

# ban check-Phi Điệp.docx

*By Phi Diep*

---

WORD COUNT

5776

TIME SUBMITTED

01-JUL-2025 10:07AM

PAPER ID

117003378

# **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 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 thuật hồi quy GMM hệ thống nhằm kiểm soát sai lệch nội sinh và vấn đề quán tính của cấu trúc vốn. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 558 doanh nghiệp phi lợi nhuận 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 Việt Nam. Kết quả cũng cho thấy tài sản cố định giúp xoa dịu tác động ngược chiều của biến động dòng tiền. Các phát hiện hàm ý rằng các nhà quản lý nên xem xét sự ổn định của dòng tiền là yếu tố chính trong quản trị rủi ro của doanh nghiệp, và cân nhắc các 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 đầu tư<sup>1</sup>. Gần đây, 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<sup>2-5</sup>. Tổng quan từ các tài liệu thực nghiệm hi vọng, giới nghiên cứu khám phá đa dạng các nhóm yếu tố có thể ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, chẳng hạn 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.

Trong thời gian gần đây, các nghiên cứu về tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngày càng phong phú<sup>6,7</sup>. Biến động

dòng tiền là sự thay đổi không chắc chắn của dòng tiền theo thời gian. 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)<sup>7</sup>. 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 bất ổn định<sup>8</sup>.

Về mặt lý thuyết, khi mức độ biến động dòng tiền cao, doanh nghiệp rơi vào tình trạng thiếu hụt nguồn vốn nội bộ, gây ra tình trạng gián đoạn vốn và đình trệ các khoản đầu tư<sup>9</sup>. Điều này buộc doanh nghiệp phải chọn giải pháp huy động vốn từ bên ngoài. Theo lý thuyết trật tự phân hạng (POT), các doanh nghiệp sẽ ưu tiên phát hành nợ 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<sup>10</sup>. Các doanh nghiệp rủi ro thường đi kèm với dòng tiền biến động lớn và chi phí

kiệt quệ tài chính cao<sup>11</sup>. Lý thuyết đánh đôi (TOT) dự đoán các doanh nghiệp gặp rủi ro cao lựa chọn nợ tương đối thấp hơn. Bên cạnh đó, các tài liệu thực nghiệm<sup>1</sup> hiện vẫn chưa có câu trả lời nhất quán về mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn<sup>2</sup> của doanh nghiệp. Ngoài ra, việc xem xét mối<sup>1</sup> trở của tài sản cố định (tài sản hữu hình) trong mối quan hệ biến<sup>2</sup> động dòng tiền–cấu trúc vốn cũng rất quan trọng. Khi nhu cầu tài trợ phát sinh<sup>40</sup> tài sản cố định dễ định giá (đối với các chủ nợ) và có<sup>3</sup> thể được sử dụng làm tài sản thế chấp giúp giảm thiểu rủi ro tín dụng<sup>12</sup> và rủi ro kiệt quệ tài chính<sup>13</sup>. Mặc dù các chủ nợ không ưa thích các doanh nghiệp thể hiện<sup>15</sup> ng tiền biến động cao, nhưng lại sẵn lòng<sup>3</sup> cấp khoản vay cho các doanh nghiệp đầu tư n<sup>18</sup> tài sản cố định<sup>14</sup>. 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<sup>10</sup>ch 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<sup>60</sup> ít nghiên cứu tại Việt Nam xem xét cách<sup>35</sup> 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<sup>6</sup> trưng bởi thị trường vốn kém hiệu quả, hệ thống tài chính dựa vào<sup>3</sup> ngân hàng và nền kinh tế đầy biến động<sup>15</sup>. 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<sup>1</sup> 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<sup>5</sup> động 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<sup>5</sup> chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố bên trong và bên ngo<sup>5</sup> doanh nghiệp, và được dự đoán bởi nhiều lý thuyết<sup>9</sup> cấu trúc vốn khác nhau. Lý thuyết MM liên quan đến các giả định như<sup>2</sup> thị trường vốn hiệu quả và các cá nhân bên ngoài và bên trong<sup>7</sup> 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<sup>7</sup> định này, các tác giả chứng minh được rằng cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp<sup>61</sup>; do đó, không tồn tại cấu trúc vốn tối ưu. Trên thực tế, tồn tại sự khác biệt đáng kể<sup>29</sup> thể giới hoàn hảo của lý thuyết MM và thế giới thực, <sup>19</sup> 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, nơi lòng giả định<sup>18</sup> trong lý thuyết MM, được phát triển nhằm giải thích cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Hiện nay, tồn tại 2 lý thuyết chính<sup>31</sup> 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<sup>11</sup> (trade-off theory–TOT)<sup>16</sup>. Đây<sup>1</sup> 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.

