng chiều đến lợi nhuận doanh nghiệp.

H4: Tỷ trọng nợ ngắn hạn/tổng nợ có tác động cùng chiều đến hiệu quả doanh nghiệp.

3.2.3 Vòng quay tài sản (TURN) = Doanh thu / Tổng tài sản

Vòng quay tài sản (hiệu suất sử dụng tài sản) được sử dụng để đo lường hiệu quả của việc tạo ra doanh thu từ tài sản, được tính bằng doanh thu thuần trên tổng tài sản bình quân. Vòng quay tài sản doanh nghiệp càng nhanh thì hiệu quả khai thác tài sản càng cao. Bên cạnh đó, vòng quay tài sản có tương tác với tỷ suất sinh lời trên doanh thu, đặc biệt khi các chi phí cố định lớn, chi phí gia tăng theo tỷ lệ ít hơn doanh thu. Theo đó, vòng quay tài sản cao hơn sẽ làm tăng tỷ suất sinh lời trên doanh thu dẫn đến tăng tỷ suất sinh lời trên tài sản. Theo Muritala (2012), hiệu quả của việc quản lý một doanh nghiệp có thể đo bằng cách thức và phương pháp sử dụng các tài sản của công ty để mang lại lợi nhuận tích cực. Hệ số vòng quay tài sản cao cho thấy việc sử dụng tài sản của công ty vào các hoạt động kinh doanh càng hiệu quả. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Onaolapo & Kajola (2010), vòng quay tài sản có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Dựa theo các nghiên cứu này, tác giả đặt giả thuyết như sau:

H5: Vòng quay tài sản (TURN) tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3.2.4 Quy mô doanh nghiệp (SIZE) được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản

Các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có nhiều lợi thế hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Thứ nhất, các doanh nghiệp quy mô lớn có thương hiệu, uy tín và được nhiều người biết tới. Thứ hai, doanh nghiệp quy mô lớn có sức mạnh về tài chính, tài sản, kỹ thuật công nghệ và khả năng quản lý sẽ dễ dàng khai thác lợi thế theo quy mô nhằm tối thiểu hóa chi phí đầu vào và gia tăng hiệu quả đầu ra. Nghiên cứu của Abor (2005), Zeitun & Tian (2007), Onaolapo & Kajola (2010), Muritala (2012), Ahmad & cộng sự (2012) đã chứng minh rằng quy mô của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó tác giả đưa ra giả thuyết:

H6: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3.2.5 Tăng trưởng (GR) được đo bằng sự tăng trưởng của doanh số bán hàng

Cơ hội phát triển của doanh nghiệp được thể hiện ở khả năng tăng trưởng doanh thu. Doanh nghiệp có mức tăng trưởng doanh thu thấp sẽ có ít cơ hội để thay thế các khoản đầu tư rủi ro cao. Theo Zeitun & Tian (2007) và Abor (2005), các doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng cao sẽ có hiệu quả hoạt động cao vì các doanh nghiệp này có thể tạo được lợi nhuận từ đầu tư. Nghiên cứu của Muritala (2012) và Đoàn (2014) cũng cho kết quả tương tự. Dựa theo các nghiên cứu này, tác giả đưa ra giả thuyết như sau:

H7: Tăng trưởng (GR) tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3.2.6 Giai đoạn kinh tế

Dữ liệu nghiên cứu được lấy trong 11 năm, thời kỳ mà tình hình kinh tế cũng như chúng khoán trải qua nhiều biến động. Do đó, bài nghiên cứu đưa vào biến giả đại diện cho hai thời kỳ của chu kỳ kinh tế. Việc phân chia hai giai đoạn của chu kỳ kinh tế được thực hiện theo mức biến động của GDP Việt Nam. Giai đoạn 2009 đến 2013 (nhận giá trị 0), đây là giai đoạn sau khủng hoảng tài chính với những biến động mạnh, GDP giảm liên tục từ năm 6,78% đến 5,4%, ngoài ra, trong giai đoạn này lãi vay ngân hàng liên tục tăng có những thời điểm đạt trên 18% vào năm 2012. Việc lãi vay cao làm mất đi lợi ích của việc sử dụng chi phí lãi vay thay cho lá chắn thuế, nó tác động trực tiếp đến các chi phí tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngược lại, giai đoạn từ năm 2014 đến 2019 (nhận giá trị 1) là giai đoạn ổn định và tăng trưởng, trong giai đoạn này GDP Việt Nam liên tục tăng, lãi suất cho vay được điều chỉnh ổn định ở mức $\pm 10\%$ /năm (Chính phủ, 2013; Tổng cục Thống kê, 2019).

