

Nghiên cứu tác động của môi trường thể chế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

TRẦN THỊ LAN PHƯƠNG*

Tóm tắt

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 186 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết liên tục trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008-2017 nhằm ước lượng tác động của môi trường thể chế đến cấu trúc vốn. Chỉ số Năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (PCI) được tác giả lựa chọn để đại diện cho môi trường thể chế, bao gồm 10 tiêu chí thành phần: (1) Gia nhập thị trường, (2) Tiếp cận đất đai và sự ổn định trong sử dụng đất, (3) Tính minh bạch, (4) Chi phí thời gian, (5) Chi phí không chính thức, (6) Tính năng động và tiên phong của lãnh đạo tỉnh, (7) Cạnh tranh bình đẳng, (8) Dịch vụ hỗ trợ doanh nghiệp, (9) Đào tạo lao động và (10) Thiết chế pháp lý. Kết quả chỉ ra rằng, Gia nhập thị trường và Tiếp cận đất đai và sự ổn định trong sử dụng đất là hai yếu tố thuộc môi trường thể chế có ảnh hưởng nhiều nhất đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp.

Từ khóa: cấu trúc vốn, doanh nghiệp niêm yết, yếu tố thể chế

Summary

The study used the data of 186 non-financial enterprises continuously listed on the Vietnamese stock market in the period 2008-2017 to estimate the impact of institutional environment on capital structure. The Provincial Competitiveness Index (PCI) was selected to represent the institutional environment, with ten sub-indices including (1) Entry costs, (2) Land access and security of tenure, (3) Transparency, (4) Time costs, (5) Informal charges, (6) Proactivity of provincial leadership, (7) Policy bias, (8) Business support services, (9) Labor training and (10) Legal institutions. The result showed that Market entry and Land access and security of tenure create the most impact on capital structure of the aforementioned enterprises.

Keywords: capital structure, listed enterprises, institutional factors

GIỚI THIỆU

Mối quan hệ giữa môi trường thể chế và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết đã được đề cập trong nhiều nghiên cứu nước ngoài, có thể kể đến nghiên cứu của Booth và cộng sự (2001), Flannery và Oztekin (2009), Mohammad và Mojgan (2013)... Tuy nhiên, tại Việt Nam, số lượng các nghiên cứu đi sâu phân tích mối quan hệ này còn khá khiêm tốn, nếu có cũng chỉ tập trung đánh giá tác động của một số khía cạnh riêng lẻ, như: năng lực quản trị điều hành và mức độ tham nhũng. Mặc dù kết quả từ các nghiên cứu này đã chỉ ra nhiều điểm quan trọng, nhưng tựu chung lại, vấn đề về môi trường thể chế và ảnh hưởng của nó đến nguồn vốn các doanh nghiệp, đặc biệt với phạm vi nghiên cứu tại các doanh nghiệp niêm yết hầu như chưa được đánh giá một cách toàn diện (Trương Hồng

Trình và Nguyễn Thảo Phương, 2015). Vì thế, bài viết được thực hiện để đánh giá mối quan hệ tương quan giữa môi trường thể chế và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết đánh đổi

Lý thuyết này được sử dụng khá phổ biến để giải thích các quyết định tài trợ của doanh nghiệp (Camara, 2012). Lý thuyết đánh đổi cho rằng, một doanh nghiệp sẽ tận dụng khoản tiết kiệm thuế

* TS., Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Ngày nhận bài: 15/8/2021; Ngày phản biện: 10/9/2021; Ngày duyệt đăng: 15/9/2021

từ chi phí lãi vay của việc vay nợ thay vì sử dụng nguồn vốn cổ phần cho đến một mức vay nợ nào đó (gọi là mức đạt được tỷ lệ nợ mục tiêu) để tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp.

Lý thuyết trật tự phân hạng (lý thuyết thứ tự tăng vốn)

Myers và Majluf (1984) đã chỉ ra thứ tự ưu tiên trong quá trình huy động vốn của doanh nghiệp. Thứ tự này được bắt đầu ở việc ưu tiên sử dụng nguồn lực nội bộ trong doanh nghiệp, tiếp theo là các khoản nợ, rồi đến trái phiếu chuyển đổi và sau cùng là vốn cổ phần.

