

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN: TRƯỜNG HỢP CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH

Phan Nguyễn Bảo Quỳnh^{1*}, Mai Văn Giang²
¹Trường Đại học Quang Trung, 327 Đào Tấn, Phường Quy Nhơn Bắc, Tỉnh Gia Lai, Việt Nam

²Trường Đại học Lương Thế Vinh, Đường Cầu Đông, Phường Nam Định, Tỉnh Ninh Bình

* Tác giả liên hệ: pnbquynh@qtu.edu.vn

THÔNG TIN BÀI BÁO

Ngày nhận: 03/7/2025
Ngày hoàn thiện: 25/8/2025
Ngày chấp nhận: 01/9/2025
Ngày đăng: 05/9/2025

TÓM TẮT

Bài nghiên cứu phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của 265 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2013 - 2023. Cấu trúc vốn được đo lường thông qua ba chỉ tiêu: tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LLEV), tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SLEV) và tỷ lệ nợ dài hạn trên nợ ngắn hạn (LEV). Mô hình hồi quy SGMM được sử dụng nhằm khắc phục các vấn đề nội sinh và đảm bảo độ tin cậy của kết quả. Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, tài sản hữu hình, tài sản vô hình, khả năng sinh lời, thuế, thanh khoản và tuổi doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn. Nghiên cứu đưa ra các khuyến nghị nhằm giúp doanh nghiệp tối ưu hóa cấu trúc vốn, nâng cao hiệu quả tài chính và tận dụng các lợi thế từ thị trường vốn. Các kết quả thu được đồng thời góp phần cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho các nghiên cứu tiếp theo về cấu trúc vốn tại Việt Nam.

TỪ KHÓA

Nhân tố ảnh hưởng;
Cấu trúc vốn;
Đòn bẩy tài chính;
Doanh nghiệp niêm yết Việt Nam;
Mô hình SGMM.

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE: THE CASE OF FIRMS LISTED ON THE HO CHI MINH STOCK EXCHANGE

Quynh Phan Nguyen Bao^{1*}, Giang Mai Văn²
¹Quang Trung University, 327 Dao Tan Street, Quy Nhon Bac Ward, Gia Lai Province, Viet Nam

²Luong The Vinh University, Cau Dong Street, Ninh Binh Province, Viet Nam

*Corresponding Author: pnbquynh@qtu.edu.vn

ARTICLE INFO

Received: Jul 03rd, 2025
Revised: Aug 25th, 2025
Accepted: Sep 01st, 2025
Published: Sep 05th, 2025

KEYWORDS

Influencing factors;
Capital structure;
Financial leverage;
Vietnamese listed firms;
SGMM model.

ABSTRACT

This study analyzes the determinants of capital structure among 265 firms listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange during the period 2013–2023. Capital structure is measured using three indicators: the ratio of long-term debt to total assets (LLEV), the ratio of short-term debt to total assets (SLEV), and the ratio of long-term debt to short-term debt (LEV). The System Generalized Method of Moments (SGMM) regression model is employed to address endogeneity issues and ensure the robustness of the results. The findings reveal that firm size, growth rate, tangible assets, intangible assets, profitability, tax, liquidity, and firm age significantly influence capital structure decisions. Based on the empirical results, the study provides recommendations to help firms optimize their capital structure, enhance financial efficiency, and better leverage capital market advantages. The findings also contribute valuable empirical evidence for future research on capital structure in the context of Vietnam.

1. Giới Thiệu

Tăng trưởng lợi nhuận, mở rộng thị phần, kiểm soát rủi ro và tối đa hóa giá trị doanh nghiệp là những mục tiêu chiến lược mà mọi doanh nghiệp, bất kể ngành nghề, đều hướng tới. Để đạt được các mục tiêu này, doanh nghiệp cần xây dựng và triển khai các chiến lược tài chính phù hợp, trong đó việc quản lý và sử dụng hiệu quả nguồn vốn giữ vai trò trung tâm. Tuy nhiên, thực tiễn cho thấy không chỉ lượng vốn mà cách thức tài trợ vốn – tức cấu trúc vốn – mới là yếu tố quyết định đến hiệu quả sử dụng nguồn lực tài chính.

Đòn bẩy tài chính, đại diện cho mức độ sử dụng nợ vay trong tổng nguồn vốn, là công cụ quan trọng trong quản trị tài chính. Việc sử dụng đòn bẩy hợp lý có thể giúp doanh nghiệp nâng cao lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, tuy nhiên nếu lạm dụng, doanh nghiệp có thể đối mặt với rủi ro thanh khoản và áp lực chi phí lãi vay. Các chỉ số thường được sử dụng để đo lường đòn bẩy tài chính và cấu trúc vốn gồm: tổng nợ trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, và tổng nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E).

Nhiều lý thuyết kinh điển đã được phát triển nhằm lý giải các quyết định cấu trúc vốn, nổi bật là lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (1958, 1963) [26,27], lý thuyết đánh đổi (trade-off theory), lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) của Myers (1984), Myers và Majluf (1984), và lý thuyết đại diện của Jensen & Meckling (1976) [31,31,14]. Trong đó, mô hình M&M đặt nền tảng cho các nghiên cứu hiện đại, song do giả định thị trường hoàn hảo nên tính thực tiễn còn hạn chế. Vì vậy, các lý thuyết sau này đã điều chỉnh để phản ánh tốt hơn điều kiện thị trường thực tế [10].