H8: Sự ổn định và tăng trưởng của thị trường chứng khoán có tác động làm tăng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

3.3 Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp giai đoạn 2009-2019 để phân tích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã được kiểm toán, cụ thể từ bảng cân đối kế toán và bảng kết quả hoạt động kinh doanh. Các doanh nghiệp được lựa chọn là những doanh nghiệp phi tài chính bởi vì các doanh nghiệp tài chính có cơ cấu vốn khác với các doanh nghiệp còn lại. Bên cạnh đó, tác giả cũng loại bỏ các doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản vì trong thời kỳ này họ chịu tác động nặng nề của khủng hoảng kinh tế khiến giá bất động sản suy thoái mạnh bắt đầu từ cuối năm 2008. Ngoài ra để đảm bảo tính liên tục của dữ liệu, những doanh nghiệp không có dữ liệu đầy đủ hoặc hủy niêm yết cũng được loại bỏ khỏi nghiên cứu. Kết quả thu được là 87 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE đủ điều kiện để phân tích. Để thực hiện nghiên cứu và kiểm tra các tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, tác giả sử dụng dữ liệu bảng (panel data) là sự kết hợp từ hai thành phần, bao gồm: dữ liệu chéo (cross-section) và dữ liệu theo chuỗi thời gian (time series). Các phân tích được thực hiện trong nghiên cứu bao gồm: hồi quy bằng phương pháp OLS, sau đó kiểm tra các giả định hồi quy như tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và khắc phục bằng mô hình hiệu chỉnh sai số (robust).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1 Đặc điểm mẫu nghiên cứu

Với bộ dữ liệu gồm 87 công ty, các công ty được nghiên cứu từ năm 2009 đến năm 2019. Với biến phụ thuộc là lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), các biến độc lập

được đưa vào nghiên cứu gồm: Tổng nợ/Tổng tài sản (TTD); Nợ dài hạn/Tổng tài sản (LTD); Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản (SD); Nợ ngắn hạn/Tổng nợ (SD/TD); Quy mô công ty (SIZE); Vòng quay tài sản (TURN); Tăng trưởng của công ty (GR). Kết quả thống kê mô tả của các biến được thể hiện qua Bảng 1.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Tên biến	ROA	TTD	LTD	SD	SD_TD	SIZE	GR	TURN
max	0,518	0,948	0,955	0,912	0,999	18,544	0,990	3,916
min	-0,373	0,019	0,000	0,008	0,044	9,404	-0,605	0,003
mean	0,077	0,500	0,159	0,401	0,819	12,486	0,109	1,137
sd	0,086	0,221	0,196	0,204	0,217	1,456	0,221	0,724
skewness	0,992	-0,182	1,674	0,040	-1,522	0,912	1,035	1,044
kurtosis	8,381	1,924	5,723	1,935	4,756	4,677	5,109	4,232

