

**CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH
CỦA CÁC CÔNG TY KHOÁNG SẢN NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Nguyễn Thị Kim Quyên^{1*}

**FACTORS AFFECTING THE FINANCIAL STRUCTURE OF MINERAL COMPANIES
LISTED ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET**

Nguyen Thi Kim Quyen^{1*}

Tóm tắt – Bài báo trình bày các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các công ty khoáng sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2019–2023. Nghiên cứu đã sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng kết hợp với phân tích hồi quy. Kết quả của nghiên cứu cung cấp cái nhìn thực tế cấu trúc tài chính trong các doanh nghiệp ngành khoáng sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cùng với tầm quan trọng của từng yếu tố đối với cấu trúc này. Một số khuyến nghị đối với các doanh nghiệp ngành khoáng sản Việt Nam dựa trên ảnh hưởng của từng yếu tố đối với cấu trúc tài chính trong ngành, bao gồm: hiệu suất kinh doanh, rủi ro kinh doanh, cấu trúc tài sản, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng.

Từ khóa: cấu trúc tài sản, hiệu quả kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh, tốc độ tăng trưởng.

Abstract – The study presents the factors influencing the financial structure of mineral companies listed on the Vietnamese stock market from 2019 to 2023. The research employed a quantitative approach combined with regression analysis. The results provide a practical insight into the financial structure of listed companies

in the mining sector on the Vietnamese stock market, along with the importance of each factor in shaping this structure. The recommendations for mineral companies are based on the impact of individual factors on the financial structure in the industry, including business performance, business risk, asset structure, company size, and growth rate.

Keywords: asset structure, business efficiency, business risk, corporate scale, growth rate.

I. GIỚI THIỆU

Việt Nam có nguồn tài nguyên khoáng sản phong phú. Vì vậy, các ngành công nghiệp khai thác khoáng sản của quốc gia cũng trở nên đa dạng và có giá trị cao. Với hơn 5.000 địa điểm mỏ và việc thăm dò, phát triển 60 loại khoáng sản khác nhau [1], Việt Nam đang nắm giữ một nguồn tài nguyên vô cùng quan trọng. Các loại khoáng sản của Việt Nam như kẽm, đồng, sắt, titan, antimon đều có nhu cầu lớn và được định giá cao trên thị trường quốc tế.

Hàng năm, ngành khoáng sản của Việt Nam cung cấp một lượng lớn tài nguyên cho công trình xây dựng, bao gồm khoảng 90 triệu tấn đá xây dựng, 70 triệu m³ đá vôi, gần 100 triệu m³ đá xây dựng và vật liệu san lấp. Ngoài ra, ngành khoáng sản cung cấp hơn 45 triệu tấn than đá và hơn 3 triệu tấn quặng sắt và tài nguyên khác. Ngành khoáng sản, ngoại trừ dầu thô, đóng góp khoảng 4–5% vào GDP hằng năm của Việt Nam và cung cấp nguồn thu trực tiếp cho ngân sách thông qua các khoản thu như phí cấp quyền thăm dò khoáng

¹Trường Đại học Hùng Vương TP.HCM, Việt Nam
Ngày nhận bài: 21/11/2023; Ngày nhận bài chỉnh sửa: 18/6/2024; Ngày chấp nhận đăng: 19/6/2024

*Tác giả liên hệ: nguyenthikimquyentcnh@gmail.com

¹Hung Vuong University Ho Chi Minh City, Vietnam
Received date: 21st November 2023; Revised date: 18th June 2024; Accepted date: 19th June 2024

*Correspondin author: nguyenthikimquyentcnh@gmail.com

sản, thuế tài nguyên và phí bảo vệ môi trường. Từ năm 2014, giá trị trung bình hằng năm của ngành này đạt khoảng 16.000–20.000 tỉ đồng, với phí tài nguyên chiếm khoảng 10.000–11.000 tỉ đồng [2].

Mặc dù có tiềm năng lớn, các doanh nghiệp trong ngành khoáng sản Việt Nam đang gặp nhiều thách thức, đặc biệt là hiệu suất kinh doanh và cấu trúc vốn không hợp lí. Tỷ lệ nợ cao, phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngắn hạn thay vì sử dụng vốn dài hạn hoặc vốn chủ sở hữu, tạo ra áp lực tài chính lớn. Điều này dẫn đến khả năng chịu đựng rủi ro tài chính kém, doanh nghiệp dễ bị tổn thương khi thị trường biến động. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn của nhiều doanh nghiệp còn thấp, làm giảm khả năng đầu tư và phát triển bền vững.

Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành cũng thấp. Tuy doanh thu cao nhưng lợi nhuận sau thuế vẫn thấp do chi phí hoạt động cao và hiệu suất sử dụng vốn chưa tối ưu. Thêm vào đó, sự cạnh tranh trên thị trường quốc tế ngày càng gay gắt từ các công ty nước ngoài. Họ có tiềm lực tài chính mạnh và công nghệ tiên tiến hơn. Điều này đòi hỏi các doanh nghiệp trong nước cần phải cải thiện cấu trúc vốn để nâng cao khả năng cạnh tranh. Nghiên cứu về cấu trúc tài chính của ngành khoáng sản và các yếu tố ảnh hưởng đến nó là vô cùng cần thiết. Việc hiểu rõ và cải thiện cấu trúc vốn có thể giúp các doanh nghiệp xây dựng chiến lược tài trợ hiệu quả hơn, giảm áp lực tài chính và tăng khả năng chịu đựng rủi ro. Từ đó, các doanh nghiệp có thể nâng cao hiệu suất kinh doanh thông qua việc giảm chi phí vốn và tăng cường đầu tư vào công nghệ và quản lí. Điều này cũng giúp cải thiện khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế, khi các doanh nghiệp có đủ nguồn lực tài chính để đầu tư vào công nghệ mới và mở rộng quy mô sản xuất.

II. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

A. Khái niệm cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

Góc nhìn về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp đã gây ra nhiều tranh luận và ý kiến trái chiều. Theo Bertoneche et al. [3], cấu trúc tài chính của doanh nghiệp đề cập đến mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ và vốn chủ sở hữu cần thiết cho các

hoạt động tài trợ của doanh nghiệp. Còn cấu trúc vốn được xác định là mối liên hệ giữa các khoản nợ trong tương lai và vốn chủ sở hữu.

Lí thuyết về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được hình thành dựa trên các ý tưởng ban đầu được Modigliani et al. [4] đưa ra. Tuy nhiên, từ thực tế, một số lí thuyết trong lĩnh vực này đã cho thấy sự xung đột giữa các mô hình cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Lí thuyết cấu trúc tài chính được coi là giải thích được quan hệ giữa định giá doanh nghiệp, hiệu quả sử dụng vốn và khả năng sử dụng nợ.

Trong khi đó, theo Stephen et al. [5], cấu trúc tài chính của một doanh nghiệp là sự kết hợp giữa việc sử dụng vốn nợ và vốn chủ sở hữu theo tỉ lệ cố định để tài trợ các hoạt động sản xuất kinh doanh.

Đối với Colin Firer et al. [6], cấu trúc tài chính thể hiện việc doanh nghiệp sử dụng cả nợ và vốn chủ sở hữu để tài trợ hoạt động kinh doanh.

B. Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính

Với các định nghĩa đa dạng, cấu trúc tài chính được đo lường qua các chỉ số khác nhau, song vẫn có sự tương quan. Tùy thuộc vào mục tiêu và phương pháp tiếp cận của nghiên cứu, các tác giả sẽ sử dụng một trong những chỉ số cơ bản sau: hệ số nợ, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu và hệ số tự tài trợ.

Tỉ số nợ (tỉ lệ nợ so với tổng tài sản) là một chỉ số thể hiện mức độ sử dụng nguồn vốn vay trong hoạt động của doanh nghiệp. Chỉ số này giúp đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp, bao gồm khả năng trả nợ và rủi ro mà doanh nghiệp có thể đối mặt. Tỉ số nợ thường phụ thuộc vào ngành nghề hoạt động, lĩnh vực mà doanh nghiệp tham gia và có thể được đo lường như sau:

$$\text{Tỉ số nợ} = (\text{Tổng nợ phải trả}) / (\text{Tổng tài sản}) \times 100\%$$

$$\text{Tỉ số nợ ngắn hạn} = (\text{Nợ ngắn hạn}) / (\text{Tổng tài sản}) \times 100\%$$

$$\text{Tỉ số nợ dài hạn} = (\text{Nợ dài hạn}) / (\text{Tổng tài sản}) \times 100\%$$

Các chỉ số này phản ánh mức độ sử dụng các khoản nợ để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp. Khi chỉ số này tăng cao, doanh nghiệp sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn từ chủ nợ. Điều

này có thể làm cho việc tiếp cận các nguồn vốn vay khác trở nên khó khăn hơn, cũng như đưa doanh nghiệp vào tình trạng rủi ro cao hơn trong việc không thể thanh toán các khoản nợ đúng hạn và hoạt động kinh doanh không hiệu quả. Ngược lại, nếu chỉ số này thấp, mức độ sử dụng nợ để đầu tư vào tài sản cũng thấp. Điều đó cho thấy doanh nghiệp có khả năng tự chủ về tài chính tốt hơn. Đây là một chỉ số mà các nhà đầu tư thường sử dụng để đánh giá rủi ro và cấp tín dụng cho doanh nghiệp.

Tỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu: Chỉ số này thể hiện tỉ lệ giữa hai nguồn vốn cơ bản của doanh nghiệp (vốn nợ và vốn chủ sở hữu) được sử dụng để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Hai nguồn vốn này có những đặc tính riêng biệt và mối quan hệ giữa chúng thường được sử dụng rộng rãi để đánh giá cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Công thức tính hệ số này như sau:

Tỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu = (Tổng nợ phải trả)/(Vốn chủ sở hữu) x 100%

Chỉ số này thể hiện mức độ tự chủ của doanh nghiệp, sức mạnh tài chính và khả năng tự quyết của doanh nghiệp trong việc sử dụng nguồn vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư. Nó còn được biết đến là hệ số đòn cân nợ. Khi chỉ số này dưới 100%, doanh nghiệp có khả năng tự quyết định về nguồn vốn kinh doanh. Ngược lại, khi chỉ số này vượt quá 100%, khả năng thanh toán nợ giảm, doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tự chủ về tài chính, tăng nguy cơ phá sản và giảm hiệu ứng cân nợ.

Tỉ số tự tài trợ: Đây là chỉ số phản ánh tỉ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng số nguồn vốn (tổng tài sản) của doanh nghiệp, được đo lường như sau:

Tỉ số tự tài trợ (E/C) = (Vốn chủ sở hữu)/(Tổng tài sản) x 100%.

Việc xác định mức độ phù hợp của tỉ lệ vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp phụ thuộc rất lớn vào cách hoạt động và chính sách của từng doanh nghiệp, cũng như đặc điểm riêng của từng ngành. Tỉ số tự tài trợ cao là dấu hiệu của khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, điều này cũng cho thấy doanh nghiệp chưa tận dụng đầy đủ tiềm năng tài chính của mình. Chỉ số này vượt quá 50% sẽ ngụ ý rằng phần lớn vốn của doanh nghiệp được tài trợ từ nguồn vốn thực sự của các cổ đông. Các chỉ số đo lường cấu trúc tài chính của doanh nghiệp có

thể có sự khác biệt đáng kể, như giá trị nguồn vốn có thể được đo lường dựa trên giá trị kế toán (giá trị sổ sách) hoặc giá trị thị trường. Titman et al. [7] đã chứng minh rằng, do giá trị nguồn vốn thay đổi lớn giữa giá trị kế toán và giá trị thị trường, nên việc xác định giá trị sổ sách hoặc giá trị thị trường của nguồn vốn có ảnh hưởng lớn đối với các chỉ số đo lường cấu trúc tài chính. Do việc tính toán giá trị thị trường của nguồn vốn nợ khó khăn nên hầu hết các nhà nghiên cứu đo lường cấu trúc tài chính của doanh nghiệp thường sử dụng giá trị thị trường để đo lường vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, trong khi đó, giá trị nợ thì dựa trên giá trị sổ sách kế toán.

C. Mối quan hệ cấu trúc tài chính và giá trị của doanh nghiệp

Giá trị của một doanh nghiệp phụ thuộc vào kết quả tài chính của nó và điều này thường được thể hiện qua chỉ số tỉ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Việc sử dụng vốn trong doanh nghiệp không tạo ra sự tăng giảm trực tiếp của giá trị doanh nghiệp. Thay vào đó, nó chỉ tác động thông qua khía cạnh của đòn bẩy tài chính. Trong lĩnh vực đầu tư, đòn bẩy tài chính là một yếu tố quan trọng góp phần nâng cao tỉ suất sinh lời cho vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, không phải lúc nào việc sử dụng đòn bẩy tài chính cũng có tác động tích cực lên tỉ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu.

Nếu hiệu suất kinh doanh quá thấp, việc áp dụng đòn bẩy tài chính có thể làm giảm tỉ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính có hai mặt. Một mặt, nó yêu cầu việc tăng lợi nhuận từ việc đầu tư để đáp ứng các nhu cầu tài chính khác. Mặt khác, khi lợi nhuận tăng lên, mức thu nhập cũng tăng lên theo mỗi đơn vị lợi nhuận. Công thức minh họa mối liên hệ này như sau:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \\ &= \frac{(EBIT - i.D)(1 - t)}{E} = \frac{EBIT(1 - t)}{E} - \frac{i.D(1 - t)}{E} \\ &= \frac{\frac{EBIT(1 - t)}{D + E}}{\frac{E}{D + E}} - i' \frac{D}{E} \end{aligned}$$

Đặt
$$r = \frac{EBIT(1 - t)}{D + E}$$

Suy ra
$$ROE = r \frac{D + E}{E} - i' \frac{D}{E} = r + (r - i') \frac{D}{E}$$

Trong đó:

- EBIT: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay
- T: Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp
- I: Lãi suất vay bình quân (lãi vay tính vào chi phí / tổng nợ vay)
- D: Khoản nợ vay
- R: Suất sinh lời vốn đầu tư ROIC
- $i' = (1 - t) \cdot i$: Lãi suất vay sau thuế
- E: Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu
- Ta có:

Qua công thức trên, chúng ta sẽ xem xét tác động của đòn bẩy tài chính lên ROE tùy thuộc vào độ lớn của r và i' . Trong đó, r có thể được xem là tỉ suất sinh lời mà doanh nghiệp có được trước khi xem xét các tác động của đòn bẩy tài chính.

Xét các trường hợp sau:

- Nếu $r > i'$: đòn bẩy tài chính sẽ làm tăng ROE, tức góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp.
- Nếu $r < i'$: đòn bẩy tài chính sẽ làm giảm ROE tức góp phần làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, nghiên cứu cấu trúc tài chính là nghiên cứu hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp biểu hiện ở chỉ số tỉ lệ nợ, nghiên cứu các ảnh hưởng của từng yếu tố lên hiệu quả vay nợ của doanh nghiệp và qua việc sử dụng vốn nhằm hướng về mục đích tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp phụ thuộc vào tỉ lệ sinh lãi vốn sở hữu và tùy thuộc vào điều kiện tài chính của doanh nghiệp. Trong điều kiện hoạt động bình thường, đòn bẩy tài chính sẽ làm tăng lợi nhuận và ngược lại sẽ làm giảm tỉ lệ sinh lời vốn sở hữu và từ đó làm tăng hoặc giảm giá trị doanh nghiệp với một tỉ lệ tăng hoặc giảm tương ứng.

Một cấu trúc tài chính hợp lí là yếu tố then chốt đối với mọi doanh nghiệp, không chỉ nhằm tối đa hóa lợi nhuận từ khách hàng, đối tác liên kết và hoạt động kinh doanh, mà còn do tác động của cấu trúc tài chính đối với hiệu quả kinh tế trong môi trường cạnh tranh. Để đạt được những giá trị tối ưu, các doanh nghiệp cần phải giải

quyết câu hỏi quan trọng: Làm thế nào để cân bằng giữa nợ và vốn chủ sở hữu nhằm thiết lập một cấu trúc tài chính tối ưu nhất.

D. Các nghiên cứu liên quan

Nghiên cứu của Modigliani et al. [8] đã mở ra một cách nhìn mới về việc sử dụng nợ trong cơ cấu tài chính của doanh nghiệp. Theo đó, sử dụng nợ có thể mang lại lợi ích đáng kể, bao gồm việc tăng giá trị của doanh nghiệp và giảm chi phí vốn trung bình. Điều này bắt nguồn từ thực tế rằng nợ có thể giúp doanh nghiệp tận dụng lợi thế từ lá chắn thuế (tax shield), khi lãi vay được khấu trừ thuế, làm giảm nghĩa vụ thuế và tăng thu nhập ròng. Lợi ích này khiến việc sử dụng nợ trở thành một công cụ quan trọng trong tối ưu hóa tài chính. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng nhấn mạnh rằng việc sử dụng nợ cần được cân nhắc cẩn trọng do các yếu tố chi phí và rủi ro đi kèm. Chi phí nợ không chỉ dừng lại ở lãi suất mà còn bao gồm nguy cơ phá sản (bankruptcy risk), mất khả năng thanh toán và chi phí kiệt quệ tài chính (financial distress costs). Khi tỉ lệ nợ tăng, doanh nghiệp có thể gặp khó khăn trong việc duy trì hoạt động kinh doanh ổn định, đặc biệt trong các điều kiện thị trường không thuận lợi.

Nghiên cứu của Huang et al. [9] tập trung vào các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của từng doanh nghiệp, dựa trên dữ liệu từ thị trường chứng khoán và số liệu tài chính của khoảng 1.000 doanh nghiệp Trung Quốc niêm yết trên thị trường chứng khoán. Nghiên cứu này có nhiều ưu điểm nổi bật. Đầu tiên, với mẫu dữ liệu lớn và đa dạng, kết quả nghiên cứu trở nên đáng tin cậy hơn, cung cấp cái nhìn toàn diện về cách các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, chi phí thuế, khấu hao, ngành kinh tế, hiệu quả kinh doanh tương tác và ảnh hưởng lẫn nhau. Thứ hai, các kết quả này có tính ứng dụng thực tiễn cao, mang lại thông tin hữu ích cho các doanh nghiệp, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách trong việc hiểu rõ hơn về cấu trúc tài chính và các yếu tố ảnh hưởng đến nó, từ đó đưa ra các quyết định tài chính chiến lược. Bên cạnh đó, nghiên cứu này làm rõ mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ so với tổng tài sản và các yếu tố khác, giúp doanh nghiệp nhận thức rõ hơn về quản lí tài chính và tối ưu hóa cấu trúc vốn. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng có một

số nhược điểm. Hạn chế về dữ liệu từ thị trường chứng khoán Trung Quốc có thể không hoàn toàn phản ánh được tình hình của các doanh nghiệp ở các quốc gia khác. Do đó, việc áp dụng kết quả nghiên cứu cho các thị trường khác có thể gặp khó khăn. Ngoài ra, các yếu tố kinh tế, pháp lí và văn hóa của Trung Quốc có thể ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo cách khác biệt so với các quốc gia khác, làm giảm tính khái quát của kết quả nghiên cứu. Hơn nữa, nghiên cứu có thể bỏ sót một số yếu tố quan trọng khác ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như quản lí doanh nghiệp, môi trường kinh doanh và chính sách kinh tế vĩ mô. Phương pháp nghiên cứu, nếu không sử dụng các phân tích định lượng mạnh mẽ hoặc không kiểm soát được các biến nhiễu, có thể dẫn đến kết quả bị sai lệch hoặc không chính xác. Cuối cùng, nghiên cứu này tập trung vào mối quan hệ ngắn hạn mà không phân tích tác động dài hạn của các yếu tố tài chính. Điều này có thể dẫn đến sự hiểu biết không đầy đủ về cấu trúc tài chính bền vững của doanh nghiệp.