Tại Việt Nam, mặc dù thị trường vốn có bước phát triển mạnh mẽ, nhiều doanh nghiệp niêm yết vẫn chưa chú trọng đúng mức đến việc tối ưu hóa cấu trúc vốn. Việc lạm dụng vốn vay, thiếu chiến lược tài trợ rõ ràng và công tác quản trị tài chính còn hạn chế là những nguyên nhân phổ biến làm gia tăng rủi ro và chi phí sử dụng vốn. Đặc biệt, nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa từ doanh nghiệp nhà nước vẫn duy trì tư duy quản trị truyền thống, thiếu linh hoạt trong quyết định tài chính.

Trong bối cảnh đó, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn là cần thiết, nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm, phát hiện bất cập và đề xuất giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này tập trung phân tích các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của 265 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh giai đoạn 2013–2023, qua đó đóng góp cả về lý luận lẫn thực tiễn cho hoạt động quản trị tài chính doanh nghiệp tại Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm

Về mặt lý thuyết, Modigliani & Miller (1958, 1963) khẳng định rằng trong điều kiện thị trường hoàn hảo và không có thuế, cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp [26,27]. Tuy nhiên, khi bổ sung yếu tố thuế, mô hình này chỉ ra rằng nợ vay có thể tạo ra "lá chắn thuế", góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Do những giả định lý tưởng của mô hình M&M, các học giả sau này đã phát triển ba lý thuyết nền tảng phản ánh sát thực tế hơn: lý thuyết đánh đổi [15], lý thuyết trật tự phân hạng [31], và lý thuyết đại diện [14]. Theo đó, doanh nghiệp sẽ cân nhắc giữa lợi ích và chi phí sử dụng

nợ vay, ưu tiên vốn nội bộ để giảm thông tin bất cân xứng, và điều chỉnh cấu trúc vốn như một cơ chế giám sát nhằm giảm thiểu xung đột lợi ích. Về phương diện thực nghiệm, nhiều nghiên cứu quốc tế đã kiểm định các lý thuyết này và xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. De Miguel & Pindado (2001) cho thấy tại Tây Ban Nha, lá chắn thuế phi nợ, chi phí kiệt quệ và dòng tiền có tác động ngược chiều đến tỷ lệ vay nợ [6]. Tại khu vực châu Á – Thái Bình Dương, Deesomsak và cộng sự (2004) phát hiện quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng dương, trong khi tăng trưởng và thanh khoản tác động âm đến đòn bẩy tài chính [7]. Pacheco & Tavares (2016) phân tích các doanh nghiệp nhỏ và vừa ngành giấy dệt tại Bồ Đào Nha, kết quả chỉ ra rằng lợi nhuận, tăng trưởng, thanh khoản, rủi ro và xuất khẩu đều có ảnh hưởng đáng kể, phần lớn phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng [36]. Moradi & Paulet (2019) khẳng định quy mô và tài sản hữu hình tác động tích cực, còn khả năng sinh lợi ảnh hưởng tiêu cực đến đòn bẩy [28]. Czerwonka & Jaworski (2021) sử dụng dữ liệu từ 8 quốc gia Trung và Đông Âu giai đoạn 2009–2018, cho thấy quy mô và tài sản hữu hình có ảnh hưởng dương, trong khi khả năng sinh lợi và thanh khoản tác động âm đến cấu trúc vốn của SMEs [5]. Shah và cộng sự (2022) phân tích dữ liệu từ 480 doanh nghiệp tại Pakistan, Ấn Độ và Sri Lanka giai đoạn 2009–2017, kết luận rằng tài sản hữu hình, lợi nhuận, thuế và lá chắn thuế phi nợ là các yếu tố chính tác động đến đòn bẩy tài chính [41]. Tian và cộng sự (2023) tại Trung Quốc cho thấy sở hữu nhà nước làm giảm mức vay nợ, trong khi đổi mới sáng tạo có tác động nghịch chiều đến đòn bẩy [42]. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Tran và Ramachandran (2006) chỉ ra rằng quyền sở hữu, quy mô, rủi ro kinh doanh và quan hệ ngân hàng có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn [44]. Nguyễn Thị Cành & Nguyễn Thành Cường (2012) phát hiện quy mô có tác động dương, trong khi khả năng sinh lời và thanh khoản tác động âm đến đòn bẩy [33]. Lê Đạt Chí (2013) bổ sung vai trò của thuế, lạm phát, ROA và hành vi nhà quản trị trong quyết định tỷ lệ nợ [19]. Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng (2015) cho rằng tăng trưởng ảnh hưởng dương, trong khi rủi ro và lợi nhuận ảnh hưởng tiêu cực [37]. Vo (2016) sử dụng dữ liệu từ các công ty niêm yết giai đoạn 2007–2012, khẳng định quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính, trong khi khả năng sinh lời có mối quan hệ nghịch chiều [45]. Tổng hợp các lý thuyết nền và bằng chứng thực nghiệm trong và ngoài nước cho thấy cấu trúc vốn là kết quả của nhiều yếu tố tác động đa chiều, bao gồm đặc điểm nội tại doanh nghiệp (quy mô, tài sản, lợi nhuận) và các yếu tố vĩ mô (thuế, lãi suất, thể chế). Đây là cơ sở quan trọng để thực hiện nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2013 - 2023.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Theo lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory), các doanh nghiệp có quy mô lớn thường có rủi ro phá sản thấp hơn, chi phí đại diện và chi phí kiệt quệ tài chính thấp hơn, từ đó có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn để tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế. Ngoài ra, các doanh nghiệp lớn có khả năng tiếp cận thị trường tín dụng dễ dàng hơn và thường được hưởng điều kiện vay vốn thuận lợi hơn [7]. Các bằng chứng thực nghiệm cũng

cho thấy doanh nghiệp có quy mô lớn thường vay nhiều hơn, đặc biệt là nợ dài hạn, nhờ vào khả năng cung cấp thông tin minh bạch hơn cho các chủ nợ [28].

