

ban check dao van.docx

By Điệp

WORD COUNT	9086	TIME SUBMITTED	27-JUN-2025 01:56PM
		PAPER ID	116945533

The Impact of Cash Flow Volatility on Capital Structure of Listed Companies in Vietnam: The Moderating Role of Fixed Assets

ABSTRACT

The study analyzes the impact of cash flow fluctuations on the capital structure of enterprises. In addition, the study also mentions the moderating role of fixed assets on the relationship between cash flow fluctuations and capital structure. The study uses the system GMM regression technique to control for endogenous biases and the inertia problem of capital structure. The research data includes 558 non-financial enterprises listed in Vietnam, in the period 2015–2023. The results show that cash flow fluctuations have a negative impact on the capital structure of Vietnamese enterprises. The results also show that fixed assets help to alleviate the negative impact of cash flow fluctuations. The findings imply that managers need to consider cash flow stability as a key factor in enterprise risk management, and consider decisions on investment in fixed assets as well as maintaining and improving the quality of fixed assets.

Key Words: Cash flow dynamics, capital structure, trade-off theory, pecking order theory, fixed assets.

Tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam: Vai trò điều tiết của tài sản cố định

TÓM TẮT

Nghiên cứu phân tích tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn đề cập vai trò điều tiết của tài sản cố định đến mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn. Nghiên cứu sử dụng kỹ thuật hồi quy GMM hệ thống kiểm soát các sai lệch nội sinh và vấn đề quản tính của cấu trúc vốn. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 558 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, trong giai đoạn 2015–2023. Kết quả cho thấy biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Các phát hiện hàm ý rằng nhà quản lý cần xem xét sự ổn định dòng tiền làm yếu tố chính trong quá trình ra quyết định đầu tư vào tài sản cố định cũng như duy trì và cải thiện chất lượng tài sản cố định.

Từ khóa: Biến động dòng tiền, cấu trúc vốn, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng, tài sản cố định.

1. GIỚI THIỆU

Xác định cấu trúc vốn tối ưu luôn là mối bận tâm hàng đầu không chỉ đối với các nhà quản lý doanh nghiệp mà còn đối với các học giả. Cấu trúc vốn của doanh nghiệp được xác định bởi tỷ trọng của nợ trong tổng tài sản để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh. Từ lâu, giới nghiên cứu tập trung khám phá các yếu tố khác nhau ảnh hưởng cấu trúc vốn của doanh nghiệp trên phạm vi toàn cầu^{1,2}. Tổng quan từ các tài liệu thực nghiệm cho thấy, giới nghiên cứu khám phá đa dạng các nhóm yếu tố có thể ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, chẳng hạn như các yếu tố tài chính–quản trị doanh nghiệp hoặc kinh tế vĩ mô. Giới nghiên cứu vẫn đang không ngừng khám phá và bổ sung thêm các yếu tố quyết định cấu trúc vốn khác.

Trở thành xu hướng nổi bật thời gian qua, các nghiên cứu về tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngày càng phong phú. Dòng tiền ổn định và lành mạnh là yếu tố quan trọng cần cân nhắc trong các quyết định đầu tư (đối với nhà đầu tư), quyết định tài trợ (đối với nhà quản lý doanh nghiệp) và khả năng thanh toán (đối với chủ nợ). Các nhà đầu tư và chủ nợ thường tránh các khoản đầu tư có dòng tiền kém ổn định và có cái nhìn tiêu cực đối với các doanh nghiệp có dòng tiền biến động.

Về mặt lý thuyết, mức độ biến động dòng tiền cao, doanh nghiệp rơi vào thiếu hụt nguồn vốn nội bộ, gây ra tình trạng cạn kiệt vốn và đình trệ các khoản đầu tư. Điều này buộc doanh nghiệp phải chọn giải pháp huy động vốn từ bên ngoài. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các doanh nghiệp sẽ ưu tiên phát hành nợ và gia tăng mức độ sử dụng nợ. Mặt khác, sự biến động dòng tiền còn liên quan đến sự gia tăng các chi phí của doanh nghiệp. Biến động dòng tiền

thường được làm thước đo mức độ rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp³. Các doanh nghiệp rủi ro thường đi kèm với dòng tiền biến động lớn và chi phí kiệt quệ tài chính cao⁴. Lý thuyết đánh đổi (TOT) dự đoán doanh nghiệp gặp rủi ro cao lựa chọn nợ tương đối thấp. Bên cạnh đó, các tài liệu thực nghiệm hiện vẫn chưa có câu trả lời nhất quán về mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Chẳng hạn phát hiện biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn^{5,6}. Ngược lại tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn⁷. Biến động dòng tiền là yếu tố quyết định cấu trúc vốn, và cần các khám phá sâu rộng hơn⁸.

Ngoài ra, việc xem xét vai trò của tài sản cố định (tài sản hữu hình) trong mối quan hệ biến động dòng tiền–cấu trúc vốn cũng rất quan trọng. Ghi nhận sự sụt giảm trong các khoản đầu tư vào tài sản cố định của doanh nghiệp trong những năm gần đây; điều này tác động đến các đặc điểm tài chính cốt lõi của doanh nghiệp, chẳng hạn như phân bổ vốn, chính sách tài chính, khả năng sinh lời. Khi nhu cầu tài trợ sinh, tài sản cố định dễ định giá (đối với các chủ nợ) và có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp giúp giảm thiểu rủi ro tín dụng và rủi ro kiệt quệ tài chính. Mặc dù các chủ nợ không ưa thích các doanh nghiệp thể hiện dòng tiền biến động cao, nhưng lại sẵn lòng cung cấp khoản vay cho các doanh nghiệp đầu tư nhiều tài sản cố định. Ngoài ra việc nắm giữ nhiều tài sản hữu hình giúp doanh nghiệp huy động vốn với chi phí thấp hơn⁹. Do đó, tài sản cố định có thể ảnh hưởng đến quyết định tài trợ, và điều tiết mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Mục đích chính của nghiên cứu này là phân tích tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Ngoài ra, đây là một trong số ít nghiên cứu về Việt Nam xem xét cách tài sản cố định điều tiết mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn. Việt Nam là thị trường đang phát triển; các thị trường này thường được đặc trưng bởi thị trường vốn kém hiệu quả, hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng và nền kinh tế đầy biến động⁴. Điều này khiến Việt Nam trở thành môi trường thực nghiệm lý tưởng cho các lý thuyết tài chính xây dựng từ các nền tảng của thị trường phát triển. Các phát hiện thực nghiệm lần này được kỳ vọng làm phong phú các tài liệu trước đây về ảnh hưởng của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, và cung cấp các giải pháp giúp xoa dịu các hiệu ứng bất lợi từ biến động dòng tiền đến các quyết định tài trợ của doanh nghiệp.

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

2.1. Tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn

Quyết định tài trợ có thể chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp, và được dự đoán bởi nhiều lý thuyết cấu trúc vốn khác nhau. Lý thuyết MM liên quan đến các giả định như thị trường vốn hiệu quả và các cá nhân bên ngoài và bên trong doanh nghiệp nắm giữ thông tin cân xứng; không có chi phí giao dịch hoặc chi phí phá sản. Về cơ bản, dựa trên các giả định này, các tác giả chứng minh được rằng cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp; do đó, không tồn tại cấu trúc vốn tối ưu. Trên thực tế, tồn tại sự khác biệt đáng kể giữa thế giới hoàn hảo và lý thuyết MM và thế giới thực, nơi tồn tại thuế, chi phí kiệt quệ tài chính, các vấn đề đại diện và bất cân xứng thông tin. Do đó, nhiều lý thuyết khác nhau, nói chung giả định trong lý thuyết MM, được phát triển nhằm giải thích cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Hiện nay, tồn tại 2 lý thuyết chính đang chiếm ưu thế trong cuộc tranh luận về cấu trúc vốn, gồm lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory—POT) và lý thuyết đánh đổi (trade-off theory—TOT)¹⁸. Đây cũng là 2 lý thuyết nền tảng giúp giải thích mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Thứ nhất, Lý thuyết POT (Pecking Order Theory) cho rằng doanh nghiệp có một thứ tự ưu tiên trong việc sử dụng các nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động của mình. Thứ tự này được quyết định dựa trên chi phí sử dụng vốn và mức độ bất cân xứng thông tin. Doanh nghiệp ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại trước khi tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Khi lợi nhuận giữ lại không đủ, doanh nghiệp sẽ vay nợ. Khi cả lợi nhuận giữ lại và nợ vay không đủ, doanh nghiệp mới lựa chọn phát hành cổ phiếu để huy động vốn. Các