<sup>4</sup> Thứ nhất, lý thuyết POT cho rằng doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn theo thứ tự nguồn vốn nội bộ (dưới hình thức lợi nhuận giữ lại), tiếp theo là phát hành nợ và cuối cùng phát hành vốn chủ sở hữu. Thứ tự sử dụng nguồn vốn này của doanh nghiệp dựa trên chi phí sử dụng vốn và vấn đề bất cân xứng thông tin. Các doanh nghiệp có dòng tiền không ổn định thường có hoạt động kinh doanh<sup>12</sup> biến động, bởi các doanh nghiệp này<sup>4</sup> đối mặt mức độ bất cân xứng thông tin cao hơn. 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 ứng các nhu cầu hoạt động. Khi đó, các doanh nghiệp có dòng tiền biến động cao sẽ có đòn bẩy tài chính cao hơn<sup>17</sup>. Như vậy, lý thuyết POT giả định tác động cùng chiều của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn doanh nghiệp. Ứng hộ cho luồng suy 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 sẽ cần thêm nhiều vốn bổ sung cho các hoạt động, hoặc doanh nghiệp sẽ bị thiếu hụt tiền mặt trong ngắn hạn, buộc phải phát hành thêm nợ để bổ sung<sup>18</sup>. Dòng tiền biến động cao khiến các doanh nghiệp khó xoay trở việc huy động các nguồn lực nội bộ, để duy trì hoạt động kinh doanh và đầu tư, doanh nghiệp buộc phải tìm kiếm các nguồn tài trợ bên ngoài, và nợ vay là sự lựa chọn đầu tiên<sup>19</sup>. Khi đối mặt sự biến động dòng tiền, các doanh nghiệp gia tăng tài trợ bằng nợ ngắn hạn; vì nợ ngắn hạn toàn hơn, lãi suất không quá cao có thể giúp duy trì hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp<sup>20</sup>.

H<sub>1a</sub>: Biến động dòng tiền tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

**Thứ hai**, lý thuyết TOT lại dự đoán biến động dòng tiền làm giảm mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Sử dụng nợ sẽ tạo ra tầm chắn thuế cho doanh nghiệp nhờ có chi phí lãi vay. Tuy nhiên, sử dụng nợ sẽ tiềm ẩn chi phí kiệt quệ tài chính. Để duy trì cấu trúc vốn tối ưu cân bằng giữa chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí phá sản với tầm chắn thuế và các điều kiện khác, doanh nghiệp nên sử dụng ít nợ hơn khi dòng tiền biến động cao. Về mặt thực nghiệm, nhiều học giả cũng hỗ trợ các lập luận và dự đoán của lý thuyết TOT, khi phát hiện các doanh nghiệp giảm vay nợ khi dòng tiền của doanh nghiệp biến

động cao. Biến động dòng tiền tăng sẽ làm giảm mức độ sử dụng nợ<sup>21</sup>.

