

Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp tại Việt Nam

□ Th.S. Phạm Thị Lai*

TS. Lê Trần Hạnh Phương*

Th.S. Trần Tố Mai*

*Trường Đại học Quy Nhơn

Tóm tắt

Quá trình cạnh tranh kinh doanh giữa các doanh nghiệp (DN) ngày càng gay gắt nên nhà quản lý cần xác định cơ cấu vốn (CCV) hợp lý là yếu tố quan trọng, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính (HQTC). DN muốn phát triển bền vững cần cân bằng giữa nguồn tài trợ nội bộ và nợ bên ngoài, nhằm tránh những rủi ro trong kinh doanh. Mục tiêu nghiên cứu, xem xét ảnh hưởng của CCV đến HQTC của 132 DN, trong giai đoạn từ 2015 – 2020, cùng với các nhân tố khác (quy mô DN, tốc độ tăng trưởng và cơ cấu tài sản). Nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng dựa trên báo cáo tài chính (BCTC), với công cụ Stata. Kết quả nghiên cứu cho thấy, CCV ảnh hưởng ngược chiều đến HQTC của các DN này.

Từ khóa: cơ cấu vốn, hiệu quả tài chính, quy mô, tốc độ tăng trưởng, cơ cấu tài sản.

Abstract:

In the process of business competition between enterprises increasingly fierce, managers need to determine a reasonable capital structure is an important factor affecting the financial performance. Enterprises that want to develop sustainably need to balance between sources of support and external debt, in order to avoid business risks. The objective study examines the effect of capital structure on the financial performance of 132 enterprises in the period from 2015 - 2020 along with other factors (enterprise size, growth rate and assets structure). We use quantitative research methods based on financial statements with Stata tool. The results of this study show that capital structure has a negative effect on the financial performance of this enterprise.

Keyword: capital structure, the financial performance, enterprise size, growth rate and assets structure

jel: E42, E52, E58, L22

1. Tổng quan nghiên cứu

Thực tế trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng, đã có nhiều nhóm tác giả nghiên cứu về mối quan hệ giữa CCV và HQTC, được trình bày tại Bảng 1. Kết quả nghiên cứu lại không đồng nhất, vì phụ thuộc vào điều kiện và dữ liệu nghiên cứu mà ảnh hưởng của CCV lên HQTC là khác nhau.

Tóm lại, tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, tồn tại mối quan hệ giữa CCV và HQTC DN. Trong đó, kết quả nghiên cứu về sự tác động của CCV đến HQTC có thể theo hướng tiêu cực (-) hoặc tích cực (+). Dữ liệu nghiên cứu được thu thập chủ yếu là công ty niêm yết, DN thuộc lĩnh vực ngành nghề cụ thể.