Lý thuyết đại diện

Lý thuyết đại diện được giới thiệu lần đầu tiên bởi Jensen và Meckling năm 1976. Nếu nhà quản lý không phải là người sở hữu vốn duy nhất trong doanh nghiệp, thì chi phí đại diện là một chi phí không thể tránh khỏi. Trong nghiên cứu này, chi phí đại diện được định nghĩa là tổng của các chi phí kiểm soát, chi phí thương lượng và các tổn thất lợi ích khác.

Dữ liệu nghiên cứu

Kế thừa các nghiên cứu trước đây về ảnh hưởng của môi trường thể chế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết, gồm: Gajurel (2006), Bopkin (2009), Frank và Goyal (2009), Chen (2010), Kayo và Kimura (2011), tác giả lựa chọn mẫu nghiên cứu mục tiêu là những doanh nghiệp bảo đảm các tiêu chí sau đây:

(1) Các doanh nghiệp trong mẫu được chấp nhận niêm yết tính đến hết ngày 31/12/2017;

(2) Các doanh nghiệp không hoạt động trong các lĩnh vực tài chính ngân hàng và bảo hiểm;

(3) Các doanh nghiệp này bảo đảm niêm yết liên tục trong suốt 10 năm từ 2008 đến hết 2017;

(4) Dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu phải được công bố đầy đủ;

(5) Các doanh nghiệp đều công bố thông tin năm vào ngày hết năm tài chính 31/12 theo quy định pháp luật Việt Nam;

(6) Các doanh nghiệp đều có vốn cổ phần trong các năm nghiên cứu lớn hơn 0.

Bộ dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp được tác giả thu thập trực tiếp trên các báo cáo tài chính được công bố của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thực tế theo quy định pháp lý tại Việt Nam, các dữ liệu tài chính được

BẢNG 1: CẤU TRÚC VỐN ĐƯỢC ĐO LƯỜNG THÔNG QUA GTSS CỦA CÁC KHOẢN NỢ

Đo lường	Khái niệm	Tác giả nghiên cứu	Cách xác định
Đòn bẩy ngắn hạn (SL)	Tỷ lệ giữa GTSS của nợ ngắn hạn chia cho GTSS của tổng tài sản	Bastos và Nakamura (2009); Dincergok và Yalciner (2011); Mokhova và Zinecker (2014); Lemma và Negash (2013)	$\frac{\text{Nợ ngắn hạn (GTSS)}}{\text{Tổng tài sản (GTSS)}}$
	Tỷ lệ giữa GTSS của nợ ngắn hạn chia cho GTSS của vốn cổ phần thường	Bopkin (2009)	$\frac{\text{Nợ ngắn hạn (GTSS)}}{\text{Vốn cổ phần thường (GTSS)}}$
Đòn bẩy dài hạn (LL)	Tỷ lệ giữa GTSS của nợ dài hạn chia cho GTSS của tổng tài sản	Bastos và Nakamura (2009); Dincergok và Yalciner (2011); Mokhova và Zinecker (2014); Lemma và Negash (2013)	$\frac{\text{Nợ dài hạn (GTSS)}}{\text{Tổng tài sản (GTSS)}}$
	Tỷ lệ giữa GTSS của nợ dài hạn chia cho GTTT của tổng nợ		$\frac{\text{Nợ dài hạn (GTSS)}}{\text{Tổng tài sản (GTTT)}}$
	Tỷ lệ giữa GTSS của nợ dài hạn chia cho GTSS của vốn cổ phần thường	Bopkin (2009)	$\frac{\text{Nợ dài hạn (GTSS)}}{\text{Vốn cổ phần thường (GTSS)}}$
Đòn bẩy tổng thể (TL)	Tỷ lệ giữa GTSS của tổng nợ chia cho GTSS của tổng tài sản	Booth và Aivazian (2001); Korajczyk và Levy (2003); Bastos và Nakamura (2009); Bopkin (2009); Frank và Goyal (2009); Chen (2010); Dincergok và Yalciner (2011); Lemma và Negash (2011); Mokhova và Zinecker (2014); Joeveer (2013)	$\frac{\text{Tổng nợ (GTSS)}}{\text{Tổng tài sản (GTSS)}}$
	Tỷ lệ giữa GTSS của tổng nợ chia cho GTTT của tổng tài sản	Korajczyk và Levy (2003); Frank và Goyal (2009)	$\frac{\text{Nợ dài hạn (GTSS)}}{\text{Tổng tài sản (GTTT)}}$
	Tỷ lệ giữa GTSS của tổng nợ chia cho GTSS của vốn cổ phần thường	Bauer (2004)	$\frac{\text{Tổng nợ (GTSS)}}{\text{Vốn cổ phần thường (GTSS)}}$

