

---

# TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN VÀ CHẤT LƯỢNG THỂ CHẾ CẤP TỈNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP VỪA VÀ NHỎ TẠI VIỆT NAM

**Bùi Hà Phương**

*Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội  
Email: haphuongbui2002@gmail.com*

**Lê Hồng Thái**

*Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội  
Email: thailh@vnu.edu.vn*

Mã bài: JED-583

Ngày nhận: 16/03/2022

Ngày nhận bản sửa: 17/7/2022

Ngày duyệt đăng: 24/8/2022

## **Tóm tắt:**

*Bài báo nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn và chất lượng thể chế cấp tỉnh đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam thông qua dữ liệu từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp kết hợp với dữ liệu thống kê của PCI Việt Nam năm 2020. Kết quả từ mô hình hồi quy OLS chỉ ra rằng cấu trúc vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này. Tuy nhiên, tác động của chất lượng thể chế PCI lại phụ thuộc vào chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, PCI có tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp và giá trị sổ sách trên một cổ phiếu, nhưng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, kết quả từ mô hình hồi quy không gian SLX cho thấy cả cấu trúc vốn và chất lượng thể chế cấp tỉnh đều chỉ tác động trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp có trụ sở hoạt động trong cùng một tỉnh. Từ kết quả trên, bài báo đề xuất các khuyến nghị cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động trong những năm tiếp theo.*

**Từ khóa:** Cấu trúc vốn, hiệu quả tài chính, PCI, chất lượng thể chế cấp tỉnh, doanh nghiệp vừa và nhỏ.

**Mã JEL:** G30, G32.

## **Impact of capital structure and provincial institutions on the performance of SMEs in Vietnam**

### **Abstract:**

*This study investigates the impacts of capital structure and provincial institutions on the performance of SMEs in Vietnam using balance sheets data and PCI data in 2020. The results from OLS regression models suggest a negative effect of capital structure on performance. Yet, the influence of PCI depends on the indicator of performance. Specifically, PCI exhibits positive impacts on gross profit margin and book value per share but negative impacts on return on equity. Further, the results from the spatial regression models SLX show that both capital structure and provincial institutions only exhibit a direct influence on the performance of SMEs located in the same province. Based on the findings, this paper proposes some recommendations for SMEs in order to improve their performance in the coming years.*

**Keywords:** Capital structure, financial performance, PCI, provincial institutions, SMEs.

**JEL Codes:** G30, G32

---

## 1. Đặt vấn đề

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một trong những quan tâm hàng đầu của chủ sở hữu khi đưa ra quyết định kinh doanh hoặc đầu tư. Thị trường kinh doanh sau khi trải qua đại dịch COVID-19 cạnh tranh ngày càng gay gắt, nên doanh nghiệp cần xây dựng chiến lược tối đa hóa hiệu quả hoạt động. Trong đó, xác định cấu trúc vốn hợp lý từ lâu đã được coi là yếu tố tiên quyết. Doanh nghiệp có tỷ lệ nợ không phù hợp làm giảm linh hoạt tài chính và nhạy cảm với biến động kinh tế. Doanh nghiệp vay nợ nhiều sẽ khó vay thêm để trang trải chi phí lúc cần thiết. Do vậy, doanh nghiệp muốn phát triển bền vững, cần cân bằng giữa nguồn tài trợ nội bộ và nợ bên ngoài để tránh rủi ro kinh doanh. Đó là xét dưới góc độ kinh tế. Ngoài ra, môi trường thể chế, đơn cử là chính sách và năng lực điều hành của Chính phủ cũng tác động tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Chính sách thông thoáng, minh bạch, kinh doanh tự do và cạnh tranh bình đẳng là những điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp phát huy tối đa sức mạnh nội tại và phát triển nhanh chóng, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động và tối ưu hiệu quả tài chính.

Hiện nay, đã có một số bài viết đánh giá tác động của cấu trúc vốn hoặc chất lượng thể chế cấp tỉnh hoặc kết hợp cả hai nhân tố. Tuy nhiên, vấn đề này mới tập trung chủ yếu vào các doanh nghiệp lớn hoặc các doanh nghiệp niêm yết (Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp, 2016; Trần Trọng Huy & Nguyễn Thị Ngọc Hân, 2020). Nhưng, các doanh nghiệp này không thể đại diện cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ vì sự khác biệt bởi những đặc điểm riêng của quy mô và các tác động khác nhau đối với nền kinh tế Việt Nam.

Những tồn tại khoảng trống nghiên cứu nêu trên đã thúc đẩy nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu định lượng về tác động của cấu trúc vốn và chất lượng thể chế cấp tỉnh đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam. Mục đích của bài viết là đo lường tác động của các nhân tố này thông qua mô hình hồi quy thông thường và mô hình hồi quy không gian. Bài viết sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của 245 doanh nghiệp vừa và nhỏ niêm yết tại Việt Nam trong năm 2020 kết hợp với dữ liệu thống kê chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (PCI). Ngoài ra, bằng việc áp dụng phân tích không gian và mô hình kinh tế lượng không gian, bài viết có thể xem xét đến mối tương tác không gian giữa các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Bài viết bao gồm 5 phần, trong đó Phần 1 là phần đặt vấn đề, Phần 2 đưa ra cơ sở lý luận. Phần 3 đề xuất mô hình nghiên cứu, Phần 4 trình bày a kết quả nghiên cứu định lượng. Cuối cùng, Phần 5 đưa ra kết luận và đề xuất các khuyến nghị.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Cấu trúc vốn là một khái niệm tài chính thể hiện tỷ lệ giữa vốn vay của doanh nghiệp và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng. Hiện nay, nhiều lý thuyết về cấu trúc vốn đã được đề xuất, trong đó lý thuyết Modigliani & Miller (1958) được coi là nền tảng. Theo đó, giá trị của một công ty không phụ thuộc vào cấu trúc vốn của nó. Học thuyết này dựa trên giả định về một thị trường vốn hoàn hảo, nơi các công ty và cá nhân không chịu thuế thu nhập. Đây là một điểm hạn chế lớn bởi vì điều này không xảy ra trong thực tế. Nhằm bổ sung học thuyết Modigliani & Miller (1958), nhiều nghiên cứu khác đã xuất hiện bao gồm: (i) lý thuyết đánh đổi, (ii) lý thuyết trật tự phân hạng, và (iii) lý thuyết thông tin bất cân xứng.