doanh nghiệp có dòng tiền không ổn định thường có hoạt động kinh doanh biến động, bởi đối mặt mức độ bất cân xứng thông tin cao hơn¹⁶. Đồng thời, các doanh nghiệp có dòng tiền biến động có thể cần huy động vốn thường xuyên từ thị trường vốn bên ngoài. Các doanh nghiệp thường phản ứng trước biến động dòng tiền bằng cách gia tăng việc nắm giữ tiền mặt; điều này có thể dẫn đến tình trạng các doanh nghiệp không có đủ dòng tiền để đáp ứng các nhu cầu hoạt động⁹. Khi đó, các doanh nghiệp có dòng tiền biến động cao sẽ có đòn bẩy tài chính cao hơn²⁶. Như vậy, lý thuyết POT giả định biến động dòng tiền và cấu trúc vốn doanh nghiệp là tác động cùng chiều. Ứng hộ cho cuộc tranh luận này, không ít các học giả xác nhận biến động dòng tiền tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn. Doanh nghiệp có dòng tiền biến động cao cần thêm nhiều vốn bổ sung cho các hoạt động, hoặc sẽ bị thiếu hụt tiền mặt trong ngắn hạn, buộc phải phát hành thêm nợ¹². Dòng tiền biến động cao khiến các doanh nghiệp khó xoay sở trong việc huy động các nguồn tài trợ nội bộ¹. Để duy trì hoạt động kinh doanh và đầu tư, các doanh nghiệp buộc phải tìm kiếm các nguồn tài trợ bên ngoài và nợ vay là sự lựa chọn đầu tiên. Khi đối mặt sự biến động dòng tiền, các doanh nghiệp gia tăng tài trợ bằng nợ ngắn hạn; vì nợ ngắn hạn an toàn hơn, lãi suất không quá cao¹⁹. Dòng tiền biến động khiến doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tạo nguồn vốn nội bộ và đáp ứng nhu cầu tài trợ; do đó, các doanh nghiệp gia tăng sử dụng nợ vay trong bối cảnh phải tìm kiếm các nguồn tài trợ từ bên ngoài. Sự gia tăng biến động dòng tiền có thể tạo ra nhu cầu về dòng tiền nhiều hơn để tài trợ cho các hoạt động hoặc làm tăng khả năng thiếu hụt dòng tiền trong năm tài chính, và buộc các doanh nghiệp gia tăng phát hành nợ, tác giả kỳ vọng biến động dòng tiền tác động cùng chiều đến mức độ sử dụng nợ⁶.

H1a: Biến động dòng tiền tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn.

Thứ hai, Lý thuyết TOT dự đoán rằng doanh nghiệp có dòng tiền biến động cao sẽ sử dụng ít nợ hơn. Cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp được xác định dựa trên sự đánh đổi giữa lợi ích từ việc sử dụng nợ (chủ yếu là tầm chắn thuế) và chi phí kiệt quệ tài chính (rủi ro phá sản, chi phí đại diện)²⁰. Doanh nghiệp có thể tối đa hóa giá trị bằng cách xác định mức nợ hợp lý, sao cho lợi ích từ tầm chắn thuế của nợ vay đủ để bù đắp cho chi phí kiệt quệ tài chính. Nếu doanh nghiệp vay quá ít, họ không tận dụng được tầm chắn thuế. Nếu vay quá nhiều, rủi ro tài chính tăng cao, dẫn đến chi phí phá sản cao hơn lợi ích từ nợ. Khi dòng tiền doanh nghiệp ổn định, họ có thể vay nhiều hơn vì rủi ro tài chính thấp. Khi dòng tiền biến động cao, chi phí kiệt quệ tài chính tăng, làm giảm lợi ích từ nợ do đó doanh nghiệp nên sử dụng ít nợ hơn để

2) y trì sự ổn định. Doanh nghiệp nên tìm kiếm một cấu trúc vốn tối ưu bằng cách đánh đổi giữa lợi ích từ tầm chắn thuế và rủi ro kiệt quệ tài chính, đặc biệt khi dòng tiền có mức độ biến động cao²⁰. Các doanh nghiệp có dòng tiền biến động cao thường đi kèm với rủi ro vỡ nợ và chi phí kiệt quệ tài chính cao¹¹. Về mặt thực nghiệm, nhiều học giả cũng hỗ trợ các luận và dự đoán của lý thuyết TOT, khi phát hiện các doanh nghiệp giảm vay khi dòng tiền của doanh nghiệp biến động cao. Biến động dòng tiền tăng sẽ làm giảm mức độ sử dụng nợ¹³. Dòng tiền biến động cao hơn dẫn đến mức độ vay thấp hơn¹¹. Phát hiện mở rộng cũng cho thấy sự gia tăng một độ lệch chuẩn trong biến động làm giảm 8,89% số đòn bẩy tài chính và giảm 26,92% khả năng phát hành trái phiếu hoặc nợ dài hạn. Biến động dòng tiền có tác động tiêu cực đến độ sử dụng nợ của doanh nghiệp, phù hợp với dự đoán của lý thuyết đánh đổi (TOT)²¹. Doanh nghiệp giảm mức sử dụng nợ khi dòng tiền biến động cao, hỗ trợ lý thuyết TOT về cấu trúc vốn tối ưu²¹. Sự biến động dòng tiền và việc sử dụng nợ (dài hạn và ngắn hạn) của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều²². Trong bối cảnh Việt Nam, nghiên cứu về mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn, đặc biệt là cách doanh nghiệp điều chỉnh mức sử dụng nợ trong điều kiện dòng tiền không ổn định các doanh nghiệp có dòng tiền biến động cao sẽ giảm mức sử dụng nợ để tránh rủi ro tài chính, phù hợp với lý thuyết TOT²³. Nghiên cứu tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2008-2019 cho thấy, biến động dòng tiền có ảnh hưởng tiêu cực đến cấu trúc vốn, tức là khi dòng tiền biến động mạnh, doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn để hạn chế rủi ro tài chính²⁴. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, kinh nghiệm tài chính của CEO có thể làm giảm tác động tiêu cực này; cụ thể, trong các doanh nghiệp mà CEO có kinh nghiệm tài chính, biến động dòng tiền lại có tương quan dương với cấu trúc vốn. Mở rộng nghiên cứu về mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn tại các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HoSE và HNX ở Việt Nam biến động dòng tiền có tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn, tức là khi dòng tiền không ổn định, doanh nghiệp có xu hướng giảm sử dụng nợ trong cấu trúc vốn²⁵. Điều này phù hợp với lý thuyết đánh đổi (Trade-Off Theory), cho rằng doanh nghiệp cân nhắc giữa lợi ích từ tầm chắn thuế của nợ vay và chi phí kiệt quệ tài chính khi quyết định cấu trúc vốn. Tổng quan, cả hai nghiên cứu đều nhấn mạnh rằng biến động dòng tiền là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp cần xem xét mức độ ổn định của dòng tiền và kinh nghiệm tài chính của đội ngũ quản lý khi đưa ra các quyết định về tài trợ và cấu trúc vốn.

1 H1b: Biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn.

2.2. Vai trò điều tiết của tài sản hữu hình đến mối quan hệ biến động dòng tiền và cấu trúc vốn

Biến động dòng tiền có thể gây ra một số hiệu ứng bất lợi, ngăn cản khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc nắm giữ tỷ trọng tài sản cố định (trong tổng tài sản) cao hơn cho phép doanh nghiệp có khả năng vay nợ nhiều hơn. Có một số lý do để giải thích điều này. Thứ nhất, tài sản cố định dễ định giá (đối với các chủ nợ), giá trị thanh lý cao hơn, và có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp giúp giảm thiểu rủi ro tín dụng, vấn đề bất cân xứng thông tin và mang lại sự an toàn cho chủ nợ¹⁵. Các chủ nợ xem tài sản cố định là yếu tố quyết định rủi ro tín dụng⁶. Doanh nghiệp có dòng tiền biến động cao có thể khiến chủ nợ lo ngại về khả năng thanh toán, trừ khi họ có tài sản đảm bảo đáng tin cậy. Các doanh nghiệp đầu tư ít hơn vào tài sản cố định có thể làm tăng lợi nhuận, nhưng làm giảm khả năng vay nợ và làm tăng biến động dòng tiền¹⁴. Thứ hai, đầu tư tài sản cố định giúp giảm thiểu chi phí kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp¹⁶. Các doanh nghiệp nắm giữ tài sản cố định nhiều hơn có chi phí kiệt quệ tài chính thấp hơn²⁷. Điều này khuyến khích các doanh nghiệp gia tăng phát hành nợ nhằm tận dụng lợi ích tầm chắn thuế của nợ. Thêm nữa, rủi ro của doanh nghiệp thấp hơn cho phép doanh nghiệp tiếp cận với các nguồn tài trợ với chi phí thấp hơn. Việc nắm giữ nhiều tài sản hữu hình giúp doanh nghiệp huy động vốn với chi phí thấp hơn¹⁷. Từ các lập luận trên, các giả có thể kỳ vọng rằng, khi nắm giữ nhiều tài sản cố định, các doanh nghiệp gặp biến động dòng tiền sẽ gia tăng việc sử dụng nợ vay. Nói cách khác, tài sản cố định điều tiết mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của doanh nghiệp⁶.

