

KIỂM ĐỊNH LÝ THUYẾT TRẬT TỰ PHÂN HẠNG VÀ LÝ THUYẾT ĐÁNH ĐỔI: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI DOANH NGHIỆP NGÀNH SẢN XUẤT THỰC PHẨM - ĐỒ UỐNG - THUỐC LÁ

TESTING THE PECKING ORDER THEORY AND THE TRADE OFF THEORY:
EXPERIMENTAL RESEARCH IN THE FOOD - BEVERAGE - TOBACCO INDUSTRY

Lê Phương Dung

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng
Email: Lephuongdung191@gmail.com

Lê Văn Minh Triển

*Lớp 35K15.2, Khoa Tài chính Ngân hàng,
Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng*

TÓM TẮT

Nghiên cứu sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính quý 1 - 2008 đến quý 4 - 2012 của 20 doanh nghiệp (DN) ngành sản xuất thực phẩm - đồ uống - thuốc lá niêm yết Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Với cách tiếp cận hồi quy bội (OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), kết quả nghiên cứu cho thấy: Thứ nhất, thông qua kiểm định lý thuyết trật tự phân hạng, nghiên cứu cho thấy việc tài trợ bằng vốn cổ phần vẫn chiếm xu hướng cao trong các ngành sản xuất thực phẩm - đồ uống - thuốc lá. Thứ hai, tốc độ điều chỉnh ở DN ngành này khá cao và tốc độ điều chỉnh khi đòn bẩy thấp hơn đòn bẩy mục tiêu là cao hơn so với khi đòn bẩy lớn hơn đòn bẩy mục tiêu, có nghĩa là chi phí điều chỉnh thấp ở các DN và lợi ích nhận được khi tăng nợ là lớn hơn lợi ích nhận được khi giảm nợ.

Từ khóa: cấu trúc vốn; lý thuyết đánh đổi; lý thuyết trật tự phân hạng; ngành thực phẩm - đồ uống - thuốc lá; mô hình ảnh hưởng cố định; mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên

ABSTRACT

This article uses the data from the financial statements from the first quarter of 2008 to the fourth quarter of 2012 in 20 listed food - beverage - tobacco manufacturing companies in the Hochiminh Stock Exchange (HSX). By using Ordinary Least Squares (OLS), Fixed Effects Model (FEM) and Random Effects Model (REM), the empirical results have made two conclusions: Firstly, through accreditation, the pecking order theory, the research suggests that the firms in this industry prefer to finance by equity financing. Secondly, there is a high speed of adjustment in this industry, which means that these firms have low costs of adjustment and they receive more benefits from the increase of debts than from the decrease of debts.

Key words: capital structure; trade off theory; pecking order theory; food - beverage - tobacco industry; FEM, REM

1. Đặt vấn đề

Các DN có thể duy trì một cấu trúc vốn tối ưu và nếu có thì nó sẽ ảnh hưởng như thế nào đến giá trị DN? Đó là câu hỏi làm đau đầu các nhà kinh tế học trong suốt những năm qua. Đặt trong bối cảnh nền kinh tế đang suy thoái như hiện nay thì vấn đề làm sao để tối thiểu hóa chi phí, tối đa hóa giá trị thị trường của các DN ngày càng trở nên trở nên cấp thiết đối với các DN. Vì thế, nghiên cứu tập trung làm rõ 3 vấn đề lớn: thứ nhất, đề tài sẽ kiểm định lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi tại doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm - đồ uống - thuốc lá niêm yết trên sàn HSX. Thứ hai, đề tài mở rộng thêm với mô hình mở rộng lý thuyết