Dựa theo lý thuyết đánh đổi (Myers, 1984), các công ty theo đuổi một điểm nợ tối ưu sẽ xem xét cả lợi ích tài khóa và chi phí của những khó khăn tài chính. Lý thuyết trật tự phân hạng (Brealey & cộng sự, 1977) giả định rằng một nhà lãnh đạo doanh nghiệp tuân thủ theo hệ thống phân cấp sau: tự tài trợ, phát hành nợ không rủi ro, phát hành nợ rủi ro và phát hành cổ phiếu là biện pháp cuối cùng. Hành vi như vậy tránh cho việc giảm giá cổ phiếu của công ty; nó hạn chế việc phân phối cổ tức nhằm tăng dòng tiền và giảm chi phí sử dụng vốn bằng cách hạn chế càng nhiều càng tốt khả năng tiếp cận các khoản vay.

Theo lý thuyết thông tin bất cân xứng (Myers & Majluf, 1984), các quyết định tài chính hướng tới mục đích nhằm giảm thiểu các vấn đề liên quan đến bất cân xứng thông tin. Do đó, các doanh nghiệp nên ưu tiên vốn từ các nguồn bên trong, và nếu nguồn vốn từ bên ngoài là cần thiết, các công ty nên vay nợ thay vì phát hành cổ phiếu mới (Belkhir & cộng sự, 2016).

Cấu trúc vốn từ lâu đã được coi là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo Iqbal & cộng sự (2018), cấu trúc vốn có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua tăng lợi nhuận tài chính. Khi kiểm chứng mối quan hệ này tại Mexico, Cortes Palacios & cộng sự (2016) cũng đưa ra kết quả tương tự. Tuy nhiên, theo Zeitun & Tian (2007), cấu trúc vốn có ảnh

hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Jordan. Còn tại Kenya, Mwangi & Birundu (2015) lại chứng minh rằng cấu trúc vốn không có tác động đáng kể nào đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại đây.

Tại Việt Nam, xuất phát từ ảnh hưởng quan trọng của cấu trúc vốn, nhiều học giả đã xem xét mối quan hệ giữa nhân tố này và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu liên quan được tổng hợp trong Bảng 1. Nhìn chung, ta thấy có sự phân hóa rõ rệt trong kết quả nghiên cứu tiền nhiệm, đặc biệt ở chiều tác động (tích cực, tiêu cực hay không tác động) của cấu trúc vốn. Chính sự không thống nhất trong kết luận của

**Bảng 1: Ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam**

Tác giả (năm)	Thời gian	Chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động	Phương pháp nghiên cứu	Kết quả: Tích cực (+)/tiêu cực (-)/không ảnh hưởng (0)
Nguyen & Ramachandran (2006)	1998-2001	Nợ/tổng tài sản, nợ ngắn hạn/tổng tài sản, nợ ngắn hạn khác/tổng tài sản	OLS	(+) tốc độ tăng trưởng, rủi ro kinh doanh, quy mô (-) tài sản cố định/tổng tài sản (0): lợi nhuận trước thuế/doanh thu
Bùi Đan Thanh & Nguyễn Trần Thái Hà (2017)	2006-2014	ROA, ROE	GMM	(+) tổng nợ bình quân/tổng tài sản bình quân, tổng nợ ngắn hạn bình quân/tổng tài sản bình quân (0) tổng nợ dài hạn bình quân/tổng tài sản bình quân
Bui & cộng sự (2021)	2008-2016	ROA, ROE	GMM	(+) tổng nợ/vốn chủ sở hữu, nợ ngắn hạn/vốn chủ sở hữu (-) nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu
Oanh & cộng sự (2021)	2009-2019	ROE	pooled OLS, FEM, REM, FGLS,	(+) tỷ lệ đòn bẩy, tốc độ tăng trưởng doanh thu (-) đầu tư vào tài sản cố định
Quoc Trung & Tan (2021)	2009-2019	ROE	GMM	(+) tỷ suất sinh lời, quy mô doanh nghiệp, đầu tư vào tài sản cố định, tốc độ tăng trưởng doanh thu (-) tỷ lệ đòn bẩy
Huynh (2021)	2013-2016	ROA	GMM	(+) đầu tư vốn, tuổi, quy mô, năng suất lao động, vị trí, cách quản lý chi, hoạt động xuất khẩu (-) tốc độ tăng trưởng doanh thu, tài sản cố định, đòn bẩy tài chính
Dinh & Pham (2020)	2015-2019	ROE	OLS	(+) tỷ lệ đòn bẩy tài chính, tài sản dài hạn/tổng tài sản, nợ/tổng tài sản (-) tỷ suất tự huy động vốn