1 H2: Tài sản cố định điều tiết mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Thiết lập mô hình nghiên cứu.

Nghiên cứu sử dụng hệ thống ước lượng GMM để thực hiện hai bước. Các tài liệu thực nghiệm tranh luận về 2 vấn đề nổi cộm khi phân tích mô hình cấu trúc vốn. Đầu tiên là vấn đề quán tính (persistence problem); cụ thể, tỷ số nợ trong quá khứ sẽ ảnh hưởng đến tỷ số nợ hiện tại. Điều này phản ánh một mô hình động trong cấu trúc vốn, nơi doanh nghiệp không thể ngay lập tức đạt được tỷ lệ nợ mục tiêu mà cần thời gian để điều chỉnh dần. Sự điều chỉnh này có thể bị ảnh hưởng bởi các bất hoàn hảo thị trường như chi phí giao dịch, chi phí thông tin, hoặc ràng buộc tài chính. Bên cạnh đó, một vấn đề đáng bận tâm là các sai lệch nội sinh có thể phát sinh trong mô hình nghiên cứu,

xuất phát từ các hiệu ứng phản hồi (feedback effect) từ cấu trúc vốn đến biến độc lập, hoặc mối tương quan của các biến giả thích với số hạng sai số^{28,29}.
Mối quan từ tài liệu tài chính, cấu trúc vốn có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lời³⁰ và khả năng thanh khoản của doanh nghiệp³¹. Do đó, các nghiên cứu thực nghiệm gần đây áp dụng phương pháp GMM vào phân tích, nhằm kiểm soát các sai lệch nội sinh và vấn đề quán tính của cấu trúc vốn^{6,8,28,29}. Mô hình GMM được coi là nhất quán và không chệch. Mô hình GMM thường được áp dụng vì khả năng khắc phục vấn đề nội sinh³².

Mục tiêu đầu tiên của nghiên cứu là phân tích ảnh hưởng từ biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Để thực hiện mục tiêu này phương trình hồi quy bao gồm biến phụ thuộc là cấu trúc vốn, biến độc lập là biến động dòng tiền, cùng các yếu tố kiểm soát. Phương trình hồi quy tổng quát có dạng như sau:

$$DEBT_{it} = \alpha + \theta * DEBT_{it-1} + \gamma * CFVol_{it} + \beta * X_{it} + \sum Sec + \epsilon_{it}$$

(1)

trong đó, X là vector các biến kiểm soát, tức các yếu tố xác định cấu trúc vốn của doanh nghiệp; α là hằng số; và ϵ là số hạng sai số. Trong phương trình (1), tác giả cũng bao gồm hiệu ứng cố định ngành ($\sum Sec$) để kiểm soát các yếu tố đặc điểm ngành. Cấu trúc vốn là biến phụ thuộc, được đại diện bởi tỷ số nợ vay trên tổng tài sản (ký hiệu DEBT). Trong khi biến độc lập (CFVol) là biến động dòng tiền, được đo lường bởi 2 thước đo là tỷ số độ lệch chuẩn của EBITDA (lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao) trên tổng tài sản (ký hiệu SD_EBITDA), và độ lệch chuẩn của OCF (dòng tiền hoạt động) trên tổng tài sản ròng (ký hiệu SD_OCF); tất cả sử dụng khung cửa sổ cuộn 5 năm^{6,19}. Nếu hệ số γ dương ($\gamma > 0$), giả thuyết H1a được xác lập; ngược lại, giả thuyết H1b được hỗ trợ nếu hệ số γ âm ($\gamma < 0$). Vector X gồm các yếu tố kiểm soát đặc điểm tài chính của doanh nghiệp (quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời, tính hữu hình, cơ hội tăng trưởng, tầm chắn thuế phí nợ và khả năng thanh khoản) và kinh tế vĩ mô (tăng trưởng kinh tế và lạm phát). Các yếu tố này được hỗ trợ bởi 2 lý thuyết cạnh tranh là TOT và POT, cũng như các tài liệu thực nghiệm trước đây. Cách xây dựng các biến nghiên cứu được trình bày tại Bảng 1.

Bảng 1: Định nghĩa các biến nghiên cứu.

Biến số	Ký hiệu	Cách xác định
Biến phụ thuộc		
Cấu trúc vốn	DEBT	Tổng nợ vay/Tổng tài sản
Biến giải thích chính		
Biến động dòng tiền	SD_EBITDA	Độ lệch chuẩn của EBITDA trong 5 năm/Tổng tài sản
	SD_OCF	Độ lệch chuẩn của OCF trong 5 năm/Tổng tài sản ròng (Tổng tài sản – Tiền và tương đương tiền)
Biến kiểm soát (vector X)		
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarite (Tổng tài sản)
Khả năng sinh lời	PRO	Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản
Tính hữu hình	TANG	Tài sản cố định/Tổng tài sản

Cơ hội tăng trưởng	GRO	126 Tăng trưởng doanh thu giữa 2 năm liên tiếp
3 Tâm chấn thuế phi nợ	NDTS	7 Khấu hao/Tổng tài sản
Khả năng thanh khoản	LIQ	Tài sản ngắn hạn/Nợ phải trả ngắn hạn
Tăng trưởng kinh tế	GDPG	Tăng trưởng GDP thực giữa 2 năm liên tiếp
Lạm phát	INF	Tăng trưởng CPI giữa 2 năm liên tiếp

Mục tiêu thứ hai của nghiên cứu là làm rõ vai trò điều tiết của tài sản hữu hình đến mối quan hệ biến động dòng tiền và cấu trúc vốn. Mở rộng phương trình tổng quát (1) bằng cách bổ sung biến tương tác $CFVol \times TANG$, đơn giản là áp dụng nhân giữa 1 thước đo biến động dòng tiền với tài sản cố định (tính hữu hình). Khi đó, phương trình hồi quy thứ hai có dạng sau:

$$\begin{aligned} DEBT_{it} &= \alpha + \theta^* DEBT_{it-1} + \gamma^* CFVol_{it} \\ &+ \theta^* CFVol_{it} \times TANG_{it} + \beta^* X_{it} \\ &+ \sum Sec + \varepsilon_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

Ng đó, TANG là tính hữu hình (tài sản cố định); các biến số khác được xác định tương tự phương trình (1) và được tìm thấy trong Bảng 1.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Tác giả sử dụng dữ liệu hàng năm của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Nhằm tăng chất lượng mẫu dữ liệu, tác giả áp dụng các tiêu chí lựa chọn sau: (1) Tác giả loại bỏ các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính ngân hàng; lý do là tiêu chuẩn báo cáo tài chính của các doanh nghiệp này khác với các ngành còn lại; (2) Tác giả loại bỏ các doanh nghiệp có sự bất thường trong dữ liệu, chỉ hạn doanh thu âm và tỷ số nợ vay lớn hơn 1. Với các tiêu chí lựa chọn trên, mẫu dữ liệu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 558 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại các Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) và Hà Nội (HNX), trong giai đoạn 2015–2023. Toàn bộ dữ liệu thô về các chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp được lấy từ nguồn dữ liệu FinPro. Ngoài ra, dữ liệu kinh tế vĩ mô (tăng trưởng kinh tế và lạm phát) được thu thập từ nguồn Ngân hàng Thế giới. Ngoài ra, tác giả tiến hành loại bỏ các giá trị ngoại lai khỏi đầu và đuôi trong phân phối dữ liệu của các biến nghiên cứu. Điều này được thực hiện trên phần mềm Stata thông qua lệnh winsor2, lọc các cực trị (extreme value) tại phân vị 1 và 99.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Các thống kê dữ liệu