Bảng 1: Tổng quan nghiên cứu ảnh hưởng của CCV đến HQT

Tác giả (Năm công bố)	Dữ liệu nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
Weixu, (2005)	Dữ liệu 1.130 DN niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải, Trung Quốc	CCV tác động dương (+) đến HQT ở mức tỷ lệ thấp và tác động âm (-) khi ở mức tỷ lệ cao.
Margaritis và Psillaki, (2007)	DN sản xuất công nghiệp truyền thống ở Pháp: dệt may, dược phẩm và lĩnh vực công nghiệp phát triển (máy tính, nghiên cứu và phát triển).	HQT và CCV có tác động qua lại lẫn nhau.
Onalapo và Kajola, (2010)	Dữ liệu của 30 công ty phi tài chính niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán (SGDCK) Nigeria từ năm 2001 – 2007.	CCV tác động ngược chiều (-) tới HQT.
Odongo và cộng sự, (2014)	Dữ liệu từ 29 công ty niêm yết (CTNY) trên SGDCK Nairobi, từ năm 2002 – 2011.	Đòn bẩy tài chính tác động đáng kể và tiêu cực (-) đến HQT.
Muchiri và cộng sự, (2016)	Dữ liệu của 06 DN bảo hiểm niêm yết công khai ở Kenya, từ năm 2011 – 2015.	Tỷ trọng nợ càng lớn thì ROA càng lớn và ngược lại.
Yinusa và cộng sự, (2019)	Dữ liệu của 115 DN phi tài chính niêm yết ở Nigeria.	CCV và HQT có ảnh hưởng lẫn nhau, đặc biệt khi sử dụng vừa phải vay nợ.
Ali và cộng sự, (2020)	Nghiên cứu DN niêm yết trong lĩnh vực sản xuất, từ 2009 – 2015.	Mối quan hệ âm giữa tổng nợ, quy mô và HQT.
Edgar và cộng sự, (2020)	Nghiên cứu 117 DN giao dịch công khai (68 công ty gia đình và 49 công ty phi gia đình), từ năm 2011 – 2015.	Hệ số nợ ngắn hạn (NNH) và Nợ dài hạn (NDH) ảnh hưởng tiêu cực (-) đến HQT của các công ty gia đình. Đối với các công ty phi gia đình, hệ số NNH tác động tiêu cực (-) đến HQT, hệ số NDH tác động tích cực (+) đến HQT của các công ty.
Đoàn Ngọc Phi Anh, (2010)	Dữ liệu của 428 DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong 2007 - 2009.	CCV tác động cùng chiều (+) đến ROE.
Đoàn Ngọc Phúc, (2014)	Dữ liệu của 217 DN (1.302 quan sát) sau cổ phần hóa đang niêm yết trên HOSE và HNX, giai đoạn 2007 – 2012.	NDH tác động tích cực đến ROA và ROE. NNH và tổng nợ tác động tiêu cực (-) ROA và ROE.
Phan Thanh Hiệp, (2016)	Dữ liệu của 95 DN niêm yết sản xuất công nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2007 - 2013.	CCV ảnh hưởng ngược chiều (-) đến KQKD.
Bùi Đan Thanh và Nguyễn Trần Thái Hà, (2017)	Dữ liệu thứ cấp từ BCTC của 1.032 DN nhỏ và vừa tại Tp. Hồ Chí Minh, giai đoạn 2006 - 2014.	HQT bị tác động cùng chiều (+) bởi tỷ trọng nợ bình quân và tỷ trọng NNH bình quân.
Lê Thị Mỹ Phương, (2017)	Dữ liệu của 207 DN niêm yết ngành sản xuất phân bón trên HOSE và HNX, trong 2010 - 2015.	CCV và HQT ảnh hưởng cùng chiều (+) với nhau.
Nguyễn Thị Xuân Hồng và cộng sự, (2019)	BCTC của 248 DN niêm yết trên HNX: 165 DN ngành Công nghiệp - Xây dựng và 83 DN ngành Thương mại - Dịch vụ.	CCV (đo lường bằng hệ số nợ) tỷ lệ nghịch với HQT của DN.
Đào Thanh Thị Bình và Tạ Ngọc Diệu Trâm, (2020)	Dữ liệu thứ cấp từ 32 tạp chí, bài phê bình và báo trưởng đã được chọn lọc cùng 50 bài báo với 340 nghiên cứu, từ năm 2004 - 2019. Phạm vi dữ liệu từ 1998 đến 2017.	HQT của DN ảnh hưởng tiêu cực đến quyết định về vốn, thiên về mô hình đánh đổi với chi phí đại lý và lý thuyết trật tự phân hạng.
Nguyễn Thị Diệu Chi và cộng sự, (2020)	Dữ liệu của 448 DN niêm yết phi tài chính trong 10 năm (2010 - 2019).	Đòn bẩy tài chính ảnh hưởng tiêu cực (-) đến ROA.

(Nguồn: tổng hợp của tác giả)

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan về CCV và HQTC

Tổng quan về CCV

Ross và cộng sự, (2003); Brigham và Houston, (2009), nhấn mạnh: “CCV là sự kết hợp giữa việc sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu theo tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh của DN”.