*Nguồn: Tác giả tổng hợp.*

các nghiên cứu trước đã thôi thúc nhóm tác giả thực hiện bài viết này, để kiểm chứng lại mối quan hệ của cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp dưới góc nhìn mới và sử dụng dữ liệu cập nhật. Ngoài ra, mặc dù các nghiên cứu tiền nhiệm đã dựa vào nhiều phương pháp nghiên cứu khác nhau để làm sáng tỏ ảnh hưởng của cấu trúc vốn, phương pháp phân tích không gian chưa hề được sử dụng. Điều này minh họa tính mới cũng như đóng góp quan trọng của bài nghiên cứu này cho cơ sở lý thuyết hiện thời.

## 2.2. Ảnh hưởng của chất lượng thể chế đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Về khái niệm, North (1990, 3) nêu rõ “Thể chế là quy tắc của trò chơi trong một xã hội, hay chính thức hơn, là của con người nghĩ ra những ràng buộc định hình sự tương tác giữa con người với nhau”. Theo định nghĩa này, các thể chế có thể được tạo thành từ cả các quy tắc chính thức (chẳng hạn như các quy phạm pháp luật hoặc các quy phạm tổ chức thành văn bản) và các quy tắc không chính thức (chẳng hạn như các quy phạm đạo đức hoặc phong tục). Trong khi đó, Hodgson (2006) định nghĩa thể chế là hệ thống lâu dài của các quy tắc xã hội được thiết lập và gắn liền với các tương tác cấu trúc xã hội.

Chất lượng thể chế cũng được coi là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đặc biệt, các bài viết về chất lượng thể chế thường sử dụng tham nhũng làm thước đo thể chế: khi tham nhũng tăng lên, chất lượng thể chế giảm xuống.

Digdowiseiso & Sugiyanto (2021) tìm ra ảnh hưởng tích cực của chất lượng thể chế tới sự hình thành của các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Indonesia. Trái lại, Rahman & cộng sự (2015) chỉ ra rằng chất lượng thể chế ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, một nhánh khác trong các nghiên cứu trước đây lại kết luận rằng chất lượng thể chế không có ảnh hưởng nhiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Adel & cộng sự, 2020; Akintimehin & cộng sự, 2019).

Trong bối cảnh tại Việt Nam, hầu hết toàn bộ các nghiên cứu tiền nhiệm đều xem xét mối liên quan giữa tham nhũng và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ. Ví dụ, Nguyen & cộng sự (2016) minh họa tác động đứt lốt của tham nhũng đối với quyết định đổi mới của một công ty trong nhiều khía cạnh chẳng hạn như đổi mới tổng thể, đổi mới cải tiến sản phẩm và sáng tạo mới. Tiếp theo, Trần Quang Tuyền & Vũ Văn Hường (2016) chỉ ra mức độ hối lộ cũng như phần lớn các hình thức tham nhũng có tác động tiêu cực đến hoạt động tài chính của công ty.

Từ những nghiên cứu trên, ta thấy các nghiên cứu tiền nhiệm đã chỉ ra tham nhũng có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đồng nghĩa với việc chất lượng thể chế và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp có tác động cùng chiều. Tuy nhiên, đề tài này tại Việt Nam còn hạn chế về số lượng.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

##### 3.1.1. Đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp gắn liền liên với việc sử dụng nguồn vốn để tối đa hóa lợi nhuận. Hiệu quả hoạt động là một khái niệm rộng, bao hàm hiệu quả kinh doanh, hiệu quả tài chính, và hiệu quả quản trị rủi ro. Song, bài viết này chỉ tập trung vào hiệu quả tài chính. Nhìn chung, hiệu quả tài chính doanh nghiệp có thể được đo lường bằng hai nhóm chỉ tiêu: (i) dựa trên giá trị sổ sách và (ii) dựa trên giá trị thị trường. Nhóm chỉ tiêu thứ nhất bao gồm lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE); trong khi nhóm chỉ tiêu thứ hai gồm hệ số giá trị sổ sách trên giá thị trường (Market to Book value ratio - MBVR) và Tobin's Q. Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả quyết định lựa chọn 3 chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động để giúp kiểm định lại tính vững chắc của kết quả nghiên cứu.

##### 3.1.2. Mô hình hồi quy OLS

Trong bài viết này, mô hình hồi quy được biểu diễn dưới dạng sau:

$$y_i = \alpha + \beta_1 PCI_i + \beta_2 TDTA_i + \delta Control_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Trong đó:

-  $y_i$  là biến đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp  $i$ , gồm: biên lợi nhuận gộp (GPM<sub>*i*</sub>), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE<sub>*i*</sub>), và giá trị sổ sách trên một cổ phiếu (BVPS<sub>*i*</sub>).

-  $PCI_i$  đại diện cho chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh của địa phương doanh nghiệp  $i$  đặt trụ sở hoạt động.

-  $TDTA_i$  là tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp  $i$ .

-  $Control_i$  là một vector bao gồm các biến kiểm soát.

-  $\varepsilon_i$  là thành phần lỗi.