H<sub>1b</sub>: Biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

## 1.2. 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 cao có thể gây ra một số ứng bất lợi, ngăn cản khả năng tiếp cận tài trợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc nắm giữ tỷ trọng tài sản cố định (trong tổng tài sản) cao hơn cho phép các doanh nghiệp có khả năng vay nợ nhiều hơn. Các doanh nghiệp đầu tư ít hơn vào tài sản cố định có thể làm tăng lợi nhuận, nhưng làm giảm khả năng trả nợ và làm tăng biến động dòng tiền<sup>22</sup>. Các doanh nghiệp nắm giữ tài sản cố định nhiều hơn có chi phí kiệt quệ tài chính thấp hơn<sup>23</sup>. Điều này khuyến khích các doanh nghiệp gia tăng phát hành nợ nhằm tận dụng lợi ích tầm chắn thuế của nợ. Thêm nữa, lợi nhuận của doanh nghiệp thấp hơn cho phép doanh nghiệp tiếp cận với các nguồn tài trợ với chi phí thấp hơn.

H<sub>2</sub>: Tài sản cố định điều chỉnh mối quan hệ giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

## 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 3.1. Thiết lập mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng khuôn khổ động GMM hệ thống 2 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) trong mẫu dữ liệu điều chỉnh cấu trúc vốn; cụ thể, tỷ số nợ trong quá khứ sẽ ảnh hưởng đến tỷ số nợ hiện tại. Do các bất hoàn hảo của thị trường, tỷ số nợ có thể chệch khỏi mức mục tiêu, buộc các doanh nghiệp liên tục điều chỉnh về điểm cân bằng. 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 giải thích với số hạng sai số<sup>24-26</sup>. Tổng quan từ tài liệu tài chính, cấu trúc vốn có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lời<sup>27</sup> và khả năng thanh toán của doanh nghiệp<sup>28</sup>. 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 sinh<sup>29</sup>.

Phương trình hồi quy bao gồm biến phụ thuộc là cấu trúc vốn, biến độc lập là biến dòng tiền, cùng các yếu tố kiểm soát. Phương trình hồi quy tổng quát có dạng như sau:

$$DEBT_{it} = \alpha + \theta * DEBT_{it-1} + \gamma * CFVol_{it} + \beta * X_{it} + \sum_{i=1}^5 Sec + \varepsilon_{it}$$

trong đó,  $X$  là vector các biến kiểm soát, tức các yếu tố xác định cấu trúc vốn của doanh nghiệp;  $\alpha$  là hằng số; và  $\varepsilon$  là số hạng sai số. Trong phương trình (1), tác giả cũng bao gồm hiệu ứng cố định ngành ( $\sum Sec$ ) để kiểm

**Bảng 1:** Định nghĩa các biến nghiên cứu.

| Biến số                          | Ký hiệu   | Cách xác định                                                                                 |
|----------------------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Biến phụ thuộc</b>            |           |                                                                                               |
| Cấu trúc vốn                     | DEBT      | Tổng nợ vay/Tổng tài sản                                                                      |
| <b>Biến độc lập</b>              |           |                                                                                               |
| 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) |
| <b>Biến kiểm soát (vector X)</b> |           |                                                                                               |
| 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       | Tăng trưởng doanh thu giữa 2 năm liên tiếp                                                    |
| Tâm chấn thuế phi nợ             | NDTS      | 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                                                     |

so sánh 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 (CF\_Vol) 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. Nếu hệ số  $\gamma$  dương ( $\gamma > 0$ ), giả thuyết H<sub>1a</sub> được xác lập; ngược lại, giả thuyết H<sub>1b</sub> được hỗ trợ nếu hệ số  $\gamma$  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, tâm chấn thuế phi 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 tranh luận là TOT và POT. Cách xây dựng các biến nghiên cứu được trình bày tại Bảng 1.



Lạm phát

INF

Tăng 5 rờng CPI giữa 2 năm liên tiếp

4

1 làm rõ vai trò điều tiết của tài sản hữu hình đến mối quan hệ biến động dòng tiền và cấu trúc vốn. Do đó, tác giả mở rộng phương trình tổng quát (1) bằng cách bổ sung biến tương tác  $CF\_Vol \times TANG$ , là phép 15 n giữa 1 thước đo biến động dòng tiền 59 tài sản cố định (tính hữu hình). Khi đó, phương trình hồi quy thứ hai có dạng sau:

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

trong 56 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.

