

ẢNH HƯỞNG CỦA SỰ BẤT ĐỊNH CHÍNH SÁCH KINH TẾ ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

VÕ VĂN HỢP*, PHẠM THẢO MY

Viện Tài chính – Kế toán, Trường Đại học Công Nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh

*Tác giả liên hệ: vovanhop@iuh.edu.vn

DOIs: <https://www.doi.org/10.46242/jstiuh.v76i4.5537>

Tóm tắt.

Nghiên cứu nhằm mục đích xem xét ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Sử dụng dữ liệu gồm 318 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam từ năm 2015 – 2023. Bài nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy OLS, FEM, REM và GLS để phân tích và thảo luận. Kết quả của nghiên cứu trên mẫu dữ liệu này cho thấy sự bất định chính sách kinh tế có ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Cụ thể, khi mức độ sự bất định chính sách kinh tế gia tăng thì doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu để giảm thiểu rủi ro. Ngoài ra, cấu trúc vốn của doanh nghiệp còn chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời, rủi ro kinh doanh và tốc độ tăng trưởng kinh tế. Dựa trên kết quả này, nghiên cứu đề xuất một số hàm ý chính sách nhằm hỗ trợ doanh nghiệp tối ưu hóa chiến lược tài chính trong bối cảnh môi trường kinh tế không ổn định.

Từ khóa: Cấu trúc vốn; sự bất định chính sách kinh tế; phương pháp hồi quy GLS.

1. GIỚI THIỆU

Sự bất định chính sách kinh tế được hiểu là mức độ không chắc chắn trong các quyết định và thay đổi chính sách của chính phủ, bao gồm các quy định về tài chính, tiền tệ, thuế, thương mại và đầu tư. Khi chính sách kinh tế thay đổi đột ngột hoặc thiếu nhất quán, doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc dự báo và lập kế hoạch tài chính dài hạn, từ đó ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và chiến lược đầu tư. Việc lựa chọn đề tài này xuất phát từ thực tế rằng trong những năm gần đây, Việt Nam đã trải qua nhiều biến động về chính sách kinh tế, đặc biệt là các chính sách tiền tệ và tài khóa. Những thay đổi này tác động mạnh đến hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt trong việc huy động và sử dụng vốn. Một ví dụ điển hình là vào cuối năm 2022, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam bắt ngờ siết chặt tín dụng nhằm kiểm soát lạm phát. Điều này khiến nhiều doanh nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản và sản xuất, rơi vào tình trạng thiếu hụt dòng tiền nghiêm trọng. Các doanh nghiệp lớn buộc phải hoãn hoặc hủy bỏ các dự án đã được lên kế hoạch, trong khi doanh nghiệp nhỏ đối mặt với áp lực tái cơ cấu nợ hoặc phải bán bớt tài sản để duy trì hoạt động. Tác động của sự bất định trong chính sách kinh tế không chỉ dừng lại ở khả năng tiếp cận vốn mà còn ảnh hưởng đến quyết định sử dụng nợ vay và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Khi môi trường chính sách thay đổi đột ngột, các doanh nghiệp có xu hướng hạn chế sử dụng nợ vay do rủi ro lãi suất tăng cao, thay vào đó tìm kiếm nguồn tài trợ nội bộ hoặc huy động vốn từ thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, trong giai đoạn thị trường kém ổn định, việc phát hành cổ phiếu mới cũng trở nên khó khăn do giá cổ phiếu suy giảm và niềm tin của nhà đầu tư bị ảnh hưởng. Điều này đòi hỏi doanh nghiệp phải có chiến lược tài chính linh hoạt, không phụ thuộc vào một nguồn vốn duy nhất mà cân cân đối giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu để giảm thiểu rủi ro. Trước thực trạng này, nghiên cứu tập trung phân tích ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Mục tiêu là xác định chiều hướng và mức độ ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Việt Nam, từ đó đề xuất các giải pháp giúp doanh nghiệp thích ứng linh hoạt và tối ưu hóa nguồn lực tài chính, thông qua phương pháp nghiên cứu định lượng. Với ý nghĩa thực tiễn cao, nghiên cứu không chỉ góp phần bổ sung cơ sở lý luận về cấu trúc vốn mà còn cung cấp dữ liệu hữu ích cho các nhà quản lý doanh nghiệp trong việc đưa ra quyết định tài chính. Đồng thời, nghiên cứu cũng hỗ trợ các nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng một môi trường kinh doanh ổn định.

2. TỔNG QUAN VỀ LÝ THUYẾT, CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM VÀ CÁC GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

2.1. Cơ sở lý thuyết

Sự bất định chính sách kinh tế (EPU) phản ánh mức độ không chắc chắn về các chính sách do chính phủ và các tổ chức liên quan thiết lập, đặc biệt khi các chính sách này thiếu rõ ràng hoặc thay đổi thường xuyên, gây rủi ro cho hoạt động kinh doanh và đầu tư (Jurado, Ludvigson & Ng, 2015; Davis, 2016) [1] [2]. Không giống như rủi ro, sự bất định chính sách kinh tế mang tính đa chiều và khó dự đoán (Sharma & cộng sự, 2021) [3]. Baker & cộng sự (2016) [4] đã mở rộng khái niệm này lên phạm vi toàn cầu thành GEPU, thể hiện qua IPP và GDPG.

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn: Kraus & Litzenberger (1973) [5] cho rằng doanh nghiệp có thể tối ưu hóa giá trị bằng cách cân bằng giữa lợi ích từ lá chắn thuế nhờ chi phí lãi vay và chi phí kiệt quệ tài chính khi sử dụng nợ. Theo Miller & Modigliani (1963) [6], doanh nghiệp nên xác định mức nợ tối ưu để đảm bảo lợi ích thuế vượt trội so với rủi ro tài chính. Tuy nhiên, lý thuyết này chưa giải thích được trường hợp một số doanh nghiệp thành công dù sử dụng ít nợ và không tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế. Do đó, theo lý thuyết này thì doanh nghiệp phải cân nhắc giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ. Khi bất định chính sách kinh tế cao, chi phí tài chính có thể tăng lên do rủi ro tín dụng cao hơn, khiến doanh nghiệp ngần ngại sử dụng nợ.