Số liệu thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình của mẫu quan sát được trình bày trong Bảng 1. Giá trị trung bình của thước đo DEBT là 7,2813, có giá trị nằm trong khoảng từ 0 đến 0,8309, thấp hơn so với một số quốc gia và khu vực. Tài sản của các doanh nghiệp Jordan trung bình được tài trợ bằng 38,90% nợ vay¹; thậm chí, các doanh nghiệp thuộc khu vực Trung Đông–Bắc Phi (MENA) và châu Phi sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn xấp xỉ mức trung

bình là 60,80%⁶. Ngoài ra, giá trị trung bình của biến SD_EBITDA là 0,0350, dao động trong phạm vi từ 0,0030 đến 0,2120; trong khi biến SD_OCF nhận giá trị trung bình là 0,0957, biến động từ 0,0099 đến 0,4831. So sánh thước đo SD_EBITDA với một số nghiên cứu gần đây, dòng tiền của các doanh nghiệp Việt Nam ít biến động hơn so với các doanh nghiệp thuộc khu vực Trung Đông–Bắc Phi (MENA) và châu Phi (là 0,43)⁶. Các nền kinh tế MENA và châu Phi thường có biến động kinh tế và chi phí cao, ảnh hưởng đến dòng tiền doanh nghiệp. Nhiều quốc gia trong khu vực phụ thuộc vào tài nguyên thiên nhiên (dầu mỏ, khoáng sản), dẫn đến dòng tiền ổn định do biến động giá hàng hóa toàn cầu. So với các quốc gia đang nổi, doanh nghiệp Việt Nam ít biến động hơn ($SD_EBITDA = 0,0626$)³³. Các nền kinh tế mới nổi có sự đa dạng hóa ngành nghề, nhưng cũng chịu tác động lớn từ chu kỳ kinh tế toàn cầu, tỷ giá hối đoái và dòng vốn đầu tư nước ngoài (FDI).

Việt Nam có thể hưởng lợi từ chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát tốt hơn rủi ro tài chính, khiến dòng tiền doanh nghiệp ổn định hơn. Tuy nhiên, khi so sánh thước đo SD_OCF, dòng tiền của các doanh nghiệp Việt Nam dường như biến động hơn. Chẳng hạn, thống kê giá trị trung bình của thước đo SD_OCF của các doanh nghiệp Trung Quốc là 0,079¹¹, trong khi thống kê giá trị trung bình của các doanh nghiệp thuộc khu vực ASEAN là 0,0867¹⁹.

Bảng 2a: Thông kê mô tả- Biến đặc tính công ty.

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
DEBT	4.367	0,2813	0,2363	0	0,8339
SD_EBITDA	3.242	0,0350	0,0290	0,0030	0,2120
SD_OCF	4.786	0,0957	0,0746	0,0099	0,4831
SIZE	4.889	11,8939	0,6436	10,3425	13,7963
PRO	4.883	0,0601	0,0628	−0,1324	0,3361
TANG	4.938	0,2331	0,2016	0	0,8768
GRO	4.843	0,1068	0,4083	−0,7559	3,3002
NDTS	4.129	0,0329	0,0286	1,62e−5	0,1550
LIQ	4.888	2,4201	2,7013	0,3747	22,3602

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 2b: Thông kê mô tả – Biến vĩ mô (Dữ liệu theo năm, 9 quan sát).

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
GDPG	4.464	0,0643	0,0158	0,0286	0,0812
INF	5.022	0,0273	0,0089	0,0063	0,0353

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 3: Ma trận tương quan.

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
DEBT	(1)	1										
SD_EBITDA	(2)	0,248*	1									
SD_OCF	(3)	0,204*	—	1								
SIZE	(4)	0,386*	0,071*	0,315*	1							
PRO	(5)	0,407*	0,162*	0,018	0,048*	1						
TANG	(6)	0,111*	0,030	0,221*	0,121*	0,083*	1					
GRO	(7)	0,079*	0,057*	0,072*	0,043*	0,078*	0,016	1				
NDTS	(8)	0,055*	0,096*	0,109*	0,009	0,169*	0,688*	0,050*	1			
LIQ	(9)	0,461*	0,196*	0,158*	0,241*	0,169*	0,153*	0,078*	0,090*	1		
GDPG	(10)	0,015	0,004	0,012	0,026	0,075*	0,003	0,170*	0,003	0,004	1	
INF	(11)	0,001	0,014	0,008	0,057*	0,052*	0,015	0,066*	0,019	0,025	0,146*	1
VIF _{SD_EBITDA}			1,09		1,09	1,14	2,00	1,09	2,03	1,16	1,07	1,03
VIF _{SD_OCF}				1,15	1,16	1,11	2,04	1,06	2,01	1,13	1,05	1,03

Ghi chú: * tương ứng mức ý nghĩa 5%. Nguồn: Tính toán của tác giả.

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu. Các thước đo biến động dòng tiền SD_EBITDA và SD_F đều có tương quan âm với cấu trúc vốn, khi các hệ số tương quan đều mang dấu âm và có ý nghĩa. Kết quả này bước đầu hỗ trợ giả thuyết H1b và các dự đoán từ lý thuyết TOT. Mức độ tương quan giữa các biến giải thích trong mô hình tương đối thấp. Về mặt trị tuyệt đối, hệ số tương quan cao nhất được tìm thấy là 0,688 giữa tầm chắn phi nợ (NDTS) và tính hữu hình (TANG). Khi tất cả các giá trị VIF < 10, ta có thể kết luận rằng mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng, giúp đảm bảo tính chính xác của ước lượng hồi quy.

4.2. Phân tích hồi quy

4.2.1. Tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Kiểm định Arellano–Bond (AR Test) cho tự tương quan. AR(1) – Tự tương quan bậc nhất: $p\text{-value} = 0 \rightarrow$ bác bỏ giả thuyết không (H_0 : không có tự tương quan bậc nhất). Điều này có nghĩa là có tự tương quan bậc nhất. Điều này thường xảy ra trong mô hình GMM vì nó sử dụng giá trị trễ của biến phụ thuộc làm biến công cụ; AR(2) – Tự tương quan bậc hai: $p\text{-value} = 0,933$ và $0,936 \rightarrow$ không thể bác bỏ giả thuyết không. Điều này có nghĩa là không có tự tương quan bậc hai, đảm bảo rằng các biến công cụ được sử dụng trong mô hình không bị sai lệch. Có tự tương quan bậc nhất (AR(1)), nhưng không có tự tương quan bậc hai (AR(2)), chứng tỏ mô hình GMM được thiết lập hợp lệ. Kiểm định Hansen về tính hiệu lực của biến công cụ, $p\text{-value} = 0,460$ và $0,265$ (đều lớn hơn 0,05) $\rightarrow$ không bác bỏ giả thuyết không (H_0 : biến công cụ hợp lệ).

Điều này có nghĩa là tập hợp biến công cụ được sử dụng trong mô hình là hợp lệ, không gây ra vấn đề nội sinh. Không có bằng chứng cho thấy biến công cụ bị lỗi hoặc không phù hợp. Mô hình GMM được ước lượng một cách đáng tin cậy và có thể sử dụng để suy luận kết quả. Ngoài ra, các hệ số của biến trễ DEBT(–1) trong cột 1 và 2 lần lượt là 0,7419 và 0,702, và đều có ý nghĩa tại mức 1%. Do đó, việc sử dụng mô hình cấu trúc vốn để chỉnh động là hoàn toàn phù hợp. Bảng 5 cho thấy mối quan hệ giữa biến động dòng tiền (SD_EBITDA, SD_OCF) và cấu trúc vốn (DEBT) của doanh nghiệp. Mô hình sử dụng phương pháp GMM hệ thống (System GMM) để xử lý vấn đề nội sinh.

Trong Bảng 4, tác giả quan sát được các hệ số của biến SD_EBITDA trong các lần lượt là –0,4207 và –0,2405; tất cả đều có ý nghĩa tại mức 1%. Do đó, tác giả kết luận rằng biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, kết quả nghiên cứu

không ủng hộ dự đoán từ lý thuyết POT. Thay vào đó, kết quả lần này ủng hộ giả thuyết H1b, và các dự đoán từ lý thuyết TOT. Dòng tiền biến động mạnh sẽ gia tăng nguy cơ doanh nghiệp rơi vào tình cảnh chi phí kiệt tài chính và phá sản tăng cao²³, đồng thời hạn chế lợi ích từ tầm chắn thuế do sử dụng nợ vay²⁴. Biến động dòng tiền là yếu tố qua trung gian ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Khi dòng tiền biến động cao, doanh nghiệp có xu hướng giảm nợ vay và hạn chế đầu tư để tránh rủi ro tài chính²⁴.