Các biến kiểm soát được đưa vào mô hình (1) bao gồm: tỷ số thanh khoản hiện thời  $Hht_i$ , số năm hoạt động kể từ khi thành lập ( $Tuổi_i$ ), logarit tự nhiên của giá trị thị trường dựa trên cổ phiếu đang lưu hành (Vốn hóa<sub>*i*</sub>), số lượng dân trên diện tích của tỉnh mà doanh nghiệp  $i$  đặt trụ sở hoạt động ( $Mật\ độ_i$ ), và tỷ lệ lao động trên tổng dân số của tỉnh mà doanh nghiệp  $i$  đặt trụ sở hoạt động ( $Lao\ động_i$ ). Đây là các yếu tố nội bộ và các yếu tố bên ngoài thường được xem xét trong các nghiên cứu tiền nhiệm. Cụ thể, Zeitun & Tian (2007), Trần Hùng Sơn & Trần Việt Hoàng (2008), và Trần Tiến Dũng (2018) đều cho thấy mối quan hệ giữa mục tiêu kinh doanh, quy mô, tuổi đời doanh nghiệp, rủi ro, đòn bẩy kinh doanh, thanh khoản, và tỷ số nợ với hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, ảnh hưởng của cơ cấu dân số cũng được chỉ ra bởi Đỗ Thanh Tùng & cộng sự (2022).

##### 3.1.3. Phân tích không gian và mô hình hồi quy không gian SLX

Khi xem xét ảnh hưởng của chất lượng thể chế, mối quan hệ không gian thường bị lờ đi. Thực tế, các doanh nghiệp có trụ sở hoạt động trên cùng một địa phương sẽ chịu chung ảnh hưởng từ chất lượng thể chế của địa phương đó, và do vậy có thể có sự tương đồng trong hiệu quả hoạt động. Trên cơ sở lập luận này, bài viết sử dụng các kỹ thuật phân tích không gian và kinh tế lượng không gian để xem xét mối tương quan về mặt vị trí địa lý giữa các doanh nghiệp trong mô hình đánh giá tác động của cấu trúc vốn và chất lượng thể chế lên hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

*\* Kiểm định Moran's I*

Trước hết hệ số Moran's I được sử dụng để xác định mối tương quan không gian giữa các biến sử dụng trong bài. Thống kê Moran's I của biến x được xác định như sau:

$$I = \frac{N}{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N W_{ij}} \times \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N W_{ij} (x_i - \bar{x})(x_j - \bar{x})}{\sum_{i=1}^N (x_i - \bar{x})^2} \quad (2)$$

Trong đó:

- $x_i$  là giá trị quan sát của đơn vị không gian thứ i;
- $\bar{x}$  là giá trị trung bình của x;
- N là số giá trị quan sát của các đơn vị không gian;
- $W_{ij}$  là phần tử dòng i, cột j của ma trận trọng số không gian W đã được chuẩn hóa.

*\* Mô hình hồi quy không gian SLX:*

Mô hình hồi quy SLX sử dụng trong bài có phương trình như sau:

$$Y = \alpha \iota_N + X\beta + WX\theta + \varepsilon \quad (3)$$

Trong đó:

- Y đại diện chỉ số  $GPM_i$ ,  $ROE_i$  và  $BVPS_i$ ;
- X là vector bao gồm 8 biến:  $PCI_i$ ,  $TDTA_i$ ,  $Hht_i$ ,  $Tuổi_i$ ,  $Vốn\ hoá_i$ ,  $Mật\ độ_i$ , và  $Lao\ động_i$ ;
- W là ma trận hệ số không gian bao gồm các thành phần  $w_{ij}$  được xác định như sau:

$$w_{ij} = \begin{cases} 1 & \text{nếu doanh nghiệp } i \text{ và } j \text{ nằm ở cùng 1 tỉnh (thành phố)} \\ 0 & \text{nếu doanh nghiệp } i \text{ và } j \text{ nằm ở 2 tỉnh (thành phố) khác nhau} \end{cases}$$

- $\varepsilon$  là vector của thành phần lỗi.

**3.2. Dữ liệu nghiên cứu**

Dữ liệu được sử dụng trong bài viết được thống kê từ hai nguồn. Nguồn thứ nhất là dữ liệu về thông tin doanh nghiệp được lấy từ 3 sàn chứng khoán: Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và sàn giao dịch chứng khoán của công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM). Tổng cộng, mẫu nghiên cứu có 245 doanh nghiệp niêm yết, trong đó 184 doanh nghiệp vừa và 61 doanh nghiệp nhỏ. Các doanh nghiệp này đặt trụ sở hoạt động tại 48 tỉnh và thành phố.

Nguồn dữ liệu thứ hai là các cuộc điều tra về Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh PCI (Provincial competitiveness index) năm 2020. Chỉ số PCI bao gồm: (i) Chi phí gia nhập thị trường; (ii) Tiếp cận đất đai và sử dụng ổn định mặt bằng sản xuất; (iii) Tính minh bạch; (iv) Chi phí thời gian để thực hiện các quy định

**Bảng 2: Tóm tắt dữ liệu nghiên cứu**

Tên biến	Định nghĩa	Nguồn
GPM	Biên lợi nhuận gộp	Vietstock
ROE	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	
BVPS	Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu	
Hht	Tỷ số thanh khoản hiện thời	
TDTA	Tỉ số tổng nợ trên tổng tài sản	
Tuổi	Số năm hoạt động	
Vốn hóa	Giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành	
PCI	Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh	PCIVietNam
Mật độ	Số dân trên diện tích của tỉnh/thành phố	Tổng cục thống kê (2020)
Lao động	Tỷ lệ lao động trên tổng dân số của tỉnh/thành phố	