M'ng et al. [10] phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp (CTV DN) tại Malaysia, Singapore và Thái Lan. Nghiên cứu này có nhiều ưu điểm đáng chú ý. Trước hết, nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ ba quốc gia khác nhau, giúp tăng tính khái quát và khả năng so sánh giữa các thị trường. Điều này cung cấp cái nhìn toàn diện về sự khác biệt và tương đồng trong tác động của các yếu tố tài chính đối với CTV DN ở các nền kinh tế khác nhau. Nghiên cứu cũng khám phá tác động của các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tài sản cố định hữu hình, lạm phát, khả năng sinh lợi và khấu hao tài sản cố định. Thêm vào đó, việc xem xét tác động của đòn bẩy tài chính với độ trễ một năm giúp hiểu rõ hơn về tác động dài hạn của các quyết định tài chính. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng có một số nhược điểm. Một trong những hạn chế là ảnh hưởng của các yếu tố tài chính có thể khác nhau tùy thuộc vào điều kiện kinh tế, chính trị và văn hóa của từng quốc gia. Do đó, việc áp dụng kết quả từ một quốc gia này sang quốc gia khác có thể gặp khó khăn. Nghiên cứu cũng không làm rõ lí do tại sao một số yếu tố như tài sản cố định hữu hình và lạm phát lại có tác động khác nhau ở các quốc gia khác nhau. Điều

này có thể làm giảm tính khái quát của kết quả. Ngoài ra, mặc dù nghiên cứu xem xét nhiều yếu tố, nhưng vẫn có thể bỏ sót một số yếu tố quan trọng khác như chính sách thuế, môi trường kinh doanh và sự phát triển của thị trường tài chính. Điều này dẫn đến việc kết quả có thể không phản ánh đầy đủ tất cả các yếu tố ảnh hưởng đến CTV DN. Cuối cùng, việc sử dụng dữ liệu tài chính có thể gặp phải các vấn đề về độ chính xác và sự nhất quán của số liệu, đặc biệt khi dữ liệu được thu thập từ nhiều quốc gia khác nhau.

Nghiên cứu của Muhammad et al. [11] tập trung vào ảnh hưởng của tăng trưởng GNP bình quân đầu người, chỉ số lãi suất cho vay và tự do hóa tài chính đối với CTV DN tại Nhật Bản, Malaysia và Pakistan. Nghiên cứu mang lại nhiều ưu điểm đáng kể. Trước hết, nghiên cứu này sử dụng phương pháp so sánh giữa các quốc gia, giúp làm rõ sự khác biệt trong ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế và văn hóa đối với quyết định tài chính của doanh nghiệp. Điều này cung cấp cái nhìn toàn diện về cách các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GNP và lãi suất cho vay ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng và cấu trúc tài chính của doanh nghiệp tại các nền kinh tế khác nhau. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng doanh nghiệp tại Nhật Bản và Malaysia có xu hướng sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn khi tăng trưởng kinh tế cao. Trong khi đó, doanh nghiệp tại Pakistan lại gặp khó khăn do sự thiếu hiệu quả và đòn bẩy cao, các doanh nghiệp dẫn đến nguy cơ mắc vào bẫy nợ. Tự do hóa tài chính được nhận diện là yếu tố hỗ trợ quan trọng trong việc phát triển cơ cấu vốn tại khu vực doanh nghiệp ở cả ba quốc gia. Điều đó cho thấy tầm quan trọng của chính sách kinh tế trong việc thúc đẩy sự phát triển bền vững của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng có một số nhược điểm. Một hạn chế chính là sự khác biệt về điều kiện kinh tế, chính trị và văn hóa giữa các quốc gia. Điều này làm cho việc áp dụng kết quả từ một quốc gia này sang quốc gia khác trở nên phức tạp và không chắc chắn. Nghiên cứu không giải thích chi tiết lí do tại sao doanh nghiệp tại Pakistan lại gặp khó khăn với đòn bẩy cao và mắc vào bẫy nợ. Điều này có thể làm giảm tính khái quát và ứng dụng của kết quả nghiên cứu. Ngoài ra, nghiên cứu của Muhammad et al. [11] tập trung vào các yếu tố

kinh tế vĩ mô mà không xem xét đủ các yếu tố vi mô như quản lý doanh nghiệp, chiến lược kinh doanh và cấu trúc thị trường, các doanh nghiệp có thể dẫn đến sự hiểu biết không đầy đủ về các yếu tố ảnh hưởng đến CTV DN. Việc sử dụng dữ liệu từ các nguồn khác nhau cũng có thể gặp phải các vấn đề về độ chính xác và sự nhất quán, đặc biệt khi dữ liệu được thu thập từ nhiều quốc gia khác nhau.

Nghiên cứu của Khaki et al. [12] tập trung vào các yếu tố ảnh hưởng đến CTV của 329 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại các quốc gia thuộc Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh, bao gồm Bahrain, Kuwait, Qatar, Oman, Ả Rập Xê-út và Các Tiểu Vương quốc Ả Rập Thống Nhất, trong giai đoạn từ 2009 đến 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng quy mô doanh nghiệp, tính hữu hình và cơ hội tăng trưởng có tác động tích cực đến đòn bẩy tài chính. Ngược lại, khả năng sinh lời, tuổi tác, hạn chế tài chính, tính thanh khoản và quyền sở hữu của chính phủ có ảnh hưởng tiêu cực đến đòn bẩy. Ngoài ra, rủi ro hoạt động và đặc điểm thể chế chỉ có ảnh hưởng nhỏ đến đòn bẩy trong mô hình chung cho khu vực Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh. Nghiên cứu của Khaki et al. [12] có nhiều ưu điểm nổi bật. Đầu tiên, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ nhiều quốc gia thuộc khu vực GCC, cung cấp một góc nhìn toàn diện và sâu sắc về các yếu tố tác động đến CTV của doanh nghiệp trong một khu vực kinh tế đặc thù. Điều này cho phép xác định rõ ràng hơn các yếu tố kinh tế, chính trị và văn hóa có thể ảnh hưởng đến quyết định tài chính của doanh nghiệp. Hơn nữa, việc phân tích một loạt các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, tính hữu hình của tài sản, cơ hội tăng trưởng, khả năng sinh lời, và quyền sở hữu của chính phủ mang lại cái nhìn sâu sắc về sự phức tạp và đa dạng của các quyết định tài chính trong bối cảnh đặc thù của khu vực GCC. Kết quả của nghiên cứu này cũng có thể hỗ trợ các nhà hoạch định chính sách và doanh nghiệp trong việc hiểu rõ hơn về các yếu tố này.

Nghiên cứu của Trần Đình Khôi Nguyên [13] về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam đã mang lại nhiều ưu điểm đáng chú ý. Đầu tiên, nghiên cứu này đã sử dụng dữ liệu thực tế từ 30 doanh nghiệp vừa và nhỏ trong giai đoạn 1999–2001, giúp đảm bảo tính chính xác

và đáng tin cậy của các kết quả. Thứ hai, việc phân tích nhiều loại hình doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực khác nhau (trừ ngành tài chính) đã tạo ra một cái nhìn đa chiều về cấu trúc tài chính, từ đó đưa ra những nhận định sâu sắc về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng đã phát hiện một số mối quan hệ quan trọng, như mối quan hệ đối nghịch giữa sự phát triển của doanh nghiệp và tỉ lệ nợ nói chung, tỉ lệ nợ ngắn hạn nói riêng. Tuy nhiên, cũng có một số nhược điểm cần được nhấn mạnh. Phạm vi mẫu của nghiên cứu không đủ lớn, chỉ bao gồm 30 doanh nghiệp, do đó, không thể đại diện cho toàn bộ các loại hình doanh nghiệp và mọi lĩnh vực kinh doanh. Thêm vào đó, dữ liệu được thu thập trong giai đoạn 1999–2001 có thể đã lỗi thời và không còn phản ánh chính xác tình hình tài chính hiện tại của các doanh nghiệp. Cuối cùng, mặc dù nghiên cứu đã đưa ra một số phát hiện quan trọng, nhưng có thể cần phát triển thêm mô hình hoặc sử dụng phương pháp phân tích phức tạp hơn để hiểu rõ hơn về các yếu tố và mối quan hệ trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Võ Thị Thuý Anh và cộng sự [14] về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp ngành công nghiệp ô tô niêm yết trên HOSE đã đem lại nhiều điểm mạnh đáng chú ý. Trước hết, nghiên cứu này đã sử dụng một mẫu dữ liệu lớn từ báo cáo tài chính của 55 doanh nghiệp trong ngành ô tô, tạo điều kiện cho tính toàn diện và đáng tin cậy của kết quả. Thứ hai, thông qua việc phân tích, nghiên cứu đã làm rõ mối quan hệ giữa việc sử dụng tỉ lệ nợ ngắn hạn và tỉ lệ nợ dài hạn của các doanh nghiệp, đặc biệt là việc sử dụng nợ ngắn hạn để đầu tư vào tài sản cố định. Điều này cung cấp thông tin hữu ích về các quyết định tài chính của doanh nghiệp trong ngành ô tô. Nghiên cứu cũng đã xác định rõ các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính, bao gồm quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản và hiệu quả sản xuất kinh doanh, cũng như cấu trúc lợi nhuận và sự phát triển. Sự tập trung chủ yếu vào tỉ số nợ ngắn hạn và tỉ số nợ dài hạn cũng là một điểm cộng, giúp đơn giản hóa quá trình phân tích và áp dụng kết quả vào thực tiễn. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng tồn tại một số hạn chế. Sự hạn chế lớn nhất có thể là việc giới hạn áp dụng kết quả của nghiên

cứu này cho các ngành công nghiệp khác ngoài ngành ô tô. Mặc dù các kết quả có thể cung cấp cái nhìn tổng quan về cấu trúc tài chính, nhưng việc áp dụng chúng cho các lĩnh vực khác có thể đòi hỏi sự cẩn trọng và điều chỉnh phù hợp.

