



Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế

Trang chủ: <http://tapchi.ftu.edu.vn>

TÁC ĐỘNG NGƯỠNG QUY MÔ TRONG MỐI QUAN HỆ NỢ VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CÁC CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngô Văn Toàn¹

Trường Đại học Tài chính Marketing, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Hồ Thủy Tiên

Trường Đại học Tài chính Marketing, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Ngày nhận: 27/6/2020; Ngày hoàn thành biên tập: 24/9/2020; Ngày duyệt đăng: 26/9/2020

Tóm tắt: Mục đích của nghiên cứu này là kiểm định thực nghiệm sự tồn tại tác động ngưỡng của quy mô trong mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động cho công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu do Thomson Reuters Datastream công bố trong giai đoạn 2007 - 2018. Để xử lý các vấn đề về nội sinh và tính không đồng nhất, tác giả sử dụng hồi quy ngưỡng dữ liệu bảng tác động cố định do Hansen (1999) và IV-GMM phát triển. Phương pháp ước lượng ngưỡng dữ liệu bảng là quá trình chuyển đổi từ miền tác động quy mô nhỏ sang miền tác động quy mô lớn. Kết quả ước lượng cho thấy hệ số ngưỡng là 22,03 (khoảng 3,6 tỷ đồng), ngưỡng quy mô ở miền tác động nợ thấp làm tăng hiệu quả hoạt động và ngược lại. Do đó, các dự đoán về lý thuyết tăng vốn tuần tự, đánh đổi và phát tín hiệu được thừa nhận. Kết quả này mang lại ý nghĩa chính sách quan trọng và cho thấy các công ty nhỏ và lớn dễ bị tổn thương về tài chính hơn, còn các công ty lớn thì ngược lại. Trong trường hợp này, công ty phải dựa vào các quỹ nội bộ (truy cập tín dụng) để tối đa hóa hiệu quả hoạt động. Điều này cần đạt được thông qua việc tối ưu hóa cấu trúc vốn của công ty.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, Hiệu quả hoạt động công ty, Quy mô công ty, Việt Nam, Mô hình ngưỡng tác động cố định dữ liệu bảng

SIZE THRESHOLD IMPACT ON THE RELATIONSHIP BETWEEN DEBT AND PERFORMANCE OF NON-FINANCIAL COMPANIES LISTED ON THE VIETNAMESE STOCK EXCHANGE

Abstract: The purpose of this study is to empirically test the existence of a size-threshold effect in the debt-firm performance nexus for non-financial companies listed on the Vietnamese stock market. The authors used data published by Thomson Reuters Datastream in the period of 2007 - 2018. To deal with problems of endogeneity and heterogeneity, we use the fixed-effect panel threshold model developed by Hansen (1999) and IV-GMM. This technique further estimates the smoothness of the firm transition from a small size to a

¹ Tác giả liên hệ, Email: ngovantoan2425@gmail.com

larger size. The findings reveal a threshold level of 22.03 (about 3.6 billion VND). The size thresholds in low debt-regime increase performance and vice versa. Consequently, predictions of the pecking order, trade-off, and signal theories are admitted. These findings show that small (large) firms are more (less) vulnerable in terms of financial risks. Firms must rely on internal funds (credit access) to maximize their performance. This process should be achieved through the optimization of their capital structure.

Keywords: Capital structure, Firm performance, Firm size, Vietnam, Fixed-effect panel threshold model

1. Giới thiệu

Sau một thời gian hoạt động nhất định, doanh nghiệp sẽ có thu nhập bằng tiền sau khi bù đắp các khoản chi phí có liên quan, còn lại là lợi nhuận. Lợi nhuận của doanh nghiệp phụ thuộc vào chất lượng hoạt động sản xuất kinh doanh và quản lý của doanh nghiệp, thể hiện kết quả tài chính cuối cùng của doanh nghiệp. Vì vậy, lợi nhuận được xem là chỉ tiêu chất lượng tổng hợp cuối cùng của hoạt động sản xuất kinh doanh ở doanh nghiệp. Ngoài ra, trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đối mặt với nhiều thuận lợi cũng như các thách thức. Một trong những tác động tích cực khi Việt Nam là thành viên của Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP - Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership), mà theo nghiên cứu của Vu & cộng sự (2020), chính là tăng khả năng tiếp cận thị trường của các nhà xuất khẩu, nhập khẩu, tăng kim ngạch xuất khẩu sau khi CPTPP có hiệu lực. Vì thế, từ góc độ quản lý doanh nghiệp, xem xét mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và tỷ lệ nợ là cấp thiết. Để có doanh thu thì người quản lý tài chính doanh nghiệp phải tiến hành đầu tư, bên cạnh đó phải xem xét nguồn tài trợ nào được khai thác với hiệu quả cao như mong muốn. Trong đó, phân tích các yếu tố quyết định hiệu quả kinh doanh, như quy mô công ty là rất quan trọng.

Hiệu quả hoạt động công ty vẫn là chủ đề tranh luận nhiều nhất, cả trong các nhà hoạch định chính sách và giới học giả. Dựa trên khía cạnh tài chính, hiệu quả hoạt động của công ty có thể được quyết định bởi các nhà quản lý tài chính thông qua việc thực hiện các quyết định tài chính hợp lý (Al-Matari & cộng sự, 2014). Chính sách tài trợ góp phần tạo ra giá trị công ty (Mwangi & cộng sự, 2014). Tuy nhiên, tối đa hóa lợi ích cho cổ đông đòi hỏi phải xác định cấu trúc vốn (nghĩa là sự kết hợp tối ưu giữa nợ và vốn chủ sở hữu). Lựa chọn tài trợ có thể giúp công ty tài trợ cho các dự án đầu tư và tối ưu hóa hiệu quả hoạt động của công ty (Myers, 2001). Điều đó cho thấy có một mối quan hệ mạnh mẽ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của công ty. Mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động thực sự đã thu hút sự chú ý của nhiều nhà nghiên cứu trong những năm gần đây.

Về mặt lý thuyết, việc đặt tiếp các vấn đề vào định đề có thể dẫn đến những phương pháp tiếp cận lý thuyết mới liên quan đến mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty (Modigliani & Miller, 1963). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, công ty sử dụng nợ tuân theo một trật tự nhất định được thiết lập dựa trên giả định về sự bất cân xứng thông tin (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Theo đó, công ty chỉ sử dụng đến nợ khi nguồn tài trợ nội bộ không còn nữa. Tuy nhiên, theo lý thuyết

phát tín hiệu và với sự hiện diện của bất cân xứng thông tin, sử dụng nợ làm tăng mức độ hiệu quả hoạt động của công ty (Ross, 1977). Hơn nữa, việc sử dụng nợ được giải thích thuyết phục hơn từ những phân tích của lý thuyết đánh đổi. Lý thuyết này cho rằng mục đích sử dụng nợ là tối đa hóa giá trị công ty (Modigliani & Miller, 1963). Tuy nhiên, việc sử dụng quá nhiều nợ cũng phát sinh chi phí cho công ty như chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí đại diện (Kraus & Litzenberger, 1973; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Kim, 1978). Vì thế, cách tiếp cận lý thuyết này mở đường cho sự tồn tại của cấu trúc vốn tối ưu (Kraus & Litzenberger, 1973; Bradley & cộng sự, 1984). Trên cơ sở tổng quan lý thuyết này, dường như mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động công ty là không rõ ràng do sự đa dạng bởi các yếu tố giữa nợ và hoạt động của công ty (thuế, chi phí đại diện, chi phí phá sản, khó khăn tài chính và bất cân xứng thông tin).

Các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của công ty đã được thực hiện trong quá khứ. Một số nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa nợ và hiệu quả hoạt động của công ty (Chhibber & Majumdar, 1999; Zeitun & Tian, 2007). Mặt khác, một số nghiên cứu thì đánh giá cao vai trò tỷ lệ nợ trong việc tối đa hóa giá trị công ty (Abor, 2005; Berger & Di Patti, 2006; Gill, Bigger & Mathur, 2011). Hầu hết các kết quả nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động là mối quan hệ tuyến tính. Các nghiên cứu gần đây đã tập trung vào câu hỏi về tính phi tuyến tính giữa nợ và hiệu quả hoạt động của công ty (Jaisinghani & Kanjilal, 2017; Ibhagui & Olokoyo, 2018). Đóng góp đáng chú ý nhất của những nghiên cứu mới này là xem xét quy mô công ty trong việc xác định mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động.