34

### 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 17 chí lựa chọn sau: (1) Tác giả loại bỏ các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính-ngân 45 hàng; lý do là tiêu chuẩn báo cáo tài chính của các doanh nghiệp 5 y khác với các ngành còn lại; (2) Tác giả loại bỏ các doanh nghiệp có sự bất thường trong dữ liệu, chẳng hạn do 5 n thu âm và tỷ số nợ vay lớn hơn 1. Với các tiêu chí lựa chọn trên, mẫu dữ liệu nghiên 17 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 5 n Hà Nội (HNX), trong giai đoạn 2015–2023. Toàn bộ dữ liệu thô về các chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp để phục vụ cho việc tính toán đặc điểm tài chính của doanh nghiệp được lấy từ nguồn dữ li 8 FiinPro. Ngoài ra, dữ liệu kinh tế vĩ 1 mô (tăng trưởng kinh tế và lạm phát) được 25

Bảng 2: Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu.

| Biến số | Số quan sát | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Nhỏ nhất | Lớn nhất |
|---------|-------------|------------|---------------|----------|----------|
| DEBT    | 4.367       | 0,2813     | 0,2363        | 0        | 0,8339   |

thu thập từ nguồn Ngân hàng Thế giới. Tác giả tiến hành loại bỏ các giá trị ngoại lai khỏi đầu và đuôi trong phân phối 8 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

10

Số liệu thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình của mẫu quan sát được trình bày trong Bảng 2. Giá tr 10 ung bình của thước đo DEBT là 0,2813, có 8 giá trị nằm trong khoảng từ 0 đến 0,8339, thấp hơn so với một 25 quốc gia và khu vực. Chẳng hạn, báo cáo tài sản của các doanh nghiệp Jordan trung bình được tài trợ bằng 38,90% 57 vay; thậm chí, các doanh nghiệp thuộc khu vực 8 ung Đông-Bắc Phi (MENA) và châu Phi sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn 22 xi mức trung bình là 60,80%. Ngoài ra, giá trị 3 ung bình của biến SD\_EBITDA là 0,0350, dao động trong phạm vi từ 0,003 24 đến 0,2120; trong khi biến SD\_OCF nhận giá trị trung bình là 0,0957, biến động từ 0,0099 đến 3,4831. So sánh thước đo SD\_EBITDA với một số nghiên cứu gần đây, dòng tiền 50 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 0,333), các quốc gia đang nổi (là 0,0626). 2 uy nhiên, khi so sánh thước đo SD\_OCF, dòng tiền của các doanh nghiệp Việt Nam được 3 g như biến động hơn. Chẳng hạn, thống kê giá trị trung bình của thước đo SD\_OCF 9 a các doanh nghiệp Trung Quốc là 0,079, của các doanh nghiệp thuộc khu vực ASEAN là 0,0867.

|           |       |         |        |         |         |
|-----------|-------|---------|--------|---------|---------|
| 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 |
| GDPG      | 4.464 | 0,0643  | 0,0158 | 0,0286  | 0,0812  |
| INF       | 5.022 | 0,0273  | 0,0089 | 0,0063  | 0,0353  |

Ghi chú: DEBT là cấu trúc vốn; SD\_EBITDA, SD\_OCF là biến động dòng tiền; SIZE là quy mô doanh nghiệp; PRO là khả năng sinh lời; TANG là tính hữu hình; GRO là hội tăng trưởng; NDTS là tầm chán thuế phi nợ; LIQ là khả năng thanh khoản; GDPG là tăng trưởng kinh tế; INF là lạm phát.



30  
Bảng 3: Ma trận tương quan.

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

Ghi chú: DEBT là cấu trúc vốn; SD\_EBITDA, SD\_OCF là biến động dòng tiền; SIZE là quy mô doanh nghiệp; PRO là khả năng sinh lời; TANG là tính thanh khoản; GRO là cơ hội tăng trưởng; NDTS là tầm chấp thu phí nợ; LIQ là khả năng thanh khoản; GDPG là tăng trưởng kinh tế; INF là lạm phát. \* tương ứng mức ý nghĩa 5%.