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 1 cho thấy giá trị trung bình, giá trị lớn nhất, nhỏ nhất, độ lệch chuẩn, độ bất cân xứng, độ nhọn của các biến đưa vào mô hình. Các biến lợi nhuận doanh nghiệp, quy mô công ty, vòng quay tài sản, nợ dài hạn, và tăng trưởng có độ bất cân xứng > 0 nên có phân phối lệch phải. Trong khi đó các biến như tổng nợ, nợ ngắn hạn/tổng nợ có độ bất cân xứng < 0 nên phân phối lệch trái. Biến nợ ngắn hạn có độ bất cân xứng tương đối nhỏ $= 0,044$ do đó phân phối của biến này tương đối cân bằng. Độ nhọn (K) của các biến ROA, TURN, LTD, SD/TD, SIZE và tăng trưởng tổng tài sản (GR) đều > 3 nên phân phối của các biến này được coi là nhọn. Từ đó cho thấy các biến trên có những biến động mạnh và bất thường. Hệ số K lớn cho thấy có sự biến động rất mạnh của các biến này qua các năm cũng như có sự khác biệt lớn giữa các công ty. Các biến như tổng nợ, nợ ngắn hạn có độ nhọn (K) < 3 chứng tỏ phân phối của các biến này tương đối phẳng. Lợi nhuận trên tổng tài sản dao động từ -0,373 đến 0,518, đạt trung bình 0,077. Tỷ lệ tổng nợ trung bình của các doanh nghiệp là 50% trong đó nợ dài hạn chiếm khoảng 15,9% và nợ ngắn hạn chiếm đến 40%, trong cơ cấu nợ chúng ta thấy các doanh nghiệp đa phần sử dụng nợ ngắn hạn với tỷ trọng trung bình là khoảng 82%. Quy mô trung bình của các doanh nghiệp là 12,486; tăng trưởng trong tổng tài sản hàng năm khoảng 10,9% với hệ số vòng quay tài sản trung bình là 1,13 vòng.

4.2 Kết quả phân tích dữ liệu

Để phân tích dữ liệu, tác giả sử dụng mô hình hồi quy gộp (Pooled) mô hình sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) với giả định không có đơn vị chéo đặc biệt nào hoặc thời kỳ đặc biệt nào ảnh hưởng đến các hệ số trong mô hình.

Bảng 2. Tổng hợp kết quả hồi quy của hai mô hình

Tên biến	Mô hình 1			Mô hình 2		
	Hệ số	Thống kê t	VIF	Hệ số	Thống kê t	VIF
TTD	-0,190(**)	-14,760	1,660			
LTD	-0,001	-0,070	1,520			
TURN	0,030(**)	8,940	1,380	0,030(**)	8,190	1,110
SIZE	0,007(**)	3,370	1,310	0,005(*)	2,170	1,340
GR	0,083(**)	6,800	1,070	0,080(**)	6,590	1,060
CT	0,020(**)	3,770	1,060	0,018(**)	3,290	1,070
SD				-0,220(**)	-14,430	1,500
SD/TD				0,130(**)	8,410	1,240
β_0	-0,000	-0,020		-0,070(*)	-2,150	
R ² / Adj R ²	0,340/0,340					
Prob (F-statistic)	0,000					
Breusch-Pagan (Chi ² /P)	140,180**			121,740**		
Ramsey reset test (F/P)	2,460/0,060			0,430/0,790		

Chú thích: *, ** tương ứng với mức ý nghĩa là 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Độ phù hợp của mô hình

Kết quả phân tích cho thấy giá trị thống kê P (F-Statistic) của hai mô hình là 0,000 có nghĩa là hệ số hồi quy R² của hai mô hình đều khác 0, hay hai mô hình trong bài nghiên cứu đều phù hợp. Hệ số R² và R² hiệu chỉnh của hai mô hình tương tự nhau, do đó kết quả hồi quy của 2 mô hình này đáng tin cậy. Hệ số R² của Mô hình 1 = 0,340 và Mô hình 2 = 0,330, điều này có nghĩa là các biến đưa vào mô hình giải thích được 34% (Mô hình 1) và 33% (Mô hình 2) sự thay đổi của biến hiệu quả tài chính.

Trong Mô hình 1 các biến như tăng trưởng, tỷ lệ tổng nợ, vòng quay tài sản, quy mô công ty, tình hình kinh tế có ý nghĩa thống kê. Biến tỷ lệ nợ dài hạn không có ý nghĩa thống kê trong mô hình, tỷ lệ tổng nợ và tỷ lệ nợ dài hạn có tác động ngược chiều với ROA, các biến còn lại tác động cùng chiều.