Quy mô công ty là một yếu tố quan trọng khác để giải thích quan hệ phi tuyến tính giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động công ty. Mối quan hệ này có thể được điều chỉnh bởi một hoặc nhiều miền tác động (regime) thay đổi hoặc ngưỡng đặc trưng cho tác động phi tuyến tính có thể có. Vì thế, quy mô công ty có thể đóng một vai trò mới trong mối quan hệ vừa được đề cập. Cụ thể, khi ngưỡng quy mô công ty được tìm thấy, từ ngưỡng này mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động có thể tăng lên hoặc giảm đi. Điều này cũng cho thấy khả năng kiểm tra tác động phi tuyến tính của phương pháp này. Một mối quan hệ phi tuyến tính được coi là tính chất quan trọng trong tác động của tỷ lệ nợ lên hiệu quả hoạt động của công ty. Do đó lựa chọn mô hình kinh tế lượng cần chú ý giải quyết mối quan hệ phi tuyến giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động trong điều kiện ngưỡng quy mô tối ưu.

Để kiểm định tính phi tuyến, các mô hình với sự thay đổi lựa chọn miền tác động (regime) có thể là giải pháp tốt nhất trong bối cảnh này. Để thực hiện điều này, tác giả đã sử dụng phương pháp hồi quy ngưỡng (*panel threshold regression*) của dữ liệu bảng. Vấn đề phương sai thay đổi là một hiện tượng phổ biến trong dữ liệu bảng. Điều này có nghĩa là mỗi đối tượng trong nghiên cứu là khác nhau và các cấu trúc mối quan hệ cũng thay đổi theo các đối tượng. Các phương pháp cổ điển như ước lượng tác động cố định, hoặc tác động ngẫu nhiên chỉ đề cập đến sự không đồng nhất của các hằng số. Hsiao (2014) cũng đã xem xét đến sự thay đổi của các hệ số độ dốc trong vấn đề này. Trong số những mô hình này thì mô hình ngưỡng dữ liệu bảng được Hansen (1999) đề xuất mô tả đơn giản và có ý nghĩa chính sách rõ ràng.

Ngoài ra, mô hình ngưỡng có thể được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu kinh tế, đặc biệt là các nghiên cứu tài chính, vĩ mô, khi mô hình tồn tại các mối quan hệ phi tuyến giữa biến phụ thuộc và các biến giải thích. Chẳng hạn, trong kinh tế vĩ mô có thể dễ thấy các mối quan hệ phi tuyến giữa các biến vĩ mô như chỉ tiêu công, đầu tư công, lạm phát, FDI đến tăng trưởng kinh tế. Trong tài chính có thể tìm thấy các mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ (đòn bẩy) đến hiệu quả đầu tư, giá trị doanh nghiệp thông qua mối quan hệ với tỷ lệ dòng tiền. Dựa vào những điều này, tác giả xem xét mối quan hệ phi tuyến tính giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Trình tự của bài viết như sau: Sau Phần Giới thiệu, Phần 2 cung cấp tổng quan lý thuyết về cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của công ty. Phần 3 giới thiệu về dữ liệu và phương pháp ước lượng. Phần 4 trình bày kết quả và thảo luận kết quả thực nghiệm. Cuối cùng là kết luận và gợi ý chính sách.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Vì nghiên cứu này nhằm mục đích điều tra thực nghiệm mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty, nên việc xem xét tổng quan lý thuyết của tác giả sẽ tập trung vào các nghiên cứu xung quanh vấn đề này. Một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây đã xem xét mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Kết quả nghiên cứu hiện tại chưa phải là kết quả cuối cùng, tức là mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động vẫn chưa có bằng chứng thực nghiệm mang tính nhất quán hay là một kết quả duy nhất. Mặt khác, một số nghiên cứu như Abor (2005), Ruland & Zhou (2005), Robb & Robinson (2014) và Chandrakumarmangalam & Govindasamy (2010) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Trên thực tế, Robb & Robinson (2014) cho rằng lợi ích từ sử dụng nợ là quan trọng và việc sử dụng nợ nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty bởi vì tỷ suất sinh lợi đạt được lớn hơn chi phí lãi vay bình quân trên nợ. Kết quả này được giải thích trong bối cảnh của các nghiên cứu trước đây như Modigliani & Miller (1958) và Jensen (1986), các tác giả này cho rằng các công ty có khả năng sinh lời phát tín hiệu chất lượng bằng cách sử dụng đòn bẩy khuếch đại doanh lợi, dẫn đến mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và khả năng sinh lời. Một số tác giả khác như Fama & French (1998), Negash (2001) và Phillips & Sipahiolu (2004) đã xác định được tác động ngược chiều của tỷ lệ nợ đối với hiệu quả hoạt động của công ty, trong khi những tác giả khác lại không tìm thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty.

Trong số ít những tác giả đã sử dụng khái niệm về ngưỡng, Cheng & cộng sự (2010), sử dụng tỷ lệ nợ làm biến ngưỡng, cho rằng nhiều nợ hơn sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty đến một điểm nào đó và sau đó hiệu quả hoạt động của công ty bắt đầu giảm. Lin & Chang (2011) cũng sử dụng nợ với tư cách là ngưỡng, cho rằng đối với các công ty niêm yết của Đài Loan, có hai ngưỡng khác nhau giữa nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Khi tỷ lệ nợ thấp, thì hiệu quả hoạt động của công ty, được đại diện bởi Tobin's Q, tăng lên sau khi nợ tăng. Khi tỷ lệ nợ cao, không có bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Một nghiên cứu tương tự dựa trên ngưỡng cho các doanh nghiệp Việt Nam

được chọn bằng cách sử dụng tỷ lệ nợ với tư cách là ngưỡng, như trong các nghiên cứu trước đó và xem xét mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và ROE, thước đo hiệu quả hoạt động của công ty (Cuong, 2014; Le & Phan, 2017). Các tác giả của các nghiên cứu này đã nhận thấy sự tồn tại ngưỡng đôi giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty, nếu mức nợ ở miền tác động ngưỡng thấp, nợ thúc đẩy hiệu quả hoạt động của công ty nhưng nếu ở miền tác động ngưỡng cao, nợ làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Tóm lại, các nghiên cứu này cho thấy rằng tồn tại các ngưỡng khác nhau trong mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, các nghiên cứu này tập trung vào ngưỡng của tỷ lệ nợ trong mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và tỷ lệ nợ, chưa nhiều nghiên cứu tìm hiểu đến ngưỡng của các yếu tố quyết định hiệu quả hoạt động của công ty như quy mô công ty dựa trên mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và tỷ lệ nợ.

Trong bối cảnh của Việt Nam và các nước đang phát triển cũng tương tự, một số nghiên cứu đã xem xét mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty, giữa quy mô công ty và hiệu quả hoạt động của công ty. Onaolapo & Kajola (2010) điều tra tác động của cấu trúc vốn đối với hoạt động của các công ty niêm yết của Nigeria, trong đó tập trung vào lĩnh vực cụ thể. Các tác giả nhận thấy rằng tỷ lệ nợ cao có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của công ty, chẳng hạn như tỷ suất sinh lời trên tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và do đó kết quả có cơ sở hỗ trợ cho quan điểm của lý thuyết chi phí đại diện. Sử dụng hiệu quả lợi nhuận (profit efficiency) của các ngân hàng làm chỉ báo cho chi phí đại diện và tỷ lệ vốn chủ sở hữu của các ngân hàng làm chỉ báo cho tỷ lệ nợ, Pratomo & Ismail (2006) xem xét tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động ở Malaysia. Những phát hiện của các tác giả này cũng phù hợp với giả thuyết về đại diện. Simon-Oke & Afolabi (2011) xem xét tác động của cấu trúc vốn đối với hiệu quả hoạt động công ty ngành công nghiệp ở Nigeria bằng cách sử dụng tài trợ nợ làm đại diện cho cấu trúc vốn và hiệu quả lợi nhuận làm đại diện cho thành quả (performance) của doanh nghiệp. Kết quả tìm thấy, chỉ là sự lặp lại những phát hiện trước đó, cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa tài trợ nợ và hiệu quả hoạt động. Pratheepkanth (2011) nghiên cứu cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết của Sri Lanka, cấu trúc vốn đại diện bằng nợ và hiệu quả hoạt động của công ty bởi tỷ suất sinh lợi vốn sử dụng (ROCE) và tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA). Kết quả cho thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động là ngược chiều, do đó sự gia tăng nợ làm suy yếu hoạt động của các công ty. Về mối quan hệ giữa quy mô và hiệu quả hoạt động theo nghiên cứu của một số tác giả như: Mashayekhi & Bazaz (2008), Azeez (2015) và Olokoyo (2013) chỉ ra rằng quy mô công ty có quan hệ cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của công ty vì các công ty lớn hơn có khả năng tối ưu hóa bằng lợi thế theo quy mô. Ngược lại, Klapper & Love (2004) cho rằng các công ty lớn hơn có thể phải gánh chịu sự không hiệu quả trong hoạt động. Tất cả các nghiên cứu này đều có một điểm chung là đã triển khai các phương pháp thực nghiệm tuyến tính và vì thế đã bỏ qua các tác động phi tuyến hoặc ngưỡng trong mối quan hệ tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động.