BẢNG 2: ĐỊNH NGHĨA CÁC BIẾN VĨ MÔ TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Biến	Ký hiệu	Khái niệm
Tốc độ tăng trưởng kinh tế	GDP	Tăng trưởng trung bình hàng năm của tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội - GDP (từ năm 2008 đến năm 2017).
Tỷ lệ lạm phát	CPI	Thay đổi trong chỉ số giá tiêu dùng hàng năm.
Tỷ lệ lãi suất	INT	Lãi suất cho vay cơ bản được công bố bởi các ngân hàng thương mại.
Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp	T	Mức thuế suất được Bộ Tài chính ban hành.
Tỷ giá hối đoái	EX	
Sự phát triển của thị trường cổ phiếu	SMD	Mức độ vốn hóa thị trường của toàn bộ các giao dịch cổ phiếu.
Sự phát triển của hệ thống ngân hàng	BD	Mức độ cho vay của toàn bộ hệ thống ngân hàng.
Tỷ lệ thất nghiệp	ER	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

kiểm toán đáng tin cậy chỉ được tìm thấy đối với các doanh nghiệp niêm yết. Do đó, bộ số liệu này giúp cho kết quả nghiên cứu có cơ sở và đáng tin cậy. Cơ sở dữ liệu của doanh nghiệp được tác giả thu thập từ Vietstock. Thời gian nghiên cứu từ năm 2008 đến hết năm 2017, với ngày kết thúc năm tài chính là ngày 31/12 hàng năm cho tất cả các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mẫu nghiên cứu được lựa chọn cuối cùng là 186 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với thời gian nghiên cứu 10 năm, khi đó số