Trần Ngọc Thơ và cộng sự, (2013); Nguyễn Tuyết Anh, (2021), cho rằng: “CCV là sự kết hợp của nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi và cổ phần thường được sử dụng để tài trợ cho quyết định đầu tư của DN”.

Tóm lại, xét về bản chất thì khái niệm về CCV của các tác giả hầu như không có sự khác biệt nhiều. Cụ thể là, CCV của DN gồm vốn chủ sở hữu (VCSH) và nợ phải trả có mối quan hệ khăng khít với nhau, trong quá trình huy động và sử dụng vốn của DN.

Các chỉ tiêu dùng để đo lường CCV:

- Thứ nhất, căn cứ theo quan hệ sở hữu bao gồm: Hệ số nợ; Hệ số nợ trên VCSH và Hệ số tự tài trợ.

$$\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng TS}}$$

$$\text{Hệ số nợ trên VCSH} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

$$\text{Hệ số tự tài trợ} = \frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

- Thứ hai, căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn bao gồm: Tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên và Tỷ trọng nguồn vốn tạm thời.

Tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên

$$= \frac{\text{Nguồn vốn thường xuyên}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

Tỷ trọng nguồn vốn tạm thời

$$= \frac{\text{Nguồn vốn tạm thời}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

- Thứ ba, căn cứ theo phạm vi huy động vốn bao gồm: Tỷ trọng nguồn vốn bên trong và Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài.

Tỷ trọng nguồn vốn bên trong

$$= \frac{\text{Nguồn vốn bên trong}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài

$$= \frac{\text{Nguồn vốn bên ngoài}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

Tổng quan về HQTC

Hiện nay, các chỉ tiêu thường sử dụng để nghiên cứu HQTC có thể chia thành hai nhóm chính:

Thứ nhất, nhóm sử dụng công cụ kế toán là tỷ suất giữa kết quả đạt được (thu nhập thuần, lợi nhuận ròng) và các yếu tố đầu vào (tài sản, nguồn vốn, vốn đầu tư, VCSH):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

$$= \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{\text{Doanh thu thuần}} \times \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tài sản}} \times \frac{\text{Tài sản}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \times (1-T)$$

ROE = Hiệu quả kinh doanh ×

$$\frac{1}{1 - \text{Tỷ suất nợ}} \times (1 - T)$$

Với T là thuế suất TNDN.

Thứ hai, nhóm sử dụng mô hình kinh tế dựa trên giá trị thị trường: Hai hệ số MBVR và Tobin's Q được sử dụng thông dụng như là công cụ đánh giá tốt về HQTC của DN (Zeitun và cộng sự, (2007); Jiraporn và cộng sự, (2008)...

2.2. Lý thuyết nền

Lý thuyết nền mà nhóm tác giả đề cập đến trong nghiên cứu bao gồm: Lý thuyết Modigliani và Miller (M&M), Lý thuyết đánh đổi CCV và Lý thuyết trật tự phân hạng. Các lý thuyết này đề cập đến những yếu tố có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa CCV và HQTC của DN, đồng thời giải thích được trường hợp nào sử dụng nợ sẽ đem lại lợi nhuận cho DN. Các lý thuyết này đã giúp giải thích được nguyên nhân, vì sao các công trình nghiên cứu trên đây đưa ra kết quả tác động cùng chiều (+) giữa CCV và HQTC, trong khi có những nghiên cứu lại ra tác động ngược chiều (-) nhau. Bởi lẽ, mỗi loại hình DN, mỗi ngành nghề mà DN tham gia kinh doanh, sẽ có những tác nhân khác nhau ảnh hưởng đến CCV cũng như mối quan hệ giữa CCV và HQTC của DN.

