



# TÁC ĐỘNG CỦA CÁC NHÂN TỐ VĨ MÔ ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## Impact of macro factors on capital structure of listed companies on Vietnam stock market

Bùi Văn Thụy<sup>1</sup>, Phùng Tiến Đạt<sup>2</sup>, Lê Lý Thu Thảo<sup>3</sup>

<sup>1</sup>thuybv1@gmail.com, <sup>2</sup>datpt8@bidv.com.vn, <sup>3</sup>thao11t.dn@gmail.com

<sup>1</sup>Khoa Tài chính – Kế toán, Trường Đại học Lạc Hồng, Đồng Nai, Việt Nam

<sup>2</sup>Chi nhánh Thủ Dầu Một, Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam

<sup>3</sup>Personal assistant, Cam Tien Erato Coporation

Đền tòa soạn: 23/04/2017; Chấp nhận đăng: 05/06/2017

**Tóm tắt.** Trong điều kiện nền kinh tế luôn biến động, các doanh nghiệp phải thường xuyên thay đổi, điều chỉnh cấu trúc vốn cho phù hợp, việc lựa chọn cấu trúc vốn phù hợp sẽ giúp doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn có hiệu quả. Mục tiêu nghiên cứu là xác định các nhân tố vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn doanh nghiệp và xem xét mức độ ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô với giá trị của các nhân tố trong quá khứ đến cấu trúc vốn doanh nghiệp tại Việt Nam. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu được tác giả xây dựng dựa trên các cơ sở lý thuyết và một số nghiên cứu trước đây. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 104 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và các dữ liệu vĩ mô được thu thập trong giai đoạn 2008 - 2015. Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với phương pháp hồi quy REM. Kết quả cho thấy trong các nhân tố vĩ mô bao gồm Thuế, Tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội, Điều kiện thị trường chứng khoán và Điều kiện thị trường nợ có tác động đến cấu trúc vốn của các công ty. Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả đã đề xuất khuyến nghị đối với Chính phủ và các nhà quản lý doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Cấu trúc vốn; Nhân tố vĩ mô; Ảnh hưởng; Công ty

**Abstract.** In the context of economic fluctuation, companies must constantly change, adjust capital structure accordingly, the companies' effective use of capital will result from selecting the appropriate capital structure. The research objectives are to identify macro factors affecting corporate capital structure and to consider the influence of such macro factors and the value of past factors on the corporate capital structure in Vietnam. Research model and hypothesis developed by the author are referred to theoretical foundations and some previous researches. The research has applied data of 104 listed companies on Vietnam stock market and macro data collected during 2008 - 2015. The research has used quantitative research with REM regression. The results show that macro factors including Taxes, Gross Domestic Product Growth, Stock Market Conditions and Debt Market Conditions have an impact on the capital structure of companies. Based on the research results, the author has proposed recommendations to the Government and business managers..

**Keywords:** Capital structure; Macro factors; Impact; Company

### 1. GIỚI THIỆU

Những năm qua, nền kinh tế vĩ mô ở Việt Nam đã trải qua khá nhiều biến động, từ tăng trưởng ổn định đến tăng trưởng cao, đã tác động mạnh mẽ đến hoạt động các doanh nghiệp (DN) trong nước. Trong hoàn cảnh đó, các DN phải thay đổi và điều chỉnh linh hoạt cấu trúc vốn của mình cho phù hợp với những biến động của nền kinh tế.

Đối với DN, nguồn vốn là yếu tố quyết định đến hoạt động sản xuất kinh doanh, nhất là trong điều kiện thị trường cạnh tranh gay gắt như hiện nay. Điều này đặt ra yêu cầu DN phải có quy mô vốn đủ lớn với chi phí sử dụng vốn thấp nhất. Việc lựa chọn cấu trúc vốn phù hợp sẽ giúp DN cân bằng được cả hai mục tiêu trên, đồng thời tạo điều kiện để sử dụng nguồn vốn có hiệu quả. Các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay thường bỏ qua tác động của các nhân tố vĩ mô khi quyết định cấu trúc vốn, dẫn đến sai lầm và gây ra những tổn thất cho doanh nghiệp.