Nghiên cứu của Lê Phương Dung và cộng sự [15] về cấu trúc tài chính của nhóm doanh nghiệp trong ngành vật liệu xây dựng đã mang lại nhiều ưu điểm đáng chú ý. Đầu tiên, nghiên cứu này đã sử dụng một phương pháp phân tích kết hợp giữa mô hình bảng động và phương pháp ảnh hưởng ngẫu nhiên (FEM và REM). Nghiên cứu tạo điều kiện cho một cái nhìn toàn diện và sâu sắc về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp trong ngành. Nghiên cứu cũng đã xác định rõ ràng mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ năm tài chính và các yếu tố khác như quy mô doanh nghiệp và hiệu suất kinh doanh, với mối quan hệ thuận lợi với cấu trúc tài chính. Điều này cung cấp thông tin quan trọng về cách các doanh nghiệp trong ngành vật liệu xây dựng quản lý và sử dụng tài nguyên tài chính của mình. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng có một số nhược điểm. Sự hạn chế của dữ liệu từ báo cáo tài chính quý II/2007 và quý II/2012 có thể làm giảm tính đại diện của kết quả, đặc biệt là khi áp dụng chúng vào các điều kiện kinh doanh hiện tại. Ngoài ra, phạm vi mẫu chỉ bao gồm 50 doanh nghiệp trong ngành vật liệu xây dựng, có thể làm giảm khả năng tổng quát hóa kết quả cho toàn bộ ngành hoặc các doanh nghiệp khác trong cùng ngành.

Các nghiên cứu trước đó đã cung cấp cơ sở lý thuyết và thực tiễn quan trọng cho việc hiểu và đánh giá cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp trong nhiều lĩnh vực khác nhau. Từ đó, những nghiên cứu này đã khẳng định mối quan hệ phức tạp giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và vi mô và cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu này vẫn còn một số hạn chế. Nghiên cứu của Modigliani et al. [8] đã đưa ra cái nhìn tổng quan về việc sử dụng nợ trong doanh nghiệp nhưng chưa phản ánh đầy đủ sự phức tạp và đa dạng của tất cả các ngành và các quốc gia. Nghiên cứu của Huang et al. [9] đã mở ra cái nhìn rộng lớn hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính, nhưng cũng gặp hạn chế trong việc áp dụng kết quả cho các quốc gia khác nhau do sự khác biệt văn hóa và kinh tế.

Các nghiên cứu trên cũng đã chỉ ra rằng sự

hiểu biết về cấu trúc tài chính không chỉ tập trung vào các yếu tố kinh tế vĩ mô mà còn cần xem xét các yếu tố vi mô như quản lý doanh nghiệp, môi trường kinh doanh và chính sách kinh tế. Điều này chỉ ra một hướng nghiên cứu tiếp theo có thể là việc kết hợp cả yếu tố vĩ mô và vi mô để hiểu rõ hơn cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Muhammad et al. [11] đã tập trung vào ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế vĩ mô, nhưng nhận ra sự cần thiết của việc xem xét sự khác biệt giữa các quốc gia và vùng lãnh thổ. Điều này chỉ ra một hướng nghiên cứu tiềm năng là tăng cường sự so sánh giữa các quốc gia và vùng lãnh thổ để hiểu rõ hơn về cách mà yếu tố kinh tế và văn hóa ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính.

Nghiên cứu của Khaki et al. [12] đã phân tích cấu trúc tài chính trong một khu vực cụ thể, đặc biệt là Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh. Điều này đề xuất một hướng tiếp cận có thể tập trung vào việc hiểu rõ hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính trong các vùng lãnh thổ hoặc liên minh kinh tế. Các nghiên cứu trong nước như Trần Đình Khôi Nguyên [13], Võ Thị Thuý Anh và cộng sự [14] cũng đã đóng góp vào việc hiểu rõ hơn về cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp vừa và nhỏ. Việc tiếp tục nghiên cứu và mở rộng phạm vi của các nghiên cứu này có thể mang lại cái nhìn sâu sắc hơn về cấu trúc tài chính và yếu tố ảnh hưởng đến nó ở mức độ cụ thể.

Tóm lại, những nghiên cứu trước đó đã cung cấp một nền tảng quan trọng cho việc hiểu và đánh giá cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp và có thể dẫn đến những hướng nghiên cứu tiếp theo để khám phá sâu hơn về mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế và cấu trúc tài chính.

III. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng để kiểm chứng các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các công ty ngành khoáng sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2019–2023. Mô hình hồi quy tuyến tính đa biến được áp dụng với dữ liệu thu thập từ các công ty, sử dụng công cụ Eviews để tính toán và kiểm định tác động của các yếu tố. Quy trình

bao gồm xây dựng giả thuyết, chọn mô hình, thu thập dữ liệu, phân tích hồi quy, và trình bày kết quả nhằm đưa ra các gợi ý ứng dụng thực tiễn.

A. Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu đã tiến hành việc tổng hợp dữ liệu từ các báo cáo tài chính của các công ty hoạt động trong ngành khoáng sản, đồng thời niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian kéo dài 5 năm, từ năm 2019 đến năm 2023. Qua quá trình này, nghiên cứu đã tiến hành việc tập hợp và chọn lọc các doanh nghiệp đáp ứng đầy đủ yêu cầu về số lượng và đại diện cho ngành, cuối cùng thu được một tập hợp gồm 16 công ty lớn nhất trong khoảng 1.700 doanh nghiệp ngành khoáng sản Việt Nam được niêm yết như Bảng 1.

Bảng 1: Dữ liệu các công ty hoạt động trong ngành khoáng sản phục vụ nghiên cứu

TT	Tập đoàn/Công ty	Mã chứng khoán
1	Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam	TKV
2	Tập đoàn Hoà chất Việt Nam	Vinachem
3	Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam	PetroVietnam
4	Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam	VNAC
5	Tổng Công ty Khoáng sản Việt Nam	Mico
6	Tổng Công ty Sông Đà	SDD
7	Tổng Công ty Thép Việt Nam	VNSTEEL
8	Công ty Cổ phần Khoáng sản Chinfon	CHS
9	Công ty Cổ phần Tập đoàn Phát triển Xây dựng và Khoáng sản HUD	HUD
10	Công ty Cổ phần Khoáng sản và Thương mại Miền Trung	MTS
11	Công ty Cổ phần Khoáng sản Bình Định	BMC
12	Công ty Cổ phần Khoáng sản và Xây dựng H.H.V	HVH
13	Công ty Cổ phần Khoáng sản Cao Lãnh	KCL
14	Công ty Cổ phần Khoáng sản và Vật liệu xây dựng Lâm Đồng	LBM
15	Công ty Cổ phần Khoáng sản Núi Pháo	NHP
16	Công ty Cổ phần Khoáng sản và Luyện kim Sài Gòn	SMC

Các dữ liệu từ 16 công ty này đã được thu thập từ trang web vietstock.vn [16]. Số mẫu nghiên cứu bao gồm 460 quan sát, tổng hợp từ trang web vietstock.vn [16] để đảm bảo tính chính xác và đáng tin cậy của dữ liệu.

B. Xác định và mã hóa các biến của mô hình

Sự biến động giữa các đơn vị trong mô hình ảnh hưởng cố định có tương quan với biến độc lập (biến giải thích). Trong khi đó, ở mô hình

ảnh hưởng ngẫu nhiên, sự biến động này được giả định là ngẫu nhiên và không tương quan với các biến giải thích. Do đó, nếu sự khác biệt giữa các đơn vị ảnh hưởng đến biến phụ thuộc, nghiên cứu nên áp dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM).

$$Y_{it} = C_i + \beta X_{it} + U_{it}$$

Thay vì trong mô hình REM, C_i là cố định thì trong REM có giả định rằng nó là một biến ngẫu nhiên với trung bình là $C1$ và giá trị hệ số chặn được mô tả như sau:

$$C_i = C + \varepsilon i (i = 1, \dots, n)$$

εi : Sai số ngẫu nhiên có trung bình bằng 0 và phương sai là σ^2

Thay vào mô hình, ta có:

$$Y_{it} = C + \beta X_{it} + \varepsilon i + u_{it}$$

$$\text{hay } Y_{it} = C + \beta X_{it} + w_{it}; w_{it} = \varepsilon i + u_{it}$$

εi : Sai số thành phần của các đối tượng khác nhau (đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp)

u_{it} : Sai số thành phần kết hợp khác của cả đặc điểm riêng theo từng đối tượng và theo thời gian. Mô hình lựa chọn nhân tố đã được sử dụng liên tục trong nghiên cứu này biểu diễn một khuôn khổ định lượng được xác định để tìm ra những yếu tố có kì vọng ảnh hưởng lớn nhất (các biến độc lập) để giải thích một cách tốt nhất cấu trúc tài chính (biến phụ thuộc), dựa trên các tiêu chuẩn kiểm định cụ thể.