Giả thuyết H1: Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều đến cấu trúc vốn.

Mối quan hệ giữa tăng trưởng và cấu trúc vốn của doanh nghiệp đã thu hút sự quan tâm rộng rãi của giới học giả, tuy nhiên các kết quả thực nghiệm vẫn còn nhiều khác biệt, tùy thuộc vào cách đo lường các biến đại diện cho đòn bẩy tài chính. Theo lý thuyết đại diện, các công ty có cơ hội tăng trưởng cao có xu hướng duy trì sự linh hoạt tài chính để mở rộng trong tương lai, đồng thời tránh việc vay nợ trong ngắn hạn do rủi ro phá sản và chi phí đại diện cao hơn, đặc biệt khi tài sản chủ yếu là vô hình [11,13]. Do đó, nhiều nghiên cứu ghi nhận mối quan hệ âm giữa tăng trưởng và đòn bẩy tài chính [17,29]. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng tăng trưởng có thể liên quan tích cực đến đòn bẩy khi các công ty thiếu nguồn vốn nội bộ sẽ ưu tiên sử dụng nợ trước khi phát hành cổ phiếu mới nhằm giảm thiểu chi phí thông tin bất cân xứng [30]. Ngoài ra, trong điều kiện thông tin bất đối xứng cao, các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhanh có thể sử dụng mức đòn bẩy cao như một tín hiệu về chất lượng đầu tư đối với nhà đầu tư và chủ nợ.

Giả thuyết H2: Tăng trưởng doanh thu có ảnh hưởng tích cực đến cấu trúc vốn.

Tài sản hữu hình được xem là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp, đặc biệt dưới góc nhìn của lý thuyết chi phí đại diện và lý thuyết đánh đổi. Các tài sản hữu hình, như máy móc, thiết bị hay bất động sản, thường có giá trị thu hồi cao và có thể sử dụng làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay, từ đó làm giảm rủi ro cho các chủ nợ và nâng cao khả năng tiếp cận vốn vay của doanh nghiệp [40,43]. Ngoài ra, theo Jensen và Meckling (1976), các công ty không có tài sản thế chấp có thể gặp vấn đề rủi ro đạo đức và chi phí đại diện cao hơn, do đó thường bị hạn chế trong việc vay nợ hoặc phải chịu lãi suất cao [14]. Trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản hữu hình lớn, các vấn đề về bất cân xứng thông tin và chi phí tài chính sẽ giảm, qua đó khuyến khích doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều hơn [4,17]. Mặt khác, trong những nền kinh tế mà quyền lợi chủ nợ chưa được bảo vệ đầy đủ, việc sử dụng tài sản hữu hình làm tài sản thế chấp càng đóng vai trò then chốt trong việc huy động vốn vay [16]. Từ những lập luận trên, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

H3: Tài sản hữu hình có tác động tích cực đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Trong bối cảnh nền kinh tế tri thức ngày càng phát triển, tài sản vô hình ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra giá trị cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc ghi nhận và định giá tài sản vô hình trên bảng cân đối kế toán vẫn còn nhiều hạn chế do quy định kế toán truyền thống [20]. Một số nghiên cứu đã cố gắng đo lường mối quan hệ giữa tài sản vô hình và cấu trúc vốn bằng cách sử dụng tỷ lệ tài sản vô hình trên tổng tài sản [43]. Trong khi tài sản vô hình truyền thống (như thương hiệu, quyền sở hữu trí tuệ) thường được xem là ít khả năng thế chấp, các nghiên cứu gần đây cho thấy xu

hướng gia tăng sử dụng các loại tài sản này như một hình thức đảm bảo vay vốn. Ellis và Jarboe (2010) chỉ ra rằng các tổ chức tài chính đã phát triển các công cụ và phương pháp định giá sáng tạo để tận dụng tài sản vô hình trong cho vay thương mại [9]. Loumrioti (2012) cũng ghi nhận việc người cho vay sẵn sàng chấp nhận các tài sản vô hình tái sản xuất được làm tài sản đảm bảo [22]. Larkin (2013) bổ sung rằng thái độ tích cực của người tiêu dùng đối với thương hiệu có thể làm giảm rủi ro tổng thể, từ đó tăng khả năng tiếp cận vốn vay [18]. Tương tự, Mann (2018) chứng minh rằng bằng sáng chế có thể được sử dụng như một tài sản thế chấp hiệu quả sau khi tòa án gia tăng quyền lực cho người vay [23]. Hochberg và cộng sự (2018) cũng ghi nhận sự phát triển mạnh mẽ của các khoản vay mạo hiểm được đảm bảo bằng bằng sáng chế, đặc biệt trong các công ty khởi nghiệp [12]. Những bằng chứng này cho thấy mối quan hệ giữa tài sản vô hình và đòn bẩy tài chính đang ngày càng trở nên rõ rệt hơn trong thực tiễn.