Thật vậy, vai trò của quy mô công ty trong mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty hầu như chưa được nghiên cứu. Trong một số ít trường hợp, chiến lược mô hình hóa về thực nghiệm được áp dụng là tuyến tính và cho rằng tác

động đòn bẩy đối với hiệu quả hoạt động của công ty là đồng nhất trên tất cả các giá trị của quy mô công ty. Tuy nhiên, giả định này có thể nhiều hạn chế vì mỗi quan hệ có thể là phi tuyến và quy mô công ty khác nhau có thể tiềm ẩn mối quan hệ khác nhau giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Vì vậy, tác giả thực hiện nghiên cứu này bằng cách áp dụng kỹ thuật thực nghiệm linh hoạt hơn cho phép phân tích các mối quan hệ khác nhau có thể có giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động công ty đối với các quy mô công ty khác nhau. Do đó, trong nghiên cứu này, tác giả áp dụng cách tiếp cận trực quan để lập mô hình thực nghiệm về tác động của tỷ lệ nợ đối với hiệu quả hoạt động của công ty bằng cách xem xét vai trò của quy mô công ty trong mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động của công ty. Các tác giả sử dụng mô hình hồi quy ngưỡng của Hansen (1999) dựa trên khái niệm về các ảnh hưởng của ngưỡng. Tác giả dựa trên biến số quan trọng là quy mô công ty để quyết định phạm vi khi đó quy mô công ty cung cấp cái nhìn mới sâu hơn về mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động của công ty với tỷ lệ nợ. Điều này cho phép tác giả quyết định các mức độ thích hợp của quy mô công ty mà tại đó tỷ lệ nợ có thể làm giảm hoặc nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

Bảng 1. Biến và mô tả biến

Biến	Cách tính	Ký hiệu
Return on Assets	Tỷ số của lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản	ROA
Return on Equity	Tỷ số của lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu	ROE
Tobin's Q	Tỷ số của vốn hóa thị trường cộng với giá trị sổ sách của nợ dài hạn trên giá trị sổ sách của tổng tài sản	TobinQ
Debt	Tỷ số của giá trị sổ sách của tổng nợ trên giá trị sổ sách của tổng tài sản	Debt
Size	Logarit tự nhiên của tổng doanh thu thuần	Size
Growth	Phần trăm thay đổi trong doanh thu thuần trong năm	GRO
Tangibility	Tỷ số giữa tài sản cố định và tổng tài sản	TAN
Corporate investment	Tỷ số của chi tiêu vốn trên tổng tài sản	INV
Intangible investment	Tỷ số của tài sản vô hình trên tổng tài sản	INTI
Cash-flow	Tỷ số của lợi nhuận sau thuế cộng khấu hao hàng năm trên tổng tài sản	CF
Liquidity	Tỷ số của tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn	LIQ
Risk	Độ lệch chuẩn của tỷ số thu nhập hoạt động trước lãi, thuế và khấu hao trên tổng tài sản – chỉ tiêu này được tính trên cơ sở di chuyển khoản thời gian của thời kỳ 3 năm (three-period rolling window).	Risk

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Theo các nghiên cứu trước đây (Anderson & cộng sự, 2012; King & Santor, 2008; Lang & Stulz, 1994), hai thước đo về hiệu quả hoạt động của công ty: tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) và Tobin's Q. Theo truyền thống, dựa trên báo cáo tài chính công bố theo chế độ kế toán từng quốc gia thước đo hiệu quả hoạt động được đo bằng tỷ số lợi nhuận trước (hoặc sau) thuế tức trên giá trị sổ sách của tổng tài sản (ROA). ROA được tính bằng lợi nhuận trước (sau) lãi vay và thuế, khấu hao chia cho tổng giá trị sổ sách của tài sản. Ngoài ra, chỉ tiêu ROA và ROE còn được dùng làm thước đo hiệu quả tài chính (Đoàn, Nguyễn & Hoàng, 2020). Việc sử dụng chỉ tiêu

này trước hoặc sau thuế tùy thuộc vào mục đích của nghiên cứu. Tobin's Q là thước đo dựa trên thị trường về hiệu quả hoạt động của công ty và được tính bằng tỷ lệ giữa giá trị thị trường của công ty với giá trị thay thế của tài sản công ty. Giá trị thị trường của công ty được định nghĩa là giá trị vốn hóa thị trường cộng với giá trị sổ sách của cổ phiếu ưu đãi và giá trị sổ sách của nợ. Tuy nhiên, gần đây Khémiri & Noubbigh (2020) sử dụng chỉ tiêu Tobin's Q là tỷ số của vốn hóa thị trường cộng với giá trị sổ sách của nợ dài hạn trên giá trị sổ sách của tổng tài sản. Tobin's Q có rất ít mối liên hệ với ROE hoặc ROA. Bởi vì, Tobin's Q và tỷ suất sinh lời của việc sử dụng tài sản là hoàn toàn khác nhau, hoàn toàn không thể thay thế cho nhau được. Ngoài ra, các biến còn lại trong Bảng 1, được tính toán theo Khémiri & Noubbigh (2020). Sau đây, chúng tôi trình bày phương pháp nghiên cứu trong phần tiếp theo.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1 Thống kê mô tả

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Cực tiểu	Cực đại
ROA	8.664	0,0393	0,0571	0,0000	0,6473
ROE	8.664	0,0821	0,1069	0,0000	1,0744
Tobin's Q	8.664	0,3954	0,5739	0,0000	13,837
Debt	8.664	0,1257	0,1736	0,0000	0,9279
Size	8.664	21,903	10,298	0,0000	32,888
GRO	8.664	0,0515	0,2657	-0,9929	0,9983
TAN	8.664	0,2035	0,2164	0,0000	0,9764
INV	8.664	0,0277	0,0681	-0,1808	0,7919
INTI	8.664	0,0173	0,0459	0,0000	0,7906
CF	8.664	0,0489	0,0825	-0,5934	0,6618
LIQ	8.664	0,9518	1,0901	0,0000	5,9876
Risk	8.664	0,0199	0,0500	0,0000	3,0337

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ số liệu theo phần mềm Stata 16

Các giá trị trung bình của hiệu quả hoạt động công ty được đo bằng tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA), tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) và Tobin's Q lần lượt là 0,0393, 0,0821 và 0,3954. Các công ty đã đạt được tỷ suất sinh lời trong giai đoạn 2007-2018 cũng khá khiêm tốn. Về sức khỏe tài chính, giá trị trung bình của tổng nợ được ước tính là 0,1257. Kết quả này được giải thích là do các công ty niêm yết ở Việt Nam sử dụng nợ nhằm tối đa hóa lợi ích của họ. Số liệu thống kê cho thấy giá trị trung bình của quy mô là 21,903. Theo nghiên cứu của Dang (2018) thì có ba thước đo quy mô công ty, đó là *logarit tự nhiên tổng tài sản*, *logarit tự nhiên doanh thu* và *logarit tự nhiên của giá trị thị trường vốn chủ sở hữu*. Các nhà nghiên cứu thực nghiệm trong lĩnh vực tài chính công ty cũng coi quy mô công ty là yếu tố quan trọng và cơ bản của công ty, trong nhiều nghiên cứu, quy mô được xem như là yếu tố “ảnh hưởng”, quy mô công ty quan trọng trong việc quyết định các biến phụ thuộc. Về các biến kiểm soát, tất cả các biến khác đều có giá trị trung bình dương trong giai đoạn 2007 - 2018.