Có thể thấy, lý thuyết M&M và lý thuyết đánh đổi CCV giải thích cho việc lựa chọn CCV ảnh hưởng đến giá trị DN (trong đó có vấn đề về HQTC) nên hai lý thuyết này là cơ sở cho cả ba giả thuyết nghiên cứu.

Bên cạnh đó, lý thuyết trật tự phân hạng nêu lên quyết định ưu tiên lựa chọn CCV của nhà quản lý, để nâng cao giá trị DN. Lý thuyết này giải thích giả thuyết về việc lựa chọn CCV ngắn hạn hay dài hạn, để gia tăng khả năng sinh lời. Như vậy, ba lý thuyết nền tảng trong nghiên cứu chính là nền tảng để đưa ra giả thuyết nghiên cứu về CCV với giá trị DN, (trong đó có HQTC).

2.3. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu thực nghiệm trong nước và nước ngoài được thực hiện trên cơ sở các phương pháp nghiên cứu, mô hình nghiên cứu cũng như phạm vi và thời gian nghiên cứu khác nhau, đã cho thấy CCV có tác động tích cực (+) hoặc tiêu cực (-) đến HQTC của DN. Qua việc tìm hiểu các kết quả của các công trình nghiên cứu thu thập được, nhóm tác giả đã đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết: CCV (với biến đại diện là Tỷ lệ nợ (TLN) tác động tiêu cực (-) đến HQTC (với biến đại diện là ROE) của các DN tại Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nhóm tác giả vận dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, với mục tiêu xem xét sự ảnh hưởng và đánh giá mức độ ảnh hưởng của CCV đến HQTC của các DN tại Việt Nam.

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 + TLN_{it} + \beta_2 + QM_{it} + \beta_3 + TT_{it} + \beta_4 \times CT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

i: Các DN riêng lẻ

Y: ROE của DN i trong năm t

β : Tung độ gốc

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Hệ số góc

ε : Sai số

TLN: Biến Tỷ lệ nợ

QM: Quy mô DN

TT: Tốc độ tăng trưởng của DN

CT: Cơ cấu TS của DN.

Dữ liệu thu thập được từ BCTC của 132 DN, dựa trên 02 tiêu chí là không thuộc nhóm có cấu trúc tài chính đặc thù như ngân hàng, bảo hiểm, các công ty chứng khoán và DN cung cấp đầy đủ thông tin trên BCTC trong vòng 6 năm, từ 2015 – 2020.

Các biến trong mô hình nghiên cứu được mô tả cụ thể trong Bảng 2.

Bảng 2. Bảng đo lường các biến

Biến	Ký hiệu	Thang đo	Nghiên cứu liên quan
Biến độc lập			
Tỷ lệ nợ	TLN	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng TS}}$	Weixu, (2005); Margaritis và Psillakim, (2007); Onalapo và Kajola, (2010); Đoàn Ngọc Phúc, (2014); Muchiri và cộng sự, (2016); Bùi Đan Thanh và Trần Nguyễn Thái Hà, (2017); Nguyễn Thị Xuân Hồng và cộng sự, (2019); Edgar và cộng sự, (2020),...
Biến phụ thuộc			
Sức sinh lời của VCSH	ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{VCSH}}$	Đoàn Ngọc Phi Anh, (2010); Phan Thanh Hiệp, (2016); Bùi Đan Thanh và Nguyễn Trần Thái Hà, (2017); Lê Thị Mỹ Phương, (2017); Nguyễn Thị Xuân Hồng và cộng sự, (2019); Nguyễn Thị Diệu Chi và cộng sự, (2020); Ali và cộng sự, (2020); Edgar và cộng sự, (2020), ...
Biến kiểm soát			
Quy mô DN	QM	Logarit tự nhiên của TS	Đoàn Ngọc Phi Anh, (2010); Phan Thanh Hiệp, (2016); Bùi Đan Thanh và Nguyễn Trần Thái Hà, (2017); Edgar và cộng sự, (2020), ...
Tốc độ tăng trưởng	TT	$\frac{\text{DT kỳ này} - \text{DT kỳ trước}}{\text{DT kỳ trước}}$	Abor, (2005); Zeitun và Tian, (2007); Edgar và cộng sự, (2020),...
Cơ cấu TS	CT	$\frac{\text{Giá trị TSCĐ}}{\text{Tổng TS}}$	Đoàn Ngọc Phi Anh, (2010); Bùi Đan Thanh và Nguyễn Trần Thái Hà, (2017); Lê Thị Mỹ Phương, (2017); Nguyễn Thị Xuân Hồng và cộng sự, (2019); Nguyễn Thị Diệu Chi và cộng sự, (2020); ...