Trong Mô hình 2, tất cả các biến đều có ý nghĩa thống kê, cụ thể: Tăng trưởng, vòng quay tài sản, quy mô công ty, tình hình kinh tế, cơ cấu nợ ngắn hạn có tác động cùng chiều. Ngoài ra biến tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều với ROA.

Hiện tượng đa cộng tuyến

Kết quả của Bảng 2 cho thấy tất cả các giá trị VIF của mô hình đều nhỏ hơn 2, vì vậy, chắc chắn không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Kiểm định biến cần thiết trong mô hình

Tất cả các giá trị P trong kiểm định F của hai mô hình đều > 0,05 do đó các biến đưa vào của hai mô hình là cần thiết.

Phương sai sai số thay đổi

Tác giả sử dụng Breusch-Pagan để kiểm định phương sai sai số thay đổi. Kết quả kiểm định cho thấy tất cả các giá trị của Prob > chi2 của cả 2 mô hình đều < 0,05 do đó đều xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tác giả sử dụng mô hình Robust với kết quả hồi quy (Bảng 3).

Bảng 3. Kết quả hồi quy với mô hình hiệu chỉnh sai số do phương sai sai số thay đổi

Tên biến	Mô hình 1		Mô hình 2	
	Hệ số	Thống kê t	Hệ số	Thống kê t
TTD	-0,190 (**)	-12,390		
LTD	-0,001	-0,070		
TURN	0,037 (**)	7,420	0,030(**)	6,730
SIZE	0,007(**)	3,210	0,005	1,850
GR	0,083 (**)	5,940	0,080 (**)	5,740
CT	0,020 (**)	3,570	0,020(**)	3,100
SD		-0,220(**)	-11,640	-14,430
SD/TD		0,130(**)	6,210	8,410
β_0	-0,000	-0,020	-0,007	-1,610
R ² / Adj R ²	0,350/0,350		0,340/0,340	
Prob (F-statistic)	0,000		0,000	

*Chú thích: *, ** tương ứng với mức ý nghĩa là 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của tác giả

4.3 Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.3.1 Các thành phần thuộc về cơ cấu vốn

Tác động của tổng nợ/tổng tài sản

Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn của doanh nghiệp có tác động ngược chiều với lợi nhuận của doanh nghiệp (ROA). Hệ số tác động là -0,190, có nghĩa là trong điều kiện các yếu tố khác không đổi thì khi tỷ lệ nợ tăng lên 1 đơn vị thì sẽ làm tỷ lệ lợi nhuận giảm đi 0,190 đơn vị. Kết quả này giống với giả thuyết ban đầu của tác giả đưa ra và giống với những nghiên cứu trước như Muritala (2012), Ahmad & cộng sự (2012), Appah & cộng sự (2013), Le & Phung (2013), Bùi & Nguyễn

(2016), Đỗ & Đàm (2019), Trần & Nguyễn (2020). Từ kết quả này có thể nhận thấy các doanh nghiệp càng vay nợ nhiều thì lợi nhuận trên tổng tài sản sẽ giảm.

Tác động của nợ ngắn hạn

Kết quả nghiên cứu cho thấy nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều với ROA, hệ số tác động là -0,220 và điều này có nghĩa là trong điều kiện các yếu tố khác không đổi thì khi nợ ngắn hạn tăng lên 1 đơn vị sẽ làm cho ROA giảm 0,220 đơn vị. Kết quả nghiên cứu này tương đồng với các nghiên cứu của Ahmad & cộng sự (2012), Appah & cộng sự (2013), Lê & Phùng (2013), Bùi & Nguyễn (2016), Đỗ & Đàm (2019), Trần & Nguyễn (2020). Các tác giả cho rằng chi phí nợ sẽ làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu cho kết quả ngược lại như Akinyomi & Olagunju (2013), điều này có thể giải thích do các doanh nghiệp trong nghiên cứu này có tỷ lệ nợ ngắn hạn tương đối cao, đặc biệt một số doanh nghiệp có tỷ lệ này chiếm đến trên 80% giá trị tài sản, chính điều này làm tăng chi phí lãi vay, tăng rủi ro thanh khoản và dẫn đến giảm lợi nhuận ROA.