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan

Biến	ROA	ROE	Tobin's Q	Debt	Size	GRO	TAN	INV	INTI	CF	LIQ	Risk
ROA	1											
ROE	0,8621*	1										
Tobin's Q	0,3841*	0,2720*	1									
Debt	0,0287*	0,1260*	0,0181	1								
Size	0,3329*	0,3843*	0,3077*	0,3504*	1							
GRO	0,2122*	0,2638*	0,0635*	0,0668*	0,1265*	1						
TAN	0,1870*	0,2006*	0,2118*	0,3748*	0,4145*	0,0776*	1					
INV	0,1133*	0,1519*	0,1276*	0,2169*	0,1925*	0,1307*	0,4026*	1				
INTI	0,0645*	0,0364*	0,0784*	0,0420*	0,1498*	0,0282*	0,0280*	0,0455*	1			
CF	0,6109*	0,5637*	0,2922*	0,1126*	0,3043*	0,2550*	0,2761*	0,3187*	0,0808*	1		
LIQ	0,2032*	0,1778*	0,1605*	0,2927*	0,4018*	0,0341*	0,1169*	0,0801*	0,0509*	0,1494*	1	
Risk	0,0877*	0,0687*	0,1152*	0,0289*	0,1582*	-0,0459*	0,0845*	0,1046*	0,0399*	0,0996*	0,0741*	1

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ số liệu theo phần mềm Stata 16

Trong đó, Bảng 3 cho thấy mối tương quan của các biến mô hình cho mẫu nghiên cứu là các công ty phi tài chính được niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2007 - 2018. Ma trận tương quan Pearson có ý nghĩa ở mức 5%, cho thấy rất ít dấu hiệu của hiệu tượng đa cộng tuyến giữa các biến.

Bảng 4. Kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root) dữ liệu bảng

Biến	LLC t*-stat				IPS W-stat			
	No trend	p-value	Trend	p-value	No trend	p-value	Trend	p-value
ROA	-12,8774	0,0000	-15,9467	0,0000	-71,7632	0,0000	-71,8474	0,0000
ROE	-20,0472	0,0000	-26,8898	0,0000	-72,1551	0,0000	-72,2175	0,0000
Tobin's Q	-14,6264	0,0000	-47,5191	0,0000	-71,4866	0,0000	-71,6149	0,0000
Debt	-35,3671	0,0000	-31,5656	0,0000	-71,2279	0,0000	-71,3234	0,0000
Size	-62,6450	0,0000	-89,0165	0,0000	-69,7921	0,0000	-69,9092	0,0000
GRO	-6,8447	0,0000	-11,8472	0,0000	-71,0465	0,0000	-71,1039	0,0000
TAN	-48,7985	0,0000	-78,3857	0,0000	-71,5561	0,0000	-71,6331	0,0000
INV	-22,0976	0,0000	-14,3003	0,0000	-71,9525	0,0000	-72,0318	0,0000
INTI	-3,3403	0,0004	-4,7513	0,0000	-71,2614	0,0000	-71,5355	0,0000
CF	-19,0345	0,0000	-36,887	0,0000	-72,6831	0,0000	-72,7559	0,0000
LIQ	-38,5714	0,0000	-57,1715	0,0000	-71,7033	0,0000	-71,7537	0,0000
Risk	-57,6547	0,0000	-11,8697	0,0000	-72,7368	0,0000	-72,7627	0,0000

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ số liệu theo phần mềm Stata 16

Theo Hansen (1999), trước khi thực hiện ước tính cho dữ liệu bảng, các biến cần phải được kiểm tra đối với các đơn vị gốc để đảm bảo rằng chuỗi dữ liệu là dừng ở mức I (0). Nghiên cứu áp dụng các thử nghiệm đơn vị của Levin-Lin-Chu (LLC), Im-Pesaran-Shin (IPS) với dữ liệu ở cấp độ gốc (áp dụng xu thế và không xu thế). Các kết quả kiểm định được thể hiện trong Bảng 4 cho thấy tất cả các biến trong bài viết là quá trình I (0).

3.2 Phương pháp nghiên cứu

3.2.1 Phương pháp hồi quy ngưỡng dữ liệu bảng

Để kiểm định sự tồn tại của các ngưỡng quy mô khác nhau, nghiên cứu đã áp dụng phương pháp hồi quy ngưỡng của Hansen (1999). Cụ thể, chúng tôi đã xây dựng mô hình như sau để nghiên cứu về ảnh hưởng của quy mô trong mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phương pháp hồi quy ngưỡng là phương pháp được kết hợp từ phương pháp OLS và tác động cố định cho dữ liệu bảng cân bằng theo đề xuất của Hansen (1999) và sau đó phát triển bởi Wang (2015).

Theo Hansen (1999), để tránh hồi quy giả mạo, các biến số trong dữ liệu bảng phải dừng. Để kiểm tra tính dừng, nghiên cứu này đã tiến hành kiểm nghiệm đơn vị cho dữ liệu bảng thông qua kiểm định Levin-Lin-Chu (LLC) và kiểm định Im-Pesaran-Shin (IPS) (Bảng 4).

Theo Hansen (1999), nếu mô hình tồn tại 2 ngưỡng được thể hiện như sau:

$$performance_{it} = \mu_i + \eta_1 Size_{it} + \eta_j \sum_{j=1}^7 X_{it} + \begin{cases} \beta_1 Debt_{it} I(Size_{it-1} \leq \gamma) \\ \beta_2 Debt_{it} I(\gamma < Size_{it-1}) + \mu_i + \varepsilon_{it} \end{cases} \quad (1)$$

Trong đó, performance (ROA, ROE, TOBINQ) là thước đo đại diện cho hiệu quả hoạt động của công ty; $Size_{it}$ là biến phụ thuộc miền tác động (regime-dependent) hay là biến có hệ số độ dốc thay đổi trong mỗi vùng ứng với các giá trị ngưỡng; $Debt_{it}$ biến xác định giá trị ngưỡng; β là hệ số ngưỡng tương quan tương ứng với các trường hợp giá trị ngưỡng thấp hơn và cao hơn γ ; $I(.)$ làm hàm số chỉ báo; μ_{it} là sự khác biệt mang tính hệ thống được phân tách trong mô hình nhằm khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi; Các biến kiểm soát X_{it} : GRO_{it} ; TAN_{it} ; INV_{it} ; $INTI_{it}$; CF_{it} ; LIQ_{it} ; $Risk_{it}$ là các biến số có thể tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty; μ_i là tác động cố định của mô hình; ε_{it} là sai số ước lượng của mô hình, với giả định là độc lập và có phân phối ngẫu nhiên độc lập và tồn tại với trung bình là 0 và phương sai không đổi là σ^2 ($\varepsilon_{it} \sim iid(0, \sigma^2)$); i là công ty thứ i và t là thời kỳ thứ t .

Từ mô hình trên, các quan sát được phân tách theo giá trị hồi quy ngưỡng nhằm xác định hệ số β của từng phương trình thành phần theo ngưỡng. Để xem xét tác động của quy mô ở các ngưỡng khác nhau có khác nhau hay không, chúng tôi tiến hành kiểm định cặp giả thuyết.

Để kiểm định giá trị ngưỡng có ý nghĩa thống kê hay không, theo giả thuyết sau:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2; H_1 : \beta_1 \neq \beta_2$$

Nếu H_0 bị bác bỏ, điều này có nghĩa là hệ số hồi quy $\beta_1 \neq \beta_2$ và giá trị ngưỡng (γ) phương trình ước lượng là tồn tại. Sau đó, các kiểm định cổ điển sẽ trở thành các bản phân phối không chuẩn (Hansen, 1999). Do đó, nghiên cứu đề xuất phương pháp

Bootstrap để mô phỏng các phân phối tiệm cận chuẩn, từ đó xác định các giá trị *p-value* của kiểm định (Hansen, 1999). Giả thuyết H_0 bị bác bỏ khi giá trị *p-value* nhỏ hơn mức ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, mô hình này cũng giả định rằng có một tỷ lệ nợ tối ưu trên tổng tài sản. Nghiên cứu sử dụng mô hình ngưỡng để ước tính tỷ lệ này, từ đó tạo điều kiện cho sự hiểu biết về mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động công ty. Theo Hansen (1999) khuyến nghị sử dụng kiểm định F và Sub-Wald để kiểm định giả thuyết trên. Tất cả các biến sử dụng trong phân tích thực nghiệm được trình bày ở Bảng 1.

3.2.2 Phương pháp hồi quy biến giả

Sau khi xác định được giá trị của ngưỡng của biến *Size*, biến giả *Dummy_Size* sử dụng để phân chia các quan sát thành hai miền tác động: các điểm quan sát trên điểm ngưỡng và các quan sát dưới điểm ngưỡng. Biến tương tác giữa biến giả *Dummy_Size* và biến *Debt* ký hiệu là biến *Debt x Dummy_Size* được bổ sung vào phương trình và thực hiện ước lượng hồi quy bằng một số phương pháp như là IV-GMM. Vì vậy, phương trình sẽ được viết dưới dạng sau đây:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \eta_j \sum_{j=1}^7 X_{ijt} + \beta_2 Debt \times Dummy_Size_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Biến giả *Dummy_Size* là biến nhị phân giá trị không hoặc một, nếu bằng không khi đó quy mô ($Size \leq \gamma_1$), hoặc nhận giá trị bằng một khi nếu quy mô ($Size > \gamma_1$). Sau đó, nhân biến giả *Dummy_Size* với biến *Debt* tạo ra biến mới đó là *Debt x Dummy_Size*.