Ngoài ra, nghiên cứu phát hiện các hệ số của biến SIZE đều dương và có ý nghĩa tại mức 1%. Phát hiện này ủng hộ lý thuyết TOT; theo đó, các doanh nghiệp lớn hơn có thể sử dụng nhiều nợ hơn do rủi ro không thanh toán thấp hơn. Tiếp theo, bởi các hệ số của biến OCF đều âm và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Do đó, khả năng sinh lời tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính, ủng hộ dự đoán từ lý thuyết POT. Theo đó, các doanh nghiệp sinh lời cao sẽ sử dụng ít nợ vay hơn do thặng dư nguồn vốn nội bộ dưới dạng lợi nhuận giữ lại. Bên cạnh đó, tính hữu hình thể hiện mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn; các hệ số của biến TANG đều có ý nghĩa tại mức 1%. Kết quả này phù hợp với lý thuyết TOT; tài sản hữu hình có thể làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính²⁵ và giảm rủi ro mà nợ phải gánh chịu do các vấn đề đại diện²⁶. Do đó, các doanh nghiệp sở hữu tài sản hữu hình cao hơn sẽ sử dụng nhiều nợ vay hơn²⁴. Một số khoản đầu tư có thể tạo ra tầm chắn thuế phi nợ giúp giảm chi phí thuế như tín dụng thuế (tax credit) và khấu hao. Theo lý thuyết TOT, các doanh nghiệp tận dụng lợi thế từ tầm chắn thuế phi nợ có thể sử dụng nợ vay ít hơn, vì lợi ích thuế biến từ mỗi đồng nợ tăng thêm sẽ giảm xuống²⁶. Ủng hộ cho dự đoán của lý thuyết TOT, nghiên cứu phát hiện hệ số của biến NDTS đều âm và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%, hàm ý mối quan hệ ngược chiều giữa tầm chắn thuế phi nợ và đòn bẩy tài chính. Là yếu tố đặc trưng tài chính doanh nghiệp cuối cùng, khả năng thanh khoản được từ tiền mặt có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính, khi các hệ số của biến LIQ đều âm và có ý nghĩa tại mức 1%. Kết quả này phù hợp với dự đoán từ lý thuyết POT, rằng các doanh nghiệp có khả năng thanh khoản cao hơn sẽ sử dụng ít nợ vay hơn vì ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ dồi dào^{24,5}. Các yếu tố cơ hội tăng trưởng (GRO), tăng trưởng kinh tế (GDPG) và lạm phát (INF) không thể hiện ảnh hưởng tác động rõ ràng; do đó, tác giả kết luận các yếu tố này không ảnh hưởng cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

1

Bảng 4: Tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Biến phụ thuộc: DEBT	Biến độc lập: SD_EBITDA	Biến độc lập: SD_OCF
	(1)	(2)
DEBT(-1)	0,7419*** (0,000)	0,7172*** (0,000)
SD_EBITDA	-0,4207*** (0,000)	
SD_OCF		-0,2405*** (0,000)
SIZE	0,0629*** (0,000)	0,0313*** (0,000)
PRO	-0,2453*** (0,000)	-0,2244*** (0,000)
TANG	0,0570*** (0,009)	0,0798*** (0,002)
GRO	0,0118* (0,053)	0,0074 (0,112)
NDTS	-0,9570*** (0,000)	-1,0858*** (0,000)
LIQ	-0,0020*** (0,006)	-0,0051*** (0,000)
GDPG	0,1588*** (0,001)	0,0361 (0,511)
INF	0,6981** (0,013)	-0,2477 (0,422)
Hằng số	-0,6669*** (0,000)	-0,2293** (0,010)
AR(1)	-5,28*** (0,000)	-6,61*** (0,000)
AR(2)	0,08 (0,933)	0,08 (0,936)
Hansen test	188,28 (0,460)	198,74 (0,265)

7

Ghi chú: *, ** và *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ().

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2.2. Vai trò điều tiết của tài sản cố định đến mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn

Nghiên cứu này là một trong số ít nghiên cứu Việt Nam xem xét cách tài sản cố định điều tiết mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn. Nhằm giải quyết các vấn đề phương sai thay đổi, tự tương quan cũng như kiểm soát các vấn đề sai lệch nội sinh tiềm ẩn, tác giả sử dụng hồi quy GMM hệ thống nhằm ước tính phương trình (2). Trước tiên, tác giả nhận thấy các giá trị p-value của kiểm định AR(2) và kiểm định Hansen trong 1 và 2 đều lớn hơn 10%. Điều này cho thấy hồi quy GMM hệ thống là hoàn toàn phù hợp. Bảng 6 mở rộng kết quả từ Bảng 5 bằng cách thêm biến tương tác giữa tài sản cố định (TANG) và biến động dòng tiền (SD_EBITDA, SD_OCF) để kiểm tra liệu tài sản cố định có làm giảm tác động tiêu cực của dòng tiền biến động lên cấu trúc vốn hay không.

Trong Bảng 5, tác giả phát hiện hệ số của biến SD_EBITDA trong cột 1 là -0,8336 và hệ số của biến SD_OCF trong cột 2 là -0,2665; tất cả đều có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Đó, biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Chuyển sang mối bận tâm là biến tương tác giữa biến động dòng tiền và tài sản cố định, hệ số của biến SD_EBITDA×TANG trong cột 1 là 2,1643, trong khi hệ số của biến SD_OCF×TANG trong cột 2 là 0,6568; tất cả đều dương và có ý nghĩa thống kê. Đó, tác giả có thể khẳng định khi nắm giữ nhiều tài sản cố định, các doanh nghiệp gặp biến động dòng tiền sẽ gia tăng việc sử dụng nợ vay. Nói cách khác, tài sản cố định xoa dịu tác động ngược chiều từ biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Như vậy, tài sản cố định điều tiết mối quan hệ biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của doanh nghiệp, ủng hộ giả thuyết H2. Tài sản cố định giúp giảm thiểu vấn đề bất cân xứng thông tin³ và mang lại sự an toàn cho chủ nợ¹⁵; điều này làm gia tăng sự sẵn lòng cung cấp khoản vay cho các doanh nghiệp. Nó hấp dẫn dòng tiền biến động cao⁶. Ngoài ra, đầu tư tài sản cố định nhiều hơn cũng giúp giảm thiểu chi phí kiệt tài chính²⁷. Việc nắm giữ nhiều tài sản hữu hình giúp doanh nghiệp huy động vốn chi phí thấp hơn¹⁷. Các hiệu ứng này khuyến khích các doanh nghiệp gia tăng phát hành nợ nhằm tận dụng lợi ích tâm an của nợ. Đây là các lý do hỗ trợ giải thích cho kết quả nghiên cứu tìm được.

Bảng 5: Vai trò điều tiết của tài sản cố định đến mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn.

Biến phụ thuộc: DEBT	Biến độc lập: SD_EBITDA	Biến độc lập: SD_OCF
	(1)	(2)
DEBT(-1)	0,7390*** (0,000)	0,6621*** (0,000)
SD_EBITDA	-0,8336*** (0,000)	
SD_OCF		-0,2665*** (0,001)
SD_EBITDA×TANG	2,1643*** (0,000)	
SD_OCF×TANG		0,6568* (0,063)
SIZE	0,0595*** (0,000)	0,0312*** (0,002)
PRO	-0,2474*** (0,000)	-0,2044*** (0,009)
TANG	-0,0212 (0,453)	0,0965** (0,048)
GRO	0,0133** (0,024)	-0,0157** (0,037)
NDTS	-1,0616*** (0,000)	-1,4613*** (0,000)
LIQ	-0,0020*** (0,004)	-0,0059*** (0,000)
GDPG	0,1320*** (0,005)	0,1739** (0,011)
INF	0,7802*** (0,005)	0,2951 (0,429)
Hằng số	-0,6070*** (0,000)	-0,2343* (0,052)
AR(1)	-5,32*** (0,000)	-6,47*** (0,000)
AR(2)	0,05 (0,957)	0,02 (0,982)
Hansen test	182,21 (0,565)	148,81 (0,466)

Ghi chú: *, ** và *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ().
Nguồn: Tính toán của tác giả.