<sup>37</sup> Bảng 3 trình bày ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu. Các thước đo biến động <sup>32</sup> dòng tiền SD\_EBITDA và SD\_OCF đều <sup>22</sup> tương quan âm với cấu trúc vốn, khi các hệ số <sup>9</sup> tương quan đều mang dấu âm và có ý nghĩa. Kết quả này bước đầu hỗ trợ giả <sup>1</sup> thuyết  $H_{1b}$  và các dự đoán từ lý thuyết TOT. Mức độ tương quan giữa các biến giải thích <sup>16</sup> 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 thuế phi nợ (NDTS) và tính hữu hình (TANG). <sup>6</sup> Thêm vào đó, kiểm định VIF trong Bảng 4 cho thấy tất cả các giá trị nhân tử phóng đại phương sai VIF đều nhỏ hơn 10, hàm ý rằng mô hình nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến.

## 4.2. Phân tích hồi quy

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

<sup>2</sup> Kiểm định Arellano–Bond cho vấn đề tự tương quan thứ <sup>6</sup> qua AR(1) và AR(2). Xét trong cột 1 và 2, kiểm định AR(1) có các giá trị p-value đều bằng 0, chấp nhận cổ tự tương quan bậc nhất; trong khi kiểm định AR(2) có các giá trị p-value lần lượt là 0,933 và 0,936, đồng nghĩa không cổ tự tương quan bậc 2. Kiểm định Hansen về tính hiệu lực của các biến công cụ cũng thể hiện các <sup>6</sup> giá trị p-value lần lượt là 0,460 và 0,265, hàm ý rằng tất cả các biến công cụ được sử dụng có hiệu lực. Vì vậy, các kết quả của phương pháp GMM hệ thống trong Bảng 4 đều hợp lệ. Ngoài ra, các hệ <sup>3</sup> số của biến trễ DEBT(-1) trong cột 1 và 2 lần lượt là 0,7419 và 0,71 <sup>11</sup> và đều có ý nghĩa tại mức 1%. Do đó, việc sử dụng mô hình cấu trúc vốn điều chỉnh động là hoàn toàn phù hợp.

Trong Bảng 4, tác giả quan sát được các hệ số <sup>3</sup> của biến SD\_EBITDA trong các cột 1 và <sup>58</sup> 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 <sup>11</sup> của các doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, kết quả nghiên cứu không ủng hộ <sup>1</sup> đoán từ lý thuyết POT; lý thuyết này cho rằng các doanh nghiệp có dòng tiền biến động mạnh gặp phải vấn đề bất cân xứng thông tin nhiều hơn, do đó sẽ gia tăng sử dụng nợ. Thay vào đó, kết quả lần này ủng hộ giả thuyết  $H_{1b}$ , và các dự đoán từ lý thuyết TOT. <sup>3</sup>

Ngoài ra, nghiên cứu phát hiện các hệ số của biến SIZE đều dương và có ý nghĩa tại mức 1%. <sup>8</sup> Kết quả này ủng hộ lý thuyết TOT; theo đó, các doanh nghiệp lớn hơn có thể sử dụng nhiều nợ hơn do rủi ro <sup>3</sup> không thanh toán thấp hơn. Tiếp theo, bởi các hệ số của biến PRO đều <sup>36</sup> và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Do đó, khả năng sinh lời tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính, <sup>5</sup> ủng hộ dự đoán từ lý thuyết POT. Theo đó, các doanh nghiệp sinh lời <sup>9</sup> cao sẽ sử dụng ít nợ vay hơn do thặng dư nguồn vốn nội bộ dưới dạng lợi nhuận <sup>14</sup> từ 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 <sup>45</sup> ý nghĩa tại mức 1%. Theo lý thuyết TOT, các doanh nghiệp tận <sup>32</sup> dụng lợi thế từ tầm chắn thuế phi nợ có thể sử dụng nợ vay ít hơn, vì lợi ích thuế biên từ mỗi đồng nợ tăng thêm sẽ giảm xuống. 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 <sup>2</sup> %, hàm ý mối quan hệ ngược chiều giữa tầm chắn thuế phi nợ <sup>11</sup> đòn bẩy tài chính. Là yếu tố đặc điểm tài <sup>1</sup> chính doanh nghiệp cuối cùng, khả năng thanh khoản được tìm thấy có <sup>3</sup> quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài <sup>7</sup> chính, khi các hệ số của biến LIQ đều âm và có ý nghĩa tại mức 1%. Kết quả này <sup>14</sup> phù hợp với dự đoán từ lý thuyết POT, rằng các doanh nghiệp có khả năng thanh <sup>52</sup> toán cao hơn sẽ sử dụng ít nợ vay hơn, vì ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ dồi <sup>8</sup> dào. Các yếu tố cơ hội tăng trưởng (GRO), tăng trưởng kinh tế (GDPG) và lạm phát (INF) không thể hiện mẫu hình tác động rõ ràng; do