Mô hình hồi quy biến công cụ (instrument), một số phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng đòi hỏi sử dụng biến trễ của biến nội sinh bị nội sinh làm biến công cụ, cũng thể hiện hàm ý tương lai không tác động ngược lại quá khứ.

Để áp dụng phương pháp này cho nghiên cứu, yêu cầu phải thỏa mãn các kiểm định sự cần thiết của biến công cụ và kiểm định tính nội sinh là cần thiết. Nếu thỏa mãn, kiểm định tính nội sinh mô hình bằng kiểm định *Hausman*. Cụ thể nghiên cứu đã sử dụng *heteroskedasticity-robust*. Và để kiểm định tính hợp lệ của công cụ được tiến hành với giả định giới hạn *just-identifying* là hiệu lực, sau đó giới hạn *over-identifying* cũng hợp lệ.

4. Kết quả và thảo luận

4.1 Kết quả nghiên cứu

Đầu tiên, các tác giả tiến hành ước lượng phương trình 1 tác động ngưỡng quy mô lên mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty, mô hình này do Hansen (1999) đề xuất. Công cụ sử dụng ước tính của tác giả là Stata 16.0, công cụ này dùng để kiểm định xem có tồn tại ngưỡng hay không có ngưỡng và giá trị ngưỡng tới hạn là bao nhiêu.

Bảng 5. Kết quả hồi quy ngưỡng dữ liệu bảng tác động cố định

<i>Threshold estimator</i>	ROA	ROE	TOBINQ
γ	22,03	0,00	0,00
95% Confidence Interval	[20,76; 22,38]	na	na
<i>Impact of Size</i>			
β_1 (Low-Debt Regime)	0,026*** [0,009]	0,160*** [0,019]	-1,029*** [0,111]
β_2 (High-Debt Regime)	-0,035*** [0,004]	-0,003 [0,008]	-0,165*** [0,043]
<i>Covariates</i>			
Size	0,001*** [0,000]	0,003*** [0,000]	0,017*** [0,001]
GRO	0,014*** [0,002]	0,042*** [0,003]	-0,014 [0,018]
TAN	-0,001 [0,004]	-0,021** [0,009]	0,043 [0,050]
INV	-0,024*** [0,007]	-0,013 [0,014]	0,227*** [0,082]
INTI	-0,015 [0,014]	-0,027 [0,029]	0,349** [0,167]
CF	0,338*** [0,007]	0,582*** [0,015]	0,848*** [0,086]
LIQ	0,002*** [0,001]	0,000 [0,001]	0,006 [0,006]
Risk	0,049*** [0,009]	0,070*** [0,018]	0,671*** [0,101]
Constant	-0,006*** [0,002]	-0,009*** [0,003]	-0,042** [0,018]
Obs	7,220	7,220	7,220
R-squared	0,346	0,310	0,120
F test (p-value)	0,0000	0,0000	0,0000

Trong dấu ngoặc vuông là sai số chuẩn

*, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê tại 10%, 5%, 1%

Nguồn: Các tác giả tính toán từ số liệu theo phần mềm Stata 16

Kết quả kiểm định cho thấy, giá trị thống kê F tương ứng với các ngưỡng 70.74 và giá trị Prob = 0.000 (mức ý nghĩa 1%). Nếu xét giá trị thống kê F là 5,94 và giá trị p-value là 0,560 > mức ý nghĩa 10%, như vậy mô hình với biến phụ thuộc không là ROA không tồn tại ngưỡng đôi. Như vậy, kết quả kiểm định ngưỡng của tác động quy mô lên mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là tồn tại ngưỡng đơn. Không tìm thấy tác động

ngưỡng quy mô trong mối quan hệ giữa Debt và ROE, cũng như giữa Debt và TOBINQ.

Bảng 5 cho kết quả ước tính của hồi quy ngưỡng đơn (single-threshold) và khoảng tin cậy là 95%. Ví dụ, mức ý nghĩa (α) 1%; 5% và 10% tương ứng với phân vị 10,59; 7,35 và 6,53 (Hansen, 1999). Nếu $LR_1(\gamma_0)$ vượt $c(\alpha) = -2\log(1 - \sqrt{1 - \alpha})$, sau đó chúng ta bác bỏ H_0 . Trong nghiên cứu này, kết quả ước tính mô hình ngưỡng đơn là 22,03 với khoảng tin cậy 95% [20,76;22,38]. Kết quả này cho thấy thống kê F có ý nghĩa ở mức 1%.

Bảng 6. Kết quả hồi quy biến giả

Biến phụ thuộc: ROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Biến độc lập	POLS	FE (robust)	FGLS	PCSEs	Two-step system GMM	IV-GMM
Size	0,001*** [0,000]	0,001*** [0,000]	0,001*** [0,000]	0,001*** [0,000]	0,002** [0,001]	0,001*** [0,000]
GRO	0,013*** [0,002]	0,015*** [0,002]	0,015*** [0,002]	0,013*** [0,002]	0,003 [0,004]	0,005 [0,005]
TAN	0,010*** [0,003]	0,002 [0,006]	0,010*** [0,003]	0,010*** [0,004]	-0,042** [0,021]	0,004 [0,011]
INV	-0,079*** [0,008]	-0,035*** [0,009]	-0,074*** [0,008]	-0,079*** [0,014]	0,367*** [0,129]	-0,043 [0,030]
INTI	-0,007 [0,010]	-0,022 [0,021]	-0,006 [0,010]	-0,007 [0,007]	-1,401** [0,700]	-0,040* [0,023]
CF	0,401*** [0,016]	0,332*** [0,024]	0,401*** [0,006]	0,401*** [0,017]	0,307*** [0,041]	0,457*** [0,045]
LIQ	0,005*** [0,001]	0,003*** [0,001]	0,005*** [0,000]	0,005*** [0,001]	0,005*** [0,001]	0,006*** [0,002]
Risk	0,033* [0,019]	0,040** [0,020]	0,023** [0,009]	0,033*** [0,012]	-0,813** [0,405]	0,009 [0,023]
<i>debtsize_dummy</i>	-0,062*** [0,003]	-0,037*** [0,004]	-0,061*** [0,003]	-0,062*** [0,005]	-0,090*** [0,030]	-0,122*** [0,025]
Constant	0,006*** [0,002]	-0,005** [0,002]	0,000 [0,001]	0,006*** [0,002]	0,019*** [0,005]	0,001 [0,004]
Obs	7.942	7.942	7.942	7.942	722	722
R-squared	0,463	0,345		0,463		0,503
AR(1) (p-value)					0,000	
AR(2) (p-value)					0,231	
Sargan test (p-value)					0,422	
Hansen test (p-value)					0,780	
Hansen J test (p-value)						0,1828

Trong dấu ngoặc vuông là sai số chuẩn

*, **, *** thể hiện ý nghĩa thống kê tại 10%, 5%, 1%

Nguồn: Các tác giả tính toán từ số liệu theo phần mềm Stata 16

Bảng 1, cho biết biến quy mô (Size) tính bằng Logarit tự nhiên của tổng doanh thu thuần. Tức là quy mô tầm $e^{22.03} = 3.694.089.696$ (3,6 tỷ VND); ở ngưỡng quy mô này, nếu nợ ở miền tác động thấp thì làm tăng giá trị ROA (β_1 mang giá trị dương

và có ý nghĩa thống kê) và ở ngưỡng quy mô này nếu nợ ở miền tác động cao thì làm giảm giá trị ROA (β_2 mang giá trị âm và có ý nghĩa thống kê).

Bước tiếp theo là sau khi ngưỡng quy mô (γ_1) được ước tính từ phương trình 1, tác giả sử dụng kết quả này để tạo biến giả quy mô. Biến giả quy mô (*dsize_Dummy*) được tạo ra nhận giá trị 0 và 1. Nếu quy mô nhỏ hơn 22,03 (giá trị ngưỡng tìm thấy) thì nhận giá trị bằng 0 và nhận giá trị bằng 1 khi quy mô lớn hoặc bằng 22,03 (giá trị ngưỡng tìm thấy). Sau đó lấy biến *dsize_Dummy* tương tác với biến *Debt* tạo ra biến *debtdsize_Dummy*. Các kết quả được thể hiện trong Bảng 6.