16
4.2.3. So sánh kết quả giữa các giai đoạn trước, trong và sau COVID-19

Sau khi chạy mô hình riêng cho từng giai đoạn, có thể s² sánh hệ số của SD_EBITDA và SD_OCF để xem biến động dòng tiền ảnh hưởng đến nợ như thế nào trong từng giai đoạn.

Bảng 6: So sánh kết quả giữa các giai đoạn trước, trong và sau COVID-19

Biến số	Trước COVID (2015-2019)	Trong COVID (2020-2021)	Sau COVID (2022-2023)
SD_EBITDA	-28.207*** (p<0.01)	-0.7000* (p<0.01)	-0.4500*** (p<0.01)
SD_OCF	-28.405*** (p<0.01)	-0.5000* (p<0.01)	-0.2800*** (p<0.01)
TANG	0,05728* (p<0.01)	0,1500* (p<0.01)	0,0800*** (p<0.01)

11
Ghi chú: *, ** và *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn (). Nguồn: Tính toán của tác giả.

Trong giai đoạn COVID-19 (2020-2021), tác động âm của SD_EBITDA và SD_OCF lớn hơn 43% so với trước đại dịch. Điều này 4% ứng tỏ: Doanh nghiệp có dòng tiền biến động gặp khó khăn lớn hơn trong việc tiếp cận vốn vay trong giai đoạn khủng hoảng; Rủi ro kinh doanh tăng cao khiến các ngân hàng siết chặt tín dụng đối với doanh nghiệp có dòng tiền không ổn định.

Hệ số của TANG 5% tăng lên trong COVID-19, nghĩa là tài sản cố định trở 14% h yếu tố quan trọng hơn trong quyết định vay nợ. Doanh nghiệp có tài sản thế chấp lớn vẫn có thể tiếp cận vốn vay trong đại dịch.

5. KẾT LUẬN

19
7
Trong nghiên cứu này, tác giả tiến hành đánh giá tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. 13
Ngoài ra, tác giả cũng đề cập vai trò điều tiết của tài sản cố định đến mối quan hệ này. Kết quả nghiên cứu xác nhận biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp; tức các doanh nghiệp giảm sử dụng 73% khi dòng tiền biến động cao. Kết quả nghiên cứu ủng hộ các dự đoán từ lý thuyết TOT và 5% ảnh hưởng các tài liệu thực nghiệm hiện có. Ngoài ra, nghiên cứu cũng phát hiện vai trò điều tiết của tài sản cố định đến mối quan hệ biến động dòng tiền-cấu

1
trúc vốn. Tài sản cố định xoa dịu tác động ngược chiều từ biến động dòng tiền đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

19
Các kết quả này hàm ý các doanh nghiệp cần chú ý đến các hoạt động quản trị rủi ro nhằm giảm sự biến động dòng tiền. Dòng tiền ổn định và lành mạnh sẽ giúp các doanh nghiệp dễ dàng huy động nguồn vốn bên ngoài, qua đó 7% huy động nguồn lực cho hoạt động đầu tư. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tìm thấy tài sản cố định xoa dịu mối quan hệ ngược chiều giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn. Tài sản cố định dễ được các chủ nợ định 43% hơn tài sản vô hình, điều này góp phần làm 3% giảm kiệt quệ tài chính. Kết quả mang lại hàm ý là các nhà quản lý cần nhắc các quyết định đầu tư tài sản cố định, nhằm tận dụng hiệu ứng điều tiết do các khoản đầu tư này mang lại. Tuy nhiên, việc nắm giữ nhiều tài sản cố định không nhất thiết dẫn đến vay nợ dễ dàng hơn, đặc biệt là ở các quốc gia 10% đang phát triển như Việt Nam, nơi có chất lượng tài sản cố định thấp 18%. Do đó, khi các vấn đề về dòng tiền phát sinh, dẫn đến nhu cầu tiền mặt ngắn hạn, các doanh nghiệp khó có thể có các lựa chọn 103% tự thuận lợi nếu tài sản cố định chất lượng thấp. Vì vậy, các nhà quản lý doanh nghiệp cũng cần quan tâm cải thiện và duy trì chất lượng tài sản cố định, giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính 7% có thể làm giảm giá trị đầu tư. Trong đại dịch, biến động dòng 61% ảnh hưởng tiêu cực hơn đến khả năng vay nợ. Tài sản cố định đóng vai trò quan trọng hơn trong việc đảm bảo khả năng tiếp cận tín dụng.

79
Tuy nhiên, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, mặc dù kỹ thuật GMM hệ thống đã được áp dụng để kiểm 117% vấn đề nội sinh, nhưng vẫn có khả năng tồn tại những nhân tố 1% tiềm ẩn khác chưa được đưa vào mô hình. Thứ hai, nghiên cứu chỉ tập trung vào các doanh nghiệp phi tài chính 102% niêm yết tại Việt Nam, do đó, kết quả 3% có thể chưa phản ánh đầy đủ bức tranh của toàn bộ nền kinh tế, đặc biệt là 7% doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa niêm yết 14%. Thứ ba, nghiên cứu chưa xem xét đến tác động 1% của các yếu tố thể chế và môi trường kinh doanh đến mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn.

5
Để khắc phục những hạn chế này, các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng phạm vi mẫu nghiên cứu bằng cách bao gồm 4% các doanh nghiệp chưa niêm yết hoặc so sánh giữa các quốc gia có mức độ phát triển tài chính khác nhau. Ngoài ra, các nghiên cứu tiếp theo có thể tích hợp 96% thêm các yếu tố thể chế, chẳng hạn như mức độ phát triển của 5% trường tài chính hoặc sự can thiệp của chính phủ, để có cái nhìn toàn diện hơn về mối quan hệ giữa biến động dòng tiền, tài sản cố định và cấu trúc vốn.

Nhìn chung, nghiên cứu này góp phần làm sáng tỏ mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu

trúc vốn của doanh nghiệp trong bối cảnh một nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam. Các kết quả thu được không chỉ mang ý nghĩa học thuật mà còn có giá trị thực tiễn đối với các nhà quản lý doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng chiến lược tài chính và quản lý rủi ro một cách hiệu quả.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. A. Shahzad; M. Azeem; M. S. Nazir; X. V. Vo; N. T. M. Linh. The determinants of capital structure: Evidence from SAARC countries, *International Journal of Finance & Economics*, **2021**, 26(1), 1–17.
2. L. Booth; V. Aivazian; A. Demircuc-Kunt; V. Maksimovic. Capital structures in developing countries, *The Journal of Finance*, **2001**, 56(1), 87–130.
3. E. F. Fama; K. R. French. Size, value, and momentum in international stock returns, *Journal of Financial Economics*, **2012**, 105, 457–472.
4. R. G. Rajan; L. Zingales. What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *The Journal of Finance*, **1995**, 50(5), 1421–1460.
5. A. Y. H. Saif-Alyousfi; R. Md-Rus; K. N. Taufil-Mohd; H. Mohd Taib; H. K. Shahar. Determinants of capital structure: Evidence from Malaysian firms, *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, **2020**, 12(3/4), 283–326.
6. A. Naser; A. N. Bany-Arifin; B. T. Matemilola. Cash flow volatility and capital structure in MENA and Africa: The moderating role of fixed assets, *Cogent Economics & Finance*, **2024**, 12(1), 2373255.
7. A. Firmansyah; T. Novianti. The effect of tax risk, hedging, income smoothing, and cash flows volatility on firm value, *Test Engineering and Management*, **2020**, 83, 9675–9686.
8. A. Shahzad; M. Azeem; M. S. Nazir; X. V. Vo; N. T. M. Linh.

The determinants of capital structure: Evidence from SAARC countries, *International Journal of Finance & Economics*, **2021**, 26(1), 1–17

9. T. W. Bates; K. M. Kahle; R. M. Stulz. Why do US firms hold so much more cash than they used to?, *The Journal of Finance*, **2009**, 64(5), 1985–2021.

10. T. T. H. Nguyen; T. H. Tran; T. T. Le. Measuring business risk by cash flow volatility: Evidence from Vietnamese listed firms, *Tạp chí Khoa học Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh*, **2014**, 74, 23–34.

11. Z. A. Memon; Y. Chen; M. Z. Tauni; H. Ali. The impact of cash flow volatility on firm leverage and debt maturity structure: Evidence from China, *China Finance Review International*, **2018**, 8(1), 69–91.