đó, tác giả kết luận các yếu tố này không ảnh hưởng cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

**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)       |

Ghi chú: DEBT là cấu trúc vốn; SD\_EBITDA, SD\_OCF là biến động dòng tiền; SIZE là quy mô doanh nghiệp; PRO là khả năng sinh lời; TANG là tính thanh khoản; GRO là cơ hội tăng trưởng; NDTS là chi phí thuế phi nợ; LIQ là khả năng thanh khoản; GDPG là tăng trưởng kinh tế; INF là lạm phát. \*, \*\* và \*\*\* tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. **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 tại 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 (23). Trước tiên, tác giả nhận thấy các giá trị p-value của kiểm định AR(2) và kiểm định Hansen trong 3 và 4 đều lớn hơn 10%. Điều này cho thấy hồi quy GMM hệ thống là hoàn toàn phù hợp.

Trong Bảng 5, tác giả phát hiện hệ số của biến SD\_EBITDA trong cột 3 là -0,8336 và hệ số của biến SD\_OCF trong cột 4 là -0,2665; tất cả đều có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Do đó, biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Chuyển sang mối bận tâm là tương tác giữa biến động dòng tiền và tài sản cố định, hệ số của biến SD\_EBITDA×TANG trong cột 3 là 2,1643, trong khi hệ số của biến SD\_OCF×TANG trong cột 4 là 0,6568; tất cả đều dương và có ý nghĩa thống kê. Do 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 cấu trúc vốn của doanh nghiệp, ủng hộ giả thuyết H<sub>2</sub>.

**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<br>(3) | Biến độc lập: SD_OCF<br>(4) |
|----------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 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: DEBT là cấu trúc vốn; SD\_EBITDA, SD\_OCF là biến động dòng tiền; SIZE là quy mô doanh nghiệp; PRO là khả năng sinh lời; TANG là tính thanh khoản; GRO là cơ hội tăng trưởng; NDTS là tài sản cố định; LIQ là khả năng thanh khoản; GDPG là tăng trưởng kinh tế; INF là lạm phát. \*, \*\* và \*\*\* tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

## 5. KẾT LUẬN

Trong nghiên cứu này, tác giả tiến hành phân tích tác động của biến động dòng tiền đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu cho thấy, tài sản cố định có tác động tích cực đến mối quan hệ này. Kết quả nghiên cứu xác nhận rằng biến động dòng tiền tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp; tức là các doanh nghiệp giảm sử dụng nợ khi dòng tiền biến động cao. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tài sản cố định có tác động tích cực đến mối quan hệ biến động dòng tiền–cấu 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.

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 chủ động nguồn lực cho hoạt động đầu tư. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy tài sản cố định xoa dịu mối quan hệ ngược chiều giữa biến động dòng tiền và cấu trúc vốn. Kết quả này 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. 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 vay nợ thặng lợi nếu tài sản cố định chất lượng thấp. Vì vậy,

các nhà quản lý doanh nghiệp cũng quan tâm cải thiện và duy trì chất lượng tài sản cố định, giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính có thể làm giảm giá trị đầu tư.