Giải quyết vấn đề nội sinh tiềm ẩn. Khi nghiên cứu về tỷ lệ của nợ trên vốn chủ sở hữu, hầu hết các nghiên cứu đã giả định nợ là đồng nhất. Tuy nhiên, thực tế nợ đến từ các nguồn, hình thức và kỳ hạn khác nhau. Cho nên nợ sẽ không đồng nhất. Do đó, chiều ảnh hưởng giữa các biến phụ thuộc và biến độc lập có thể không rõ ràng, điều này có thể dẫn đến các vấn đề nội sinh tiềm ẩn và dẫn đến ước tính sai lệch nghiêm trọng. Để giải quyết vấn đề nội sinh được phát hiện và kiểm định thêm tính mạnh mẽ của kết quả, chúng tôi sử dụng cả mô hình hiệu ứng tác động cố định và phương pháp ước tính Momen tổng quát (GMM) để ước tính mô hình với độ trễ thời gian khác nhau được thêm vào. Xem xét *Debt* trong các khoảng thời gian trễ sẽ không bị ảnh hưởng bởi biến ROA hiện tại, nhưng có liên quan chặt chẽ với các biến *Debt* cùng thời điểm, nghiên cứu sử dụng biến *Debt* làm biến công cụ trong hồi quy GMM.

Dựa vào kết quả như Bảng 6, tính phù hợp của hồi quy bằng phương pháp Two-step system GMM được đánh giá thông qua thống kê Sargan và Arellano-Bond (AR). Kiểm định Sargan kiểm tra các giới hạn quá mức, tính hợp lý của các biến đại diện. Kiểm định AR xác định liệu có sự tương quan phần dư của mô hình. Kiểm định Sargan = 0,422 > 0,1 nên chấp nhận giả thuyết H0: mô hình được xác định đúng, các biến đại diện là hợp lý. Kiểm định AR (1) = 0,000 < 0,1 nên bác bỏ giả thuyết H0: không có sự tương quan chuỗi bậc 1, nghĩa là có sự tương quan chuỗi bậc 1 trong phần dư của mô hình hồi quy. Kiểm định AR (2) = 0,231 > 0,1 nên chấp nhận giả thuyết H0: không có sự tương quan chuỗi bậc 2 trong phần dư của mô hình hồi quy. Kết quả ước lượng bằng phương pháp Two-step system GMM cho thấy mô hình không tồn tại khuyết tật. Cụ thể, kiểm định sự tự tương quan của phần dư cho thấy có tự tương quan bậc 1 (hệ số p-value của AR (1) nhỏ hơn mức ý nghĩa 10%) và không có tự tương quan bậc 2 (hệ số p-value của AR (2) lớn hơn mức ý nghĩa 10%). Kiểm định Hansen và Sargan đều có p-value lớn hơn mức ý nghĩa 5%, cho thấy mô hình và các biến đại diện sử dụng là phù hợp. Ngoài ra, kết quả kiểm định thống kê Hansen J cho giới hạn quá mức với giá trị p-value tương ứng là 0,1828, vậy không thể bác giả thuyết H0: giới hạn quá mức là hợp lệ. Như vậy, giả định về hạn chế xác định tức thời là hợp lệ, sau đó hạn chế xác định quá mức cũng hợp lệ.

Quy mô công ty tác động đến việc vay nợ. Để được vay nợ, quy mô là một trong yếu tố quan trọng hàng đầu liên quan đến điều khoản thế chấp khi vay. Bằng việc kiểm soát tác động của quy mô để kiểm soát việc vay nợ, điều này được cho là có liên quan đến giá trị công ty. Theo cách thông thường, nếu vay nợ có những ưu thế về thuế và tăng rủi ro phá sản, thì nợ cũng có thể làm cho chủ công ty cảm thấy rủi ro

hơn. Bảng 6 cho hệ số ước lượng của biến tương tác (*Debt x Dummy_Size*) là âm và có ý nghĩa thống kê, điều đó cho thấy mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động là ngược chiều nhau. Như vậy, quy mô công ty kiểm soát sự ảnh hưởng của nợ lên hiệu quả hoạt động.

Tóm lại, kết quả ước lượng hồi quy ngưỡng cho biết tác động ngưỡng quy mô làm thay đổi mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty. Từ kết quả này có thể kết luận rằng tồn tại một mức nợ thấp và cao, tại đó làm thay đổi mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty. Với mức nợ thấp, ngưỡng quy mô tồn tại làm cho quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động là cùng chiều, trong khi đó ở mức nợ cao thì ngược lại. Như vậy, tìm thấy bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động là quan hệ phi tuyến. Kết quả này được minh họa bởi các phương pháp sau: Thứ nhất, phương pháp ước lượng bằng hồi quy ngưỡng dữ liệu bảng là phù hợp vấn đề nghiên cứu. Thứ hai, tương tác giữa biến giả quy mô với nợ cho kết quả tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động.

4.2 Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu của tác động ngưỡng quy mô trong mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty niêm yết, cho kết quả xác định được ngưỡng ở mô hình biến phụ thuộc là ROA và không tìm thấy ngưỡng ở mô hình biến phụ thuộc là ROE và TobinQ. Điều đó cho thấy, đối với doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, mức đầu tư khác nhau có tác động khác nhau tới mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động, hay nói cách khác mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả hoạt động là mối quan hệ phi tuyến.

Kết quả thực nghiệm này cho thấy khi ngưỡng quy mô tác động vào miền tác động nợ cao làm giảm giá trị công ty, điều đó đồng nghĩa với việc công ty không thể trả chi phí lãi theo kỳ hạn vì chi phí tài chính cao hơn lợi tức của họ trên tài sản (ROA). Do đó, họ không thể tài trợ cho các dự án đầu tư bằng cách dựa vào khả năng tiếp cận nợ vì điều đó khiến họ phải chịu những tổn thất nguy hiểm (nguy cơ phá sản và khủng hoảng tài chính). Do đó, nợ không phải là nguồn tài chính phù hợp nhất cho loại doanh nghiệp này. Cách giải thích khác đến từ quy mô của loại công ty này, các công ty không thể vay nợ nhiều hơn nếu như không nắm giữ đủ tài sản, nhà máy và thiết bị dưới hình thức bảo lãnh. Điều này chắc chắn ngăn cản họ dễ dàng tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài. Để tránh tình trạng này, các doanh nghiệp nhỏ phải dựa vào nguồn vốn của mình để quản lý dự án và tối đa hóa hiệu quả hoạt động của công ty, đồng thời hạn chế nợ trong cấu trúc vốn của họ. Kết quả của chúng tôi tương tự với kết quả của Le & Phan (2017), Jaisinghani & Kanjilal (2017) và Ibhagui & Olokoyo (2018). Chúng phù hợp với các dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng. Ngược lại, nợ làm tăng nhanh hơn hiệu quả hoạt động của các công ty lớn. Điều này được phản ánh từ thực tế là các công ty lớn sử dụng nợ để hưởng lợi từ tiết kiệm thuế, do đó cho phép tối đa hóa lợi ích của công ty. Khả năng tiếp cận nợ được giải thích bằng việc nắm giữ tài sản lớn, nhà máy và thiết bị, cho phép các công ty này được hưởng lợi từ tài sản đảm bảo nếu cần thiết. Công ty cũng có thể quản lý tốt lợi nhuận hơn (ROA) để bù đắp chi phí nợ và tài trợ cho hoạt động của công ty khi có thể hưởng lợi từ quy mô kinh tế. Điều này trái ngược với các công ty quy mô nhỏ, các công ty quy mô được hưởng lợi từ các điều khoản vay thuận lợi hơn. Kết quả này phù hợp với nghiên

cứu của Jaisinghani & Kanjilal (2017) và Ibhagui & Olokoyo (2018) Lý thuyết đánh đổi ủng hộ kết quả này.

Sau đây chúng tôi tiếp tục tiến hành thảo luận về tác động của các biến còn lại (kiểm soát) đối với hiệu quả hoạt động của công ty. Đối với các cơ hội tăng trưởng, được đo bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRO), tác động của biến này là cùng chiều và có ý nghĩa thống kê, với mức ý nghĩa là 1% cho cả mô hình hồi quy ngưỡng và mô hình tác động cố định. Kết quả này khẳng định rằng công ty có doanh thu có tác động cùng chiều và tác động này có ý nghĩa về mặt thống kê. Điều này cho thấy khả năng tăng thu nhập của công ty. Cụ thể hơn, mối quan hệ cùng chiều giữa tốc độ tăng trưởng doanh số (GRO) và lợi nhuận trên tài sản (ROA) được giải thích bởi khả năng của các công ty tăng hiệu quả kinh tế bằng cách tài trợ cho các dự án đầu tư của họ bằng nguồn vốn bổ sung. Do tăng doanh thu, các công ty có thể tài trợ cho các dự án đầu tư trong tương lai bằng nguồn vốn từ doanh số của việc bán sản phẩm, đồng thời giảm khả năng tiếp cận tín dụng. Do đó, họ giảm thiểu việc thanh toán các khoản lãi suất, cho phép họ tạo ra nhiều giá trị cổ đông hơn và đảm bảo tài trợ ổn định hơn. Kết quả này tương tự với Margaritis & Psillaki (2010) và Le & Phan (2017).