BẢNG 3: KẾT QUẢ HỆ SỐ TÁC ĐỘNG CỦA MÔI TRƯỜNG THỂ CHẾ ĐẾN CẤU TRÚC VỐN

Các biến giải thích	TL	LL	SL		TL	LL	SL
L1.TL(1); L1.LL(2); L1.SL(3)	.6677*** (.0378)	.7032*** (.0443)	.5718*** (.0495)	IML	.0350 (.1412)	.0218 (.085)	-.2249* (.1942)
Ln (GDP)	.0736** (.0376)	-.1393*** (.0448)	.2396*** (.0837)	IMG	.0173*** (.0052)	-.0003 (.0031)	.0036* (.0051)
L1. Ln(GDP)	-.0887** (.0365)	.146*** (.0455)	-.2606*** (.0851)	SO	.0869** (.036)	.0325* (.0238)	-.0113 (.0541)
CPI	-.1606** (.0690)	-.2487*** (.0888)	.1570** (.0831)	FO	-.0982** (.0485)	.0278* (.0318)	-.2125*** (.0528)
L1.CPI	.1497** (.0970)	.2955*** (.0785)	-.3989*** (.1337)	PCI1	-.0255*** (.0078)	-.0091* (.0057)	-.0165*** (.0099)
L1.Ln(EX)	.9945*** (.2914)	.1151* (.2092)	-.0949*** (.3578)	PCI2	-.0247*** (.008)	-.022*** (.0048)	-.0103* (.0081)
IR	.0071* (.013)	.0116** (.0054)	-.0124* (.0114)	PCI3	-.0119*** (.0054)	.0052* (.0037)	-.0219*** (.0071)
SMD	-.0012** (.0009)	.0013** (.0005)	.0002 (.001)	PCI4	.0002 (.0049)	-.0049* (.0029)	.0098** (.0055)
U	.0287* (.0654)	.01 (.0325)	.0204 (.0558)	PCI5	-.0003 (.0051)	.0037* (.0028)	.00008 (.0059)
LnREV	.0642*** (.0059)	.0039* (.0024)	.0628 (.007)	PCI6	.0049* (.0068)	-.0044* (.0038)	-.0026 (.0064)
L1.Ln REV	-.0516*** (.0049)	-.002 (.0023)	-.0404 (.0048)	PCI7	.0111* (.013)	-.0171** (.0068)	.0170** (.0123)
ROA	-.2474** (.1091)	-.046* (.0482)	-.2865** (.1404)	PCI8	-.0213** (.0124)	-.004 (.0083)	-.0151* (.014)
L1.ROA	.0236 (.0697)	-.04* (.0391)	-.0686* (.0753)	PCI9	.0015 (.008)	.0107*** (.0039)	-.0201*** (.0083)
TAN	-.0831** (.0479)	-.009 (.0299)	-.0368 (.0657)	PCI10	-.0066* (.0059)	.0066** (.0029)	-.0043* (.0048)
LIQ	-.0156*** (.0021)	.0008* (.0009)	-.0158*** (.0036)				
Thông tin chung về mô hình							
Số lượng doanh nghiệp	186	186	186				
Số quan sát	1,860	1,860	1,860				
Tác động cố định thời gian	Có	Có	Có				
Tác động cố định theo ngành	Có	Có	Có				
m1- statistic (p-value)	0.000	0.000	0.000				
M2-statistic (p-value)	0.258	0.258	0.258				
Sargan J-statistic (p-value)	0.000	0.000	0.000				
Hansen J-statistic (p-value)	0.182	0.470	0.086				

Ghi chú: Cấu trúc vốn với biến đo lường TL được xác định bằng GTSS của tổng nợ chia cho GTSS của tổng tài sản; biến đo lường LL được xác định bằng GTSS của nợ dài hạn chia cho GTSS của tổng tài sản; biến đo lường SL được xác định bằng GTSS của nợ ngắn hạn chia cho GTSS của tổng tài sản. Ký hiệu “Ln” và “L1” cho biết biến được đưa vào kỹ thuật ước lượng GMM lần lượt là biến xác định từ việc lấy Logarit và biến trễ của các biến tương ứng. Do dữ liệu nghiên cứu không có các giá trị mất đi của các biến đặc thù doanh nghiệp nên số quan sát là 1,860; tương ứng với 186 doanh nghiệp được nghiên cứu trong giai đoạn 2008-2017.

Nguồn: Tác giả tổng hợp dựa trên kết quả ước lượng trên phần mềm Stata

doanh nghiệp tính theo năm là 1,860 và tác giả thu được dữ liệu bảng với 18,600 quan sát. Các doanh nghiệp này được phân chia theo 10 ngành hoạt động theo tiêu chí phân ngành của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, cụ thể là: Bất động sản và xây dựng; Công nghệ; Công nghiệp; Dịch vụ; Hàng tiêu dùng; Năng lượng; Nguyên vật liệu; Nông nghiệp; Viễn thông; Y tế.

Các biến trong nghiên cứu

Biến đo lường cấu trúc vốn doanh nghiệp

Cấu trúc vốn là biến phụ thuộc của mô hình nghiên cứu và được xác định bởi 3 tham số: (1) Đòn bẩy tổng thể; (2) Đòn bẩy ngắn hạn; (3) Đòn bẩy dài hạn. Có 2 cách để xác định các biến số này, đó là đo lường cấu trúc vốn theo giá trị sổ sách (GTSS) và giá trị thị trường (GTTT). Trong nghiên cứu này, tác giả lựa chọn GTSS để đo lường cho các biến phụ thuộc, với cách xác định được trình bày tại Bảng 1.