đánh đổi của Zurigat(2009): Mô hình này nhằm xem xét tỷ lệ điều chỉnh đòn bẩy tài chính trở về mức đòn bẩy tài chính mục tiêu khi nó cao hơn đòn bẩy mục tiêu và thấp hơn đòn bẩy mục tiêu có giống nhau hay không. Nghiên cứu áp dụng phương pháp hồi quy bội (OLS), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). *Thứ nhất*, khi DN lâm vào tình trạng thâm hụt tài chính thì phát hành vốn cổ phần vẫn chiếm xu hướng cao trong DN. *Thứ hai*, tốc độ điều chỉnh về đòn bẩy mục tiêu của DN ngành sản xuất thực phẩm - đồ uống - thuốc lá là 43%, trong đó tốc độ điều chỉnh khi đòn bẩy thấp hơn đòn bẩy mục tiêu là cao hơn so với khi đòn bẩy lớn hơn đòn bẩy mục tiêu.

2. Cơ sở lý thuyết về lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi

2.1. Mô hình kiểm định lý thuyết trật tự phân hạng

Khi xảy ra sự mất cân bằng giữa dòng tiền vào so với dòng tiền ra (cổ tức và các cơ hội đầu tư), các DN chỉ cần nguồn tài trợ bên ngoài từ nợ hoặc vốn cổ phần mới (Shyam – Sunder và Myers “1999”). Theo Frank và Goyal (2003), tổng nợ mới và vốn cổ phần mới trong năm sẽ cân bằng với mức thâm hụt tài chính của năm đó:

$$\Delta TD_{it} + \Delta TE_{it} = DEF_{it}$$

Với ΔTD_{it} là nợ mới phát hành của DN I năm t, ΔTE_{it} là vốn cổ phần mới phát hành DN i năm t và DEF_{it} là mức thâm hụt tài chính DN I trong năm t.

$$\text{Mà: } DEF_{it} = DIV_{it} + I_{it} + \Delta NWC_{it} - CF_{it}$$

Với DIV_{it} là cổ tức chi trả bằng tiền mặt của DN i năm t;

I_{it} là đầu tư ròng của DN I trong năm t và được tính bằng tài sản dài hạn năm t trừ năm t-1;

ΔNWC_{it} chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn.

CF_{it} là lợi nhuận sau thuế và lãi vay của DN i năm t.

Theo lập luận của lý thuyết trật tự phân hạng, khi DN cần nguồn tài trợ bên ngoài thì tài trợ hoàn toàn bằng nợ sẽ là sự lựa chọn hợp lý nhất, do đó ΔE_{it} sẽ bằng không. Nhằm khắc phục sự khác nhau về quy mô DN, đề tài chia biến phát hành ΔTD_{it} và thâm hụt tài chính DEF_{it} cho tổng tài sản.

Phương trình mới như sau:

$$\Delta TDA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 DEF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.5)$$

Với TDA_{it} : là nợ mới phát hành trên tổng tài sản i trong năm t;

DEF_{it} : là mức thâm hụt tài chính (thặng dư tài chính) trên tổng tài sản của DN i năm t.

2.2. Mô hình kiểm định lý thuyết đánh đổi

Lý thuyết đánh đổi năng động cho rằng trong ngắn hạn, cấu trúc vốn của DN dao động quanh mức tối ưu và có xu hướng đạt tới mức tối ưu trong dài hạn. Cấu trúc vốn tối ưu này sẽ là mục tiêu mà giám đốc tài chính hướng đến trong dài hạn. Áp dụng mô hình cơ chế điều chỉnh từng phần được đề xuất bởi Shyam - Sunder (1999) và Frank - Goyal(2003) đối với các DN ngành sản xuất thực phẩm - đồ uống - thuốc lá.

$$\Delta Y_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 TRAC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Với: } TRAC_{it} = Y_{it}^* - Y_{it-1}$$

Vì tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu Y_{it}^* của các DN

thì không thể quan sát được nên đề tài sẽ dựa trên kết quả ước lượng được các nhân tố ảnh hưởng của đòn bẩy cấu trúc vốn. (dựa theo nghiên cứu của Ziad Zurigat năm 2009).