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

của Nhà nước; (v) Chi phí không chính thức; (vi) Cạnh tranh bình đẳng; (vii) Tính năng động và tiên phong của chính quyền tỉnh; (viii) Dịch vụ hỗ trợ doanh nghiệp; (ix) Đào tạo lao động; (x) Thiết chế pháp lý và an ninh trật tự. Bảng 2 mô tả các biến sử dụng trong bài viết.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

##### 4.1. Kết quả thống kê mô tả

Bảng 3 báo cáo thống kê mô tả. Trong đó tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) trung bình là 6,15% với giá trị nhỏ nhất là -1.451,1 và giá trị lớn nhất là 100. Từ đó, ta nhận thấy nhìn chung các doanh nghiệp không thu được nhiều lợi nhuận gộp năm 2020. Tiếp theo đó PCI có giá trị trung bình là 57,96 và giá trị của PCI thay đổi từ 48,91 đến 69,77. Khoảng cách giữa giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất này thể hiện sự cách biệt lớn trong năng lực cạnh tranh giữa các tỉnh. Ngoài ra có thể thấy từ các giá trị độ nhọn và độ lệch rằng các biến sử dụng trong bài đều không tuân theo phân phối chuẩn.

**Bảng 3: Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu**

	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ nhọn	Độ lệch
GPM	245	6,15	102,76	-1.451,1	100	168,62	-12,21
ROE	244	4,75	59,98	-422,65	645,16	69,38	3,35
BVPS	245	6.786,46	25.829,52	-212,01	68,69	36,69	-5,07
PCI	245	57,96	4,12	48,91	69,77	4,14	0,91
Hht	245	2,41	4,12	0,01	38,08	37,41	5,32
TDTA	245	87,04	166,83	1,78	1.926,91	68,09	7,18
Tuổi	245	37,88	115,85	6	121	230,99	14,98
Vốn hóa	245	3,57	0,81	0	4,59	4,48	-1,18
Mật độ	245	1.755,52	1.485,39	65	4.476	2,20	0,63
Lao động	245	52,34	4,21	45,7	64,88	2,76	0,81

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm RStudio.

Ma trận tương quan cho các biến được báo cáo trong Bảng 4. Kết quả cho thấy mỗi quan hệ cùng chiều giữa PCI, GPM và BVPS, trong khi mỗi quan hệ giữa PCI và ROE là ngược chiều. Điều này ngụ ý rằng PCI có thể tác động tích cực hoặc tiêu cực phụ thuộc vào cách lựa chọn các biến đo lường. Ngoài ra, trong các hệ số tương quan được đưa ra ở Bảng 4, không có hệ số nào có giá trị tuyệt đối lớn hơn 0,7. Do đó, có ít khả năng xảy ra vấn đề đa cộng tuyến trong bài nghiên cứu này.

**Bảng 4: Kiểm tra tương quan giữa các biến**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) GPM	1,00									
(2) ROE	0,02	1,00								
(3) BVPS	0,18	-0,01	1,00							
(4) PCI	0,11	-0,09	0,08	1,00						
(5) Hht	0,06	-0,02	0,14	0,03	1,00					
(6) TDTA	-0,11	0,00	-0,52	0,08	-0,19	1,00				
(7) Tuổi	0,02	0,00	0,02	-0,05	-0,02	-0,02	1,00			
(8) Vốn hóa	-0,07	-0,07	0,02	0,06	0,00	-0,05	-0,04	1,00		
(9) Mật độ	0,09	-0,02	-0,08	0,02	0,09	0,05	-0,03	0,05	1,00	
(10) Lao động	-0,05	-0,05	0,04	-0,18	0,00	-0,11	0,07	-0,09	-0,64	1,00

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm Rstudio.

##### 4.2. Kết quả nghiên cứu từ mô hình hồi quy OLS

Kết quả của mô hình bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS) được liệt kê trong Bảng 5. Cột (1), (2) và (3) lần lượt tương ứng với kết quả của mô hình với biến phụ thuộc là GPM, ROE và BVPS. Ta thấy PCI có ý nghĩa thống kê ở cả ba mô hình, trong khi TDTA (biểu thị cấu trúc vốn) chỉ có ý nghĩa thống kê ở cột (1) và (3). Trong 2 mô hình với biến phụ thuộc GPM và BVPS, hệ số hồi quy của PCI mang dấu dương, có nghĩa rằng chỉ số PCI ở một tỉnh càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong tỉnh đó càng cao. Điều này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Vu Van & cộng sự (2018). Tuy nhiên trong mô hình với biến phụ thuộc ROE, hệ số PCI mang dấu âm. Do đó, chiều hướng tác động của PCI phụ thuộc vào chỉ số đo lường hiệu quả tài chính.

Tiếp theo về tác động của biến cấu trúc vốn (*TDTA*), ta thấy hệ số hồi quy đều mang dấu âm. Tức là cấu trúc vốn có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này không những tuân theo lý thuyết trật tự phân hạng mà còn phù hợp với kết quả nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007) hay Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp (2016).