# ban check-Phi Điệp.docx

## ORIGINALITY REPORT

47%

SIMILARITY INDEX

### PRIMARY SOURCES

|    |                                                                          |                |
|----|--------------------------------------------------------------------------|----------------|
| 1  | <a href="http://jabes.ueh.edu.vn">jabes.ueh.edu.vn</a><br>Internet       | 521 words — 8% |
| 2  | <a href="http://tailieu.vn">tailieu.vn</a><br>Internet                   | 250 words — 4% |
| 3  | <a href="http://hvtc.edu.vn">hvtc.edu.vn</a><br>Internet                 | 181 words — 3% |
| 4  | <a href="http://ktpt.edu.vn">ktpt.edu.vn</a><br>Internet                 | 176 words — 3% |
| 5  | <a href="http://text.123docz.net">text.123docz.net</a><br>Internet       | 162 words — 3% |
| 6  | <a href="http://tailieuthamkhao.com">tailieuthamkhao.com</a><br>Internet | 151 words — 2% |
| 7  | <a href="http://www.slideshare.net">www.slideshare.net</a><br>Internet   | 108 words — 2% |
| 8  | <a href="http://ueh.edu.vn">ueh.edu.vn</a><br>Internet                   | 106 words — 2% |
| 9  | <a href="#">Ton Duc Thang University</a><br>Publications                 | 102 words — 2% |
| 10 | <a href="http://123docz.net">123docz.net</a><br>Internet                 | 84 words — 1%  |

|    |                                                                                                                               |                  |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 11 | Dang Ngoc Hung. "Chất lượng lợi nhuận: Lý luận và thực tiễn (Sách chuyên khảo)", Open Science Framework, 2022<br>Publications | 73 words — 1 %   |
| 12 | tapchi.ftu.edu.vn<br>Internet                                                                                                 | 53 words — 1 %   |
| 13 | www.tailieudaihoc.com<br>Internet                                                                                             | 53 words — 1 %   |
| 14 | (2-20-15)<br><br>http://117.3.81.246/bitstream/TTHL_125/5361/2/Tomtat.pdf<br>Internet                                         | 52 words — 1 %   |
| 15 | tracuutapchi.ftu.edu.vn<br>Internet                                                                                           | 52 words — 1 %   |
| 16 | thuvien.due.udn.vn:8080<br>Internet                                                                                           | 51 words — 1 %   |
| 17 | fwps.ftu.edu.vn<br>Internet                                                                                                   | 36 words — 1 %   |
| 18 | vjol.info.vn<br>Internet                                                                                                      | 36 words — 1 %   |
| 19 | jst-hau.vn<br>Internet                                                                                                        | 35 words — 1 %   |
| 20 | tapchitckt.hvtc.edu.vn<br>Internet                                                                                            | 29 words — < 1 % |
| 21 | journalofscience.ou.edu.vn<br>Internet                                                                                        | 28 words — < 1 % |
| 22 | tmu.edu.vn<br>Internet                                                                                                        | 27 words — < 1 % |

|    |                                                                                                          |                  |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 23 | <a href="http://amp.tapchicongthuong.vn">amp.tapchicongthuong.vn</a><br>Internet                         | 26 words — < 1 % |
| 24 | <a href="http://hvnh.edu.vn">hvnh.edu.vn</a><br>Internet                                                 | 26 words — < 1 % |
| 25 | <a href="http://stdjelm.scienceandtechnology.com.vn">stdjelm.scienceandtechnology.com.vn</a><br>Internet | 26 words — < 1 % |
| 26 | <a href="http://digital.lib.ueh.edu.vn">digital.lib.ueh.edu.vn</a><br>Internet                           | 24 words — < 1 % |
| 27 | <a href="http://www.econstor.eu">www.econstor.eu</a><br>Internet                                         | 24 words — < 1 % |
| 28 | <a href="http://economics.neu.edu.vn">economics.neu.edu.vn</a><br>Internet                               | 22 words — < 1 % |
| 29 | <a href="http://www.zbook.vn">www.zbook.vn</a><br>Internet                                               | 22 words — < 1 % |
| 30 | <a href="http://doc.edu.vn">doc.edu.vn</a><br>Internet                                                   | 17 words — < 1 % |
| 31 | <a href="http://luanvanaz.com">luanvanaz.com</a><br>Internet                                             | 17 words — < 1 % |
| 32 | <a href="http://text.xemtailieu.net">text.xemtailieu.net</a><br>Internet                                 | 17 words — < 1 % |
| 33 | <a href="http://khacgiang.com">khacgiang.com</a><br>Internet                                             | 16 words — < 1 % |
| 34 | <a href="http://luanvan123.info">luanvan123.info</a><br>Internet                                         | 15 words — < 1 % |
| 35 | <a href="http://thuvienso.quochoi.vn">thuvienso.quochoi.vn</a><br>Internet                               | 14 words — < 1 % |