Lý thuyết trật tự phân hạng: Myers (1984) [7] cho rằng doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ trước khi huy động vốn từ bên ngoài để giảm thiểu chi phí thông tin bất cân xứng. Cụ thể, doanh nghiệp sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại, sau đó đến nợ, cổ phiếu ưu đãi và cuối cùng mới là cổ phiếu phổ thông (Culata & Gunarsih, 2012) [8]. Việc phát hành vốn chủ sở hữu được xem là lựa chọn cuối cùng do chi phí cao và rủi ro pha loãng quyền lợi cổ đông. Do đó, theo lý thuyết này thì doanh nghiệp thường ưu tiên sử dụng vốn tự có trước khi vay nợ. Khi bất định chính sách kinh tế gia tăng, doanh nghiệp có xu hướng giữ lại lợi nhuận để đảm bảo an toàn tài chính.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu nước ngoài đã cung cấp nền tảng lý thuyết và thực nghiệm phong phú về mối quan hệ giữa sự bất định trong chính sách kinh (EPU) và cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Từ các nền kinh tế phát triển như Hoa Kỳ, Đức, Úc cho đến các quốc gia mới nổi như Trung Quốc, Brazil, Nga hay các nước Mỹ Latinh, đa số kết quả đều khẳng định EPU là một yếu tố then chốt ảnh hưởng đến quyết định tài trợ vốn của doanh nghiệp. Các nghiên cứu tiêu biểu như của Huang & cộng sự (2006) [9], Zhang & cộng sự (2015) [10], Pan & cộng sự (2019) [11] và Gao & Tsusaka (2023) [12] tại Trung Quốc đều chỉ ra rằng khi mức độ sự bất định chính sách tăng cao, doanh nghiệp có xu hướng giảm sử dụng nợ trong cơ cấu vốn nhằm hạn chế rủi ro tài chính. Hiện tượng này cũng được ghi nhận tại các nền kinh tế khác như Nga (Granville & cộng sự, 2019) [13], Mỹ (Kang & cộng sự, 2014 [14]; Baker & cộng sự, 2016) [4], Đức (Qiu & Li, 2017) [15] và Úc (Chen & cộng sự, 2020) [16]. Trong khi đó, nghiên cứu của Schwarz & Dalmacio (2021) [17] tại Brazil và Bajaj & cộng sự (2018) [18] tại Ấn Độ lại phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa EPU và đòn bẩy tài chính, cho thấy ảnh hưởng của EPU có thể mang tính đặc thù theo từng quốc gia và môi trường thể chế. Một số nghiên cứu mở rộng góc nhìn sang các yếu tố trung gian và bối cảnh đặc thù. Chẳng hạn, Love & cộng sự (2007) [19] chỉ ra vai trò của tín dụng thương mại trong thời kỳ khủng hoảng tài chính; Julio & cộng sự (2012) [20] và Baker & cộng sự (2016) [4] phân tích tác động của EPU từ góc độ chu kỳ đầu tư và biến động giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản, khả năng sinh lời (Sudrajat & cộng sự, 2021 [21]; Sari & cộng sự, 2020) [22] hay cơ chế quản trị công ty (Yi Feng & cộng sự, 2020) [23] cũng được xác định là yếu tố điều tiết mối quan hệ giữa EPU và cấu trúc vốn. Không chỉ dừng lại ở phạm vi quốc gia, nghiên cứu của Ko & cộng sự (2015) [24] và Ghirelli & cộng sự (2020) [25] cho thấy tính lan tỏa toàn cầu của EPU, đặc biệt trong bối cảnh các nền kinh tế có sự liên kết cao về thương mại và đầu tư. Điều này đồng thời cảnh báo rằng các doanh nghiệp, đặc biệt tại các thị trường mới nổi, cần xây dựng chiến lược quản trị vốn thích ứng linh hoạt với các biến động chính sách không chỉ trong nước mà cả quốc tế. Các nghiên cứu nước ngoài đều nhấn mạnh rằng sự bất định chính sách kinh tế là yếu tố không thể xem nhẹ trong việc hoạch định cấu trúc vốn. Do đó, việc tiếp tục nghiên cứu sâu hơn về mối quan hệ này tại các quốc gia đang phát triển như Việt Nam sẽ mang lại những hàm ý thiết thực cho doanh nghiệp cũng như nhà hoạch định chính sách.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu gần đây đã chú trọng phân tích tác động của bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong những bối cảnh khác nhau. Phương Loan và Trương Gia Hân (2013) [26] đã thực hiện nghiên cứu về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE), sử dụng dữ liệu từ 60 doanh nghiệp trong giai đoạn 2017-2021 và phương pháp hồi quy nhân tố cố định (FEM). Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời và thanh khoản có ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn, trong khi yếu tố cấu trúc tài sản lại không thể hiện tác động rõ ràng. Tiếp nối các nghiên cứu trước, Nguyễn Tuấn Anh và cộng sự (2023) [27] đã phân tích hành vi tài chính của doanh nghiệp trong bối cảnh kinh tế bất ổn, sử dụng dữ liệu từ 1.141 doanh nghiệp trong giai đoạn 2009-2021, qua đó chỉ ra rằng các doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên sử dụng nợ dài hạn nhằm giảm thiểu rủi ro thanh khoản khi đối mặt với những biến động từ môi trường kinh tế vĩ mô. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Thúy (2023) tập trung vào ảnh hưởng của khả năng sinh lời và tốc độ tăng trưởng đến cấu trúc vốn của 100 doanh nghiệp niêm yết hàng đầu tại Việt Nam, thông qua việc áp dụng các mô hình hồi quy Pool OLS, FEM, REM và GLS, nghiên cứu kết luận rằng ROE và tốc độ tăng trưởng tài sản có ảnh hưởng cùng chiều đến đòn bẩy tài chính, trong khi thanh khoản và ROA lại có tác động ngược lại, qua đó góp phần cung cấp căn cứ thực tiễn quan trọng cho các doanh nghiệp trong việc hoạch định chiến lược tài chính phù hợp trong điều kiện kinh tế nhiều biến động. Nghiên cứu của Hoàng Đức Lê và cộng sự (2021) [28] đã dùng nguồn dữ liệu các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2010-2019. Sử dụng mô hình chậm và phương pháp tổng quát hệ thống Mô-men để xử lý vấn đề nội sinh. Cụ thể, khi đối mặt với mức độ không chắc chắn cao, doanh nghiệp có xu hướng giảm sử dụng nợ để giảm rủi ro tài chính. Điều này có thể ảnh hưởng đến khả năng đầu tư và tăng trưởng của doanh nghiệp, đặc biệt các doanh nghiệp ở các nước mới nổi nói chung và Việt Nam nói riêng phụ thuộc đáng kể vào tài trợ nợ. Song song với đó, nghiên cứu của Thu (2023) [29] đã có những đóng góp về mặt lý thuyết khi giới thiệu tổng quan về bất định chính sách kinh tế, phân tích chỉ số EPU của các quốc gia Đông Nam Á, từ đó đề xuất một số hướng nghiên cứu liên quan nhằm giảm thiểu tác động ngược chiều của EPU đến các quyết định đầu tư và sự phát triển kinh tế, góp phần bổ sung cơ sở lý luận và khuyến nghị chính sách, qua đó nâng cao năng lực ứng phó của nền kinh tế Việt Nam trước những bất ổn từ môi trường chính sách quốc tế và khu vực.