$\Delta Y = Y_{it} - Y_{it-1}$ (Y_{it} : tỷ lệ nợ quý hiện nay, Y_{it-1} : tỷ lệ nợ quý trước)

Tiếp theo, đề tài tiếp tục sử dụng mô hình của Zurigat (2009) với việc chia biến TRAC thành 2 phần nhằm kiểm định xem tốc độ điều chỉnh khi đòn bẩy thực tế cao hơn đòn bẩy mục tiêu và khi đòn bẩy thấp hơn đòn bẩy mục tiêu có giống nhau hay không?

+ $PTRAC_{it}$ thể hiện DN đang ở mức đòn bẩy thấp hơn đòn bẩy mục tiêu ($TRAC > 0$),

+ $NTRAC_{it}$ thể hiện DN ở mức đòn bẩy ở trên đòn bẩy mục tiêu ($TRAC < 0$). Nghiên cứu hướng đến mô hình mở rộng cho lý thuyết đánh đổi như sau:

$$\Delta Y_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 PTRAC_{it} + \varphi_2 NTRAC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.7)$$

Trong đó, $PTRAC_{it} = TRAC_{it}$ nếu $TRAC_{it} > 0$, và bằng 0 nếu $TRAC_{it} \leq 0$

$NTRAC_{it} = TRAC_{it}$ nếu $TRAC_{it} < 0$, và bằng 0 nếu $TRAC_{it} > 0$

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu dữ liệu trên báo cáo tài chính

của 20 DN ngành sản xuất thực phẩm – đồ uống – thuốc lá niêm yết trên sàn HSX từ quý 1 năm 2008 đến quý 4 năm 2012.

3.2. Mã hóa biến nghiên cứu

Phương pháp phân tích

Mô hình hồi quy dữ liệu bảng có dạng như sau:

$$Y_{it} = C + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_n X_{nit} +$$

u_{it} , i, t thuộc N^*

Trong đó: Y_{it} là giá trị của biến phụ thuộc (tỷ lệ nợ) của DN i vào thời gian t .

$X_{1it}, \dots, X_{nit}$ là giá trị biến độc lập đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn DN i vào thời gian t .

u_{it} : là phần dư.

Hệ số chặn “C” trong công thức (1) được thêm vào chỉ số “i,t” để phân biệt hệ số chặn của từng DN khác nhau, sự khác biệt này có thể do đặc điểm khác nhau của từng DN hoặc do sự khác nhau trong chính sách quản lý, hoạt động của DN.

Phương pháp hồi quy bội (OLS) Mô hình này sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) và nó có giả định rằng không có đơn vị chéo đặc biệt nào hoặc thời kỳ đặc biệt nào ảnh hưởng đến các hệ số trong mô hình

Với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến các biến giải thích, phương pháp FEM (Mô hình các nhân tố ảnh hưởng cố định) phân tích mối tương quan này giữa phần dư của mỗi thực thể với các biến giải thích qua đó kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt (không đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để có thể ước lượng những ảnh hưởng thực (net effect) của biến giải thích lên biến phụ thuộc.

Phương pháp REM (mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên) dựa vào giả thiết rằng sự khác biệt giữa các thực thể được chứa đựng trong phần sai số ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Do đó, thay vì C_i cố định, phương pháp giả định C_i là một biến ngẫu nhiên với giá trị trung bình là C . Khi đó, giá trị hệ số chặn là $C_i = C + \varepsilon_i$, trong đó ε_i là sai số ngẫu nhiên có trung bình bằng 0 và phương sai là σ^2 .

Cuối cùng, sử dụng kiểm định Hausman nhằm lựa chọn phương pháp FEM hay REM phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu, với giả thiết

H_0 : ước lượng mô hình FEM và mô hình REM không khác nhau.