|    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                 |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 36 | 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 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<br>Crossref | 13 words — < 1% |
| 37 | <a href="#">tai-lieu.com</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                           | 13 words — < 1% |
| 38 | <a href="#">VNUA</a><br>Publications                                                                                                                                                                                                                                                                               | 12 words — < 1% |
| 39 | <a href="#">hfs1.duytan.edu.vn</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                     | 12 words — < 1% |
| 40 | <a href="#">www.wrd.gov.vn</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                         | 12 words — < 1% |
| 41 | <a href="#">xanhx.vn</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                               | 12 words — < 1% |
| 42 | <a href="#">en.lhu.edu.vn</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                          | 11 words — < 1% |
| 43 | <a href="#">vnexpress.net</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                          | 11 words — < 1% |
| 44 | <a href="#">www.coursehero.com</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                     | 11 words — < 1% |
| 45 | <a href="#">doan.edu.vn</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                            | 10 words — < 1% |
| 46 | <a href="#">eldata11.topica.edu.vn</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                 | 10 words — < 1% |
| 47 | <a href="#">luanvan.co</a><br>Internet                                                                                                                                                                                                                                                                             |                 |

10 words — < 1 %

48 [luanvans.com](#)  
Internet

10 words — < 1 %

49 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 %

50 Nguyen Hai Ha, Nguyen Thi Thanh Hoa, Vu Binh Giang, Vu Phuong Nhung, Hoang Thi Thu Yen, Nguyen Dang Ton, Bach Thi Nhu Quynh. "Study of UGT1A1\*28 genetic polymorphism related to irinotecan response in Kinh Vietnamese", Vietnam Journal of Biotechnology, 2020  
Crossref

9 words — < 1 %

51 [social-innovation.hitachi](#)  
Internet

9 words — < 1 %

52 [thuvienluanvan.net](#)  
Internet

9 words — < 1 %

53 [www.newworldtimes.vn](#)  
Internet

9 words — < 1 %

54 [www.sapo.vn](#)  
Internet

9 words — < 1 %

55 [luanvan.net.vn](#)  
Internet

8 words — < 1 %

56 [luanvan.org](#)  
Internet

8 words — < 1 %

57 [mxh-facebook.blogspot.com](#)  
Internet

8 words — < 1 %

|    |                                                                                                                                                                                                                               |                 |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 58 | tapchitaichinh.vn<br>Internet                                                                                                                                                                                                 | 8 words — < 1 % |
| 59 | thuvienso.bvu.edu.vn<br>Internet                                                                                                                                                                                              | 8 words — < 1 % |
| 60 | www.authorstream.com<br>Internet                                                                                                                                                                                              | 8 words — < 1 % |
| 61 | www.wider.unu.edu<br>Internet                                                                                                                                                                                                 | 8 words — < 1 % |
| 62 | Banking Academy<br>Publications                                                                                                                                                                                               | 7 words — < 1 % |
| 63 | Thuy Duong Phan, Thi Thanh Hoang, Ngoc Mai Tran. "Cash flow and financial distress of private listed enterprises on the Vietnam stock market: A quantile regression approach", Cogent Business & Management, 2022<br>Crossref | 6 words — < 1 % |

EXCLUDE QUOTES OFF  
EXCLUDE BIBLIOGRAPHY OFF

EXCLUDE SOURCES OFF  
EXCLUDE MATCHES OFF