2.3. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Trong những năm gần đây, sự bất định trong chính sách kinh tế (Economic Policy Uncertainty – EPU) đã trở thành một yếu tố vĩ mô có tác động sâu rộng đến hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt là trong các quyết định tài chính và cấu trúc vốn. Những doanh nghiệp khi hoạt động trong môi trường đầy biến động và khó đoán định về chính sách thuế, thương mại, lãi suất hay điều tiết kinh tế vĩ mô, sẽ phải đối mặt với rủi ro lớn hơn trong việc lên kế hoạch và dự báo dòng tiền. Khi mức độ EPU gia tăng, sự mong đợi của doanh nghiệp vào sự ổn định của môi trường đầu tư và kinh doanh bị suy giảm, từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính. Theo lý thuyết cấu trúc vốn, các doanh nghiệp chọn lựa giữa nợ và vốn chủ sở hữu nhằm tối ưu hóa chi phí vốn và giá trị doanh nghiệp. Nhưng, khi EPU tăng cao, rủi ro phá sản cũng tăng theo do sự không chắc chắn trong doanh thu, chi phí và lợi nhuận. Điều này khiến chi phí vay nợ trở nên đắt đỏ hơn, vì các tổ chức tín dụng sẽ nâng lãi suất hoặc yêu cầu điều kiện vay nghiêm ngặt hơn để đền bù cho mức độ rủi ro tăng cao. Đồng thời, trong bối cảnh dòng tiền hoạt động bất ổn, doanh nghiệp sẽ trở nên cẩn thận hơn trong việc vay mượn để giảm áp lực trả nợ trong tương lai. Từ đó, doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ lệ vay nợ trong tổng nguồn vốn, chuyển sang sử dụng vốn nội bộ hoặc trì hoãn các kế hoạch đầu tư cho đến khi môi trường kinh doanh trở nên ổn định hơn. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra mối liên hệ ngược chiều giữa EPU và tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Zhang và cộng sự (2015) [10] cho rằng sự gia tăng của EPU khiến các doanh nghiệp Trung Quốc giảm mạnh mức độ vay nợ và điều chỉnh chiến lược tài chính theo hướng thận trọng hơn. Kang và cộng sự (2014) [14] cũng phát hiện rằng tại Hàn Quốc, EPU có ảnh hưởng rõ rệt đến quyết định tài trợ vốn, đặc biệt là trong các ngành công nghiệp nhạy cảm với chính sách vĩ mô. Gần đây, Gao & Tsusaka (2023) [12] tiếp tục khẳng định rằng trong bối cảnh toàn cầu hóa, EPU không chỉ tác động đến thị trường tài chính mà còn làm thay đổi chiến lược cơ cấu vốn của doanh nghiệp tại nhiều quốc gia đang phát triển. Từ những lập luận và bằng

Ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn...

chứng thực nghiệm nêu trên, có thể thấy rằng sự bất định trong chính sách kinh tế là một nhân tố có ảnh hưởng đáng kể đến hành vi tài chính của doanh nghiệp. Trong bối cảnh EPU gia tăng, doanh nghiệp có xu hướng giảm sử dụng nợ để tránh rủi ro tài chính, điều chỉnh cấu trúc vốn theo hướng an toàn hơn. Do đó, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết như sau: *Sự bất định chính sách kinh tế ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.*

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1 Dữ liệu nghiên cứu

Sử dụng nguồn dữ liệu nghiên cứu từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023 từ hệ thống Fiinpro.vn. Mẫu nghiên cứu đáp ứng được điều kiện là niêm yết trên thị trường chứng khoán trước năm 2015, không bị hủy bỏ niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu. Những doanh nghiệp bị thiếu nhiều dữ liệu quan trọng, thuộc diện cảnh báo vì lỗ lũy kế và bị đưa vào diện kiểm soát đặc biệt cũng sẽ bị loại bỏ, nhằm đảm bảo kết quả nghiên cứu. Bên cạnh đó, chỉ số bất định chính sách kinh tế toàn cầu được thu thập từ policyuncertainty.com.

Quy trình thu thập dữ liệu: Xác định nguồn dữ liệu, thu thập số liệu thông qua bảng cân đối kế toán, bảng hoạt động kinh doanh, chỉ số tài chính. Quá trình thu thập đảm bảo tính cẩn thận và độ chính xác cao để đảm bảo độ tin cậy cao của kết quả nghiên cứu. Sau khi thu thập, xử lý và tính toán sẽ có được bộ dữ liệu bao gồm 2862 mẫu quan sát của 318 công ty trong giai đoạn 2015-2023.

3.2 Mô hình nghiên cứu

Bài nghiên cứu dựa theo khung lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, chủ yếu là nghiên cứu của tác giả Li và Qui, 2021 [15]; Gao và Tsusaka, 2023 [12] để xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$LEV_{i,t} = \alpha + \beta_1. EPU_t + \beta_2. PRO_{i,t} + \beta_3. SIZE_{i,t} + \beta_4. TANG_{i,t} + \beta_5. MTB_{i,t} + \beta_6. CFV_{i,t} + \beta_7. GDP_t + \beta_8. INF_t + \beta_9. COVID-19_t + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

α : Hệ số chặn của mô hình.

$\beta_1; \beta_2; \beta_3; \beta_4; \beta_5; \beta_6; \beta_7; \beta_8; \beta_9$: Hệ số ước lượng của mô hình.

$LEV_{i,t}$: Cấu trúc vốn của công ty i tại thời điểm t .

EPU_t : Sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu tại thời điểm t .

$PRO_{i,t}$: Khả năng sinh lời của công ty i tại thời điểm t .

$SIZE_{i,t}$: Quy mô doanh nghiệp của công ty i tại thời điểm t .

$TANG_{i,t}$: Tính hữu hình của công ty i tại thời điểm t .

$MTB_{i,t}$: Cơ hội tăng trưởng của công ty i tại thời điểm t .

$CFV_{i,t}$: Biến động dòng tiền của công ty i tại thời điểm t .

GDP_t : Tăng trưởng kinh tế tại thời điểm t .

INF_t : Tỷ lệ lạm phát tại thời điểm t .

$COVID-19$: Biến đại diện cho ảnh hưởng của đại dịch COVID-19.

ε : Phần dư của mô hình.

Bảng 1: Mô tả các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu

	Tên biến	Công thức tính	Dấu kỳ vọng	Nghiên cứu trước đó
Biến phụ thuộc	LEV (Cấu trúc vốn)	Tổng nợ/Tổng tài sản		Li và Qui, 2021 [15]; Gao và Tsusaka, 2023 [12]
Biến độc lập	EPU (Sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu)	Logarite (Chỉ số EPU toàn cầu)	-	Zhang và cộng sự, 2015 [10] ; Gao và Tsusaka, 2023 [12] ; Kang và cộng sự, 2014 [14] ; Wang và cộng sự, 2014 [44].
Biến kiểm soát	PRO (Khả năng sinh lời)	EBIT/Tổng tài sản	-	Rajan và Zingales, 1995 [30].
	SIZE (Quy mô doanh nghiệp)	Logarite (Tổng tài sản)	+	Rajan và Zingales, 1995 [31]; Fama và French, 2002 [32]; Myers, 2001 [33].
	TANG (Tính hữu hình)	Tài sản cố định/Tổng tài sản	+	Titman và Wessels, 1988 [34]; Nguyễn Thị Bích Thuận, 2022 [35].
	MTB (Cơ hội tăng trưởng)	Giá trị thị trường của vốn VCSH/Giá trị sổ sách của vốn VCSH	-	Titman và Wessels, 1988 [34]; Lê Đạt Chí, 2013 [36]; Jasen, 1986 [37].
	CFV (Biến động dòng tiền)	Độ lệch chuẩn 5 năm (Dòng tiền hoạt động/ Doanh thu)	-	Kraus và Litzenberger, 1973 [5]; Keefe và Yaghoubi, 2016 [38]; Nguyễn Thị Hải Yến, 2020 [39].
	GDP (Tăng trưởng kinh tế)	Tốc độ tăng trưởng GDP thực (%)	-	Frank và Goyal, 2009 [40]; Saif-Alyousfi và cộng sự , 2020 [41].
	INF (Tỷ lệ lạm phát)	(CPI kỳ hiện tại - CPI kỳ trước /CPI kỳ trước) * 100	-	Gungoraydinoglu và Öztekin, 2011 [42]; Frank và Goyal, 2009 [40]; Yang Yan, 2010 [43].
	Dịch bệnh COVID-19	Biến giả định	-	Mirza và cộng sự, 2020 [44]; Hu và Zhang, 2021 [45]; Liu và cộng sự, 2021 [46]