H_1 : FEM và REM có sự khác biệt đáng kể

Nếu $\alpha > p_value$ thì giả thiết H_0 bị bác bỏ, FEM phù hợp hơn để sử dụng. Ngược lại, REM sẽ phù hợp hơn để lựa chọn

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả kiểm định thực tiễn lý thuyết trật tự phân hạng

Shyam - Sunder và Myers (1999) và Frank và Goyal (2003) cho rằng nếu lý thuyết trật tự phân hạng có ý nghĩa thì hệ số tung độ gốc sẽ bằng 0 ($\gamma_0 = 0$) và hệ số độ dốc của biến DEFA sẽ bằng 1 ($\gamma_1 = 1$). Đây sẽ là giả thuyết để kiểm định mô hình (5.1).

$$\Delta TDA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 DEFA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5.1)$$

Bảng 1. Kết quả hồi quy mô hình kiểm định lý thuyết trật tự phân hạng

Mô hình Biến	FEM	REM
γ_0	0.458033 (0.0000)*	0.467802 (0.0000)*
DEFA	0.008427 (0.0190)**	0.006676 (0.0537)***
R^2	0.89	0.04467
Durbin - Watson	2.06	1.498
Hausman test (p_value)	(0.0236)**	

(*, **, *** có ý nghĩa với mức 1%, 5%, 10%)

Từ kết quả của Bảng 1 cho thấy hệ số tung độ vào khoảng 0.458033 với mức ý nghĩa 1%, hệ số biến giải thích DEFA vào khoảng 0.008427 với mức ý nghĩa 5%. So với giả thiết kiểm định hệ số tung độ gốc sẽ bằng không ($\gamma_0 = 0$) và hệ số độ dốc biến DEFA sẽ bằng 1 ($\gamma_1 = 1$) thì cho thấy được rằng lý thuyết trật tự phân hạng có ảnh hưởng không thực sự rõ ràng. Kết quả trên cũng cho thấy việc tài trợ bằng phát hành nợ vay mới chỉ chiếm 0.8% trong mức độ thâm hụt tài chính, việc tài trợ bằng vốn cổ phần vẫn chiếm xu hướng cao trong các DN ngành sản xuất thực phẩm – đồ uống – thuốc lá.

4.2. Kết quả kiểm định lý thuyết đánh đổi

$$\Delta Y_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{TRAC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5.2)$$

Bảng 2. Tổng hợp kết quả hồi quy mô hình kiểm định lý thuyết đánh đổi

Biến \ Mô hình	FEM	REM
λ_0	0.0004424 (0.2679)	0.007145 (0.0726)***
TRAC	0.43 (0.0000)*	0.021691 (0.2122)
R-squared	0.13	0.0038
Durbin - Watson	2.37	2.43
Hausman test (p_value)	(0.0000)	

(*, **, *** có ý nghĩa với mức 1%, 5%, 10%)

Kết quả mô hình FEM Bảng 2 cho thấy hệ số biến giải thích TRAC vào khoảng 0.43 với mức ý nghĩa 1% cho thấy các DN có xu hướng duy trì tỉ lệ đòn bẩy mục tiêu của mình. Tỷ lệ điều chỉnh mục tiêu hằng năm là 0.43 thể hiện rằng 43% độ lệch khỏi mức mục tiêu năm trước sẽ được điều chỉnh loại trừ trong năm sau.

Tóm lại, kết quả tìm được tỷ lệ điều chỉnh là 0,43 và một số nghiên cứu kiểm định trên thế giới như Ozkan (2001) tại Anh là 44,3%, Antoniou và các cộng sự (2008) thực hiện khảo sát lớn ở năm quốc gia: Mỹ, Anh, Đức, Pháp và Nhật. Kết quả cho thấy, Pháp là quốc gia có tỷ lệ điều chỉnh nhanh nhất với 59,3% mỗi năm và Nhật thấp nhất với 11,1% mỗi năm, Đức, Anh và Mỹ lần lượt là 23,6%, 31,8% và 33,2%. Tỷ lệ điều chỉnh được xem là khá cao tại thị trường Việt Nam được giải thích do hầu hết là nợ vay của DN là nợ vay ngân hàng nên ít chịu phải các chi phí điều chỉnh “chi phí điều chỉnh là các chi phí của việc môi giới, tư vấn pháp luật, thuế, khi gia tăng nợ bằng trái phiếu”. Cơ cấu nợ của các DN ngành sản xuất thực phẩm - đồ uống - thuốc lá chủ yếu là nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ dài hạn rất thấp (6,13% trong tổng nợ) nên việc duy trì 1 đòn bẩy mục tiêu không gây ra quá nhiều chi phí.