H4: Tài sản vô hình có tác động tích cực đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Tỷ suất sinh lời (profitability) là một trong những yếu tố được các học giả quan tâm trong việc xác định cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Một mặt, theo lý thuyết đánh đổi (Trade-off theory), các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường ít có nguy cơ phá sản, do đó dễ tiếp cận hơn với các nguồn vốn vay và được khuyến khích sử dụng nợ để tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế [13]. Tỷ suất sinh lời cao còn giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng trả nợ, giảm chi phí vay vốn và tăng tính hấp dẫn đối với các chủ nợ tiềm năng. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory) cho rằng doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại trước khi đi vay hoặc phát hành cổ phiếu, do đó các công ty có tỷ suất sinh lời cao sẽ có xu hướng giảm nhu cầu vay vốn, dẫn đến tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn [31,43]. Khi so sánh giữa các quốc gia, Rajan và Zingales (1995) nhận thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa tỷ suất sinh lời và đòn bẩy tài chính tại các nước như Mỹ, Canada và Nhật Bản, trong khi ở Đức lại có mối quan hệ thuận chiều. Trong nghiên cứu gần đây tại Trung Quốc, mối quan hệ này tiếp tục được khẳng định theo chiều nghịch, tức các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường ít sử dụng nợ vay hơn [38,42].

H5: Tỷ suất sinh lời có tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Trong khuôn khổ lý thuyết cấu trúc vốn, thuế suất doanh nghiệp được xem là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính. Theo Modigliani và Miller (1958), trong điều kiện có thuế, doanh nghiệp có thể gia tăng giá trị bằng cách sử dụng nợ vay nhằm tận dụng lợi ích từ “lá chắn thuế” [26]. Mở rộng lý thuyết này, Miller (1977) phát triển mô hình đánh đổi (Trade-off theory), cho rằng doanh nghiệp sẽ xác định tỷ lệ đòn bẩy tối ưu dựa trên sự đánh đổi giữa lợi ích thuế và chi phí kiệt quệ tài chính do vay nợ cao [25]. Mason (1990) lập luận rằng nếu đánh giá tác động của thuế suất doanh nghiệp mà không tính đến lợi ích từ lá chắn thuế, kết quả nghiên cứu sẽ bị sai lệch, bởi vì cấu trúc vốn là kết quả tích lũy từ nhiều năm, trong khi thuế lại phát sinh theo từng năm [24]. Ngoài ra, nghiên cứu này

cũng chỉ ra rằng thuế suất không chỉ tạo ra lá chắn thuế từ nợ mà còn tác động đến quyết định đầu tư thông qua thuế đầu tư. Do đó, mức thuế doanh nghiệp cao hơn sẽ khuyến khích doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ hơn để tối ưu hóa lợi ích thuế [21]. Phù hợp với quan điểm này, Bartholdy và Mateus (2008) đề xuất đo lường thuế suất doanh nghiệp bằng tỷ lệ giữa thuế phải trả và lợi nhuận trước thuế, từ đó xác định mức độ tác động của thuế lên đòn bẩy tài chính [2].

H6: Thuế suất doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến cấu trúc vốn.

Mối quan hệ giữa thanh khoản và đòn bẩy tài chính vẫn còn gây tranh luận. Theo lý thuyết chi phí đại diện và lý thuyết trật tự phân hạng, thanh khoản cao giúp doanh nghiệp ít phụ thuộc vào nguồn tài trợ bên ngoài, từ đó làm giảm nhu cầu vay nợ [32,40]. Ngoài ra, việc gia tăng nợ vay có thể làm suy giảm tài sản ngắn hạn, kéo theo tỷ lệ thanh khoản giảm [35]. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, doanh nghiệp có thanh khoản cao lại có khả năng thanh toán tốt hơn. Thật vậy, các doanh nghiệp có mức thanh khoản cao thường được đánh giá là có khả năng thanh toán tốt, từ đó tạo niềm tin cho các chủ nợ và dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn vay hơn. Theo quan điểm này, thanh khoản cao giúp doanh nghiệp đáp ứng tốt các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn, làm giảm rủi ro tín dụng và chi phí vay vốn, từ đó thúc đẩy việc sử dụng nợ trong cơ cấu vốn. Quan điểm này cũng phù hợp với thực tiễn tại các thị trường đang phát triển, nơi doanh nghiệp thường sử dụng đòn bẩy tài chính như một công cụ để mở rộng hoạt động kinh doanh khi có khả năng thanh toán tốt [40].

Giả thuyết H7: Thanh khoản có ảnh hưởng tích cực đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Số năm hoạt động của doanh nghiệp phản ánh mức độ kinh nghiệm và sự ổn định trong môi trường kinh doanh, từ đó có thể tạo dựng được uy tín và độ tin cậy đối với các tổ chức tín dụng. Abor (2008) khẳng định rằng thời gian hoạt động có mối quan hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính [1]. Các công ty lâu năm thường có hồ sơ tín dụng rõ ràng, khả năng cung cấp thông tin minh bạch cao và ít gặp phải rào cản về thông tin bất cân xứng, từ đó dễ dàng tiếp cận các khoản vay với chi phí thấp hơn [8]. Ngược lại, các công ty mới thành lập thường phải đối mặt với khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay do thiếu uy tín và lịch sử hoạt động, làm tăng chi phí vay và giảm khả năng sử dụng nợ trong cấu trúc vốn.

Giả thuyết H8: Tuổi của doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến cấu trúc vốn.