Tác động của tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng nợ

Nợ ngắn hạn/Tổng nợ là một chỉ tiêu đánh giá về áp lực trả nợ của doanh nghiệp trong ngắn hạn. Doanh nghiệp có tỷ trọng nợ ngắn hạn/tổng nợ càng cao thì áp lực trả nợ ngắn hạn cao. Trong bài nghiên cứu, tỷ lệ này có tác động cùng chiều với lợi nhuận doanh nghiệp, điều này có thể lý giải do nợ ngắn hạn được cấu thành từ ba thành phần, bao gồm vay ngắn hạn, khoản dài hạn sắp đến kỳ và các khoản phải trả cho khách hàng. Tuy nhiên, nếu một khoản vay cao sẽ làm tăng chi phí lãi vay dẫn đến giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, đối với nợ ngắn hạn là các khoản phải trả của khách hàng thì đây là chiếm dụng vốn ngắn hạn, và nếu sử dụng, chúng ta có thể làm tăng nguồn vốn lưu động cho doanh nghiệp mà không mất chi phí, chính điều này làm cho lợi nhuận của doanh nghiệp tăng. Ngoài ra, phân tích mối quan hệ giữa vòng quay tài sản và tỷ lệ nợ/tổng nợ cho thấy các doanh nghiệp có tỷ lệ này cao thì vòng quay tài sản cao, điều này có nghĩa là doanh thu trên tổng tài sản của các doanh nghiệp này cao do đó cũng làm cho lợi nhuận tăng theo.

4.3.2 Tác động của quy mô doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động

Kết quả mô hình hồi quy cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với lợi nhuận doanh nghiệp. Một sự gia tăng trong quy mô dẫn đến gia tăng một lượng tương ứng trong lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu của tác giả giống với các nghiên cứu trước của Muritala (2012), Ahmad & cộng sự (2012), Le & Phùng (2013), Bùi & Nguyễn (2016), Trần & cộng sự (2017), Đỗ & Đàm (2019), Trần & Nguyễn (2020). Điều này cho thấy các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có nhiều lợi thế hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có hoạt động sản xuất kinh doanh hiệu quả hơn. Ngoài ra, khi quy mô của công ty gia tăng có nghĩa là công ty đang mở rộng sản xuất kinh doanh.

4.3.3 Tác động của tăng trưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh

Kết quả nghiên cứu cho thấy tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động kinh doanh. Khi tăng trưởng tăng lên 1 đơn vị sẽ làm cho tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản tăng lên 0,1 đơn vị và tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản tăng lên 0,08 đơn vị.

Kết quả nghiên cứu này giống với giả thuyết ban đầu của tác giả đưa ra và các nghiên cứu trước đây của Muritala (2012), Đoàn (2014), Bùi & Nguyễn (2016), Trần & cộng sự (2017). Theo Zeitun & Tian (2007) và Abor (2005), các doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng cao sẽ có hiệu quả hoạt động cao vì các doanh nghiệp có thể tạo được lợi nhuận từ đầu tư.

4.3.4 Tác động của vòng quay tài sản đến hiệu quả hoạt động kinh doanh

Bài nghiên cứu của tác giả cho thấy vòng quay tài sản có tác động cùng chiều với kết quả kinh doanh, hệ số tác động là 0,030 và 0,037. Kết quả này giống với giả thuyết ban đầu của tác giả đưa ra và một số nghiên cứu khác như Muritala (2012), Onaolapo & Kajola (2010), Trần & cộng sự (2017), Đỗ & Đàm (2019). Các doanh nghiệp cần nâng cao hiệu quả vòng quay tài sản để giúp doanh nghiệp mình gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh nhằm giúp tăng khả năng sinh lời thông qua việc nâng cao năng lực quản lý tài sản bằng cách bồi dưỡng nhân sự, thanh lý, xử lý các tài sản cố định không dùng đến và tiến hành ra quyết định mua sắm tài sản cố định một cách hợp lý và hiệu quả.