Vậy, cấu trúc vốn của các DN Việt Nam bị tác động ra sao và điều chỉnh như thế nào trong bối cảnh bất ổn của nền kinh tế vĩ mô? Xuất phát từ thực tế này và trả lời cho câu hỏi trên nhóm tác giả nghiên cứu đề tài: **Tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.**

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 104 công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam trong giai đoạn 2008 - 2015. Trên cơ sở phân tích, đánh giá kết quả nghiên cứu nhóm tác giả đề xuất những khuyến nghị nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn cho các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam. Kết quả này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên các nền kinh tế khác nhau trên thế giới. Kết cấu nghiên cứu gồm: Phần 1 - Giới thiệu về nghiên cứu; Phần 2 - Tóm lược cơ sở lý thuyết; Phần 3 - Trình bày phương pháp và dữ liệu nghiên cứu; Phần 4 - Trình bày kết quả nghiên cứu; Phần 5 - Trình bày kết luận và khuyến nghị.

### 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

#### Lý thuyết MM:

Kể từ khi lý thuyết cấu trúc vốn hiện đại của Modigliani và Miller (MM) ra đời vào năm 1958, có rất nhiều định nghĩa về cấu trúc vốn được đưa ra. Tuy nhiên, ta có thể hiểu cấu trúc vốn là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của công ty. Nợ bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Cấu trúc vốn được định nghĩa là mối quan hệ giữa nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu.

Theo lý thuyết tài chính DN hiện đại, tiêu chí thường được sử dụng để đánh giá cấu trúc vốn của DN là tỷ số nợ trên tổng tài sản và tỷ số nợ trên vốn cổ phần. Nợ trong

phạm vi bài nghiên cứu về cấu trúc vốn này chỉ xem xét đến Nợ dài hạn, chứ không phải là tổng nợ như trong các công thức gốc, nghĩa là cấu trúc vốn được đại diện bởi tỷ số Nợ dài hạn/Tổng tài sản và Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu. Tỷ số nợ dài hạn/Tổng tài sản cho biết bao nhiêu phần trăm của tổng tài sản được tài trợ bằng nợ dài hạn, trong khi Tỷ số Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu cho biết tỷ lệ giữa vốn huy động bằng cách vay nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu, phản ánh năng lực quản lý nợ và quy mô tài chính của doanh nghiệp, qua đó thấy được rủi ro của công ty.

Đến năm 1963MM [22] đã kết luận rằng giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không vay nợ cộng với hiện giá của khoản tiết kiệm thuế liên quan đến khoản vay. Điều này có nghĩa là việc sử dụng nợ sẽ giúp cho doanh nghiệp có được khoản tiết kiệm từ lá chắn thuế. Vì vậy có thể khẳng định rằng thuế có tác động nhất định đến chính sách tài trợ của doanh nghiệp.

#### **Lý thuyết đánh đổi:**

Đến năm 1977, Myers [21] đã đưa ra lý thuyết đánh đổi cho rằng việc sử dụng nợ có thể trở thành một cách tài trợ hấp dẫn các DN vì các khoản nợ được khấu trừ thuế. Bằng cách này, các khoản nợ có thể có chi phí thấp hơn vốn cổ phần. Đồng thời, nếu thuế phải chi trả ít sẽ dẫn đến sự gia tăng lợi nhuận trước thuế và lãi vay, làm cho giá trị của công ty cao hơn.

Mặt khác, Myers cũng thừa nhận rằng việc sử dụng tài trợ bằng nợ cũng phát sinh nhiều chi phí, điển hình nhất là các chi phí kiệt quệ tài chính. Đây cũng là lý do khiến các DN không thể tài trợ hoàn toàn bằng nợ vay do phải cân bằng lợi ích tấm chắn thuế từ nợ và các chi phí của việc sử dụng khoản nợ đó.

Từ lý thuyết này có thể thấy điều kiện thị trường nợ cũng chính là một trong những nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

#### **Lý thuyết trật tự phân hạng:**

Ross [26], Myers [23] đã đưa ra thuyết trật tự phân hạng, thuyết này chủ yếu dựa trên mối quan tâm về việc bất cân xứng thông tin ảnh hưởng lên quyết định đầu tư và tài trợ của doanh nghiệp. Theo lý thuyết này, khi DN có nhu cầu về vốn, họ thường sử dụng nguồn tài trợ nội bộ (lợi nhuận giữ lại) đầu tiên, sau đó là chứng khoán nợ và cuối cùng là phát hành cổ phần thường mới. Lợi nhuận giữ lại có quan hệ chặt chẽ đến mức tăng trưởng GDP trong năm đó, một nền kinh tế có mức tăng trưởng GDP cao, khả năng tạo ra lợi nhuận của các doanh nghiệp tăng lên. Do đó, mức tăng trưởng của GDP có ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ của doanh nghiệp