(Nguồn: nhóm tác giả tổng hợp)

4. Kết quả nghiên cứu

Phân tích hồi quy mô hình (M1) với Biến phụ thuộc là ROE; Biến độc lập là TLN; Biến kiểm soát là QM, TT và CT. Theo mô hình OLS, FEM và REM, ta có kết quả thể hiện qua Bảng 3.

Bảng 3: Kết quả hồi quy tác động của Biến độc lập TLN đến Biến phụ thuộc ROE

ROE	Mô hình OLS		Mô hình FEM		Mô hình REM	
	Hệ số hồi quy	P-value	Hệ số hồi quy	P-value	Hệ số hồi quy	P-value
TLN	-0,2284	0,000	-0,3144	0,006	-0,2375	0,000
QM	0,0142	0,007	0,3654	0,320	0,1519	0,024
TT	-0,0317	0,006	-0,0057	0,646	-0,0211	0,063
CT	-0,1150	0,009	-0,2154	0,130	-0,1250	0,021
C	-0,1510	0,275	-0,6986	0,482	-0,1721	0,328
Tổng mẫu	792		792		792	
R-square	0,0501		0,0158		0,0116	

(Nguồn: kết quả được tổng hợp từ phần mềm STATA)

Khi hồi quy các biến TLN, QM, TT và CT theo biến ROE bằng mô hình OLS, FEM và REM, thì ta có các kết quả như sau:

Đối với mô hình OLS: Hệ số R-square bằng 0,0501, thể hiện rằng ở mô hình OLS thì các Biến độc lập giải thích được 5,01% sự thay đổi của ROE. Các biến TLN, QM, TT và CT có P-value lần lượt bằng 0; 0,007; 0,006 và 0,009 đều nhỏ hơn 0,05. Do đó, cả 04 biến TLN, QM, TT và CT, có ý nghĩa giải thích cho biến phụ thuộc ROE.

Đối với mô hình FEM: Hệ số R-square bằng 0,0158, cho ta biết ở mô hình FEM các Biến độc lập giải thích được 1,58% sự thay đổi của ROE. Ở mô hình này chỉ có P-value của biến TLN bằng 0,006 là nhỏ hơn 0,05. Do đó, chỉ có biến TLN ảnh hưởng tuyến tính đến biến phụ thuộc ROE.

Đối với mô hình REM: Hệ số R-square bằng 0,0116, cho thấy các biến độc lập trong mô hình REM giải thích được 1,16% sự thay đổi của ROE. Giá trị P-value của các biến TLN, QM và CT lần lượt là 0; 0,024 và 0,021 đều nhỏ hơn 0,05. Do vậy, cả ba biến TLN, QM và CT có ý nghĩa giải thích cho biến phụ thuộc ROE.

Tiến hành thực hiện các kiểm định lựa chọn mô hình hồi quy tối ưu trên phần mềm STATA, thu được các kết quả như sau:

Thực hiện Kiểm định F.test có kết quả Prob = 0 < 0,05.

=> Mô hình FEM tối ưu hơn mô hình OLS.

Thực hiện Kiểm định Breusch and Pagan có kết quả Prob = 0 < 0,05.

=> Mô hình REM tối ưu hơn mô hình OLS.