Biến phụ thuộc

Cấu trúc tài chính của doanh nghiệp có thể được đo lường thông qua nhiều chỉ số khác nhau, bao gồm tỉ số nợ, tỉ số nợ trên vốn chủ sở hữu, và tỉ số tự tài trợ. Tuy nhiên, để phân tích ảnh hưởng của các chiến lược tài chính liên quan đến mức độ rủi ro đối với cấu trúc tài chính, việc lựa chọn các chỉ số phù hợp đóng vai trò quan trọng nhằm đảm bảo phản ánh chính xác mối quan hệ giữa rủi ro và cấu trúc tài chính. Các nghiên cứu trước đã tập trung vào việc sử dụng tỉ số nợ trong tổng tài sản, cụ thể hơn là phân tích các chỉ số nợ theo kì hạn [3–5].

Bảng 2: Tổng hợp đo lường các biến của mô hình

Biến mô hình	Mã hóa kí hiệu	Cách đo lường
✓ <i>Biến hiệu quả kinh doanh</i>		
X1	ROA	$ROA = (LNTT / TTS) \times 100\%$
X2	ROE	$ROE = (LNST / VCSH) \times 100\%$
✓ <i>Biến rủi ro kinh doanh</i>		
X3	Đòn bẩy kinh doanh	$DBKD = \% \text{ thay đổi LN} / \% \text{ thay đổi DT} \times 100\%$
X4	Độ lệch chuẩn ROA	$DLC\ ROA = \sqrt{(\sum (ROA_i - ROA)^2 / n)}$
Biến độc lập		
✓ <i>Biến cấu trúc tài sản</i>		
X5	Tài sản cố định trên tổng tài sản	$CTTS = (TSCD / TTS) \times 100\%$
X6	Quy mô doanh nghiệp	Doanh thu
✓ <i>Biến tốc độ tăng trưởng</i>		
X7	Tốc độ tăng trưởng tài sản	$TĐTT = (\Delta TTS / TTS) \times 100\%$
Biến phụ thuộc		
Y1	Tỉ số nợ	$TSN = (Nợ\ phải\ trả / TTS) \times 100\%$
Y2	Tỉ số nợ ngắn hạn	$TSNN = (Nợ\ ngắn\ hạn / TTS) \times 100\%$
Y3	Tỉ số nợ dài hạn	$TSNDH = (Nợ\ dài\ hạn / TTS) \times 100\%$

Một số chỉ số cụ thể phản ánh cấu trúc tài chính đã được áp dụng bao gồm:

- Tốc độ tăng trưởng được đánh giá qua tỉ lệ (%) thay đổi của doanh thu.

Tỉ số nợ

$$= \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$$

Tỉ số nợ ngắn hạn

$$= \frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$$

Tỉ số nợ dài hạn

$$= \frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$$

Biến độc lập

Dựa trên cơ sở lí thuyết và kinh nghiệm từ một số nghiên cứu trước về các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp [3–5], nghiên cứu này sử dụng năm nhân tố cơ bản liên quan đến bản chất của doanh nghiệp. Các nhân tố này bao gồm: hiệu suất kinh doanh, rủi ro kinh doanh, cấu trúc tài sản, quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng. Các biến này được đo lường như sau:

- Hiệu suất kinh doanh được đánh giá thông qua hai chỉ số là tỉ suất sinh lời từ tài sản và tỉ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu;
- Rủi ro kinh doanh được xác định qua hai chỉ số là mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và độ biến động của ROA (tỉ suất sinh lời từ tài sản);
- Cấu trúc tài sản được đo lường thông qua tỉ lệ tài sản cố định so với tổng tài sản;
- Quy mô doanh nghiệp được xác định thông qua doanh thu và tổng tài sản;

IV. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

A. Kết quả nghiên cứu

Lựa chọn biến đưa vào mô hình

Sau khi tiến hành mã hóa các biến, phần mềm EView đã được sử dụng để kiểm tra tính phân phối chuẩn của các biến trước khi đưa vào mô hình (Bảng 3). Bảng 3 liệt kê các giá trị thống kê Kolmogorov-Smirnov cùng với giá trị df và Sig. cho từng biến được sử dụng trong nghiên cứu, bao gồm các tỉ số nợ, ROA, ROE, đòn bẩy kinh doanh, độ lệch chuẩn của ROA, tỉ lệ tài sản cố định so với tổng tài sản, doanh thu, tổng tài sản và % thay đổi doanh thu.

Bảng 3: Kết quả kiểm định tính phân phối chuẩn

Các biến	Kolmogorov-Smirnova		
	Statistic	df	Sig.
Tỉ số nợ	0,117	460	0,003
Tỉ số nợ ngắn hạn	0,056	460	0,200
Tỉ số nợ dài hạn	0,168	460	0,400
ROA	0,174	460	0,350
ROE	0,179	460	0,101
Đòn bẩy kinh doanh	0,415	460	0,158
Độ lệch chuẩn ROA	0,246	460	0,000
Tài sản cố định/Tổng tài sản	0,102	460	0,072
doanh thu	0,299	460	0,072
Tổng tài sản	0,185	460	0,301
% Thay đổi doanh thu	0,471	460	0,617

Bảng 3 sử dụng phương pháp Kolmogorov-Smirnov (K-S) để đánh giá mức độ phù hợp của

các biến với giả định phân phối chuẩn. Đối với biến ‘Tỉ số nợ’, giá trị Sig. là 0,003 ($< 0,05$), cho thấy biến này không có phân phối chuẩn, thể hiện sự lệch chuẩn đáng kể. Trong khi đó, ‘Tỉ số nợ ngắn hạn’ có Sig. là 0,200 ($> 0,05$), chỉ ra rằng dữ liệu của biến này đạt phân phối chuẩn. Tương tự, ‘Tỉ số nợ dài hạn’ với Sig. là 0,400 cũng phù hợp với giả định phân phối chuẩn.

Biến ‘ROA’ có Sig. là 0,350 ($> 0,05$), thể hiện dữ liệu này phân phối chuẩn. Đối với biến ‘ROE’, Sig. đạt giá trị 0,101, mặc dù nhỏ hơn 0,2 nhưng vẫn lớn hơn 0,05, nên có thể xem dữ liệu này gần đạt chuẩn. ‘Đòn bẩy kinh doanh’ với giá trị Sig. 0,158 cũng gần đạt chuẩn, mặc dù giá trị thống kê khá cao. Ngược lại, ‘Độ lệch chuẩn ROA’ có Sig. là 0,000 ($< 0,05$) xác nhận rằng biến này không có phân phối chuẩn, đây là yếu tố cần xử lý trong các bước phân tích tiếp theo.

Với biến ‘Tài sản cố định/Tổng tài sản’, Sig. đạt 0,072 ($> 0,05$) cho thấy dữ liệu này gần như đạt phân phối chuẩn. Biến ‘Doanh thu’ với Sig. cũng ở mức 0,072 cho kết quả tương tự. Biến ‘Tổng tài sản’ với Sig. đạt 0,301 và ‘% Thay đổi doanh thu’ với Sig. 0,617 đều vượt ngưỡng 0,05, cho thấy các biến này có phân phối chuẩn và không vi phạm giả định.

Tóm lại, các biến như ‘Tỉ số nợ ngắn hạn’, ‘Tỉ số nợ dài hạn’, ‘ROA’, ‘ROE’, ‘Đòn bẩy kinh doanh’, ‘Tài sản cố định/Tổng tài sản’, ‘Doanh thu’, ‘Tổng tài sản’, và ‘% Thay đổi doanh thu’ đạt hoặc gần đạt phân phối chuẩn. Trong khi đó, ‘Tỉ số nợ’ và ‘Độ lệch chuẩn ROA’ không có phân phối chuẩn, đòi hỏi phải sử dụng các phương pháp xử lý như biến đổi dữ liệu (logarit hoặc căn bậc hai) hoặc áp dụng các kỹ thuật phân tích phi tham số phù hợp. Ngoài ra, cần kiểm tra các yếu tố ngoại lệ và độ nhạy của dữ liệu để đảm bảo tính toàn vẹn của các phân tích tiếp theo.

Để cải thiện tính phân phối chuẩn của các biến và đảm bảo mô hình đạt được kết quả phân tích chính xác hơn, một số biến đã được chuyển đổi. Quá trình chuyển đổi này bao gồm việc áp dụng logarit tự nhiên cho các biến như tỉ số nợ và độ lệch chuẩn ROA. Bảng 4 trình bày các biến ban đầu và biến đã được chuyển đổi tương ứng.

Bảng 4: Bảng chuyển đổi các biến

Y1 -> Y01	Logarit tự nhiên của Tỉ số nợ
X4 -> X04	Logarit tự nhiên của Độ lệch chuẩn ROA

Ma trận hệ số tương quan

Trước khi tiến hành xây dựng mô hình, việc kiểm tra mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc là rất quan trọng để xác định mức độ tương quan cũng như kiểm tra khả năng xảy ra đa cộng tuyến. Bảng 5 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến đã được chuyển đổi và các biến ban đầu trong mô hình nghiên cứu. Mỗi cặp giá trị trong Bảng 5 thể hiện mức độ tương quan giữa hai biến, giúp đánh giá sự liên hệ cũng như sự ảnh hưởng lẫn nhau giữa các biến trong phân tích.