**Bảng 5: Kết quả mô hình hồi quy OLS**

	Biến phụ thuộc		
	GPM (1)	ROE (2)	BVPS (3)
PCI	3,174* (1,943)	-1,686* (-1,798)	680,792** (1,983)
Hht	0,553 (0,339)	-0,056 (-0,059)	257,579 (0,743)
TDTA	-0,731* (-1,814)	-0,0004 (-0,018)	-81,527*** (-9,537)
Tuổi	0,018 (0,325)	0,0008 (0,025)	3,045 (0,253)
Vốn hóa	-10,93 (-1,349)	-5,091 (-1,094)	-139,854 (-0,082)
Mật độ	0,008 (1,408)	-0,005 (-1,388)	-1,487 (-1,218)
Lao động	0,777 (0,374)	-2,162* (-1,812)	-331,063 (-0,756)
Hàng số	-189,4 (-1,132)	242,1 (2,534)	-6.086,245 (-0,174)
R-squared	0,015	0,001	0,273

\*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,001$ . Thống kê *t*-statistics nằm trong ngoặc đơn.

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm RStudio.

#### 4.3. Kết quả phân tích không gian

Bảng 6 trình bày kết quả của thống kê Moran's I. Hệ số Moran's I cho *TDTA* và *Tuổi* có ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức 10% và 1%, hàm ý về mối tương quan trong không gian giữa các doanh nghiệp ở hai biến này. Dựa trên cơ sở đó, mô hình hồi quy không gian SLX được sử dụng và kết quả được liệt kê ở Bảng 7.

**Bảng 6: Kết quả thống kê Moran's I sử dụng ma trận hệ số không gian W**

Biến	Thống kê Moran's I
GPM	-0,004 (-0,093)
ROE	-0,004 (-0,020)
BVPS	0,003 (0,802)
PCI	0,007 (1,235)
Hht	-0,001 (0,299)
TDTA	0,776* (1,661)
Tuổi	0,013*** (4,262)
Vốn hóa	0,006 (1,245)
Mật độ	0,008 (1,382)
Lao động	-0,00005 (0,411)

Độ lệch chuẩn nằm trong ngoặc đơn.

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm RStudio.

Cũng giống như kết quả mô hình OLS, hệ số hồi quy của *PCI* có ý nghĩa thống kê ở cả 3 mô hình, trong khi hệ số của *TDTA* chỉ có ý nghĩa thống kê ở 2 mô hình với biến phụ thuộc là *GPM* và *BVPS*. Trong hồi quy không gian, việc đưa các biến có độ trễ theo không gian vào mô hình sẽ khiến việc giải thích các hệ số của phương trình hồi quy trở nên phức tạp. Lý do là cấu trúc vốn của doanh nghiệp *i* và chất lượng thể chế cấp tỉnh nơi doanh nghiệp *i* đặt trụ sở không chỉ tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp này (*tác động trực tiếp*) mà còn tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp *j* và chất lượng thể chế của tỉnh nơi doanh nghiệp *j* đặt trụ sở. Vì cấu trúc vốn và chất lượng thể chế đã thay đổi, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp *j* cũng thay đổi theo và có *tác động gián tiếp* ngược lại đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp *i*. Để hiểu một cách thích hợp các mối quan hệ không gian, các ước lượng hệ số của mô hình SLX được phân tách thành các tác động trực tiếp và gián tiếp và được báo cáo trong Bảng 8-10.

**Bảng 7: Kết quả mô hình hồi quy SLX**

	Biến phụ thuộc		
	GPM (1)	ROE (2)	BVPS (3)
PCI	3,333** (1,992)	-1,754* (-1,832)	678,5* (1,92)
Hht	0,536 (0,321)	-0,195 (-0,202)	190,4 (0,532)
TDTA	-0,073* (-1,797)	0,001 (0,055)	-82,6*** (-9,458)
Tuổi	0,014 (0,236)	0,0006 (0,017)	3,482 (0,282)
Vốn hóa	-10,62 (-1,238)	-5,64 (-1,19)	-272,9 (-0,157)
Mật độ	0,007 (1,101)	-0,004 (-1,096)	-1,638 (-1,295)
Lao động	0,555 (0,263)	-2,009* (-1,656)	-383,3 (-0,856)
Constant	-197,3 (-1,114)	233,1 (2,31)	-743,3 (-0,02)
W×PCI	0,118 (0,326)	-0,101 (-0,483)	65,95 (-0,855)
W×Hht	-0,629* (-1,773)	0,302 (1,462)	-50,18 (-0,672)
W×TDTA	0,003 (0,359)	-0,004 (-1,056)	0,109 (0,072)
W×Tuổi	0,003 (0,322)	-0,002 (-0,474)	0,059 (-0,342)
W×Vốn hóa	1,597 (0,859)	-0,452 (-0,433)	354,8 (0,946)
W×Mật độ	-0,0003 (-0,301)	-0,0001 (-0,185)	0,069 (0,038)
W×Lao động	0,006 (0,015)	0,074 (0,294)	3,141 (0,034)
W×Hàng số	-10,64 (-0,288)	242,1 (2,534)	2,325 (0,294)
R-squared	0,005	0,001	0,256

Ghi chú: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,001$ .

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm RStudio.