3.2. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

3.2.1. Phương pháp nghiên cứu

Các phương pháp kinh tế lượng truyền thống, chẳng hạn như OLS hoặc ước lượng hiệu cố định (FE), thường dẫn đến sai số lệch và không nhất quán khi được áp dụng cho dữ liệu bảng động do: (i) mối tương quan giữa các đặc điểm cố định của ngân hàng và biến trễ trong mô hình OLS gây ra sai số do biến bị bỏ sót; (ii) mối tương quan giữa sai số chuyển đổi và biến trễ dẫn đến sai số trong mẫu nhỏ. Sai số này có thể giảm khi số kỳ thời gian đủ lớn, tuy nhiên, sai số vẫn còn đáng kể ngay cả với mẫu có số kỳ thời gian lên tới 30 [3]. Để khắc phục vấn đề sai số trong mẫu hữu hạn này, Blundell và

Bond (1998) đã đề xuất bộ ước lượng GMM hệ thống (System Generalized Method of Moments – SGMM). Theo đó, bộ ước lượng này kết hợp các điều kiện moment từ hai phương trình đồng thời bao gồm phương trình sai phân và phương trình mức, trong đó sử dụng các biến trễ ở mức làm công cụ cho phương trình sai phân bậc nhất, với giả định rằng phần sai số là nhiễu trắng (white noise). Tuy nhiên, giả định này sẽ không phù hợp nếu tồn tại tự tương quan trong sai số. Để đảm bảo tính hợp lệ của bộ ước lượng SGMM, cần kiểm định sự vắng mặt của tự tương quan bậc hai trong phần sai số cũng như tính ngoại sinh của các biến công cụ. Nhìn chung, các thảo luận trước đây về phương pháp kinh tế lượng trong nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn trong mô hình động cho thấy SGMM là phương pháp phù hợp nhất để phân tích mối quan hệ này. Trên thực tế, rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã sử dụng phương pháp SGMM để xử lý tính không nhất quán và suy luận sai lệch trong mô hình động đối với các vấn đề liên quan đến chủ đề nghiên cứu về cấu trúc vốn [6,37]. Do đó, nghiên cứu này sẽ áp dụng phương pháp ước lượng SGMM để kiểm tra sự ảnh hưởng của các yếu tố đến cấu trúc vốn các doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK TP. Hồ Chí Minh.

3.2.2. Mô hình nghiên cứu

Từ các nghiên cứu trước cho thấy, cấu trúc vốn của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác nhau. Trong nghiên cứu này, tác giả tập trung phân tích các yếu tố nội tại như: quy mô doanh nghiệp, tăng trưởng doanh thu, tài sản hữu hình, tài sản vô hình, khả năng sinh lời, thuế thu nhập doanh nghiệp, thanh khoản và tuổi doanh nghiệp, chưa xét đến các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, lãi suất hay lạm phát. Cấu trúc vốn được tiếp cận từ ba góc độ: đòn bẩy tài chính tổng thể (LEV), đòn bẩy dài hạn (LLEV) và đòn bẩy ngắn hạn (SLEV), nhằm phân tích và so sánh tác động của các yếu tố đến từng khía cạnh sử dụng vốn vay của doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở lý thuyết và thực nghiệm từ các nghiên cứu của Pacheco và cộng sự (2016), Vo (2016), nghiên cứu này bổ sung biến trễ của đòn bẩy tài chính ($LEV_{i,t-1}$) vào mô hình nhằm phản ánh tác động động học, cho rằng cấu trúc vốn tại thời điểm hiện tại có thể bị ảnh hưởng bởi chính quyết định tài trợ vốn trong quá khứ, đặc biệt trong điều kiện doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và thu hút được vốn vay mới [34,36,45]. Ngoài ra, nghiên cứu còn bổ sung thêm một số biến chưa được khai thác nhiều trong bối cảnh Việt Nam như tài sản vô hình, thuế thu nhập doanh nghiệp và tuổi doanh nghiệp [4,20,36]. Phương pháp hồi quy GMM hệ thống (S-GMM) được sử dụng để khắc phục các vấn đề như nội sinh, phương sai thay đổi và tự tương quan, vốn thường gặp trong dữ liệu bảng động [3,39]. Phương pháp này phù hợp với dữ liệu có nhiều đơn vị quan sát và thời gian ngắn, đồng thời cho phép sử dụng biến trễ làm công cụ trong điều kiện biến nội sinh tồn tại. Kiểm định Hansen và kiểm định Arellano–Bond được áp dụng để đánh giá tính phù hợp của bộ công cụ và kiểm tra hiện tượng tự tương quan bậc hai trong phần dư của mô hình sai phân bậc nhất. Do đó, mô hình nghiên cứu được xây dựng như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 INTANG_{i,t} + \beta_6 PROFIT_{i,t} + \beta_7 TAX_{i,t} + \beta_8 LIQ_{i,t} + \beta_9 AGE_i + \mu_{i,t} \quad (1)$$

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN: TRƯỜNG HỢP CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH

Trong đó:

$Y_{i,t}$: Biến phụ thuộc cấu trúc vốn được đo lường bằng LEV, LLEV và SLEV của doanh nghiệp i tại thời điểm t ;

$Y_{i,t-1}$: Biến cấu trúc vốn được đo lường bằng LEV, LLEV và SLEV của doanh nghiệp i tại thời điểm $t-1$;

β_0 : Hệ số chặn;

$\beta_1, \dots, \beta_9$: Các hệ số hồi quy;