#### **Lý thuyết thời điểm thị trường:**

Lý thuyết thời điểm thị trường được phát triển bởi Myers [23], Graham & Harvey [15], Hovakimian [16] đã nhận được sự ủng hộ mạnh mẽ từ các nhà quản lý doanh nghiệp trên thế giới. Thuyết này ủng hộ các nhà quản lý doanh nghiệp có thể phát hành huy động vốn trên thị trường nợ hay thị trường vốn bất kỳ khi nào xét thấy thị trường đó có triển vọng và điều kiện tốt hơn.

Thuyết này cũng khuyến khích các nhà quản lý linh hoạt trong việc phát hành cổ phần mới. Thuyết này chỉ nhấn mạnh đến chính sách cổ tức bền vững thì ảnh hưởng đến giá cổ phần của DN cùng với điều kiện của thị trường nợ đóng vai trò quyết định đến chính sách tài trợ nợ của công ty. Trong thực tiễn, thời điểm thị trường phát hành cổ phần mới là một phương diện quan trọng nhất trong quyết định chính sách tài chính tổng thể của công ty. Rõ ràng, các nhà quản lý sẽ lựa chọn thời điểm phát hành thêm cổ phần khi

thị trường chứng khoán hoạt động tốt vì việc này sẽ giúp giảm chi phí nợ cho doanh nghiệp. Ngược lại, doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn khi điều kiện thị trường nợ mở rộng. Vì vậy, tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có mối quan hệ nghịch chiều với điều kiện của thị trường chứng khoán và có mối quan hệ thuận chiều với điều kiện thị trường nợ.

Tóm lại, những lý thuyết nêu trên đã cung cấp những cơ sở lý thuyết chứng minh sự tác động của một số nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bao gồm: Thuế, GDP, Điều kiện thị trường chứng khoán, Điều kiện thị trường nợ.

Ngoài những lý thuyết trên còn có những nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã đưa ra bằng chứng về sự tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán:

Bülent & cộng sự [9] đã sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên sàn ISE của Thổ Nhĩ Kỳ từ 1996 đến 2009. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn chịu sự tác động cùng chiều từ tấm chắn thuế, lạm phát và ngược chiều từ tốc độ tăng trưởng GDP.

Võ Thị Thúy Anh & cộng sự [2] đã sử dụng dữ liệu của 200 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2005-2012. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn chịu sự tác động cùng chiều từ thuế. Nghiên cứu cũng chỉ ra thấy cấu trúc vốn chịu sự tác động ngược chiều từ lạm phát, tốc độ tăng trưởng GDP, điều kiện thị trường chứng khoán, Điều kiện thị trường nợ.

Aris Taoulaou và Giorgi Burchuladze [5] đã chỉ ra cấu trúc vốn chịu sự tác động ngược chiều từ lạm phát. Đồng thời, cấu trúc vốn chịu sự tác động cùng chiều từ tốc độ tăng trưởng GDP, điều kiện thị trường nợ.

Bülent Köksal [10] đã chỉ ra chỉ ra cấu trúc vốn chịu sự ảnh hưởng cùng chiều từ thuế suất thuế TNDN, lạm phát.

Bên cạnh đó, cấu trúc vốn cũng chịu tác động ngược chiều từ tốc độ tăng trưởng GDP.

Cook & Tang [12] đã đưa ra bằng chứng tác động cùng chiều của tốc độ tăng trưởng GDP, quy mô DN lên cấu trúc vốn DN. Nghiên cứu cũng chỉ ra cấu trúc vốn DN chịu sự tác động ngược chiều từ điều kiện thị trường chứng khoán, điều kiện thị trường nợ.

Chipeta & Mbululu [11] đã nghiên cứu các yếu tố nội tại DN và yếu tố vĩ mô đến cấu trúc vốn DN. Kết quả cho thấy tốc độ tăng trưởng GDP, lạm phát, quy mô DN ảnh hưởng đến cấu trúc vốn DN.