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

3.3 Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, thu thập và xử lý dữ liệu dựa trên các chỉ tiêu nghiên cứu từ báo cáo tài chính của 318 doanh nghiệp niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023 để tạo ra bộ dữ liệu bảng và vận dụng chạy trên phần mềm Stata 17 để ra kết quả nghiên cứu. Sử dụng phương pháp hồi quy các mô hình gồm mô hình hồi quy OLS, mô hình hồi

Ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn...

quy các tác động cố định, mô hình hồi quy các tác động ngẫu nhiên, mô hình hồi quy theo phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát GLS.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1 Thống kê mô tả

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LEV	2,854	0.4609524	0.20889882	0.0006822	0.9938766
EPU	2,862	206.493	61.14456	110.7298	296.01820
PRO	2,859	0.0940675	0.0960675	-0.8567625	1.00730
SIZE	2,861	12.29528	0.6334373	10.18094	14.82455
TANG	2,857	0.2239689	0.2092666	0.0000171	1
MTB	2,779	3.419793	11.61132	0.0060391	402.6914
CFV	2,859	0.2052453	2.294882	0.0003269	59.14753
INF	2,862	0.0273687	0.0089375	0.006312	0.0408455
GDP	2,862	0.06004217	0.01928	0.0255373	0.0812351
COVID19	2,862	0.3333333	0.4714869	0	1

Nguồn: Tính toán từ phần mềm stata 17

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 318 công ty trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2023, cho mỗi biến với các chỉ số thống kê mô tả đa dạng, thể hiện sự khác biệt rõ rệt về mức trung bình, độ lệch chuẩn cũng như khoảng giá trị của từng biến. Biến LEV (đòn bẩy tài chính) thể hiện cấu trúc vốn của doanh nghiệp, có giá trị trung bình là 0.4609524 và độ lệch chuẩn 0.20889882, cho thấy trung bình khoảng 46.10% tổng tài sản của các doanh nghiệp tại Việt Nam được tài trợ bằng nợ. Các nghiên cứu thực nghiệm về mức đòn bẩy trung bình trên thế giới như của doanh nghiệp tại Mỹ là 0.2520 (Li và Qui, 2021) [15], tại Brazil là 0.272 (Schwarz và Dalmacio, 2021) [17] và tại Trung Quốc là 0.220 (Gao và Tsusaka, 2023) [12]. Biến EPU (sự bất định chính sách kinh tế) có giá trị trung bình là 206.493, độ lệch chuẩn 61.14456, dao động từ 110.7298 đến 296.0182, phản ánh sự biến động trong môi trường chính sách vĩ mô tại Việt Nam. Biến PRO (khả năng sinh lời) đạt trung bình 0.0940675, với độ lệch chuẩn 0.0960675, giá trị nhỏ nhất -0.8567625 và lớn nhất 1.0073. Biến SIZE (quy mô doanh nghiệp), được đo lường qua logarit tự nhiên của tổng tài sản, có trung bình là 12.29528, dao động từ 10.18094 đến 14.82455, độ lệch chuẩn 0.6334373. Biến TANG (tính hữu hình của tài sản – tỷ trọng tài sản cố định), có trung bình 0.2239689, độ lệch chuẩn 0.2092666, giá trị nhỏ nhất là 0.0000171 và lớn nhất là 1. Biến MTB (cơ hội tăng trưởng – Market-to-Book ratio) có giá trị trung bình 3.419793, nhưng độ lệch chuẩn khá lớn 11.61132, phản ánh sự phân tán mạnh mẽ giữa các công ty. Giá trị nhỏ nhất là 0.0060391, trong khi giá trị lớn nhất lên tới 402.6914. Biến CFV (biến động dòng tiền) có giá trị trung bình 0.2052453, độ lệch chuẩn 2.294882, dao động từ 0.0003269 đến 59.14753, cho thấy sự khác biệt đáng kể trong khả năng tạo ra dòng tiền giữa các doanh nghiệp. Biến INF (lạm phát) có mức trung bình 0.0273687, độ lệch chuẩn 0.0089375, dao động từ 0.006312 đến 0.0408455. Tăng trưởng kinh tế (GDP) đạt trung bình 0.06004217 (tương đương 6.004%),

độ lệch chuẩn 0.01928, dao động từ 0.0255373 đến 0.0812351, cho thấy một sự ổn định tương đối trong tăng trưởng GDP Việt Nam qua các năm. Cuối cùng, biến COVID19 là biến giả, phản ánh các năm bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19, có giá trị trung bình là 0.3333333 và độ lệch chuẩn 0.4714869, tức là có khoảng 33.33% quan sát rơi vào giai đoạn đại dịch.

4.2. Phân tích ma trận tương quan

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan

BIẾN	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	VIF
LEV	1										
EPU	-0.03	1									3.93
PRO	-0.33	-0.11	1								1.05
SIZE	0.35	0.13	-0.06	1							1.03
TANG	-0.04	-0.02	0.08	0.04	1						1.01
MTB	-0.07	0.01	0.16	0.03	-0.05	1					1.03
CFV	-0.02	0.05	-0.03	-0.03	-0.00	0.04	1				1.01
INF	-0.02	0.30	-0.03	0.08	-0.00	0.01	0.01	1			1.53
GDP	0.00	-0.68	0.07	-0.05	-0.00	-0.01	-0.03	0.12	1		2.37
COVID19	-0.03	0.7	-0.06	0.08	-0.01	0.00	0.03	0.00	-0.5	1	2.18

Nguồn: Tính toán từ phần mềm stata 17

Dựa trên kết quả ma trận tương quan, nghiên cứu đã phân tích mối tương quan giữa biến phụ thuộc (LEV) và các biến độc lập (EPU, PRO, SIZE, TANG, MTB, CFV, INF, GDP, COVID19) để xác định hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập của mô hình nghiên cứu. Đa cộng tuyến là một thuật ngữ thống kê thường xảy ra khi có mức độ tương quan cao giữa hai hoặc nhiều biến độc lập trong mô hình hồi quy. Nói cách khác, một biến độc lập có thể được sử dụng để dự đoán một hoặc nhiều biến độc lập khác. Có thể thấy từ bảng trên, trong kết quả phân tích tương quan của mô hình nghiên cứu, tất cả các giá trị hệ số tương quan đều nhỏ hơn 0,8. Vì vậy, hồi quy nhóm không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng làm ảnh hưởng đến kết quả ước lượng, hệ số VIF cũng cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến không nghiêm trọng vì VIF của các biến độc lập đều nhỏ hơn 10.