Biến đại diện cho môi trường thể chế

Các biến đại diện cho môi trường thể chế bao gồm 10 chỉ tiêu thành phần của PCI, đó là: Gia nhập thị trường (PCI1); Tiếp cận đất đai và sự ổn định trong sử dụng đất (PCI2); Tính minh bạch (PCI3); Chi phí thời gian (PCI4); Chi phí không chính thức (PCI5); Tính năng động và tiên phong của lãnh đạo tỉnh (PCI6); Cạnh tranh bình đẳng (PCI7); Dịch vụ hỗ trợ doanh nghiệp (PCI8); Đào tạo lao động (PCI9); Thiết chế pháp lý (PCI10).

Biến đặc thù doanh nghiệp

Các biến đặc thù của doanh nghiệp bao gồm: Quy mô doanh nghiệp; Lợi nhuận doanh nghiệp; Mức độ tài sản hữu hình; Cơ hội tăng trưởng; Mức độ thanh khoản; Tỷ lệ sở hữu nhà nước; Tỷ lệ sở hữu nước ngoài. Các biến này đóng vai trò là biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu.

Biến vĩ mô

Đối với các biến vĩ mô đóng vai trò là biến kiểm soát trong mô hình nghiên cứu, tác giả tiến hành thu thập trực tiếp từ Tổng cục Thống kê và Ngân hàng Nhà nước trong giai đoạn 2008-2017. Các biến này bao gồm: Tốc độ tăng trưởng kinh tế; Tỷ lệ lạm phát; Tỷ lệ lãi suất; Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp; Tỷ giá hối đoái; Sự phát triển của thị trường cổ phiếu; Sự phát triển của hệ thống ngân hàng; Tỷ lệ thất nghiệp. Định nghĩa các biến được trình bày ở Bảng 2.

BẢNG 4: KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH VÀ SỰ PHÙ HỢP CỦA CÁC BIẾN

Chỉ tiêu kiểm định	Biến phụ thuộc					
	TL		LL		SL	
AR (1)	$z = -6.35$	Pr > z = 0.000	$z = -3.41$	Pr > z = 0.001	$z = -4.86$	Pr > z = 0.000
AR (2)	$z = 0.13$	Pr > z = 0.893	$z = 1.70$	Pr > z = 0.089	$z = 1.91$	Pr > z = 0.057
Kiểm định Sargan	$\chi^2(75) = 107.45$	Prob > $\chi^2 = 0.008$	$\chi^2(75) = 112.72$	Prob > $\chi^2 = 0.003$	$\chi^2(75) = 120.51$	Prob > $\chi^2 = 0.001$
Kiểm định Hansen	$\chi^2(75) = 81.30$	Prob > $\chi^2 = 0.289$	$\chi^2(75) = 85.89$	Prob > $\chi^2 = 0.183$	$\chi^2(75) = 73.90$	Prob > $\chi^2 = 0.514$
Ước lượng GMM	$\chi^2(60) = 58.33$	Prob > $\chi^2 = 0.537$	$\chi^2(60) = 62.14$	Prob > $\chi^2 = 0.400$	$\chi^2(60) = 51.69$	Prob > $\chi^2 = 0.769$
Iv (gdp ex tr)	$\chi^2(72) = 77.62$	Prob > $\chi^2 = 0.304$	$\chi^2(72) = 82.17$	Prob > $\chi^2 = 0.193$	$\chi^2(72) = 68.59$	Prob > $\chi^2 = 0.592$

Nguồn: Tác giả tổng hợp dựa trên kết quả kiểm định trên Stata

Phương pháp nghiên cứu

Với mục tiêu nghiên cứu tác động của môi trường thể chế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đồng thời quan sát đặc thù của bộ dữ liệu được phân tích, tác giả lựa chọn phân tích hồi quy đa biến dữ liệu bảng để thực hiện nghiên cứu cùng với thực hiện ước lượng GMM nhằm khắc phục vấn đề biến nội sinh giữa các biến trong mô hình nghiên cứu (*Nghiên cứu sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế*).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Bảng 3 chỉ ra kết quả từ mô hình nghiên cứu tác động của các chỉ số PCI thành phần đến cấu trúc vốn các doanh nghiệp niêm yết. Phân tích cụ thể như sau:

Thứ nhất, trong các thành phần của chỉ tiêu PCI, các biến có hệ số ước lượng ý nghĩa lớn nhất bao gồm: PCI1 - Gia nhập thị trường, PCI2 - Tiếp cận đất đai và sự ổn định trong sử dụng đất, PCI3 - Tính minh bạch và PCI9 - Đào tạo lao động. Những biến này cho thấy, hệ số ước lượng với mức ý nghĩa 10% ở ít nhất 2 trên tổng số 3 biến phụ thuộc.

Cụ thể, đối với mô hình đánh giá tác động của môi trường thể chế đến tỷ lệ tổng nợ tại các doanh nghiệp niêm yết, các khía cạnh thể hiện mối quan hệ mạnh nhất là: Gia nhập thị trường, Tiếp cận đất đai và sự ổn định trong sử dụng đất, Tính minh bạch. Cả 3 yếu tố này đều chỉ ra mối quan hệ ngược chiều đến quy mô vay nợ của doanh nghiệp với các hệ số ước lượng lần lượt là -0.0255, -0.0247 và -0.0119.

Đối với mô hình đánh giá tác động của môi trường thể chế đến tỷ lệ sử dụng nợ dài hạn tại các doanh nghiệp niêm yết, hai biến có ảnh hưởng ở mức ý nghĩa 10% đó là PCI2 - Tiếp cận đất

đai và sự ổn định trong sử dụng đất và PCI9 - Đào tạo lao động. Trong đó, hệ số ước lượng của biến PCI2 là -0.022.

Đối với mô hình đánh giá tác động của môi trường thể chế đến tỷ lệ sử dụng nợ ngắn hạn tại các doanh nghiệp niêm yết, 3 khía cạnh có hệ số ước lượng tin cậy nhất, bao gồm: Gia nhập thị trường, Tính minh bạch và Đào tạo lao động với hệ số ảnh hưởng lần lượt là -0.016***, -0.021*** và -0.02***. Mối quan hệ giữa tất cả các yếu tố này và quy mô nợ dài hạn là ngược chiều, trong đó tác động lớn nhất được tìm thấy đối với biến đo lường Tính minh bạch.

Thứ hai, trong các chỉ tiêu thành phần PCI được nghiên cứu, một số biến cho thấy hệ số ước lượng với mức ý nghĩa thống kê thấp (1%) hoặc không có ý nghĩa thống kê đối với biến phụ thuộc, như: Chi phí thời gian (PCI4); Chi phí không chính thức (PCI5); Tính năng động và tiên phong của lãnh đạo tỉnh (PCI6). Đáng chú ý là, không tìm thấy tác động của Chi phí không chính thức đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết.

Một số kiểm định để kiểm tra tính phù hợp của các biến được trình bày trong Bảng 4.

Tóm lại, có mối quan hệ cùng chiều giữa PCI và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết. Điều này có nghĩa là, khi những yếu tố thành phần của PCI là tích cực, thì các doanh nghiệp niêm yết có xu hướng đẩy mạnh huy động nợ, bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Đối với tỷ lệ tổng nợ và tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, toàn bộ các nhân tố cho thấy chiều hướng tác động nhất quán với mô hình chung. Điều này một lần nữa khẳng định ảnh hưởng cùng chiều của các nhân tố kinh tế vĩ mô đã được nhận diện ở trên. Đối với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản, các nhân tố có chiều hướng tác động nhất quán, bao gồm: Tốc độ tăng trưởng GDP; Tỷ lệ lạm phát; Lãi suất; Sự phát triển của thị trường cổ phiếu; Quy mô tín dụng ngân hàng; Tỷ lệ thất nghiệp. Trong khi đó, chỉ duy nhất thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều đến quy mô nợ dài hạn trên tổng tài sản trong bối cảnh xem xét tác động của thể chế.