$SIZE_{i,t}$: Quy mô tổng tài sản của doanh nghiệp i trong năm t ;

$GROWTH_{i,t}$: Tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp i trong năm t ;

$TANG_{i,t}$: Tài sản hữu hình của doanh nghiệp i trong năm t ;

$INTANG_{i,t}$: Tài sản vô hình của doanh nghiệp i trong năm t ;

$PROFIT_{i,t}$: Khả năng sinh lời của doanh nghiệp i trong năm t ;

$TAX_{i,t}$: Thuế thu nhập doanh nghiệp của doanh nghiệp i trong năm t ;

$LIQ_{i,t}$: Thanh khoản của doanh nghiệp i trong năm t ;

$AGE_{i,t}$: Tuổi của doanh nghiệp i ;

$\mu_{i,t}$ số hạng sai số; i : ngân hàng thứ i , $i = 1, \dots, N$; t : năm nghiên cứu.

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính
Biến phụ thuộc		
Đòn bẩy tài chính	LEV	Nợ dài hạn chia cho nợ ngắn hạn
Đòn bẩy tài chính dài hạn	LLEV	Nợ dài hạn chia cho tổng tài sản
Đòn bẩy tài chính ngắn hạn	SLEV	Nợ ngắn hạn chia cho tổng tài sản
Biến độc lập		
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
Tăng trưởng doanh thu	GROWTH	Tăng trưởng doanh thu hàng năm
Tài sản hữu hình	TANG	Tài sản hữu hình chia tổng tài sản
Tài sản vô hình	INTANG	Tài sản vô hình chia tổng tài sản
Khả năng sinh lời	PROFIT	Lợi nhuận sau thuế chia tổng tài sản
Thuế	TAX	Thuế chia cho lợi nhuận trước thuế
Thanh khoản	LIQ	Tài sản ngắn hạn chia nợ ngắn hạn
Tuổi công ty	AGE	Logarit tự nhiên (năm hiện tại - năm thành lập)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE trong giai đoạn từ năm 2013 đến 2023. Các báo cáo tài chính này được khai thác từ cơ sở dữ liệu chính thức của Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, cũng như các nguồn dữ liệu tài chính uy tín như Vietstock và FiiPro. Tính đến ngày 31/12/2023, có tổng cộng 402 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE. Tuy nhiên, để đảm bảo tính đồng nhất của dữ liệu và phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, bài báo loại trừ các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành tài chính - ngân hàng - bảo hiểm, do đặc thù về cấu trúc vốn và báo cáo tài chính khác biệt. Đồng thời, các doanh nghiệp có dữ

liệu thiếu hụt, không liên tục hoặc có dấu hiệu bất thường (bị cảnh báo, âm vốn chủ sở hữu, không có doanh thu...) cũng bị loại khỏi mẫu nghiên cứu. Sau khi sàng lọc, mẫu nghiên cứu cuối cùng gồm 265 doanh nghiệp phi tài chính, tương ứng với 3.024 quan sát, niêm yết trên HOSE, với dữ liệu dạng bảng không cân bằng (unbalanced panel data) trong giai đoạn 2013 - 2023.

4. Kết quả nghiên cứu

Dựa trên kết quả thống kê mô tả (Bảng 2), tỷ lệ đòn bẩy tài chính đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản (LEV) có giá trị trung bình là 0,511, với độ lệch chuẩn 0,799, cho thấy mức độ biến động lớn và sự phân tán đáng kể trong cấu trúc vốn giữa các doanh nghiệp. Tương tự, đòn bẩy tài chính dài hạn (LLEV) có giá trị trung bình 0,113, trong khi đòn bẩy ngắn hạn (SLEV) đạt trung bình 0,371, phản ánh xu hướng phụ thuộc nhiều hơn vào nợ ngắn hạn trong cơ cấu vốn. Đối với các biến giải thích, quy mô doanh nghiệp (SIZE) có giá trị trung bình 27,858 và độ lệch chuẩn 1,167, cho thấy sự phân bố tương đối đồng đều về quy mô giữa các doanh nghiệp trong mẫu. Tăng trưởng doanh thu (GROWTH) có giá trị trung bình 0,219, dao động từ -0,361 đến 1,503, phản ánh sự khác biệt lớn trong mức tăng trưởng giữa các doanh nghiệp niêm yết. Về tài sản, tỷ lệ tài sản hữu hình (TANG) trung bình là 0,174 và tài sản vô hình (INTANG) trung bình là 0,020, cho thấy vai trò tương đối khiêm tốn của tài sản vô hình trong cơ cấu tài sản doanh nghiệp niêm yết. Khả năng sinh lời (PROFIT) đạt giá trị trung bình 0,069, với mức biến động từ 0,001 đến 0,217, phản ánh sự khác biệt rõ rệt giữa các ngành nghề và chiến lược kinh doanh. Biến thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX) có giá trị trung bình 0,176, trong khi biến thanh khoản (LIQ) có mức trung bình 2,101 với độ lệch chuẩn khá lớn (1,461), cho thấy sự phân hóa mạnh về khả năng thanh khoản. Tuổi doanh nghiệp (AGE) có giá trị trung bình 4,133, cho thấy phần lớn các doanh nghiệp trong mẫu đã có thời gian hoạt động đáng kể trên thị trường.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Mẫu quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
LEV	3,024	0.511	0.799	0	3
LLEV	3,024	0.113	0.133	0	0.443
SLEV	3,024	0.371	0.199	0.072	0.734
SIZE	3,024	27.858	1.167	26.045	30.146
GROWTH	3,024	0.219	0.439	-0.361	1.503
TANG	3,024	0.174	0.168	0.005	0.598
INTANG	3,024	0.020	0.030	0	0.105
PROFIT	3,024	0.069	0.060	0.004	0.217
TAX	3,024	0.176	0.091	0	0.344
LIQD	3,024	2.087	1.430	0.788	6.306
AGE	3,024	3.964	1.832	2.303	7.609

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 14.