Thực hiện Kiểm định Hausman có kết quả Prob = 0,0136 < 0,05.

=> Vậy mô hình tối ưu lúc này là mô hình FEM.

Xem xét các khuyết tật của mô hình

Phương sai sai số thay đổi: dùng Kiểm định Modified Wald trong phần mềm STATA, để kiểm tra phương sai sai số thay đổi của mô hình FEM, ta có kết quả Prob = 0 < 0,05. Do đó, mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Tự tương quan: dùng Kiểm định Wooldridge trong phần mềm STATA, để kiểm tra tự tương quan trong mô hình, ta có kết quả Prob = 0 < 0,05. Do đó, mô hình có hiện tượng tự tương quan.

Đa cộng tuyến: thực hiện chạy lệnh VIF trong STATA, với mô hình đã được kiểm định, như Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả VIF trong STATA của mô hình (M1) theo ROE

Variable	VIF	1/VIF
QM	1,12	0,8921
TLN	1,09	0,9176
TT	1,04	0,9601
CT	1,00	0,9987
Mean VIF	1,06	

(Nguồn: kết quả được tổng hợp từ phần mềm STATA)

Kết quả kiểm định cho thấy, các nhân tử phóng đại phương sai đều nhỏ hơn 10. Do vậy kết luận rằng, không có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu.

Sau khi thực hiện hồi quy và kiểm định đối với mô hình ROE, được mô hình tối ưu như sau:

$$ROE = -0,6986 - 0,3144 \times TLN$$

Mô hình cho thấy, biến TLN tác động ngược chiều (-) đến ROE. Điều này có nghĩa là, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tăng TLN lên 1% thì sẽ làm cho ROE giảm đi 0,3144%. Điều này có nghĩa là, khi DN sử dụng càng nhiều nợ thì HQTC sẽ càng thấp. Qua đó cho thấy, các DN này đã không tận dụng được hiệu ứng của đòn bẩy tài chính, trong việc gia tăng HQTC. Nguyên nhân là, ROE của các DN không được tốt, đặc biệt là trong năm 2020, bởi vì chịu tác động bất lợi từ đại dịch Covid-19. Các biến kiểm soát gồm Quy mô DN và Tốc độ tăng trưởng và cơ cấu TS, không ảnh hưởng đến HQTC của DN.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu chỉ rõ ảnh hưởng tiêu cực (-) của CCV đến HQTC của 132 DN, đại diện cho các nhóm ngành trên thị trường Việt Nam, từ 2015 – 2020. Năm 2020, vì đại dịch Covid-19 mà DN trên cả nước đều chịu ảnh hưởng bất lợi nghiêm trọng, hầu hết đều có kết quả kinh doanh không khả quan. Thời điểm dịch bùng phát mạnh, nhiều địa phương phải thực hiện cách ly xã hội trong thời gian dài, gây ảnh hưởng xấu đến việc sản xuất kinh doanh của nhiều DN. Vấn đề này cũng ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu. □

Tài liệu tham khảo

- Đoàn Ngọc Phi Anh, (2010), “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và HQTC: Tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn”, *Tạp chí Khoa học và Công nghệ, Đại học Đà Nẵng*, số 5(40), 14 – 22.
- Nguyễn Tuyết Anh, (2021), “Khái niệm về cấu trúc vốn và nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn”, <<https://luanvan1080.com/khai-niem-cau-truc-von.html>>, truy cập ngày 12/09/2021.