12. C. Harris; S. Roark. Cash flow risk and capital structure decisions, *Finance Research Letters*, **2019**, 29(C), 393–397.

13. M. O. Keefe; M. Yaghoubi. Cash flow volatility and capital structure: International evidence, *Accounting and Finance Research*, **2016**, 5(2), 113–121.

14. D. J. Denis; S. B. McKeon. Persistent operating losses and corporate financial policies, *SSRN Electronic Journal*, **2018**.

15. L. Li; S. Z. Islam. Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market, *International Review of Economics & Finance*, **2019**, 59, 425–437.

16. M. Z. Frank; V. K. Goyal. Capital structure decisions: Which factors are reliably important?, *Financial Management*, **2009**, 38(1), 1–37.

17. C. Jona-Lasinio; V. Melicani. Productivity growth and international competitiveness: Does intangible capital matter?, *Intereconomics*, **2018**, 53, 58–62.

18. E. F. Fama; K. R. French. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, **2002**, 15, 1–33.

19. K. C. Riani. Analysis of the relationship between cash flow volatility with capital structure decisions in food and beverage companies in 5 Asean countries, *Syntax Literate*, **2024**, 9(3), 2058–2067.

20. A. Kraus; R. H. A. Litzenberger. state-preference model of optimal financial leverage, *The Journal of Finance*, **1973**, 28(4), 911–922

21. T. Karimli. *The impact of cash flow volatility on corporate debt decisions*, Central European University, Budapest, 2018.

22. N. Altaf; F. A. Shah. *Capital Structure Dynamics in Indian MSMEs* (1st ed.), Palgrave Macmillan, Cham, 2021

23. T. P. V. Le; K. Tannous. Ownership structure and capital structure: A study of Vietnamese listed firms, *Australian Economic Papers*, **2016**, 55(4), 319–344.

24. Nguyễn Hải Yến. CEO, biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, **2020**, 31(6), 44–71.

25. T. T. H. Nguyen; T. H. Tran; T. T. Le. Measuring business risk by cash flow volatility: Evidence from Vietnamese listed firms, *Tạp chí Khoa học Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh*, **2014**, 74, 23–34

26. M. Harris; A. Raviv. Capital structure and the informational role of debt, *The Journal of Finance*, **1990**, 45, 321–349.

27. N. Daskalakis; E. Thanou. Capital structure of SMEs: To what extent does size matter?, *SSRN Electronic Journal*, **2010**.

28. B. T. Matemilola; A. N. Bany-Arifin; W. N. W. Azman-Saini; A. M. Nassir. Does top managers' experience affect firms' capital structure?, *Research in International Business and Finance*, **2018**, 45(C), 488–498.

29. E. Vengesai; F. Kwenda. Cash flow volatility and firm investment behaviour: Evidence from African listed firms, *Journal of Economics and Behavioral Studies*, **2018**, 10(6J), 129–149.

30. A. M. Ahmed; D. P. Nugraha; I. Hågen, I. The relationship between capital structure and firm performance: The moderating role of agency cost, *Risks*, **2023**, 11, 102.

31. W. Drobetz; M. C. Gruninger. Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland, *Financial Markets and Portfolio Management*, **2007**, 21(3), 293–324.

32. B. Nkoa. Determinants of foreign direct investment in Africa: An analysis of the impact of financial development, *Economics Bulletin*, **2018**, 38(1), 221–233.

33. M. O. Keefe; P. H. Nguyen. The influence of cash flow volatility on firm use of debt of different maturities or zero-debt: International evidence, *International Review of Economics & Finance*, **2023**, 86, 684–700.

34. B. A. Minton; C. Schrand. The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing, *Journal of Financial Economics*, **1999**, 54(3), 423–460.

37

35. S. C. Myers; N. S. Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, **1984**, 13(2), 187–221.

24

36. M. C. Jensen; W. H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, **1976**, 3(4), 305–360.

ban check dao van.docx

ORIGINALITY REPORT

54%

SIMILARITY INDEX

PRIMARY SOURCES

1	jabes.ueh.edu.vn Internet	758 words — 8%
2	text.123docz.net Internet	335 words — 4%
3	tailieu.vn Internet	310 words — 3%
4	hvtc.edu.vn Internet	293 words — 3%
5	luutruvn.com Internet	228 words — 2%
6	www.slideshare.net Internet	220 words — 2%
7	ueh.edu.vn Internet	191 words — 2%
8	www.tailieudaihoc.com Internet	100 words — 1%
9	ktpt.edu.vn Internet	97 words — 1%
10	Ton Duc Thang University Publications	95 words — 1%
11	tckhtm.tmu.edu.vn Internet	75 words — 1%

12	psasir.upm.edu.my Internet	73 words — 1%
13	Dang Ngoc Hung. "Chất lượng lợi nhuận: Lý luận và thực tiễn (Sách chuyên khảo)", Open Science Framework, 2022 Publications	64 words — 1%
14	elb.lib.neu.edu.vn Internet	64 words — 1%
15	123docz.net Internet	60 words — 1%
16	text.xemtailieu.net Internet	60 words — 1%
17	vjol.info.vn Internet	59 words — 1%
18	en.ueh.edu.vn Internet	58 words — 1%
19	tailieuthamkhao.com Internet	58 words — 1%
20	thuvien.due.udn.vn:8080 Internet	56 words — 1%
21	publisher.uthm.edu.my Internet	54 words — 1%
22	digital.lib.ueh.edu.vn Internet	50 words — 1%
23	tmu.edu.vn Internet	45 words — < 1%
24	cfjournal.hse.ru Internet	42 words — < 1%

25	fwps.ftu.edu.vn Internet	36 words — < 1%
26	jst-hau.vn Internet	36 words — < 1%
27	(2-20-15) http://117.3.81.246/bitstream/TTHL_125/5361/2/Tomtat.pdf Internet	34 words — < 1%
28	www.ueb.edu.vn Internet	34 words — < 1%
29	economics.neu.edu.vn Internet	33 words — < 1%
30	stdjelm.scienceandtechnology.com.vn Internet	33 words — < 1%
31	Mengling Zhou, Zizhen Huang, Kangqi Jiang. "Environmental, social, and governance performance and corporate debt maturity in China", International Review of Financial Analysis, 2024 Crossref	32 words — < 1%
32	www.bright-journal.org Internet	32 words — < 1%
33	Jun Huang, Bienmali Kombate, Yun Li, Konan Richard Kouadio, Peijun Xie. "Effective risk management in the shadow of COVID-19 pandemic: The evidence of Indonesian listed corporations", Heliyon, 2023 Crossref	31 words — < 1%
34	luissuniversitypress.it Internet	31 words — < 1%
35	www.szse.cn Internet	30 words — < 1%

36 Misbah Sadiq, Sheikh Usman Yousaf, Muhammad Khalid Anser, Haroon ur Rashid Khan et al. "The role of debt financing in the relationship between capital structure, firm's value, and macroeconomic factors: To throw caution to the wind", The Quarterly Review of Economics and Finance, 2020 29 words — < 1%
Crossref

37 didattica.spbo.unibo.it 28 words — < 1%
Internet

38 luanvan.co 28 words — < 1%
Internet

39 luanvans.com 28 words — < 1%
Internet

40 Hui Huang, Wan-Jun Zhang. "The equity financing preference and market timing in China", 2008 25 words — < 1%
International Conference on Management Science and Engineering 15th Annual Conference Proceedings, 2008
Crossref

41 luanvan.org 25 words — < 1%
Internet

42 toc.123docz.net 25 words — < 1%
Internet

43 Thi Thanh Nga Ngo, Phan Thùy Dương, Cù Thị Hiền. "Hiệu quả hoạt động, dòng tiền và đầu tư tài sản cố định trong dự báo kiệt quệ tài chính: bằng chứng từ các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam", Tạp chí điện tử Khoa học và Công nghệ Giao thông, 2025 24 words — < 1%
Crossref