Do giới hạn về dung lượng bài báo, các kết quả kiểm định đa cộng tuyến không được trình bày chi tiết. Tuy nhiên, kết quả về ma trận hệ số tương quan và kiểm định hệ số phóng đại phương sai (VIF) cho thấy không có dấu hiệu đa cộng tuyến đáng kể (Klein, 1962). Do đó, có thể khẳng định rằng hiện tượng đa cộng tuyến không ảnh hưởng đến độ tin cậy của mô hình hồi quy trong nghiên cứu này. Kết quả ước

lượng bằng phương pháp GMM hệ thống hai bước (Bảng 3) cho thấy mô hình là phù hợp. Cụ thể, kiểm định Arellano–Bond cho thấy có tự tương quan bậc một nhưng không có tự tương quan bậc hai ($p < 0.05$ và $p > 0.05$ tương ứng), trong khi kiểm định Hansen ($p > 0.05$) xác nhận tính hợp lệ của các biến công cụ. Đồng thời, số biến công cụ không vượt quá số nhóm quan sát, và kiểm định F ($p < 0.05$) cho thấy mô hình là thống kê có ý nghĩa.

Biến phụ thuộc	LEV		LLEV		SLEV	
	β	P-value	β	P-value	β	P-value
L.LEV	0.204	0.000	-	-	-	-
L.LLEV	-	-	0.438	0.000	-	-
L.SLEV	-	-	-	-	0.199	0.000
SIZE	0.077	0.000	0.014	0.000	-0.013	0.017
GROWTH	0.045	0.014	0.008	0.010	0.010	0.314
TANG	1.125	0.000	0.122	0.000	-0.305	0.000
INTANG	1.122	0.106	0.190	0.099	-0.395	0.017
PROFIT	-1.155	0.000	-0.239	0.000	-0.450	0.000
TAX	-0.318	0.014	-0.023	0.190	0.063	0.013
LIQD	0.177	0.000	0.013	0.000	-0.048	0.000
AGE	0.032	0.001	0.006	0.000	-0.001	0.365
_cons	-2.387	0.000	-0.377	0.000	0.848	0.000
Số công cụ	64		64		59	
Pro>chi2	0.000		0.000		0.000	
Hansen Test	0.327		0.192		0.105	
AR(1)	0.000		0.000		0.000	
AR(2)	0.207		0.178		0.181	

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 14.

Về ý nghĩa kinh tế, các biến độ trễ của đòn bẩy (LEV, LLEV, SLEV_{t-1}) có tác động cùng chiều đến đòn bẩy hiện tại (mức ý nghĩa 1%), cho thấy doanh nghiệp có xu hướng duy trì chính sách đòn bẩy ổn định theo thời gian [36,45]. Đối với các biến giải thích, quy mô doanh nghiệp (SIZE) có quan hệ dương với LEV và LLEV, nhưng âm với SLEV, phản ánh xu hướng các doanh nghiệp lớn ưu tiên sử dụng nợ dài hạn hơn [45,4]. Tăng trưởng doanh thu (GROWTH) tác động tích cực đến LEV và LLEV (ý nghĩa 1–5%), nhưng không ảnh hưởng đáng kể đến SLEV, cho thấy các doanh nghiệp tăng trưởng cao thường dựa vào nguồn vốn dài hạn [45]. Tài sản hữu hình (TANG) có quan hệ thuận với nợ dài hạn và nghịch với nợ ngắn hạn, phản ánh vai trò thế chấp trong huy động vốn dài hạn [14,38]. Trong khi đó, tài sản vô hình (INTANG) cũng tác động dương đến LEV, âm đến SLEV, nhưng không ảnh hưởng đáng kể đến tỷ lệ nợ dài hạn/ngắn hạn, phù hợp với nhận định rằng một số tài sản vô hình hiện đại có thể được dùng làm tài sản đảm bảo (Loumiotis, 2012). Đối với khả năng sinh lời, biến PROFIT có quan hệ ngược chiều rõ rệt với cả ba chỉ tiêu đòn bẩy, phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, khi doanh nghiệp có lãi cao sẽ ưu tiên vốn tự có thay vì vay nợ [31]. Bên cạnh đó, thuế (TAX) có tác động âm đến LEV và dương đến SLEV, cho thấy doanh nghiệp tận dụng lợi thế thuế theo cách khác nhau tùy loại nợ [26]. Ngoài ra, thanh khoản (LIQD) ảnh hưởng dương đến LEV và LLEV, nhưng âm đến SLEV, phản ánh khả năng thanh toán tốt giúp giảm nhu cầu vay ngắn hạn (Myers & Rajan, 1998). Cuối cùng, tuổi doanh nghiệp

(AGE) có quan hệ tích cực với LEV và LLEV, do các doanh nghiệp lâu năm thường có độ tin cậy cao hơn trong tiếp cận vốn vay [1,8].