3. Bộ Tài chính, (2002), “*Chuẩn mực Kế toán Việt Nam số 01, Quyết định số 165/2002/QĐ-BTC*”.
4. Phan Thanh Hiệp, (2016), “*Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên kết quả kinh doanh của DN sản xuất công nghiệp*”, *Tạp chí Tài chính*, kỳ 2, , 9 – 13.
5. Nguyễn Thị Xuân Hồng, Doãn Thị Thu Hà và Vũ Thị Minh Anh, (2019), “*Nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến HQTC của các DN niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Hà Nội*”, *Tạp san Sinh viên Nghiên cứu Khoa học*, số 9, 287 - 295.
6. Đoàn Ngọc Phúc, (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 (219).
7. Lê Thị Mỹ Phương, (2017), “*Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và HQTC tại các DN sản xuất*”, *Tạp chí Tài chính*.
8. Quốc hội, (2020), *Luật số 59/2020/QH14 về Luật DN*.
9. Trương Bá Thanh và Trần Đình Khôi Nguyên, (2001), *Giáo trình phân tích hoạt động kinh doanh – Phần II*, NXB Giáo dục.
10. Bùi Đan Thanh và Nguyễn Trần Thái Hà, (2017), “*Tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến HQTC của DN nhỏ và vừa*”, *Tạp chí Tài chính*.
11. Nguyễn Đình Thọ, (2014), *Giáo trình Phương pháp nghiên cứu khoa học trong kinh doanh*, NXB Tài chính.
12. Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Thị Ngọc Trang, Phan Thị Bích Nguyệt, Nguyễn Thị Liên Hoa và Nguyễn Thị Uyên (2003), *Tài chính DN hiện đại*, NXB Thống kê.
13. 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, 438 – 445.
14. Ali H. Hasan, Badruldeen A. Mohd Ali, Alisha T. Kumar, Tim Sovaniski, (2020) *Capital Structure Impact on Financial Performance of Kurdistan Manufacturing Firms*, *Workshop Paper – Summer*,.
15. Đào Thanh Thị Bình và Tạ Ngọc Diệu Trâm, (2020), *A meta-analysis: capital structure and firm performance*, *Journal of Economics and Development*, Vol. 22 No. 1, 111-129.
16. Brigham E.F. and Houston J.F., *Fundamentals of Financial Management*, 12th edition, Publisher cengage, January 1, 2009.
17. Nguyễn Thị Diệu Chi, Đặng Thị Thúy Hồng, Phan Hữu Nghị và Nguyễn Thị Thùy Trang, (2020), *Factors Affecting Financial Leverage: The Case of Vietnam Firms*, *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 7, 801-808.
18. Jiraporn, Miller, Yoon and Kim, *Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective*, *International Review of Financial Analysis*, (2008), Vol. 17 No. 3, 622-634.
19. Modigliani and Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, (1958), Vol. 48, 261-297.
20. Modigliani and Miller, *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, *American economic Review*, (1963), 433-443.
21. Muchiri Peter Mwangi, *The Effect Of Working Capital And Capital Structure On The Financial Performance Of Insurance Companies Listed At Nairobi Securities Exchange*, *Master Of Science In Finance, School Of Business, University Of Nairobi*, (2016).

22. Odongo Kodongo, Thabang Mokoaleli-Mokoteli and Leonard N. Maina (2014), *Capital Structure, Profitability And Firm Value: Panel Evidence Of Listed Firms In Kenya*, MPRA Paper, No. 57116.
23. Onaolapo và Kajola, *Capital structure and firm performance: Evidence from Nigeria*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, (2010).
24. Paramasivan and Subramanian, *Financial management, 1st edition*, New Age International (P) Ltd., Publishers, (2009).
25. Puja Kumari, *Role of Capital Structure in Financial Performance of a Company, research review International Journal of Multidisciplinary*, (2021), Vol-6, No. 2.
26. Tian and Estrin, *Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?*, *Journal of Comparative Economics*, (2008), vol. 36, no. 1, 74-89.
27. Weixu, *An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure*, *China-USA Business Review*, (2005).
28. Yinusa, Olumuyiwa Ganiyu, Ismail Adelopo, Yulia Rodionova and Olawale Luqmon Samuel, *Capital Structure and Firm Performance in Nigeria*, *African Journal of Economic Review*, (2019), Vol. 2, No.1.
29. Zeitun and Tian, *Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan*, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, (2007), Vol.1, No. 4, 40-61.