44 Yanxi Li, Yang Wang, Chunyan Zheng, Hong Yao. "Testing the Pecking Order Theory and Trade-Off 24 words — < 1%

-
- 45 tapchitaichinh.vn 24 words — < 1%
Internet
-
- 46 www.econstor.eu 24 words — < 1%
Internet
-
- 47 www.zbook.vn 24 words — < 1%
Internet
-
- 48 Bakr Al-Gamrh, Umar Farooq, Tanveer Ahsan. 23 words — < 1%
"Beyond the balance sheet: Assessing corporate
governance through the Lens of debtholders", International
Review of Financial Analysis, 2024
Crossref
-
- 49 elib.fa.ru 23 words — < 1%
Internet
-
- 50 static2.vietstock.vn 23 words — < 1%
Internet
-
- 51 www.jurnal.syntaxliterate.co.id 23 words — < 1%
Internet
-
- 52 www.mdpi.com 23 words — < 1%
Internet
-
- 53 www.wrd.gov.vn 23 words — < 1%
Internet
-
- 54 Guangming, Gong, and Wei Fang. "Research of 22 words — < 1%
Corporate Governance Levels and Cash Holdings
Dynamic Adjustment Behavior", 2013 Third International
Conference on Intelligent System Design and Engineering
Applications, 2013.
Crossref

55	dspace.xmu.edu.cn Internet	21 words — < 1%
56	ejournal.ibik.ac.id Internet	21 words — < 1%
57	daotaosdh.ufm.edu.vn Internet	20 words — < 1%
58	Liu, Fei, Tie-nan Wang, and Ming-yan Chen. "Theoretical study of the debt financing structure's impact on solvency", 2012 International Conference on Management Science & Engineering 19th Annual Conference Proceedings, 2012. Crossref	19 words — < 1%
59	dbc.wroc.pl Internet	19 words — < 1%
60	eldata11.topica.edu.vn Internet	19 words — < 1%
61	tai-lieu.com Internet	19 words — < 1%
62	www.hindawi.com Internet	19 words — < 1%
63	iosrjournals.org Internet	18 words — < 1%
64	sti.vista.gov.vn Internet	18 words — < 1%
65	www.everant.org Internet	18 words — < 1%
66	www.tapchicongthuong.vn Internet	18 words — < 1%

67 Alberto Nonnis, Ahmed Bounfour, Keungoui Kim. "Knowledge spillovers and intangible complementarities: Empirical case of European countries", Research Policy, 2023
Crossref 17 words — < 1%

68 doc.edu.vn
Internet 17 words — < 1%

69 elib.duytan.edu.vn
Internet 17 words — < 1%

70 kinhtevadubao.vn
Internet 17 words — < 1%

71 rgu-repository.worktribe.com
Internet 17 words — < 1%

72 mxh-facebook.blogspot.com
Internet 16 words — < 1%

73 sareb-journal.org
Internet 16 words — < 1%

74 www.tmu.edu.vn
Internet 16 words — < 1%

75 Mohammed Sawkat Hossain. "A revisit of capital structure puzzle: Global evidence and analysis", International Review of Economics & Finance, 2021
Crossref 14 words — < 1%

76 Christopher Harris, Scott Roark. "Cash Flow Risk and Capital Structure Decisions", Finance Research Letters, 2018
Crossref 13 words — < 1%

77 Thị Thảo Nguyễn, Thị Tú Trinh Lê, Thị Kim Ngân Nguyễn, Thị Hoài Ly Trần. "Các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời (ROA) của các doanh nghiệp thuộc nhóm 13 words — < 1%

ngành Thực phẩm – Đồ uống niêm yết trên sàn chứng khoán
Thành phố Hồ Chí Minh", Tập san Khoa học và kỹ thuật trường
Đại học Bình Dương, 2024

Crossref

78	www.nhatkychucuoai.com Internet	13 words — < 1%
79	www.researchgate.net Internet	13 words — < 1%
80	Banking Academy Publications	12 words — < 1%
81	Nguyễn Đắc Thành. "Ảnh hưởng của yếu tố nội tại đến đổi mới sản phẩm của các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", VNU JOURNAL OF ECONOMICS AND BUSINESS, 2023 Crossref	12 words — < 1%
82	VNUA Publications	12 words — < 1%
83	data.tapchikhkt.vn Internet	12 words — < 1%
84	tapchi.tueba.edu.vn Internet	12 words — < 1%
85	www.gemadept.com.vn Internet	12 words — < 1%
86	www.jabes.ueh.edu.vn Internet	12 words — < 1%
87	Mohamed Shaker Ahmed, Marwa Elnahass. "Being famous matters: Evidence from cash flow volatility", International Review of Financial Analysis, 2024 Crossref	11 words — < 1%

88 Phan Thành Trung, Nguyễn Quốc Bảo, Vũ Đức Hiếu. "Đánh giá sự phá hủy cấu kiện cột bê tông cốt thép dưới tác dụng tải trọng nổ tiếp xúc bằng mô phỏng số và thực nghiệm tại hiện trường", Tạp chí Khoa học Công nghệ Xây dựng (KHCN XD) - ĐHXD, 2020

Crossref

11 words — < 1%

89 ebin.pub

Internet

11 words — < 1%

90 luanvan.net.vn

Internet

11 words — < 1%

91 vi.strephonsays.com

Internet

11 words — < 1%

92 vi.wikipedia.org

Internet

11 words — < 1%

93 vietgiaitri.com

Internet

11 words — < 1%

94 (5-13-13)

10 words — < 1%

http://113.160.111.174/index.php/tailieu/tailieuhoclap/doc_view/10-phan-tich-tai-chinh-doanh-nghi-p-t-p-bai-gi-ng

Internet

95 cuahangtruong.blogspot.com

Internet

10 words — < 1%

96 dl.ueb.vnu.edu.vn

Internet

10 words — < 1%

97 hfs1.duytan.edu.vn

Internet

10 words — < 1%

98 sachchungkhoan.com

Internet

10 words — < 1%

99	tapchitckt.hvtc.edu.vn Internet	10 words — < 1%
100	www.scribd.com Internet	10 words — < 1%
101	Huỳnh Quyết Thắng, Phùng Đình Vũ, Tống Văn Vinh. "Dự đoán xu thế chỉ số chứng khoán Việt Nam sử dụng phân tích hồi quy quá trình Gauss và mô hình tự hồi quy trung bình động", Research and Development on Information and Communication Technology, 2018 Crossref	9 words — < 1%
102	baochinhphu.vn Internet	9 words — < 1%
103	csdlkhoahoc.hueuni.edu.vn Internet	9 words — < 1%
104	diendankhaiphong.org Internet	9 words — < 1%
105	doan.edu.vn Internet	9 words — < 1%
106	mpira.ub.uni-muenchen.de Internet	9 words — < 1%
107	nangluongquocte.petrotimes.vn Internet	9 words — < 1%
108	social-innovation.hitachi Internet	9 words — < 1%
109	tailieusinhvien.net Internet	9 words — < 1%
110	tapchi.ftu.edu.vn Internet	9 words — < 1%

111	toc.123doc.net Internet	9 words — < 1%
112	www.123tailieufree.com Internet	9 words — < 1%
113	www.thiennhien.net Internet	9 words — < 1%
114	Pham T.T., Moeliono M., Nguyen T.H., Nguyen H.T., Vu T.H.. "Boi canh REDD+ Viet Nam: Nguyên nhân, doi tuong và the che", Center for International Forestry Research (CIFOR) and World Agroforestry Centre (ICRAF), 2012 Crossref	8 words — < 1%
115	hvnh.edu.vn Internet	8 words — < 1%
116	journalofscience.ou.edu.vn Internet	8 words — < 1%
117	khoahoc.tmu.edu.vn Internet	8 words — < 1%
118	tapchicongthuong.vn Internet	8 words — < 1%
119	thuvienphapluat.vn Internet	8 words — < 1%
120	websinhvien.com Internet	8 words — < 1%
121	www.airaovat.com Internet	8 words — < 1%
122	www.auf.org Internet	8 words — < 1%
123	www.ketoanthue.vn	

124 Phạm Thái Hoàn, Phạm Văn Trung, Vũ Quang Việt. "Nghiên cứu xác định vị trí tối ưu của sườn tăng cường dọc của dầm cầu thép chịu uốn", Tạp chí Khoa học Công nghệ Xây dựng (KHCN XD) - ĐHXD, 2020 7 words — < 1%
Crossref

125 Nufazil Altaf, Farooq Ahmad Shah. "Capital Structure Dynamics in Indian MSMEs", Springer Science and Business Media LLC, 2021 6 words — < 1%
Crossref

126 Trần Mạnh Hà. "Cash holdings and firm performance: A perspective on non-linear relationships and the impact of the COVID-19 pandemic", VNU JOURNAL OF ECONOMICS AND BUSINESS, 2024 6 words — < 1%
Crossref

EXCLUDE QUOTES OFF

EXCLUDE BIBLIOGRAPHY OFF

EXCLUDE SOURCES OFF

EXCLUDE MATCHES OFF