Phân tích ma trận hệ số tương quan cho thấy mức độ tương quan giữa các biến phụ thuộc và các biến độc lập ở các mức độ khác nhau. Nhìn chung, mối tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc là tương đối thấp. Các yếu tố có hệ số tương quan thuận chiều với các biến phụ thuộc gồm X2–ROE ($r_{Y01,X2} = 0,0625$, $r_{Y2,X2} = 0,0457$, $r_{Y3,X2} = 0,1259$), X3–Đòn bẩy kinh doanh ($r_{Y01,X3} = 0,1223$, $r_{Y2,X3} = 0,0088$, $r_{Y3,X3} = 0,1581$), X5–Cấu trúc tài sản ($r_{Y01,X5} = 0,2661$, $r_{Y2,X5} = 0,2704$, $r_{Y3,X5} = 0,3867$) và X8–Tốc độ tăng trưởng ($r_{Y01,X8} = -0,0481$, $r_{Y2,X8} = -0,0861$, $r_{Y3,X8} = -0,0828$). Một số biến có tương quan thuận khá mạnh với biến phụ thuộc như X6–Doanh thu ($r_{Y01,X6} = 0,8104$, $r_{Y2,X6} = 0,9403$, $r_{Y3,X6} = 0,7374$) và X7–Tổng tài sản ($r_{Y01,X7} = 0,8821$, $r_{Y2,X7} = 0,8910$, $r_{Y3,X7} = 0,8139$). Ngoài ra, biến phụ thuộc cũng có mối tương quan nghịch chiều với các biến như X1–ROA ($r_{Y01,X1} = -0,1134$, $r_{Y2,X1} = -0,1252$, $r_{Y3,X1} = -0,0504$) và X04–Độ lệch chuẩn ROA ($r_{Y01,X4} = -0,0010$, $r_{Y3,X4} = -0,0252$). Hầu hết các biến phụ thuộc có tương quan thấp với biến X04–logarit độ lệch chuẩn ROA ($r_{Y01,X4} = -0,0010$, $r_{Y2,X4} = 0,0433$, $r_{Y3,X4} = -0,0252$). Biến phụ thuộc tỉ số nợ ngắn hạn có tương quan thấp với biến X3–đòn bẩy kinh doanh ($r_{Y2,X3} = 0,0088$). Các biến độc lập trong cùng một nhân tố có mối quan hệ tương quan thuận với nhau, cụ thể là X1–ROA và X2–ROE trong nhân tố hiệu quả kinh doanh ($r_{X1,X2} = 0,9321$), X6–Doanh thu và X7–Tổng tài sản trong nhân tố quy mô doanh nghiệp ($r_{X6,X7} = 0,8367$) và X3–Đòn bẩy kinh doanh và X04–Logarit độ lệch chuẩn ROA trong nhân

Bảng 5: Ma trận hệ số tương quan

	Y01	Y2	Y3	X1	X2	X3	X04	X5	X6	X7	X8
Y01	1,0000										
Y2	0,8568	1,0000									
Y3	0,7550	0,6975	1,000								
X1	-0,1134	-0,1252	-0,0504	1,000							
X2	0,0625	0,0457	0,1259	0,9321	1,000						
X3	0,1223	0,0088	0,1581	-0,0592	-0,0589	1,0000					
X04	-0,0010	0,0433	-0,0252	-0,1083	-0,1282	0,0879	1,0000				
X5	0,2661	0,2704	0,3867	-0,0600	-0,0338	0,1826	0,1923	1,0000			
X6	0,8104	0,9403	0,7374	-0,0400	0,1406	0,0444	0,0743	0,3583	1,000		
X7	0,8821	0,8910	0,8139	-0,0973	0,0855	0,0893	-0,0440	0,1815	0,8367	1,0000	
X8	-0,0481	-0,0861	-0,0828	0,1985	0,1938	-0,0232	-0,0088	-0,1372	-0,0939	-0,1099	1,0000

tổ rủi ro kinh doanh có mối quan hệ tương quan thuận nhưng không mạnh ($r_{X3,X04} = 0,0879$). Tương quan giữa các biến độc lập không tốt cho mô hình. Phân tích hồi quy sẽ giải thích rõ hơn về kết quả này.

Phân tích hồi quy

- Xác định các biến trong mô hình

Biến phụ thuộc: Y01–Logarit tỉ số nợ, Y2–tỉ số nợ ngắn hạn, Y3–tỉ số nợ dài hạn Biến độc lập

Để tránh hiện tượng đa cộng tuyến khi thực hiện hồi quy, việc loại bỏ biến trong cùng một nhóm là cần thiết. Nguyên tắc lựa chọn các biến như sau: mỗi nhóm chỉ chọn một biến đại diện có mối quan hệ chặt chẽ với biến độc lập. Trong trường hợp hai biến từ cùng một nhóm có tương quan cao với biến độc lập, nghiên cứu sẽ chọn biến có mối quan hệ chặt chẽ hơn, tức là giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan cao hơn theo phương pháp đưa vào dần (Forward selection). Cụ thể như sau:

- Biến hiệu quả kinh doanh: Nhóm này có hai biến là X1–ROA và X2–ROE. Cả hai biến đều tương quan với biến phụ thuộc và có tương quan cao với nhau. Để loại bỏ đa cộng tuyến, chọn biến X1–ROA được chọn khi chạy mô hình ảnh hưởng tỉ số nợ ($|r_{Y01,X1}| = 0,1134 > |r_{Y01,X2}| = 0,0625$) và tỉ số nợ ngắn hạn ($|r_{Y2,X1}| = 0,1252 > |r_{Y2,X2}| = 0,0457$). Biến X2–ROE được chọn khi chạy mô hình tỉ số nợ dài hạn ($|r_{Y3,X2}| = 0,1259 > |r_{Y3,X1}| = 0,0504$). Cả hai biến X1–ROA và X2–ROE đều có tương quan với biến

phụ thuộc và có tương quan cao với nhau. Để tránh hiện tượng đa cộng tuyến, biến X1–ROA được chọn khi xây dựng mô hình ảnh hưởng tỉ số nợ và tỉ số nợ ngắn hạn. Trong khi đó, biến X2–ROE được sử dụng khi xây dựng mô hình tỉ số nợ dài hạn.

- Biến rủi ro kinh doanh: Tương tự như trên, biến X3–Đòn bẩy kinh doanh được chọn khi chạy mô hình ảnh hưởng tỉ số nợ ($|r_{Y01,X3}| = 0,1223 > |r_{Y01,X04}| = 0,0010$) và tỉ số nợ dài hạn ($|r_{Y3,X3}| = 0,1581 > |r_{Y3,X04}| = 0,0252$). Biến X04–Logarit độ lệch chuẩn ROA được chọn khi chạy mô hình tỉ số nợ ngắn hạn ($|r_{Y2,X04}| = 0,0433 > |r_{Y2,X3}| = 0,0088$). Biến X3–Đòn bẩy kinh doanh được chọn khi xây dựng mô hình ảnh hưởng tỉ số nợ và tỉ số nợ dài hạn. Trong khi đó, biến X04–Logarit độ lệch chuẩn ROA được chọn khi xây dựng mô hình tỉ số nợ ngắn hạn.

- Biến quy mô doanh nghiệp: Tương tự, biến X7–tổng tài sản được chọn khi chạy mô hình ảnh hưởng tỉ số nợ ($|r_{Y01,X7}| = 0,8821 > |r_{Y01,X6}| = 0,8104$ và tỉ số nợ dài hạn ($|r_{Y3,X7}| = 0,8139 > |r_{Y3,X6}| = 0,7374$). Biến X6–doanh thu được chọn khi chạy mô hình tỉ số nợ ngắn hạn ($|r_{Y2,X6}| = 0,9403 > |r_{Y2,X07}| = 0,891$). Biến X7–tổng tài sản được chọn khi xây dựng mô hình ảnh hưởng tỉ số nợ và tỉ số nợ dài hạn. Trong khi đó, biến X6–doanh thu được chọn khi xây dựng mô hình tỉ số nợ ngắn hạn

- Kết quả hồi quy theo mô hình ảnh hưởng cố định (FEM)

Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) quan tâm

đến những đặc điểm riêng biệt của mỗi thực thể. Trong trường hợp này, đây là đặc điểm riêng của các doanh nghiệp. Nó có thể ảnh hưởng đến các biến độc lập và giả thuyết rằng có sự tương quan giữa phần dư của mỗi thực thể với các biến độc lập. Bảng 6 cung cấp các kết quả phân tích hồi quy theo mô hình ảnh hưởng cố định, cho phép đánh giá tác động của các biến độc lập X1 đến X8 lên các biến phụ thuộc Y01, Y2, và Y3. Việc phân tích này sẽ tập trung vào việc xác định mức độ ảnh hưởng (hệ số beta) và ý nghĩa thống kê (p-value) của từng biến độc lập đối với các biến phụ thuộc, qua đó đưa ra những kết luận về mối quan hệ giữa các biến này.

Các mô hình hồi quy theo biến tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn và tỉ số nợ dài hạn có độ phù hợp lần lượt là 98,29%, 95,59% và 95,62%. Hay nói cách khác, các mô hình hồi quy tương ứng giải thích 98,29%, sự thay đổi của tỉ số nợ, giải thích 95,59% sự thay đổi của tỉ số nợ ngắn hạn và giải thích 95,62% sự thay đổi của tỉ số nợ dài hạn.

Mô hình FEM trên đây cho thấy:

Trong mô hình tỉ số nợ, có năm nhân tố, các nhân tố sau đây đạt ý nghĩa thống kê (p-value < 0,05): X1–ROA, X5–cấu trúc tài sản, X7–tổng tài sản. Trái lại, các nhân tố còn lại như X3–đòn bẩy kinh doanh, X8–tốc độ tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê (p-value > 0,05).