Bảng 8 chỉ ra các tác động không gian của các biến độc lập với biến *GPM*. Ta thấy tác động trực tiếp và tổng tác động của *PCI* và *TDTA* có ý nghĩa tại 5%, tác động gián tiếp không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, khi *PCI* ở tỉnh *i* tăng thì hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong tỉnh này sẽ tăng nhưng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tỉnh khác không bị ảnh hưởng. Điều này phù hợp với các nghiên cứu của Merchant-Vega & Malesky (2011). Mức ảnh hưởng có sự tương đồng đối với biến *TDTA*. Tuy nhiên, chiều hướng thay đổi của hiệu quả doanh nghiệp ngược lại: khi *TDTA* của doanh nghiệp *i* tăng thì hiệu quả hoạt



**Bảng 8: Kết quả hệ số ước tính các tác động của biến độc lập lên GPM**

	Tác động trực tiếp	Tác động gián tiếp	Tổng
PCI	3,332 **	0,118	3,451 **
Hht	0,536	-0,629 *	-0,093
TDTA	-0,074 *	0,003	-0,071 *
Tuổi	0,014	0,003	0,016
Vốn hóa	-10,617	1,597	-9,019
Mật độ	0,007	-0,0004	0,006
Lao động	0,555	0,007	0,562

Ghi chú: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,001$ .

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm RStudio.

động của doanh nghiệp lảng giềng sẽ kém đi.

Tại Bảng 9, PCI có ý nghĩa thống kê khi xét tác động trực tiếp và tổng tác động, trong khi Lao động có ý nghĩa thống kê khi xét tác động trực tiếp. Khi PCI và Lao động tăng, ROE có xu hướng giảm ở cả tác động trực tiếp và tổng tác động. Cuối cùng ở Bảng 10, chỉ có PCI và TDTA có ý nghĩa thống kê. Nhìn chung, xu hướng tác động của BVPS giống GPM.

**Bảng 9: Kết quả hệ số ước tính các tác động của biến độc lập lên ROE**

	Tác động trực tiếp	Tác động gián tiếp	Tổng
PCI	-1,754 *	-0,101	-1,855 *
Hht	-0,195	0,302	0,107
TDTA	0,001	-0,004	-0,003
Tuổi	0,001	-0,002	-0,002
Vốn hóa	-5,640	-0,452	-6,092
Mật độ	-0,003	-0,000	-0,003
Lao động	-2,009*	0,074	-1,934

Ghi chú: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,001$ .

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm RStudio.

**Bảng 10: Kết quả hệ số ước tính các tác động của biến độc lập lên BVPS**

	Tác động trực tiếp	Tác động gián tiếp	Tổng
PCI	678,5 *	-65,95	612,5 *
Hht	109,4	-50,18	140,2
TDTA	-82,60 ***	0,109	-82,49 ***
Tuổi	3,482	-0,599	2,883
Vốn hóa	-272,9	354,8	81,88
Mật độ	-1,637	0,096	-1,541
Lao động	-383,319	3,141	-380,2

Ghi chú: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,001$ .

Nguồn: Tác giả chiết xuất từ phần mềm RStudio.

## 5. Kết luận

Bài viết đo lường tác động của cấu trúc vốn và chất lượng thể chế cấp tỉnh đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vừa và nhỏ. Thông qua dữ liệu báo cáo tài chính của 245 doanh nghiệp và dữ liệu PCI Việt Nam năm 2020, kết quả mô hình hồi quy chỉ ra tác động tiêu cực của cấu trúc vốn lên hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Ngoài ra, cấu trúc vốn chỉ tác động trực tiếp đến bản thân các doanh nghiệp mà không tác động đến các doanh nghiệp lân cận.

Đối với chất lượng thể chế, chiều hướng tác động phụ thuộc vào chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động. Đặc biệt, PCI chỉ tác động trực tiếp đến các doanh nghiệp có trụ sở hoạt động trong tỉnh đó. Tức là khi PCI của tỉnh, thành phố lân cận thay đổi thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không bị ảnh hưởng. Vậy nên, các doanh nghiệp không cần xem xét chỉ số này của các tỉnh khác khi đánh giá hiệu quả hoạt động của mình. Đây là nghiên cứu trong nước đầu tiên có đánh giá đến mối tương quan không gian giữa các doanh nghiệp khi phân tích về ảnh hưởng của cấu trúc vốn và chất lượng thể chế.

---

Những kết quả nghiên cứu trên góp phần làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của cấu trúc vốn và chất lượng thể chế tại các nước đang phát triển như Việt Nam. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể tham khảo các bằng chứng này để có những chiến lược điều chỉnh và lựa chọn một cấu trúc vốn phù hợp, cân đối nợ hợp lý. Thêm vào đó, doanh nghiệp cần kỹ lưỡng tìm hiểu, lựa chọn và phân tích các chỉ tiêu hiệu quả tài chính, không nên đánh đồng ảnh hưởng của PCI đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mình nếu chỉ lựa chọn một chỉ tiêu để nghiên cứu.

Tuy nhiên, bài viết có hạn chế là chỉ đánh giá tác động của cấu trúc vốn và chất lượng thể chế cấp tỉnh trong năm 2020. Thứ hai, bài viết chỉ xem xét các doanh nghiệp nhỏ và vừa niêm yết trên các sàn chứng khoán, đồng thời chưa đánh giá được tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong từng ngành nghề. Do đó, cần có những nghiên cứu tiếp theo với mẫu quan sát dài hơn cũng như mở rộng đối tượng nghiên cứu bao gồm cả các doanh nghiệp chưa được niêm yết trên sàn chứng khoán hay phân tích kỹ hơn về từng nhóm ngành sản xuất kinh doanh.