KẾT LUẬN VÀ MỘT SỐ HÀM Ý

Kết quả nghiên cứu tác động của môi trường thể chế đến cấu trúc vốn các doanh nghiệp niêm yết cho

thấy ảnh hưởng mạnh mẽ của yếu tố Gia nhập thị trường và Tính minh bạch. Từ kết quả này, tác giả đưa ra một số hàm ý sau:

Thứ nhất, Chính phủ và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước nên tiếp tục tạo điều kiện hành lang pháp lý thuận lợi cho các doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt là các doanh nghiệp quy mô nhỏ và vừa trong tiến trình cổ phần hóa.

Thứ hai, xem xét sự tham gia của các tổ chức tư nhân có uy tín hoặc các tổ chức nước ngoài vào quá trình thẩm định thông tin doanh nghiệp và các nguồn thông tin khác trong chiến lược huy động nguồn vốn cho các doanh nghiệp niêm yết, từ đó đảm bảo tính minh bạch công bằng trong tiếp cận thông tin hỗ trợ doanh nghiệp. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Trương Hồng Trinh, Nguyễn Thảo Phương (2016). Effect of financial crisis on capital structure of listed firms in Vietnam, *International Journal of Financial Research*, 7(1), 66-74
2. Antoniou, A., Y. Guney and K. Paudyal (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market- oriented versus Bank- oriented Institutions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 2-3
3. Bastos, D. D., Nakamura, W. T., Basso, L. F. C. (2009). Determinants of capital structure of publicly- traded companies in Latin America: The role of institutional and macroeconomic factors, *Journal of international finance and economics*, 9, 24-39
4. Booth, L., V. Aivazian, A. Demircuc - Kunt, V. Maksimovic (2001). Capital structure in Developing Countries, *Journal of Finance*, 56, 87-130
5. Bopkin, G. A. (2009). Macroeconomic development and capital structure decision of firms: Evidence from emerging market economies, *Studies in economics and finance*, 26(2), 129-142
6. Bauer P. (2004). Determinants of capital structure: empirical evidence from the Czech Republic, *Czech Journal of Economics and Finance*, 54, 2-21
7. Camara, O. (2012). Capital structure adjustment speed and macroeconomic conditions: U.S. MNC_s and DC_s, *International research journal of finance and economics*, 84, 106-117
8. Chen D. (2009). *Legal Development in Chinas Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up*, Asian Law Institution Working Paper
9. Chipeta, C., Mbululu, D. (2013). Firm heterogeneity, macroeconomic conditions and capital structure adjustment speeds: Evidence from the JSE, *Investment Analysts Journal*, 44(77), 69-80
10. Cook, D. O., Tang, T. (2010). Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed, *Journal of Corporate Finance*, 16(1), 73-87
11. Dincergok, Yalciner (2011). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region, *Journal of Multinational Financial Management* 14, 387-405
12. Frank, M. Z., Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factor are reliably important?, *Financial Management*, 38(1), 1-37
13. Flannery M. J., Oztekin O. (2009). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds, *Journal of Financial Economics*, 103, 88-112
14. Gajurel, Dinesh Prasad (2006). *Macroeconomic Influences on Coporate Capital Structure*, Social Science Research network
15. Jensen, Michael C., Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
16. Joeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies, *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 294-308
17. Kayo, E. K., Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure, *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 358-372
18. Korajczyk, R. A. and A. Levy (2003). Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints, *Journal of Financial Economics*, 68, 75-109
19. Lemma and Negash (2013). *Outlier robust GMM estimation of leverage determinants in linear dynamic panel data model*, Working Paper, Tinbergen Institute, Erasmus University Rotterdam
20. Mohammad, Mojgan (2013). Study the relationship between capital structure and institutional ownership by examining the causality relation between capital structure and its effective factors in Iran Stock Exchange, *Journal of Financial Economics*, 103, 88-112
21. Mokhova, N., Zinecker, M. (2014). Macroeconomic factors and corporate capital structure, *Procedia- Social and Behavioral Sciences*, 110, 530-540
22. 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