Trong mô hình tỉ số nợ ngắn hạn với năm nhân tố, các nhân tố sau đây đạt ý nghĩa thống kê: X6–doanh thu, X8–tốc độ tăng trưởng. Ngược lại, các nhân tố còn lại như X1–ROA, X04–Logarit độ lệch chuẩn ROA, X5–cấu trúc tài sản không có ý nghĩa thống kê.

Trong mô hình tỉ số nợ dài hạn với năm nhân tố, các nhân tố sau đây có ý nghĩa thống kê: X2–ROE, X5–cấu trúc tài sản, X7–tổng tài sản. Trái lại, các nhân tố còn lại như X3–đòn bẩy kinh doanh, X8–tốc độ tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê.

- Kết quả hồi quy theo mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM)

Trong phương pháp ước lượng theo tiếp cận của mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), sự biến động giữa các thực thể được giả định là ngẫu nhiên và không có mối tương quan với các biến độc lập. Tuy nhiên, điểm khác biệt giữa các thực thể này và REM nằm ở việc REM xem xét các phần dư của từng thực thể như là một biến giải

thích mới, có thể ảnh hưởng đến biến phụ thuộc. Bảng 6 trình bày kết quả phân tích hồi quy theo mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên, nhằm kiểm tra tác động của các biến độc lập X1 đến X8 đối với các biến phụ thuộc Y01, Y2, và Y3. Trong mô hình này, các yếu tố ngẫu nhiên được coi như các biến tiềm ẩn có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa các biến trong nghiên cứu.

Các mô hình hồi quy áp dụng cho tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn và tỉ số nợ dài hạn có mức độ phù hợp lần lượt là 76,81%, 71,64% và 73,36%. Nói cách khác, các mô hình hồi quy tương ứng có khả năng giải thích 76,81% biến thiên của tỉ số nợ, 71,64% biến thiên của tỉ số nợ ngắn hạn và 73,36% biến thiên của tỉ số nợ dài hạn.

Kết quả từ mô hình REM cho thấy:

- Với mô hình tỉ số nợ, trong năm yếu tố, các yếu tố X1–ROA, X5–cấu trúc tài sản, X7–tổng tài sản có ý nghĩa thống kê. Điều này ngụ ý rằng, biến đổi trong các yếu tố này có ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số nợ. Ngược lại, các yếu tố X3–đòn bẩy kinh doanh và X8–tốc độ tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy rằng, biến đổi trong hai yếu tố này không có ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số nợ.

- Đối với mô hình tỉ số nợ ngắn hạn, trong năm yếu tố, X5–cấu trúc tài sản, X6–doanh thu và X8–tốc độ tăng trưởng có ý nghĩa thống kê. Điều này chỉ ra rằng, sự biến đổi trong các yếu tố này có ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số nợ ngắn hạn. Trong khi đó, các yếu tố X1–ROA và X04–Logarit độ lệch chuẩn ROA không có ý nghĩa thống kê. Điều này ngụ ý rằng, sự biến đổi trong hai yếu tố này không có ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số nợ ngắn hạn.

- Trong mô hình tỉ số nợ dài hạn, với năm yếu tố, X2–ROE, X5–cấu trúc tài sản, X7–tổng tài sản có ý nghĩa thống kê. Điều này ngụ ý rằng, biến đổi trong các yếu tố này có ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số nợ dài hạn. Tuy nhiên, các yếu tố X8–tốc độ tăng trưởng và X3–đòn bẩy kinh doanh không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy rằng, sự biến đổi trong hai yếu tố này không có ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số nợ dài hạn.

B. Thảo luận

Các kết quả nghiên cứu từ các mô hình hồi quy đã chỉ ra mức độ phù hợp cao của các mô

Bảng 6: Hồi quy theo mô hình ảnh hưởng cố định

	Y01		Y2		Y3	
	Hệ số beta	p-value	Hệ số beta	p-value	Hệ số beta	p-value
X2					-0,372652 (0,173095)	0,0320
X3	-0,222474 (0,971715)	0,8190			0,472948 (0,716626)	0,5097
X04			-0,111466 (0,535975)	0,7416		
X5	0,832454 (0,347283)	0,0171	-0,115549 (0,760145)	0,1334	0,601809 (0,255827)	0,0192
X6			0,075666 (0,125923)	0,0455		
X7	0,710425 (0,023166)	0,0000			0,249654 (0,017078)	0,0000
X8	0,110343 (0,229657)	0,6312	0,105043 (0,321053)	0,0446	-0,781857 (0,168373)	0,9630
Adj R-squared	0,982861		0,955884		0,956242	

Bảng 7: Hồi quy theo mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên

	Y01		Y2		Y3	
	Hệ số beta	p-value	Hệ số beta	p-value	Hệ số beta	p-value
X1	-0,445434 (0,154579)	0,0042	-0,118067 (0,606167)	0,0547		
X2					-0,370584 (0,173015)	0,0329
X3	-0,188949 (0,971257)	0,8459			0,484080 (0,716330)	0,4996
X04			-0,449556 (0,503256)	0,3742		
X5	0,104835 (0,338435)	0,0021	-0,130356 (0,645297)	0,0465	0,730019 (0,249903)	0,0037
X6			0,891553 (0,049347)	0,0000		
X7	0,724315 (0,021174)	0,0000			0,261647 (0,015730)	0,0000
X8	0,124204 (0,229475)	0,5887	0,287881 (0,296597)	0,0229	0,109599 (0,168254)	0,9948
Adj R-squared	0,768105		0,716434		0,733608	

hình áp dụng cho tỉ số nợ, tỉ số nợ ngắn hạn và tỉ số nợ dài hạn, với các giá trị lần lượt là 76,81%, 71,64% và 73,36%. Những con số này thể hiện khả năng giải thích tốt sự biến thiên của các biến phụ thuộc trong các mô hình tương ứng, cho thấy rằng các yếu tố độc lập được lựa chọn có liên hệ chặt chẽ với các biến phụ thuộc trong ngữ cảnh cụ thể của nghiên cứu.

Khi so sánh với các nghiên cứu kinh điển, đặc biệt nghiên cứu của Modigliani et al. [4], lí thuyết

cấu trúc vốn đã nhấn mạnh rằng trong một thị trường hoàn hảo, cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, các yếu tố như thuế, chi phí phá sản, và bất cân xứng thông tin có thể làm thay đổi kết quả thực nghiệm. Kết quả của nghiên cứu hiện tại nhấn mạnh vai trò của các yếu tố cụ thể như ROA, cấu trúc tài sản, tổng tài sản, doanh thu, và tốc độ tăng trưởng trong việc giải thích sự biến thiên của các tỉ số nợ. Điều này phù hợp với quan điểm trong nghiên

cứu của Titman et al. [7], nhấn mạnh rằng các đặc điểm cụ thể của doanh nghiệp, bao gồm cấu trúc tài sản và cơ hội tăng trưởng, có thể ảnh hưởng mạnh đến quyết định cấu trúc vốn.

Cụ thể, trong mô hình tỉ số nợ, các yếu tố X1 (ROA), X5 (cấu trúc tài sản), và X7 (tổng tài sản) có ý nghĩa thống kê, gợi ý rằng hiệu quả sử dụng tài sản, khả năng huy động vốn từ tài sản cố định và quy mô doanh nghiệp là những yếu tố chính ảnh hưởng đến tỉ số nợ. Điều này đồng nhất với nghiên cứu của Ross et al. [5], nhấn mạnh mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính và cấu trúc vốn. Ngược lại, X3 (đòn bẩy kinh doanh) và X8 (tốc độ tăng trưởng) không có ý nghĩa thống kê, cho thấy rằng trong bối cảnh nghiên cứu này, các yếu tố trên không ảnh hưởng đáng kể.

Đối với tỉ số nợ ngắn hạn, các yếu tố X5 (cấu trúc tài sản), X6 (doanh thu), và X8 (tốc độ tăng trưởng) có ý nghĩa thống kê, chỉ ra rằng khả năng thanh khoản và tốc độ tăng trưởng ngắn hạn của doanh nghiệp có vai trò quan trọng. Trong khi đó, X1 (ROA) và X04 (logarit độ lệch chuẩn ROA) không có ý nghĩa, điều này phản ánh rằng hiệu quả tài chính ngắn hạn không nhất thiết là yếu tố quyết định trong việc sử dụng nợ ngắn hạn.

Mô hình tỉ số nợ dài hạn cho thấy X2 (ROE), X5 (cấu trúc tài sản), và X7 (tổng tài sản) có ý nghĩa thống kê, củng cố quan điểm rằng khả năng sinh lời và quy mô doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong việc sử dụng nợ dài hạn. Kết quả này phù hợp với các kết luận từ nghiên cứu của Bertoneche et al. [3], cũng như các mô hình tài chính của Modigliani et al. [4], vốn nhấn mạnh rằng cấu trúc vốn chịu ảnh hưởng bởi đặc điểm nội tại của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, sự khác biệt giữa các kết quả nghiên cứu có thể được giải thích bởi ngữ cảnh kinh tế, đặc thù ngành, hoặc yếu tố thị trường trong các nghiên cứu. Ví dụ, Ross et al. [5] đã nhấn mạnh rằng yếu tố tăng trưởng thường có vai trò quan trọng trong các thị trường phát triển, trong khi nghiên cứu hiện tại cho thấy tốc độ tăng trưởng (X8) không ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số nợ dài hạn hoặc tổng thể. Điều này có thể phản ánh sự khác biệt về điều kiện kinh tế hoặc cấu trúc tài chính trong bối cảnh nghiên cứu.

V. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

A. Kết luận

Nghiên cứu này tập trung vào việc xác định ảnh hưởng của năm yếu tố bên trong doanh nghiệp đối với cấu trúc tài chính của các công ty ngành khoáng sản niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, sau khi tiến hành phân tích và áp dụng mô hình hồi quy, tác động của các yếu tố này đối với cấu trúc tài chính là khác nhau.

Với tỉ số nợ, các yếu tố cấu trúc tài sản và quy mô doanh nghiệp có tác động thuận lợi, trong khi yếu tố hiệu quả kinh doanh lại có tác động ngược chiều. Đối với tỉ số nợ ngắn hạn, yếu tố quy mô doanh nghiệp tạo ra tác động thuận lợi, nhưng tốc độ tăng trưởng lại có tác động ngược chiều. Trong trường hợp của tỉ số nợ dài hạn, ba yếu tố hiệu quả kinh doanh, cấu trúc tài sản và quy mô doanh nghiệp đều có tác động thuận lợi đến tỉ số nợ dài hạn. Điều này có thể coi là bằng chứng thực nghiệm để minh chứng thêm về sự ảnh hưởng của các yếu tố đối với cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

B. Kiến nghị

Nói chung, ngành công nghiệp khoáng sản hiện đang ở giai đoạn xuất khẩu nguyên liệu thô với giá trị thấp, tiếp theo là phải nhập khẩu kim loại đã được chế biến với giá cao. Do đó, hiệu suất kinh tế còn hạn chế. Điều này thúc đẩy các doanh nghiệp trong lĩnh vực này phát triển hướng tới việc gia tăng hoạt động chế biến sâu và nỗ lực trong việc khai thác các mỏ mới.

Dự báo cho tương lai gần, nhu cầu về nguyên liệu khoáng sản sẽ tăng đáng kể. Mục tiêu chiến lược của ngành này là tối ưu hóa việc khai thác kết hợp với chế biến để tạo ra các sản phẩm có giá trị kinh tế cao. Trước năm 2030, việc chấm dứt sự tồn tại của các cơ sở chế biến lạc hậu, kém hiệu quả và gây ô nhiễm môi trường là rất cần thiết. Thay vào đó, các doanh nghiệp ngành khoáng sản cần thiết lập các khu công nghiệp chế biến khoáng sản với công nghệ tiên tiến, phù hợp với tiềm năng của từng loại khoáng sản.

Tuy nhiên, vấn đề trong việc khai thác các loại khoáng sản sâu trong lòng đất vẫn đang đối mặt với nhiều khó khăn, đòi hỏi việc huy động vốn đầu tư lớn. Để cải thiện cấu trúc tài chính và nâng cao hiệu quả hoạt động cho các doanh nghiệp

trong ngành khoáng sản, nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị như sau:

Để tăng cường quản lý hiệu quả kinh doanh, các doanh nghiệp ngành khoáng sản cần cải thiện ROA và ROE. Đối với tỉ số nợ tổng và tỉ số nợ ngắn hạn, các doanh nghiệp ngành khoáng sản cần tập trung nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản và giảm chi phí hoạt động. Đối với tỉ số nợ dài hạn, việc cải thiện ROE có thể đạt được thông qua chiến lược tăng trưởng bền vững và đầu tư hiệu quả. Các biện pháp cụ thể bao gồm đào tạo nhân viên để nâng cao kỹ năng quản lý tài chính, tối ưu hóa quy trình sản xuất và quản lý hàng tồn kho.

Việc tối ưu hóa cấu trúc tài sản cũng rất quan trọng. Để cải thiện cả tỉ số nợ tổng và tỉ số nợ dài hạn, doanh nghiệp cần tăng cường đầu tư vào tài sản cố định và quản lý tài sản hiệu quả. Điều này có thể thực hiện thông qua đánh giá và tái cấu trúc danh mục đầu tư tài sản, bán bớt tài sản không hiệu quả và đầu tư vào các tài sản có khả năng sinh lời cao hơn.

Quản lý và tăng trưởng doanh thu là yếu tố then chốt đối với tỉ số nợ ngắn hạn. Doanh nghiệp cần tập trung vào việc tăng trưởng doanh thu một cách bền vững. Các biện pháp cụ thể bao gồm đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ, mở rộng thị trường tiêu thụ và cải thiện chiến lược tiếp thị để tăng cường khả năng cạnh tranh.

Tăng cường quản lý quy mô doanh nghiệp cũng là một giải pháp quan trọng. Việc tăng quy mô tổng tài sản có thể giúp cải thiện cả tỉ số nợ tổng và tỉ số nợ dài hạn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp ngành khoáng sản cần cân nhắc không mở rộng quá mức để tránh rủi ro tài chính. Thực hiện các dự án đầu tư dài hạn với tầm nhìn chiến lược và đảm bảo có đủ nguồn lực tài chính và khả năng quản lý để điều hành các dự án mở rộng quy mô doanh nghiệp là những biện pháp cần thiết.

Mặc dù đòn bẩy kinh doanh không có ý nghĩa thống kê trong các mô hình hồi quy, việc quản lý cẩn thận đòn bẩy kinh doanh vẫn rất quan trọng để tránh rủi ro tài chính cao. Doanh nghiệp nên đánh giá lại các khoản vay và nợ hiện tại, tối ưu hóa tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu để giữ đòn bẩy ở mức an toàn. Cuối cùng, việc phát triển chiến lược tăng trưởng hợp lý là yếu tố quan trọng. Tốc độ tăng trưởng có mối tương quan nghịch chiều với tỉ số nợ dài hạn. Do đó, doanh nghiệp cần có

chiến lược tăng trưởng bền vững và hợp lý. Điều này có thể đạt được thông qua việc đầu tư vào nghiên cứu và phát triển, mở rộng thị trường một cách thận trọng và duy trì một mức tăng trưởng vừa phải để không làm gia tăng tỉ lệ nợ quá mức.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Nguyễn Khắc Vinh. *Tài nguyên Khoáng sản Việt Nam*. <http://thongke.monre.gov.vn/chi-tiet/96/tai-nguyen-khoang-san-viet-nam.html> [Ngày truy cập: 27/12/2023]. [Nguyen Khac Vinh. *Vietnam mineral resources*. <http://thongke.monre.gov.vn/chi-tiet/96/tai-nguyen-khoang-san-viet-nam.html> [Accessed 17th December 2023].
- [2] Tổng cục Địa chất và Khoáng sản. *Giới thiệu về tiềm năng khoáng sản Việt Nam*. <http://www.dgmv.gov.vn/bai-viet/gioi-thieu-ve-tiem-nang-khoang-san-viet-nam> [Ngày truy cập: 12/8/2023]. [General Department of Geology and Minerals. *Introduction to Vietnam's mineral potential*. <http://www.dgmv.gov.vn/bai-viet/gioi-thieu-ve-tiem-nang-khoang-san-viet-nam> [Accessed 12th August 2023].
- [3] Bertonèche M, Teulié J. *Theorie et gestion financières: fondements et tendances* Par marc bertoneche et jacques teulie. France: Presses Universitaires de France; 1976. p.730–764. [Bertonèche M, Teulié J. *Theory and financial management: foundations and trends* by marc bertoneche and jacques teulie. France: Presses Universitaires de France; 1976. p.730–764].
- [4] Modigliani F, Miller MH. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. 1958;48(3): 261–297.
- [5] Ross S, Drew M, Walk A, Westerfield R, Jordan B. *Fundamentals of corporate finance*. Comprehensive ed. New York, USA: McGraw Hill; 1997.
- [6] Ross S, Jordan B, Westerfield R. *The fundamentals of corporate finance*. 13th ed. New York, USA: McGraw Hill; 2022.
- [7] Titman S, Wessels R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*. 1998;43(1): 1–19.
- [8] Modigliani F, Miller MH. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958;48(3): 261–297.
- [9] Huang G, Song FM. The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*. 2006;17(1): 14–36.
- [10] M'ng JCP, Rahman M, Sannacy S. The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*. 2017;5(1): 1418609. <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1418609>.
- [11] Muhammad IB, Bambale AJA, Ibrahim MA, Sulaiman SA. Loan characteristics, loan repayment and performance of small and medium enterprises in

- Kano metropolitan: A mediating model. *Journal of Finance, Accounting and Management*. 2019;10(1): 43–56.
- [12] Khaki AR, Akin A. Factors affecting the capital structure: New evidence from GCC countries. *Journal of International Studies*. 2020;13(1): 9–27.
- [13] Trần Đình Khôi Nguyễn. *Cấu trúc tài chính của doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam*. Đà Nẵng: Đại học Đà Nẵng; 2006. [Tran Dinh Khoi Nguyen. *Financial structure of small and medium enterprises in Vietnam*. Da Nang: Danang University; 2006].
- [14] Võ Thị Thúy Anh, Bùi Phan Nhã Khanh. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp - Nghiên cứu thực nghiệm trên các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Hồ Chí Minh*. 2012;260: 33–40. [Vo Thi Thuy Anh, Bui Phan Nha Khanh. Factors affecting corporate financial structure - an empirical study on manufacturing enterprises listed on the Ho Chi Minh City stock exchange. *Journal of Economic Development, University of Economics Ho Chi Minh City*. 2012;260: 33–40].
- [15] Lê Phương Dung, Nguyễn Thị Thùy Trang. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng. *Tạp chí Phát triển Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Hồ Chí Minh*. 2013;271: 51–64. [Le Phuong Dung, Nguyen Thi Thuy Trang. factors affecting the financial structure of construction materials enterprises. *Journal of Economic Development, University of Economics Ho Chi Minh City*. 2013;271: 51–64].