4.3.5 Tác động của thời kỳ kinh tế

Nghiên cứu được thực hiện trong thời gian dài, vì vậy, bài nghiên cứu đưa thêm vào biến giả thời kỳ kinh tế để đánh giá mức độ tác động của nó đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả phân tích cho thấy thời kỳ kinh tế ổn định và tăng trưởng (2014-2019) có hệ số tác động đến ROA cao hơn 0,02 đơn vị so với thời kỳ bất ổn (2009-2013). Như vậy, thời kỳ kinh tế ổn định sẽ giúp cho các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn, điều này có thể giải thích như sau: kinh tế ổn định và tăng trưởng với mức lãi suất hợp lý sẽ giúp doanh nghiệp giảm được chi phí lãi vay và gia tăng lợi nhuận. Bên cạnh đó, khi lãi vay không còn quá cao thì việc chuyển hướng đầu tư từ việc cho vay sang đầu tư chứng khoán sẽ giúp cho giá chứng khoán tăng, điều này sẽ giúp các doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn với chi phí thấp để đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh nhằm phát triển doanh nghiệp. Thực tế cho thấy giá trị vốn hóa của các doanh nghiệp tăng từ 31% GDP năm 2013 đến 72,6% GDP năm 2019 (Tổng cục Thống kê, 2019).

5. Kết luận

Bộ dữ liệu bao gồm các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được thu thập trong khoảng thời gian từ 2009 đến 2019 với mục tiêu xem xét và đo lường sự tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh. Kết quả

nghiên cứu như sau: (i) Các yếu tố trong cơ cấu vốn, bao gồm: tổng nợ, nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều với hiệu quả kinh doanh. Tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ có tác động cùng chiều với hiệu quả doanh nghiệp. (ii) Các yếu tố kiểm soát như quy mô, vòng quay tài sản, tăng trưởng có tác động cùng chiều với hiệu quả doanh nghiệp. Trong thời kỳ kinh tế ổn định, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cao hơn so với thời kỳ kinh tế biến động.

Việc sử dụng cơ cấu vốn không hợp lý sẽ ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp sử dụng hoàn toàn vốn chủ sở hữu thì sẽ không đủ sức cạnh tranh với các đối thủ khác về quy mô và lợi nhuận, giá trị của doanh nghiệp cũng không được tăng lên. Mặt khác, nếu sử dụng nợ vay quá nhiều với chi phí lãi vay lớn cũng sẽ làm giảm đi lợi nhuận của doanh nghiệp. Hoặc trong cơ cấu về vốn vay giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, nếu cân đối không hợp lý sẽ làm cho doanh nghiệp bị mất cân đối vốn (mất khả năng thanh toán trong ngắn hạn). Đây là vấn đề mà hầu hết các doanh nghiệp nào cũng gặp phải, vì vậy, các doanh nghiệp cần ưu tiên sử dụng vốn tự có trong đầu tư, những hoạt động kinh doanh nào mà nguồn vốn tự có của doanh nghiệp không đủ đáp ứng hoặc nếu sử dụng nguồn vốn vay thì phải lựa chọn những hoạt động có tỷ lệ lợi nhuận cao nhất để đưa ra quyết định. Ngoài ra, doanh nghiệp nên cân nhắc về tỷ lệ giữa vốn vay dài hạn và vay ngắn hạn nhằm đảm bảo việc đầu tư mang lại hiệu quả cao, đồng thời đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ khi đến hạn. Bên cạnh đó, cần quản trị tốt các khoản phải thu cũng như sử dụng hiệu quả vốn chiếm dụng để tăng hiệu quả hoạt động.