4.3. Kết quả kiểm định mở rộng lý thuyết đánh đổi

$$\Delta Y_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{PTRAC}_{it} + \varphi_2 \text{NTRAC}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bảng 3. Kết quả hồi quy mô hình mở rộng cho lý thuyết đánh đổi

Biến \ Mô hình	FEM	REM
C	-0.030926 (0.0357)**	0.010800 (0.1586)
PTRAC	0.648376 (0.0000)*	0.005246 (0.8780)
NTRAC	0.287693 (0.0005)*	0.042983 (0.3054)
R-squared	0.15	0.004
Durbin - Watson	2.32	2.44
Hausman test (p_value)	(0.0000)*	

(*, **, ***: 1%, 5%, 10%)

Một kết quả quan trọng từ Bảng 3 là cho thấy hệ số PTRAC = 64,8% > NTRAC = 28,8%, tức là các DN có đòn bẩy thấp hơn đòn bẩy mục tiêu tỏ ra nỗ lực hơn và sẽ cố gắng tăng mức đòn bẩy nhiều hơn nỗ lực giảm đòn bẩy khi đòn bẩy cao hơn mức mục tiêu.

5. Kết luận và kiến nghị**5.1. Kết luận**

Qua nghiên cứu ảnh hưởng lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi đến cấu trúc vốn của 20 DN ngành sản xuất thực phẩm - đồ uống - thuốc lá niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh bằng phương pháp mô hình hồi quy gộp (OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), có thể rút ra một số kết luận sau đây:

Thứ nhất, các DN trong ngành có tỷ lệ nợ tương đối cao trung bình đến 45,43% và trong cơ cấu vốn vay thì chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn để bổ sung nhu cầu vốn lưu động và tài trợ cho TSCĐ. Điều này thực sự không tốt vì nó có thể dẫn đến sự mất cân bằng tài chính của DN.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng chính sách vay nợ của DN phụ thuộc chủ yếu vào sáu nhân tố: nhân tố hiệu quả kinh doanh, cấu trúc tài sản, quy mô DN, đặc điểm riêng tài sản, thuế thu nhập DN và tính thanh khoản.

Mô hình trật tự phân hạng cho thấy nợ vay chỉ đảm bảo khoảng 0,8% mức độ thâm hụt tài chính.

Mô hình kiểm định lý thuyết đánh đổi cho

biết mức độ điều chỉnh của các DN khi đòn bẩy tài chính lệch khỏi mức mục tiêu. Tỷ lệ điều chỉnh hằng năm vào khoảng 43%.

Ngoài ra, đề tài còn nghiên cứu mô hình mở rộng lý thuyết đánh đổi dựa trên ý tưởng của Zurigat (2009). Mô hình mở rộng cho lý thuyết đánh đổi cho thấy khi đòn bẩy thực thể vượt trên mức mục tiêu thì DN nhanh chóng điều chỉnh giảm xuống với tỷ lệ điều chỉnh 28,8%, trong khi đó nếu đòn bẩy tài chính dưới mức mục tiêu thì tỷ lệ điều chỉnh vào khoảng 64,8% cho thấy các lợi ích việc tăng đòn bẩy lớn hơn so với lợi ích của việc giảm đòn bẩy.