4.3. Kiểm định mô hình

Bảng 4: Kiểm định mô hình

Kiểm định	Giá trị	Kết quả
Kiểm định tự tương quan	Prob > F = 0.0000	Có xảy ra hiện tượng tự tương quan
Kiểm định phương sai thay đổi	Prob > chi2 = 0.0000	Có xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi

Nguồn: Tính toán từ phần mềm stata 17

Thông qua bảng kết quả trên kiểm định phương sai thay đổi theo phương pháp kiểm định Breusch – Pagan của Trevor Breusch và Adrian Pagan (1979) [47] và kiểm định tự tương quan theo phương pháp kiểm định Wooldridge (2002) của Jeffrey Wooldridge [48] cho ta thấy mô hình có khuyết tật về hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Để khắc phục các khuyết tật trên nghiên cứu sử dụng hồi quy bằng phương pháp GLS

Ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn...

4.4. Kết quả hồi quy mô hình

Nhóm nghiên cứu tiến hành phân tích hồi quy đa biến OLS, FEM và REM để xem xét sự ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Bảng 5: Hồi quy POOLS OLS , FEM ,REM

Biến	OLS	FEM	REM
EPU	-0.000565***(-5.02)	-0.000397*** (-7.00)	-0.000419*** (-7.37)
PRO	-0.696***(-18.82)	-0.312*** (-11.06)	-0.349***(-12.61)
SIZE	0.110*** (21.03)	0.0922***(13.76)	0.0695***(15.72)
TANG	-0.0345**(-2.07)	0.0940*** (4.48)	0.0643*** (3.34)
MTB	-0.0000548* (-1.77)	0.0000524 (0.15)	0.0000790(-0.24)
CFV	-0.000636(-0.42)	-0.00254***(-2.58)	-0.00228***(-2.33)
INF	-0.118 (-0.25)	-0.270(-1.14)	-0.257 (-1.08)
GDP	-0.688**(-2.49)	-0.571***(-4.17)	-0.593***(-4.31)
COVID 19	0.00297 (0.27)	-0.00258 (-0.48)	-0.00216(-0.40)
_CONS	-0.652*** (-9.54)	-0.538***(-6.73)	-0.575***(-7.76)
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000
Kiểm định lựa chọn mô hình			
F-test	Prob > F = 0.0000		
Hausman	Prob > chi2 =0.0000		

Nguồn: Tính toán từ phần mềm stata 17

Ghi chú: (*), (**), (***) tương ứng với ý nghĩa thống kê là 10%, 5% và 1%.

Kết quả mô hình hồi quy OLS

Dựa vào kết quả hồi quy OLS, ta thấy được các biến ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê là sự bất định chính sách kinh tế (EPU), khả năng sinh lời (PRO), quy mô doanh nghiệp (SIZE), cơ hội tăng trưởng (MTB), tăng trưởng kinh tế (GDP). Trong đó, các biến có mối tương quan với cấu trúc vốn là sự bất định chính sách kinh tế có hệ số hồi quy bằng -0.000565, có nghĩa khi sự bất định chính sách kinh tế tăng 1% thì cấu trúc vốn doanh nghiệp giảm -0.000565%, kết quả này cho thấy trong bối cảnh chính sách kinh tế càng bất ổn thì doanh nghiệp sẽ càng giảm tỷ lệ nợ của mình; khả năng sinh lời có hệ số hồi quy bằng -0.696, nghĩa là khi khả năng sinh lời tăng 1% thì cấu trúc vốn doanh nghiệp giảm -0.696%; quy mô doanh nghiệp có hệ số hồi quy bằng 0.110 nghĩa là quy mô doanh nghiệp tăng 1% thì cấu trúc vốn doanh nghiệp tăng 0.110%, cơ hội tăng trưởng kinh tế có hệ số hồi quy bằng -0.0345 nghĩa là khi GDP tăng 1% thì cấu trúc vốn doanh nghiệp sẽ giảm -0.0345%.

Kết quả mô hình hồi quy các tác động cố định (FEM)

Kết quả hồi quy của mô hình tác động cố định (FEM) chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa sự bất định chính sách kinh tế, khả năng sinh lời, biến động dòng tiền, tăng trưởng kinh tế với cấu trúc vốn của doanh nghiệp và quy mô doanh nghiệp, tính hữu hình, cơ hội tăng trưởng có mối tương quan cùng chiều với cấu trúc vốn doanh nghiệp, kết quả gần đúng với kỳ vọng của nghiên cứu. Cụ thể, biến sự bất định chính sách kinh tế có hệ số hồi quy là -0.000397 với mức ý nghĩa 1%, kết quả này cho thấy một doanh nghiệp thận trọng hơn trong việc sử dụng nợ khi mà đối mặt với các bất ổn về kinh tế. Ngoài ra hệ số hồi quy của các biến độc lập và biến kiểm soát cũng có mức ý nghĩa thống kê cao là 1% và 5%.

Kết quả mô hình hồi quy các tác động ngẫu nhiên (REM)

Kết quả hồi quy của mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) cho thấy có sự tương đồng với mô hình FEM chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa sự bất định chính sách kinh tế, khả năng sinh lời, biến động dòng tiền, tăng trưởng kinh tế với cấu trúc vốn của doanh nghiệp và quy mô doanh nghiệp, tính hữu hình, cơ hội tăng trưởng có mối tương quan cùng chiều với cấu trúc vốn doanh nghiệp, kết quả gần đúng với kỳ vọng của nghiên cứu. Cụ thể, biến sự bất định chính sách kinh tế có hệ số hồi quy là -0.000419 với mức ý nghĩa 1%, kết quả này cho thấy một doanh nghiệp thận trọng hơn trong việc sử dụng nợ khi mà đối mặt với các bất ổn về kinh tế tương đương với trong mô hình FEM. Ngoài ra hệ số hồi quy của các biến độc lập và biến kiểm soát cũng có mức ý nghĩa thống kê cao là 1%, 5%.

Kết quả hồi quy mô hình GLS

Hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) được sử dụng để khắc phục các vấn đề về phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong dữ liệu bảng, từ đó cung cấp các ước lượng hiệu quả hơn so với phương pháp OLS truyền thống (Wooldridge, 2020) [49] hay FEM, REM. Kết quả hồi quy GLS giúp đánh giá mức độ ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Việt Nam. Sau đây là bảng kết quả ước lượng hồi quy GLS:

Bảng 6: Kết quả hồi quy mô hình GLS

Biến nghiên cứu	Ước lượng hồi quy GLS	
	Hệ số hồi quy	Giá trị t
EPU	-0.0004***	-8,08
PRO	-0.360***	-16,08
SIZE	0.134***	22,30
TANG	-0.0445***	-3,11
MTB	-0.00113***	-3,76
CFV	-0,000468	-0,29
INF	-0,346**	-2,57
GDP	-0.494***	-5,89
COVID19	0.00101	0,35

Nguồn: Dữ liệu được nhóm tác giả tính toán từ phần mềm Stata 17

Ghi chú: (*), (**), (***) tương ứng với ý nghĩa thống kê là 10%, 5% và 1%.

Ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn...

Dựa trên bảng kết quả ước lượng, có hai biến độc lập không có ý nghĩa thống kê là CFV và COVID19 ($P_{\text{Value}} > 10\%$). Các biến còn lại có ý nghĩa thống kê ở mức $P_{\text{Value}} < 5\%$ cho thấy tác động đáng kể đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Giả thuyết nghiên cứu cho rằng sự bất định chính sách kinh tế (EPU) ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy GLS cho thấy biến EPU có hệ số hồi quy âm (-0.0004) và có ý nghĩa thống kê mạnh ($P_{\text{Value}} < 1\%$). Khi sự bất định chính sách kinh tế tăng 1% thì cấu trúc vốn doanh nghiệp sẽ giảm 0.0004%, ngược lại khi sự bất định chính sách kinh tế giảm 1% thì cấu trúc vốn doanh nghiệp sẽ tăng 0.0004%. Điều này phù hợp với lý thuyết Pecking Order (Myers & Majluf, 1984) [7], hệ số - 0.0004 cho biết sự ảnh hưởng của EPU đến LEV là tương đối nhỏ khi so sánh với nghiên cứu trước đều chỉ ra rằng EPU ảnh hưởng mạnh mẽ đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, đặc biệt là khi EPU tăng cao, các doanh nghiệp trở nên khó khăn, rủi ro tài chính tăng cao và có nguy cơ phá sản, thể hiện sự khác nhau trong thời gian nghiên cứu khi bài nghiên cứu thực hiện quan sát trong khoảng thời gian từ 2015- 2023, sự bất định chính sách chỉ xuất hiện thực sự trong giai đoạn năm 2020-2022 với hàng loạt biến cố lớn trên thế giới ảnh hưởng đến Việt Nam như covid19 hay chiến tranh Nga-Ukraina, thể hiện qua phản ứng của chính phủ khi thực hiện nâng lãi suất điều hành nhằm kiềm chế lạm phát khi chuỗi cung ứng thương mại toàn cầu bị đứt gãy làm giá hàng hóa leo thang, làm chi phí vay vốn tăng cao, hạn chế việc sử dụng đòn bẩy ở doanh nghiệp, cộng thêm những thay đổi về quy định quản lý đất đai và định giá đất năm 2022 đã đặc biệt gây ảnh hưởng đến nhóm doanh nghiệp bất động sản và ngân hàng khi làm doanh nghiệp bất động sản khó khăn trong việc phát hành trái phiếu, việc tiếp cận vốn vay từ thể chấp bất động sản bị hạn chế còn ngân hàng thì tăng nguy cơ nợ xấu, đối mặt với rủi ro tín dụng tăng khi uy tín ngân hàng giảm ảnh hưởng đến hoạt động huy động vốn từ tiền gửi khách hàng,... . Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô bất ổn, quy mô doanh nghiệp lớn thì với mức ý nghĩa thống kê cao cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng điều chỉnh cấu trúc vốn của mình theo hướng thận trọng hơn do lo ngại những thay đổi bất lợi trong kinh doanh, doanh nghiệp thường giảm cơ cấu nợ trong cấu trúc vốn của mình, ưu tiên sử dụng vốn nội bộ thay vì sử dụng đòn bẩy tài chính. Kết quả này khẳng định rằng doanh nghiệp nên sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho hoạt động kinh doanh nhằm tránh rủi ro tài chính.

Khả năng sinh lời (PRO): Khả năng sinh lời ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy GLS cho thấy biến PRO có hệ số hồi quy âm (-0.360) và có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{Value}} < 1\%$). Điều này phản ánh rằng doanh nghiệp có lợi nhuận cao có xu hướng giảm vay nợ và sử dụng nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE) ảnh hưởng cùng chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy GLS cho thấy biến SIZE có hệ số hồi quy dương (0.134) và có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{Value}} < 1\%$). Điều này phản ánh thực tế rằng doanh nghiệp có quy mô lớn hơn thường có uy tín cao hơn, dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay với chi phí thấp hơn (Rajan & Zingales, 1995) [31]. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp lớn thường có nhu cầu tài chính cao hơn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

Tính hữu hình của tài sản (TANG) ảnh hưởng cùng chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả hồi quy GLS lại cho thấy biến TANG có hệ số hồi quy âm (-0.0445) và có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{Value}} < 1\%$), trái với kỳ vọng ban đầu. Điều này có thể phản ánh thực trạng tại Việt Nam, khi doanh nghiệp chưa tận dụng tốt tài sản cố định làm tài sản thế chấp để vay vốn hoặc có xu hướng dựa nhiều vào vốn chủ sở hữu hơn là vốn vay.

Cơ hội tăng trưởng (MTB) ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy GLS cho thấy biến MTB có hệ số hồi quy âm (-0.00113) và có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{Value}} < 1\%$). Kết quả này xác nhận rằng doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao có xu hướng giảm vay nợ để duy trì sự linh hoạt tài chính. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Titman & Wessels (1988) [34], khi chỉ ra rằng doanh nghiệp tăng trưởng cao thường sử dụng vốn chủ sở hữu thay vì vay nợ để tránh rủi ro tài chính.

Biến động dòng tiền (CFV) ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả hồi quy GLS cho thấy biến CFV có hệ số hồi quy âm (-0.000468) nhưng không có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{Value}} > 10\%$). Điều này cho thấy rằng biến động dòng tiền không ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc

vốn của doanh nghiệp, có thể do doanh nghiệp có các biện pháp quản lý dòng tiền hiệu quả hoặc tìm nguồn tài trợ thay thế.

Tăng trưởng kinh tế (GDP) ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy GLS cho thấy biến GDP có hệ số hồi quy âm (-0.494) và có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{value}} < 1\%$). Điều này phản ánh rằng khi nền kinh tế tăng trưởng, doanh nghiệp có lợi nhuận cao hơn và có thể sử dụng nguồn vốn nội bộ thay vì đi vay, giảm phụ thuộc vào nợ vay. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1999) [51].

Tỷ lệ lạm phát (INF) ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy GLS cho thấy biến INF có hệ số hồi quy âm (-0.346) và có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{value}} < 5\%$). Điều này cho thấy rằng khi lạm phát tăng cao, doanh nghiệp có thể giảm vay nợ do chi phí vay vốn tăng, phù hợp với kỳ vọng ban đầu.

Dịch bệnh Covid-19 (COVID19) ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả hồi quy GLS cho thấy biến COVID19 có hệ số hồi quy dương (0.00101) nhưng không có ý nghĩa thống kê ($P_{\text{value}} > 10\%$). Điều này có thể là do doanh nghiệp đã điều chỉnh chiến lược tài chính linh hoạt để thích nghi với đại dịch, cắt giảm chi phí hoạt động hoặc nhận hỗ trợ tài chính từ chính phủ.

Kết quả hồi quy GLS đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Việt Nam trong bối cảnh sự bất định chính sách kinh tế. Kết quả này cho thấy tầm quan trọng của việc xem xét một số yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp trong việc ra quyết định tài chính. Đồng thời, nghiên cứu cung cấp cơ sở khoa học cho các doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng chiến lược tài chính phù hợp nhằm tối ưu hóa cấu trúc vốn và giảm thiểu rủi ro tài chính, trong bối cảnh nền kinh tế có những sự bất định chính sách kinh tế.