### Tài liệu tham khảo:

- Adel, H.M., Mahrous, A.A. & Hammad, R. (2020), 'Entrepreneurial marketing strategy, institutional environment, and business performance of SMEs in Egypt', *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*, 12(5), 727-746.
- Akintimehin, O., Eniola, A.A., Alabi, J. & Eluyela, D. (2019), 'Social capital and its effect on business performance in the Nigeria informal sector', *Heliyon*, 5(1), 1-13.
- Belkhir, M., Maghyreh, A. & Awartani, B. (2016), 'Institutions and corporate capital structure in the MENA region', *Emerging Markets Review*, 26(C), 99-129.
- Brealey, R., Leland, H.E. & Pyle, D.H. (1977), 'Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation', *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Bùi Đan Thanh & Nguyễn Trần Thái Hà (2017), 'Tác động của cấu trúc vốn và vốn luân chuyển đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa', *Tạp chí tài chính*, 658, 100-102.
- Bui, T.D., Nguyen, H.H. & Ngo, M.V. (2021), 'Financial leverage and performance of SMEs in Vietnam: Evidence from the post-crisis period', *Economics and Business Letters*, 10(3), 229-239.
- Bùi Văn Thụy & Nguyễn Thị Ngọc Diệp (2016), 'Ảnh hưởng cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Lạc Hồng*, 5, 95-100.
- Cortes Palacios, H.A., Mojica Carrillo, E.P. & Maldonado Guzman, G. (2016), 'The effects of the capital structure in performance: Empirical study on manufacturing SMES of México', *Journal of Business & Economic Policy*, 3(1), 22-32.
- Digdowiseiso, K. & Sugiyanto, E. (2021), 'How effective is institutional quality for the creation of small & medium enterprises (SMEs) in Indonesia?', *Economics and Sociology*, 14(1), 263-274.
- Dinh, H.T. & Pham, C.D. (2020), 'The effect of capital structure on financial performance of Vietnamese listing pharmaceutical enterprises', *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 329-340.
- Đỗ Thanh Tùng, Nguyễn Thị Phương Mai & Nguyễn Thu Quỳnh (2022), 'Cơ cấu dân số và những ảnh hưởng tới phát triển kinh tế tại Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, truy cập lần cuối ngày 20 tháng 4 năm 2022, từ <<https://tapchitaichinh.vn/co-che-chinh-sach/co-cau-dan-so-va-nhung-anh-huong-toi-phat-trien-kinh-te-tai-viet-nam-346533.html>>.
- Hodgson, G.M. (2006), 'What are institutions?', *Journal of Economic Issues*, 40(1), 1-25.
- Huynh, T.N. (2021), 'Determinants of the performance of small and medium-sized enterprises in emerging markets', *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. ahead-of-print.
- Iqbal, J., Farooq, M.U., Abbas, M. & Sandhu, M.A. (2018), 'The impact of capital structure on the financial performance of SME's in Pakistan', *Pakistan Journal of Social Sciences*, 38(2), 363-374.
- Merchant-Vega, N. & Malesky, E.J. (2011), 'A peek under the engine hood: The methodology of subnational economic governance indices', *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(02), 186-219.

- 
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mwangi, M. & Birundu, E.M. (2015), 'The effect of capital structure on the financial performance of small and medium enterprises in Thika Sub-County, Kenya', *International Journal of Humanities and Social Science*, 5(1), 151-156.
- Myers, S.C. (1984), 'The capital structure puzzle', *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nguyen, N.A., Doan, Q.H. & Nguyen, N.M. (2016), 'The impact of petty corruption on firm innovation in Vietnam', *Crime Law Soc Change*, 65, 377-394.
- Nguyen, T.D.K. & Ramachandran, N. (2006), 'Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam', *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192-211.
- North, D.C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Oanh, N.T.N., Trung, N.K.Q., Chi, N.T.K., Hang, T.X., Thi, U.H.N., Lien, D.T.T. & Hang, N.M. (2021), 'Factors affecting performance of small and medium sized enterprises in Vietnam', *International Journal of Economics and Finance Studies*, 13(1), 284-317.
- Quoc Trung, N.K. & Tan, A.W.K. (2021), 'Determinants of small and medium-sized enterprises performance: The evidence from Vietnam', *Cogent Business & Management*, 8(1), p.1984626.
- Rahman, R.A., Kazemian, S. & Arabia, S. (2015), 'Sustainability of Islamic microfinance institutions through community development', *International Business Research*, 8, p.196.
- Tổng cục Thống kê (2020), *Thống cáo báo chí tình hình kinh tế - xã hội quý IV và năm 2020*, Hà Nội.
- Trần Hùng Sơn & Trần Việt Hoàng (2008), 'Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh', *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, 218, 36-41.
- Trần Quang Tuyền & Vũ Văn Hường (2016) 'Tác động của chất lượng thể chế tới hoạt động xuất khẩu của doanh nghiệp ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 230, 46-53.
- Trần Tiến Dũng (2018), 'Nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HSX', *Tạp chí Tài chính*, truy cập lần cuối ngày 10 tháng 3 năm 2022, từ < <https://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/nhan-to-anh-huong-den-hieu-qua-kinh-doanh-cua-doanh-nghiep-bat-dong-san-niem-yet-tren-hsx-136874.html>>.
- Trần Trọng Huy & Nguyễn Thị Ngọc Hân (2020), 'Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành năng lượng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Công thương*, 23, 361-367.
- Vu Van, H., Tran, Q.T., Nguyen, V.T. & Lim, S. (2018), 'Corruption, types of corruption and firm financial performance: New evidence from a transitional economy', *Journal of Business Ethics*, 148, 847-858.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007), 'Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan', *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61.