Tài liệu tham khảo

- Abor, J. (2005), “The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana”, *Journal of Risk Finance*, Vol. 6 No. 5, pp. 438 - 445.
- Akinyomi, O.J. & Olagunju, A. (2013), “Determinants of capital structure in Nigeria”, *International Journal of Innovation and Applied Studies*, Vol. 3 No. 4, pp. 999 - 1005.
- Ahmad, Z., Abdullah, N.M.H. & Roslan, S. (2012), “Capital structure effect on firms performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms”, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 8 No. 5, pp. 137 - 155.
- Appah, E., Okoroafor, E.O. & Bariweni, B. (2013), “Capital structure and the operating performance of quoted firms in the Nigerian stock exchange”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4 No 5, pp. 6 - 22.
- Bùi, V.T. & Nguyễn, T.N.Đ. (2016), “Ảnh hưởng cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Khoa học Lạc Hồng*, Số 5, tr. 95 - 100.
- Chính phủ. (2013), *Báo cáo của Chính phủ về tình hình kinh tế - xã hội năm 2013, kết quả 3 năm thực hiện kế hoạch 5 năm (2011-2015) và nhiệm vụ 2014-2015*.
- Đoàn, N.P. (2014), “Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến kết quả hoạt động kinh doanh của DN sau cổ phần hóa ở Việt Nam”, *Tạp chí Những vấn đề Kinh tế và Chính trị Thế giới*, Số 7, tr. 72 - 80.
- Đỗ, P.T. & Đàm, T.T.H (2019), “Bàn về tác động của cấu trúc vốn tới hiệu quả kinh doanh”, *Tạp chí Tài chính*, Kỳ 2 tháng 5/2019, tr. 100 - 104.

- Kwanum, I. (2012), “Capital structure and firm performance: evidence from manufacturing companies in Nigeria”, *International Journal of Business and Management Tomorrow*, Vol. 2 No. 5, pp. 1 - 7.
- Le, T.P.V. & Phung, D.N. (2013), “Foreign ownership, capital structure and firm performance: empirical evidence from Vietnamese listed firms”, *IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. 12 No. 2, pp. 40 - 58.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963), “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”, *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433 - 443.
- Mumtaz, H. & Zanetti, F. (2013), “The impact of the volatility of monetary policy shocks”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 45 No. 4, pp. 535 - 558.
- Muritala, T.A. (2012), “An empirical analysis of capital structure on firms’ performance in Nigeria”, *International Journal of Advances in Management and Economics*, Vol. 1 No. 5, pp. 116 - 124.
- Mwangi, L.W., Muathe, S.M. & Kosimbei, G. (2014), “Effects of working capital management on performance of non-financial companies listed in NSE, Kenya”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6 No. 11, pp. 195 - 205.
- Onaolapo, A.A. & Kajola, S.O. (2010), “Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Vol. 25, pp. 70 - 82.
- Saeed, A. & Badar, R. (2013), “Impact of capital structure on performance empirical evidence from sugar sector of Pakistan”, *European Journal of Business and Management*, Vol. 5 No. 5, pp. 78 - 86.
- Salteh, H.M., Ghanavati, E., Khanqah, V.T. & Khosroshahi, M.A. (2012), “Capital structure and firm performance: evidence from Tehran Stock Exchange”, *International Proceedings of Economics Development & Research*, Vol. 43 No. 1, pp. 225 - 230.
- Tổng cục Thống kê. (2019), “Báo cáo tình hình Kinh tế - Xã hội Quý IV và năm 2019”, <https://www.gso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2019/12/bao-cao-tinh-hinh-kinh-te-xa-hoi-quy-iv-va-nam-2019/>, truy cập ngày 25/05/2021.
- Trần, T.B.N, Nguyễn, V.Đ. & Phạm, H.C.H. (2017), “Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế”, *Tạp chí Khoa học Quản lý & Kinh tế - Đại học Huế*, Số 4, tr. 1 - 14.
- Trần, T.H & Nguyễn, T.N.H, (2020), “Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành năng lượng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí Công Thương*, Số 23, <https://tapchicongthuong.vn/bai-viet/tac-dong-cua-cau-truc-von-den-hieu-qua-hoat-dong-kinh-doanh-cua-cac-doanh-nghiep-trong-nganh-nang-luong-niem-yet-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam-75900.htm>, truy cập ngày 25/05/2021.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007), “Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan”, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 1 No. 4, pp. 40 - 61.