5. KẾT LUẬN, MỘT SỐ HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ HẠN CHẾ CỦA ĐỀ TÀI

5.1 Kết luận

Ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam là đề tài nghiên cứu của nhóm tác giả dựa trên 318 doanh nghiệp niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023. Vấn đề nghiên cứu được đánh giá và phân tích bằng các phương pháp kiểm định OLS, REM, FEM và GLS. Kết quả cho thấy sự bất định chính sách kinh tế có ảnh hưởng ngược chiều đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Điều này cho thấy khi mức độ sự bất định chính sách kinh tế gia tăng thì các doanh nghiệp có xu hướng giảm việc sử dụng nợ và ngược lại. Ngoài ra, nghiên cứu cũng xem xét ảnh hưởng của một số yếu tố đặc trưng doanh nghiệp và một số yếu tố kinh tế vĩ mô đến cấu trúc vốn. Kết quả chỉ ra các yếu tố như khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tính hữu hình, cơ hội tăng trưởng, tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát có ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Nghiên cứu này đóng góp vào hiểu biết hiện có về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Việt Nam, đặc biệt là vai trò của sự bất định chính sách kinh tế. Kết quả nghiên cứu có hàm ý quan trọng cho các nhà quản lý doanh nghiệp trong việc đưa ra quyết định tài chính, đặc biệt là trong bối cảnh môi trường chính sách kinh tế có nhiều biến động. Đồng thời, nghiên cứu cũng cung cấp thông tin hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách trong việc đánh giá ảnh hưởng của các quyết định chính sách đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

5.2 Một số hàm ý chính sách

Dựa trên yếu tố ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam đối với bộ dữ liệu doanh nghiệp niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam giai đoạn từ 2015 – 2023, nghiên cứu đưa ra một số hàm ý chính sách như sau:

Đối với doanh nghiệp, sự bất ổn chính sách kinh tế có thể kìm hãm đầu tư đổi mới, từ đó ảnh hưởng ngược chiều đến sự phát triển và giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp cần chủ động theo dõi và đánh giá ảnh hưởng của các chính sách mới lên hoạt động kinh doanh và cơ cấu vốn để điều chỉnh chiến lược phù hợp. Việc xem xét lại tỷ lệ nợ vay và vốn chủ sở hữu, sẵn sàng điều chỉnh cơ cấu vốn khi có xảy

ra sự bất định chính sách kinh tế, là cần thiết để tối ưu hóa chi phí vốn và tăng khả năng sinh lời. Đồng thời, tăng cường vốn chủ sở hữu giúp doanh nghiệp linh hoạt và chống chịu tốt hơn trước biến động thị trường. Cuối cùng, doanh nghiệp cần thận trọng và phân tích kỹ lưỡng rủi ro khi đưa ra quyết định đầu tư dài hạn trong bối cảnh có sự bất định chính sách kinh tế, đồng thời xây dựng các phương án dự phòng.

Đối với nhà nước, để giảm thiểu ảnh hưởng ngược chiều của sự bất định chính sách kinh tế, chính phủ cần đảm bảo sự ổn định và minh bạch trong chính sách tài khóa, hoàn thiện khung pháp lý và cơ chế hỗ trợ tín dụng cho doanh nghiệp. Đồng thời, khuyến khích doanh nghiệp phát triển chiến lược tài chính bền vững thông qua tư vấn, quản lý rủi ro và đa dạng hóa nguồn vốn. Cuối cùng, tăng cường đối thoại giữa nhà nước và doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp niêm yết, là rất quan trọng để tạo ra môi trường chính sách linh hoạt và phản ứng kịp thời với biến động thị trường.

5.3 Hạn chế của đề tài

Mục tiêu của nghiên cứu này là xác định chiều hướng và mức độ ảnh hưởng của sự bất định chính sách kinh tế đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại Việt Nam, từ đó đề xuất các giải pháp giúp doanh nghiệp thích ứng linh hoạt và tối ưu hóa nguồn lực tài chính. Do đó, bài nghiên cứu chưa phân tích tác động gián tiếp từ bất định chính sách kinh tế toàn cầu đến bất định chính sách kinh tế tại Việt Nam và ảnh hưởng của nó lên cấu trúc vốn doanh nghiệp. Lý do mô hình nghiên cứu chưa tích hợp được mối quan hệ này, do hạn chế dữ liệu và khó khăn trong việc đo lường sự truyền dẫn giữa hai yếu tố. Đây là khoảng trống nghiên cứu đáng chú ý, mở ra hướng tiếp cận mới cho các nghiên cứu trong tương lai.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] K. Jurado, S. C. L. và S. N. , “Measuring Uncertainty,” *American Economic Review*, Volume 105(3), pp. 1177–1216, 2015.
- [2] S. J. Davis, “An Index of Global Economic Policy Uncertainty,” *National Bureau of Economic Research*, 2016.
- [3] P. Sharma, L. T. K. R. P. D. N. S. và C. S. , “Managing uncertainty during a global pandemic: An international business perspective,” *Journal of Business Research*, Volume 116, pp. 188-192, 2021.
- [4] S. Baker, . N. B. và S. D. , “Measuring economic policy uncertainty,” *The quarterly journal of economics*, Volume 131(4), pp. 1593-1636, 2016.
- [5] A. Kraus và R. H. L. , “ A state-preference model of optimal financial leverage,” *he journal of finance*, Volume 28 (2), pp. 911-922, 1973.
- [6] F. Modigliani và M. H. M. , “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction,” *The American Economic Review*, Volume 5, pp. 433-443, 1963.
- [7] S. C. Myers và N. S. M. , “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have,” *Journal of Financial Economics*, Volume 13(2), pp. 187-221, 1984.
- [8] P. R. E. Culata và T. G. , “Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange” *The Winners*, Volume 13, pp. 40-49, 2012.
- [9] G. HUANG và F. M. S. , “The determinants of capital structure: Evidence from China,” *China Economic Review*, pp. 14-36, 2006.
- [10] G. Zhang, H. J. P. Z. và Huang, Haozhi, “Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China” *Economic Systems*, Volume 39, pp. 439-457, 2015.
- [11] W.-F. Pan, X. W. và S. Y. , “Debt Maturity, Leverage, and Political Uncertainty,” *he North American journal of economics and finance*, 2019.
- [12] C. Gao và Takuji W. Tsusaka, “Economic Uncertainty and Firms’ Capital Structure,” *Evidence from China*, Volume 11, pp. 66-89, 2023.
- [13] B. Granville, R. M. và E. S. , “The Impact of Economic Policy Uncertainty on Capital Structure: Evidence from Russia,” *Journal of Corporate Finance Research*, Volume 13, pp. 7-19, 2019.
- [14] W. Kang, L. K. và R. R. A. , “Economic Policy Uncertainty and Firm-Level Investment,” *Forthcoming in: Journal of Macroeconomics*, pp. 51277, 2014.
- [15] X.-M. Li và Q. M. , “The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms,” *Journal of International Money and Finance*, Volume 110, pp. 102279,

2021.