Trường hợp tài sản hữu hình (TAN) không thu được những bằng chứng thống kê cụ thể. Với mô hình biến phụ thuộc ROA và TobinQ đều cho kết quả là không có ý nghĩa thống kê cho mối quan hệ này. Quan hệ đúng trong trường hợp giữa tài sản hữu hình và hiệu quả hoạt động như ROA hay TobinQ cho thấy đó là mối quan hệ giữa công ty và người cho vay vốn. Việc nắm giữ nhiều tài sản để đảm bảo cho việc vay nợ sẽ an toàn hơn và giảm vấn đề bất cân xứng thông tin. Điều đó, cho phép công ty có thể tránh các tài trợ dự án rủi ro. Nếu quan hệ này là đúng như kỳ vọng (dương), nó sẽ giúp giải thích ở mức độ để đảm bảo trong việc tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, điều này đã không đạt được như kỳ vọng. Từ quan điểm của nhà đầu tư bên ngoài, các nhà tài trợ cấp tín dụng, đặc biệt là cho các công ty có tài sản cố định hữu hình đáng kể, điều đó cho phép công ty được vay dưới dạng bảo lãnh khi cần thiết. Điều đó phản ánh khả năng mắc nợ, cũng như có thể đáp ứng chi phí lãi vay của công ty khi đến kỳ hạn và tối đa hóa lợi ích dành cho công ty và chủ công ty.

Yếu tố chi tiêu vốn trên tổng tài sản (INV) và tài sản vô hình trên tổng tài sản (INTI) tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động. Theo đó, nếu tăng đầu tư vào tài sản hữu hình sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động công ty. Khác với kết quả nghiên cứu của Le & Phan (2017), việc tối ưu hóa chính sách đầu tư, nhà quản lý công ty có thể sử dụng nguồn tự tài trợ hay tài trợ từ bên ngoài. Để làm được điều đó nhà quản lý công ty phải cam kết sử dụng các nguồn tài trợ với hiệu quả cao nhất, do đó đem lại thu nhập thỏa đáng và cơ hội đầu tư mới. Điều này sẽ duy trì trạng thái cân bằng tài trợ, kiểm soát chi phí và tối đa giá trị công ty. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu này cho kết quả không như vậy. Bằng chứng thực nghiệm này cho thấy phù hợp với nghiên cứu của Jaisinghani & Kanjilal (2017).

Đối với biến dòng tiền (CF), hệ số ước lượng cho kết quả là cùng chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (cho cả ba mô hình). Liên quan đến mối quan hệ cùng chiều giữa dòng tiền (CF) và lợi nhuận trên tài sản (ROA), cho thấy các công ty trong mẫu nghiên cứu phải dựa vào nguồn vốn nội bộ để đầu tư vào các dự án có lợi nhuận

và gia tăng lợi ích. Để làm điều này, công ty được yêu cầu sửa đổi các yếu tố tái đầu tư của mình, bằng cách tài trợ cho các dự án của họ từ các nguồn lực nội bộ. Công ty cũng được yêu cầu loại bỏ hoặc hạn chế thanh toán cổ tức cho các cổ đông. Điều này có khả năng bảo vệ sức khỏe tài chính của các công ty niêm yết. Kết quả này phù hợp với kết quả tìm thấy của Le & Phan (2017).

Cuối cùng, hệ số ước lượng tỷ lệ thanh khoản và tỷ lệ rủi ro hoạt động (Risk) là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (ROA và TobinQ). Liên quan đến mối quan hệ cùng chiều giữa rủi ro hoạt động (Risk) và lợi nhuận trên tài sản (ROA), cho thấy việc tăng chi phí liên quan đến hoạt động kinh doanh của công ty làm tăng lợi nhuận của công ty. Điều này cho thấy rõ nét nhất bởi sự đánh đổi của đầu tư, để gia tăng lợi nhuận thì phải gia tăng đầu tư. Đặc biệt, các nhà quản lý của các công ty này đã đưa ra các quyết định phù hợp để tài trợ cho chu kỳ hoạt động. Tuy nhiên, quyết định như vậy phần lớn phụ thuộc vào quy mô công ty. Nói chung, các công ty lớn phải đối mặt với rủi ro hoạt động. Do đó, công ty này có thể dựa vào nợ dài hạn để tăng thu nhập và tăng sản xuất, ngoại trừ việc họ phải đối mặt với rủi ro tài chính và lãi suất. Tuy nhiên, các công ty nhỏ phải đối mặt với loại rủi ro này vì vấn đề rủi ro thanh khoản cao. Để giải quyết tình trạng này, công ty phải dựa vào tín dụng thương mại thay vì vay nợ. Điều này giúp họ tự bảo vệ doanh nghiệp trước rủi ro hoạt động và duy trì lợi nhuận.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Tác động ngưỡng của quy mô trong mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2018. Kết quả cho thấy tồn tại tác động ngưỡng của quy mô trong mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động, tác động này ở hai miền tác động của nợ. Một là ở miền tác động nợ thấp, ngưỡng quy mô làm tăng hiệu quả hoạt động công ty, điều này được chứng minh bằng hệ số ước lượng là dương (Bảng 5). Hai là ở miền tác động nợ cao, ngưỡng quy mô làm giảm hiệu quả hoạt động, điều này thể hiện bằng hệ số ước lượng là âm (Bảng 5). Ngoài ra, kết quả hồi quy bằng mô hình IV-GMM cho hệ số ước lượng đồng nhất với mô hình hồi quy ngưỡng dữ liệu bảng. Như vậy, cho thấy kết quả hồi quy bằng mô hình hồi quy ngưỡng dữ liệu bảng là đồng nhất và mang tính bền vững. Từ đó cho thấy quy mô công ty đóng vai trò trong việc xác định mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty. Đối với chính sách tài trợ, trong đó tài trợ bằng nợ đóng vai trò như đòn bẩy. Nếu được sử dụng thích hợp nợ có thể làm gia tăng hiệu quả hoạt động. Ngược lại, nợ cũng là một yếu tố làm trầm trọng thêm nguy cơ phá sản và khó khăn tài chính của các công ty do vấn đề đại diện. Do đó, nó làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Hơn nữa, nợ là yếu tố thích hợp cho các công ty lớn, do đó có thể hưởng lợi từ tiết kiệm thuế. Điều này là sự đánh đổi lợi ích nhằm dẫn đến việc tối đa hóa giá trị công ty, tuy nhiên tiềm ẩn phía sau đó là rủi ro tăng lên.

Nghiên cứu này có một số đóng góp sau đây. Đầu tiên, không như các nghiên cứu trước đây, quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty là phi tuyến, nghĩa là tồn tại ngưỡng quy mô, nếu ngưỡng quy mô này tác động đến miền nợ thấp thì làm tăng hiệu quả hoạt động và ngược lại. Tức là không thể có việc tăng đầu tư dẫn đến doanh thu tăng, trong khi đó đầu tư được tài trợ bằng vay nợ, bởi vì điều này làm cho

rủi ro cũng tăng theo. Nhưng quan hệ này đúng khi quan hệ đó là quan hệ tuyến tính, nếu ngưỡng quy mô được xác định mà rơi vào tình trạng nợ cao thì quan hệ này không còn là tuyến tính ban đầu mà trở thành phi tuyến, tức là hiệu quả giảm đi.

Về ý nghĩa chính sách, nghiên cứu này giúp các nhà nghiên cứu và người ra quyết định tài chính hiểu rõ hơn về bản chất của mối quan hệ giữa nợ và hiệu quả hoạt động công ty, bằng cách xem xét mức độ của quy mô công ty trong việc xác định mối quan hệ này. Cụ thể, các nhà quản lý của các công ty nên xem xét các quyết định tài trợ đúng đắn để đạt được chiến lược đầu tư tối ưu và tài trợ cho hoạt động. Cụ thể hơn, đối với các nhà quản lý của các công ty lớn, đề nghị họ chọn tài trợ nợ thay vì các phương án khác, để tăng năng lực đầu tư, giảm thiểu thanh toán thuế và cải thiện hiệu suất của họ. Điều này cần đạt được thông qua việc xác định cấu trúc vốn tối ưu, với mục đích giảm chi phí và rủi ro liên quan đến đòn bẩy tài chính. Đối với các nhà quản lý của các công ty nhỏ, họ phải cảnh giác vấn đề về mâu thuẫn đại diện. Trên thực tế, các doanh nghiệp nhỏ thường gặp khó khăn trong việc trả lãi và thuế. Để giúp công ty phát triển, các nhà quản lý phải dựa vào nguồn vốn nội bộ để tài trợ cho các dự án đầu tư. Nếu cần thiết, công ty có thể sử dụng nguồn tài trợ khác để tài trợ cho các hoạt động thường xuyên. Các nhà quản lý của các công ty nhỏ cũng phải hành động có trách nhiệm đối với chính sách phân phối cổ tức. Nhà quản lý được yêu cầu trả ít hoặc không chia cổ tức cho các cổ đông, đặc biệt là khi tài trợ nội bộ được ưu tiên (không tài trợ bằng nợ). Điều này có thể sẽ tăng hiệu quả hoạt động của các công ty nhỏ.