5. Kết luận

Nghiên cứu đã phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của 265 doanh nghiệp niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM giai đoạn 2013–2023. Cấu trúc vốn được đo lường qua ba chỉ tiêu: tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LLEV), tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SLEV) và tỷ lệ nợ dài hạn trên nợ ngắn hạn (LEV). Mô hình GMM hệ thống hai bước được sử dụng nhằm khắc phục các khuyết tật kinh tế lượng và kiểm soát vấn đề nội sinh.

Kết quả cho thấy, cấu trúc vốn chịu ảnh hưởng đáng kể bởi các yếu tố nội tại như quy mô, tăng trưởng doanh thu, tài sản hữu hình và vô hình, khả năng sinh lời, thuế, thanh khoản và tuổi doanh nghiệp. Quy mô, tốc độ tăng trưởng và tài sản hữu hình có tác động tích cực đến nợ dài hạn, trong khi khả năng sinh lời và thanh khoản lại tác động ngược chiều đến đòn bẩy. Tài sản vô hình ngày càng đóng vai trò quan trọng trong huy động vốn dài hạn. Ngoài ra, thuế và tuổi doanh nghiệp ảnh hưởng khác biệt tùy theo cấu trúc nợ ngắn hạn hay dài hạn.

Nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam, đồng thời gợi mở các khuyến nghị cho doanh nghiệp trong việc lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu, tận dụng lá chắn thuế, sử dụng linh hoạt tài sản đảm bảo và nâng cao hiệu quả quản trị tài chính. Các hạn chế về phạm vi mẫu, biến đo lường và nguồn dữ liệu là nền tảng định hướng cho các nghiên cứu tiếp theo mở rộng mô hình theo thời gian và không gian, cũng như tích hợp thêm các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Abor, J. (2008). *Determinants of the capital structure of Ghanaian firms*. African Economic Research Consortium.
- [2] Bartholdy, J., & Mateus, C. (2008). Taxes and corporate debt policy: Evidence for unlisted firms of sixteen European countries. *International Research Journal of Finance and Economics*, 16, 22–44.
- [3] Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143.
- [4] Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130.
- [5] Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2021). Capital structure determinants of small and medium-sized enterprises: Evidence from Central and Eastern Europe. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(2), 277–297.
- [6] De Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 77–99.
- [7] Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4–5), 387–405.

- [8] Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- [9] Ellis, B., & Jarboe, K. (2010). *Intangible capital and the valuation of pharmaceutical companies*. The Intangible Asset Finance Society.
- [10] Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
- [11] Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- [12] Hochberg, Y. V., Serrano, C. J., & Ziedonis, R. H. (2018). Patent collateral, investor commitment, and the market for venture lending. *Journal of Financial Economics*, 130(1), 74–94.
- [13] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- [14] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- [15] Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- [16] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- [17] La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2009). Capital structure decisions during a firm's life cycle. *Small Business Economics*, 37, 107–130.
- [18] Larkin, Y. (2013). Brand value, accounting numbers, and managerial incentives. *The Accounting Review*, 88(6), 1935–1966.
- [19] Lê Đạt Chí (2013). Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, (275), 40–46.
- [20] Lim, C. Y., Das, S., & Wang, C. (2014). Intangible assets and capital structure: Evidence from Australian firms. *Australian Journal of Management*, 39(1), 67–84.
- [21] Lim, C. Y., Oh, W.-Y., & Zhu, H. (2014). Board independence and corporate social responsibility impact on capital structure: An empirical analysis. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 361–377.
- [22] Loumrioti, M. (2012). The use of intangible assets as loan collateral. *Harvard Business School Working Paper*, No. 13-035.
- [23] Mann, R. J. (2018). Bankruptcy reform and the "patent pawnshop": The impact of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005 on patent financing. *American Bankruptcy Law Journal*, 92(1), 1–34.
- [24] Mason, R. S. (1990). The role of taxes in corporate financing decisions. *National Tax Journal*, 43(3), 307–318.
- [25] Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261–275.
- [26] Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- [27] Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- [28] Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150–161.
- [29] Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- [30] Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- [31] Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- [32] Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733–771.
- [33] Nguyễn Thị Cảnh & Nguyễn Thành Cường (2012). Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, (262), 24–30.
- [34] Ovi, H. M., Hossain, S. Z., Mamun, M. A. A., & Karim, M. R. (2018). Income diversification, competition and bank stability: Evidence from South Asian countries. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2), 1–9.
- [35] Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1–2), 175–198.
- [36] Pacheco, L., & Tavares, F. (2016). Capital structure determinants of small and medium-sized Portuguese footwear firms. *Revista de Contabilidade – Spanish Accounting Review*, 19(1), 64–73.
- [37] Phạm Tiến Minh & Nguyễn Tiến Dũng (2015). Tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Mở TP. HCM*, 2(43), 45–54.
- [38] Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- [39] Roodman, D. (2009). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135–158.
- [40] Sbeti, W., & Moosa, I. (2012). Firm-specific factors as determinants of capital structure in the absence of taxes. *Applied Financial Economics*, 22(3), 209–213.
- [41] Shah, B., Gujjar, M. A., & Tunio, G. (2022). Determinants of capital structure: Evidence from South Asian emerging economies. *Journal of Quantitative Finance and Economics*, 4(1), 39–64.
- [42] Tian, Y., Zhang, W., & Li, C. (2023). State ownership, innovation, and capital structure: Evidence from Chinese listed firms. *China Economic Review*, 77, 101976.
- [43] Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.

[44] Tran, Đ. K. N., & Ramachandran, N. (2006). Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192–211.

[45] Vo, X. V. (2016). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105–113.