5.2. Kiến nghị

- Kết quả kiểm định lý thuyết phân hạng cho thấy, phát hành vốn cổ phần mới đóng vai trò rất quan trọng mỗi khi DN lâm vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Điều đó cho thấy việc hoàn thiện thị trường chứng khoán, nâng cao tính minh bạch của thị trường thì ủy ban giám sát chứng khoán phải hoạt động hiệu quả hơn, giám sát chặt chẽ hơn nhằm tránh tình trạng đầu cơ chứng khoán. Qua đó, sẽ góp phần giảm chi phí đại diện giữa DN và nhà đầu tư, các DN có thể huy động vốn với một chi phí rẻ hơn khi phần bù rủi ro cho nhà đầu tư được giảm xuống. Khi tính minh bạch của thị trường được nâng cao, các DN có tình hình kinh doanh tốt sẽ dễ dàng trong thu hút vốn cổ phần.

- Phát triển thị trường trái phiếu DN:

Nhìn vào tỷ lệ nợ dài hạn ta thấy các DN ngành sản xuất thực phẩm – đồ uống có tỉ lệ nợ dài hạn của các DN rất thấp chỉ khoảng 6.13%, có một số quý ở một số DN thì tỷ lệ nợ dài hạn bằng 0 cho thấy các DN rất e ngại hoặc gặp khó khăn khi sử dụng hoặc gia tăng nợ vay dài hạn. Chính vì thế, đối với các nhà quản lý, việc phát triển thị trường trái phiếu DN là yêu cầu cực kì quan trọng như thông qua biện pháp loại bỏ bớt thủ tục còn rắc rối, giảm lệ phí phát hành, xây dựng các tổ chức xếp hạng DN chuyên nghiệp để DN và nhà đầu tư có cơ sở đưa ra một mức lãi suất hấp dẫn hợp lý giữa bên cho vay và bên đi vay. Bên cạnh đó, nâng cao hiệu quả của các hoạt động kiểm toán độc lập, siết chặt quy định về công bố thông tin để tối thiểu hóa các rủi ro cho nhà đầu tư làm giảm chi phí đại diện của nợ cũng góp phần làm giảm lãi suất cho vay trên trái phiếu.

Ngoài ra, chính phủ cần phải phát triển sự hỗ trợ từ các kênh truyền thông như báo đài, mạng internet để có thể tuyên truyền các thông tin về chính sách, những thay đổi, dự báo của chính phủ về tình hình kinh tế, các chính sách về bảo vệ nhãn hiệu, tư vấn pháp luật để các DN có thể nắm bắt được tình hình, chủ động đề ra các phương án sản xuất kinh doanh cho phù hợp với chính sách và quy định của chính phủ.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Cai, F. & Ghosh, A., 2003, Tests of Capital Structure Theory: A Binomial Approach, *Journal of business and economics studies*, 9(2): 20-32.
- [2] Frank, M. & Goyal, V., 2003, Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 67: 217-248.
- [3] Ozkan, A., 2001, Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data, *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1/2): 175-198.
- [4] Shyam-Sunder, L. & Myers, S.C., 1999, Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51(2): 219-244.
- [5] Zurigat, Z., 2009. Pecking Order Theory, Trade-off theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan. PhD thesis. Heriot – Watt University.
- [6] Using Eviews for principle of Econometrics [third edition] William E. Griffiths, R. Carter Hill, Guay C. Lim
- [7] TS. Võ Thị Thúy Anh, Bùi Phan Nhã Khanh (2012), Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài

- chính doanh nghiệp: nghiên cứu thực nghiệm trên các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên HOSE, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* tháng 7, ĐH Kinh tế TP.HCM.
- [8] TS. Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), Các nhân tố đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: Tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn, *Tạp chí Khoa học và Công nghệ, Đại học Đà Nẵng*, số 5(40).
- [9] Trần Hùng Sơn (2007), Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, *Tạp chí Phát triển Kinh tế* tháng 11, ĐH Kinh tế TP.HCM.
- [10] Nguyễn Ngọc Vũ (2003), Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và các giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu tài trợ của các doanh nghiệp niêm yết tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, *Luận văn thạc sĩ Quản trị Kinh doanh*, Đại học Đà Nẵng.

(BBT nhận bài: 07/06/2013, phản biện xong: 18/06/2013)