- [16] X. Chen, C. H. A. L. Y. S. và S. T. , “Australian policy uncertainty and corporate investment,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 61, pp. 101341, 2020.
- [17] L. A. D. Schwarz và D. F. Z. , “The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil,” *Finance Research Letters*, Volume 40, pp. 101676, 2021.
- [18] Y. Bajaj, S. K. và S. S. , “Dynamics of capital structure: evidence from Indian manufacturing firms,” *Journal for Global Business Advancement*, Volume 25, pp. 667-686, 2018.
- [19] I. Love, L. P. và V. S.-A. , “Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises,” *Journal of Financial Economics*, Volume 83, pp. 453-469, 2007.
- [20] B. Julio và Y. Y. , “Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles,” *he Journal of Finance*, Volume 67(1), pp. 45-83, 2012.
- [21] J. Sudrajat và H. S. , “ole of Firm Size and Profitability on Capital Structures and Its Impact Over Firm Value,” *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, Volume 2, pp. 13-27, 2021.
- [22] I. A. G. D. M. Sari và . I. B. P. S. , “Profitability and Liquidity on Firm Value and Capital Structure as Intervening Variable,” *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, Volume 7, pp. 116-127, 2020.
- [23] Y. Feng, A. H. và A. A. E. , “Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies,” *International Journal of Accounting & Information Management*, Emerald Group Publishing Limited, pp. 759-783, 2020.
- [24] J.-H. Ko và C. L. , “International economic policy uncertainty and stock prices: Wavelet approach,” *Economics Letters*, Volume 134, pp. 118-122, 2015.
- [25] C. Ghirelli, j. J. P. và . A. U. , “Economic policy uncertainty in Latin America: measurement using Spanish newspapers and economic spillovers,” *Banco de Espana Working Paper*, pp. 66, 2020.
- [26] L. T. P. Loan và H. G. Truong, “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh,” *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, pp. 26-34, 2023.
- [27] N. T. Anh, . D. T. T. Trần và . H. Đ. Lê , “Mối quan hệ giữa bất định về kinh tế vĩ mô và cấu trúc kỳ hạn nợ: Nghiên cứu tại các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam,” *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 2023.
- [28] Le, H. D., Cao, T. T., Nguyen, T. T., & Tran, L. P. (2021). Sự không chắc chắn và cấu trúc vốn: Bằng chứng từ một quốc gia mới nổi. *Revista GEINTEC – Gestão Inovação e Tecnologias*, Volume 11, 11(2), 1700–1715. <https://doi.org/10.47059/revistageintec.v11i2.1792>
- [29] N. T. L. Thu, “Bàn về bất định chính sách kinh tế và một số hướng nghiên cứu,” *Tạp chí kinh tế-công nghiệp*, Volume 39(3), 2023.
- [30] Y. Wang, C. R. C. và Y. S. H. , “Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 50, pp. 227-243, 2014.
- [31] R. g. Rajan và I. z, “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data,” *Journal of Finance*, Volume 50(5), pp. 1421-1460, 1995.
- [32] E. F. a. K. R. F. Fama, “The determinants of capital structure,” *Journal of Financial Economics*, 2002.
- [33] S. C. Myers, “Capital structure,” *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 15(2), pp. 81-102, 2001.
- [34] S. Titman và R. W. , “The Determinants of Capital Structure Choice,” *Journal article*, Volume 43(1), pp. 1-19, 1988.
- [35] N. T. B. Thuận, “Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty ngành thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam,” *Trường Đại học Đà Lạt*, Volume 76, 2022.
- [36] L. Đ. Chí, “Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam,” *Những vấn đề kinh tế - tài chính và tăng trưởng*, Volume 19, 2013.
- [37] M. C. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *The American Economic Review*, Volume 6, pp. 323-329, 1986.
- [38] M. O. Keefe và M. Y. , “The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities,” *Journal of Corporate Finance*, pp. 18-36, 2016.

- [39] N. H. Yên, “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*, Volume 49, pp. 44-71, 2020.
- [40] M. Z. Frank và V. K. G. , “Capital Structure Decisions: Which,” *Financ. Management*, Volume 38(1), pp. 1-37, 2009.
- [41] A. Y. Saif-Alyousfi, “Determinants of Bank Profitability: Evidence from 47 Asian Countries,” *Journal of Economic Studies*, Volume 49(2), pp. 44-60, 2020.
- [42] O. O. Gungoraydinoglu Ali, “Firm and country level determinants of corporate leverage,” *Some new international evidence. Journal of Corporate Finance*, Volume 17, pp. 1457-1474, 2011.
- [43] Y. Yan, “Dynamic Adjustment of capital structure in macroeconomic fluctuations,” *IEEC*, 2010.
- [44] N. Mirza, B. R. B. N. và S. K. A. R. , “Impact of Covid-19 on Corporate Solvency and Possible Policy Responses in the EU,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 87, 2020.
- [45] S. Hu và Y. Z. , “COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence,” *International Review of Economics & Finance*, Volume 74, pp. 365-372, 2021.
- [46] H. Y. X. & Y. L. Liu, “The impact of operating flexibility on firms’ performance during the COVID-19 outbreak: Evidence from China.,” *Finance research letters*, Volume 36, 2021.
- [47] T. S. B. Pagan và A. R. Pagan, “A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation,” *journal article*, pp. 1287-1294, 1979.
- [48] J. M. Wooldridge, “Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data,” *Cambridge, MA: MIT Press*, 2002.
- [49] J. M. Wooldridge, “Introductory Econometrics: A Modern Approach” 2020.
- [50] N. X. Thắng, “Lý thuyết đánh đổi hay lý thuyết trật tự phân hạng: Bằng chứng thực nghiệm với cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2008-2023,” *Tạp chí Quản lý và Kinh tế Quốc tế*, pp. 1-15, 2024.
- [51] A. Demircuc-Kunt và V. M. , “Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity,” *Journal of Financial Economics*, pp. 295-336, 1999.

THE IMPACT OF ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY ON THE CAPITAL STRUCTURE OF ENTERPRISES IN VIET NAM

VO VAN HOP*, PHAM THAO MY

School of Finance and Accounting, Industrial university of Ho Chi Minh city

**Corresponding author: vovanhop@iuh.edu.vn*

Abstract.

The study aims to examine the impact of economic policy uncertainty on the capital structure of listed firms in Vietnam. It utilizes data from 318 Vietnamese listed companies over the period 2015–2023. The research employs OLS, FEM, REM, and GLS regression methods for analysis and discussion. The results from this dataset indicate that economic policy uncertainty has an inverse effect on firms' capital structures. Specifically, when the level of economic policy uncertainty increases, firms tend to reduce their debt and equity ratios to minimize risk. In addition, capital structure is also influenced by factors such as firm size, profitability, business risk, and economic growth rate. Based on these findings, the study proposes several policy implications to support firms in optimizing their financial strategies amid an unstable economic environment.

Keywords: Capital structure; economic policy uncertainty; GLS regression method

Ngày gửi bài: 04/4/2025

Ngày chấp nhận đăng: 25/5/2025