Tài liệu tham khảo

- Abor, J. (2005), "The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana", *Journal of Risk Finance*, Vol. 6 No. 5, pp. 438 - 445.
- Al-Matari, E.M., Al-Swidi, A.K. & Fadzil, F.H.B. (2014), "The measurements of firm performance's dimensions", *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 6 No. 1, pp. 24 - 49.
- Anderson, R.C., Duru, A. & Reeb, D.M. (2012), "Investment policy in family-controlled firms", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 No. 6, pp. 1744 - 1758.
- Azeez, A.A. (2015), "Corporate governance and firm performance: evidence from Sri Lanka", *Journal of Finance*, Vol. 3 No. 1, pp. 180 - 189.
- Berger, A.N. & Udell, P. (2006), "Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 No. 4, pp. 1065 - 1102.
- Bradley, M., Jarrell, G.A. & Kim, E.H. (1984), "On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence", *The Journal of Finance*, Vol. 39 No. 3, pp. 857 - 878.
- Chandrakumar Mangalam, S. & Govindasamy, P. (2010), "Leverage: an analysis and its impact on profitability with reference to selected cement companies in India", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Vol. 27 No. 1, pp. 53 - 65.
- Cheng, Y.S., Liu, Y.P. & Chien, C.Y. (2010), "Capital structure and firm value in China: a panel threshold regression analysis", *African Journal of Business Management*, Vol. 4 No. 12, pp. 2500 - 2507.
- Chhibber, P.K. & Majumdar, S.K. (1999), "Foreign ownership and profitability: property rights, control, and the performance of firms in Indian industry", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 42 No. 1, pp. 209 - 238.
- Cuong, N.T. (2014), "Threshold effect of capital structure on firm value", *International Journal of Finance & Banking Studies*, Vol. 3, No. 3, pp. 14 - 29.

- Dang, C., Li, Z.F. & Yang, C. (2018), "Measuring firm size in empirical corporate finance", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 86, pp. 159 - 176.
- Đoàn, N.T, Nguyễn, T.H.H & Hoàng, P.D (2020), "Tác động của danh tiếng truyền thông tới hiệu quả tài chính của ngân hàng thương mại Việt Nam", *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, Số 128, pp. 109 - 130.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1998), "Taxes, financing decisions, and firm value", *The Journal of Finance*, Vol. 53 No. 3, pp. 819 - 843.
- Gill, A., Bigger, N. & Mathur, N. (2011), "The effect of capital structure on profitability: evidence from the United States", *International Journal of Management*, Vol. 28 No. 4, pp. 3 - 15.
- Hansen, B.E. (1999), "Threshold effects in non-dynamic panels: estimation, testing, and inference", *Journal of Econometrics*, Vol. 93 No. 2, pp. 345 - 368.
- Hsiao, C. (2014), *Analysis of panel data 3rd ed.*, Cambridge University Press.
- Ibhagui, O.W. & Olokoyo, F.O. (2018), "Leverage and firm performance: new evidence on the role of firm size", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 45, pp. 57 - 82.
- Jaisinghani, D. & Kanjilal, K. (2017), "Non-linear dynamics of size, capital structure and profitability: Empirical evidence from Indian manufacturing sector", *Asia Pacific Management Review*, Vol. 22 No. 3, pp. 159 - 165.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305 - 360.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323 - 329.
- Khémiri, W. & Noubbigh, H. (2020), "Size-threshold effect in debt-firm performance nexus in the sub-saharan region: a panel smooth transition Regression approach", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 76, pp. 335 - 344.
- Kim, E.H. (1978), "A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity", *The Journal of Finance*, Vol. 33 No. 1, pp. 45 - 63.
- King, M.R. & Santor, E. (2008), "Family values: ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32 No. 11, pp. 2423 - 2432.
- Klapper, L.F. & Love, I. (2004), "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 No. 5, pp. 703 - 728.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973), "A state-preference model of optimal financial leverage", *The Journal of Finance*, Vol. 28 No. 4, pp. 911 - 922.
- Lang, L.H. & Stulz, R.M. (1994), "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102 No. 6, pp. 1248 - 1280.
- Le, T.P.V. & Phan, T.B.N. (2017), "Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country", *Research in International Business and Finance*, Vol. 42, pp. 710 - 726.
- Lin, F.L. & Chang, T. (2011), "Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis", *Applied Economics*, Vol. 43 No. 1, pp. 117 - 128.
- Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010), "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34 No. 3, pp. 621 - 632.
- Mashayekhi, B. & Bazaz, M.S. (2008), "Corporate governance and firm performance in Iran", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 4 No. 2, pp. 156 - 172.

- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 261 - 297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, Vol. 53 No. 3, pp. 433 - 443.
- Mwangi, L.W., Makau, M.S. & Kosimbei, G. (2014), "Relationship between capital structure and performance of non-financial companies listed in the Nairobi Securities Exchange, Kenya", *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics*, Vol. 1 No. 2, pp. 72 - 90.
- 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*, Vol. 13, No. 2, pp. 187 - 221
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 No. 2, pp. 147 - 175.
- Myers, S.C. (1984), "Capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575 - 592.
- Myers, S.C. (2001), "Capital structure", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 No. 2, pp. 81 - 102.
- Negash, M. (2001), "Debt, tax shield and bankruptcy costs: some evidence from JSE", *Investment Analysts Journal*, Vol. 30 No. 54, pp. 33 - 44.
- Olokoyo, F.O. (2013), "Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: a panel data approach", *African Development Review*, Vol. 25 No. 3, pp. 358 - 369.
- Onaolapo, A.A. & Kajola, S.O. (2010), "Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Vol. 25 No. 1, pp. 70 - 82.
- Phillips, P.A. & Sipahioglu, M.A. (2004), "Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests", *The Service Industries Journal*, Vol. 24 No. 5, pp. 31 - 51.
- Pratheepkanth, P. (2011), "Capital structure and financial performance: evidence from selected business companies in Colombo stock exchange Sri Lanka", *Researchers World*, Vol. 2 No. 2, pp. 171 - 183.
- Pratomo, W.A. & Ismail, A.G. (2006), *Islamic bank performance and capital structure*, MPRA Paper 6012.
- Robb, A.M. & Robinson, D.T. (2014), "The capital structure decisions of new firms", *The Review of Financial Studies*, Vol. 27 No. 1, pp. 153 - 179.
- Ross, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 23 - 40.
- Ruland, W. & Zhou, P. (2005), "Debt, diversification, and valuation", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 25 No. 3, pp. 277 - 291.
- Simon-Oke, O.O. & Afolabi, B. (2011), "Capital structure and industrial performance in Nigeria (1999-2007)", *International Business and Management*, Vol. 2 No. 1, pp. 100 - 106.
- Stulz, R. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 No. 1, pp. 3-27.
- Vu, T.D., Le T.H. & Francesca, M. (2020), "The economic impact of CPTPP on Vietnam's fisheries exports to CPTPP region", *Journal of International Economics and Management*, Vol. 20 No. 2, pp. 1 - 15.
- Wang, Q. (2015), "Fixed-effect panel threshold model using Stata", *The Stata Journal*, Vol. 15 No. 1, pp. 121 - 134.
- Zeitun, R. & Gang Tian, G. (2007), "Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?", *Corporate Governance*, Vol. 7 No. 1, pp. 66 - 82.

THÔNG BÁO

Về việc đưa bài viết ra khỏi hệ thống của Tạp chí

Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế thông báo đưa bài viết "***Quản trị công ty niêm yết sở hữu gia đình tại Việt Nam - góc nhìn từ thực tiễn***" đăng trên số 125 (01/2020) của tác giả Hoàng Hải Yến công tác tại trường Đại học Ngoại thương ra khỏi hệ thống của Tạp chí.