Ngoài các nghiên cứu trên, Çekrezi [13] đã chỉ ra cấu trúc vốn DN chịu sự tác động từ tăng trưởng GDP, điều kiện thị trường nợ, quy mô DN, cấu trúc tài sản, tính thanh khoản, hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Như vậy, lý thuyết và các nghiên cứu trước đây đã đưa ra được 5 nhân tố vĩ mô có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn DN là: Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, lạm phát, tốc độ tăng trưởng GDP, điều kiện thị trường chứng khoán, điều kiện thị trường nợ, tỷ giá hối đoái và tín dụng ngân hàng/GDP. Ngoài ra, cấu trúc vốn còn chịu sự tác động của các nhân tố vĩ mô như: quy mô doanh nghiệp (Chipeta & Mbululu [11], Çekrezi [13], Cook & Tang [12]), cấu trúc tài sản (Cook & Tang [12], Çekrezi [13]), tính thanh khoản, hiệu quả hoạt động kinh doanh (Çekrezi [13]) và rủi ro kinh doanh (Booth et al [7]).

### **3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

#### **3.1 Mô hình nghiên cứu**

Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy với dữ liệu bảng bằng FEM và REM. Từ đó, tác giả sử dụng

kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp với sự trợ giúp phần mềm Eviews.

Mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

**Mô hình 1:**

$$Y1_{it} = C_i + \beta_1 T1_{it} + \beta_2 X1_{it} + \beta_3 X2_{it} + \beta_4 X3_{it} + \beta_5 X4_{it} + \beta_6 X5_{it} + \beta_7 X6_{it} + \beta_8 X7_{it} + \beta_9 X8_{it} + \beta_{10} X9_{it} + \alpha_1 lagX1 + \alpha_2 lagX4 + \alpha_3 lagX5 + \alpha_4 lagX6 + \alpha_5 lagX7 + \gamma lagY + u_{it}$$

**Mô hình 2:**

$$Y2_{it} = C_i + \beta_1 T1_{it} + \beta_2 X1_{it} + \beta_3 X2_{it} + \beta_4 X3_{it} + \beta_5 X4_{it} + \beta_6 X5_{it} + \beta_7 X6_{it} + \beta_8 X7_{it} + \beta_9 X8_{it} + \beta_{10} X9_{it} + \alpha_1 lagX1 + \alpha_2 lagX4 + \alpha_3 lagX5 + \alpha_4 lagX6 + \alpha_5 lagX7 + \gamma lagY + u_{it}$$

Ngoài các biến cấu trúc vốn và nhân tố vĩ mô, dựa trên lý thuyết tài chính doanh nghiệp, cũng như kết quả của các bài

nghiên cứu thực nghiệm trước đây, các nhân tố thuộc về nội bộ doanh nghiệp luôn ảnh hưởng không nhỏ đến cấu trúc vốn doanh nghiệp.

Do đó, tuy bài nghiên cứu này không nghiên cứu đến tác động của các nhân tố thuộc về nội bộ doanh nghiệp đến cấu trúc vốn, nhưng tác giả vẫn đưa vào mô hình các biến độc lập để đại diện cho các nhân tố này với vai trò là các biến kiểm soát và các biến giá trị trễ (lag) theo Trần Ngọc Sơn [4] với lập luận tỷ lệ nợ và giá trị của các nhân tố trong quá khứ sẽ ảnh hưởng đến việc lựa chọn tỷ lệ nợ hiện tại, đề tài sử dụng mô hình dữ liệu bảng động.

Các biến trong mô hình được thể hiện như trong Bảng 1:

**Bảng 1. Diễn giải các biến và cơ sở đo lường**

Thành phần	Tên biến	Cơ sở lý luận
Biến phụ thuộc: Thuộc đo đơn bẫy	Y1 - Tỷ số giữa nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu	Belinetti [6], Prasad, Green & Murinde [24], Marsh [17], Boyle & Eckhold [8], Hovakimian et al [16]
	Y2 - Tỷ số giữa nợ dài hạn trên tổng tài sản	
Biến độc lập: Các nhân tố vĩ mô	T1 - Thuế (Thuế suất thuế TNDN từ 2008 – 2015)	Bülent et al [9]
	X2 - Tăng trưởng GDP (Tốc độ tăng trưởng GDP)	Chipeta & Mbululu [11], Bellinetti [6], Riaz (2010), Çekrezi [13], Cook và Tang [12], Booth et al [7], Muthama, Mbaluka and Kalunda [20]
	lagX1 - Giá trị trễ của tăng trưởng GDP (Tốc độ tăng trưởng GDP <sub>t-1</sub> )	
	X2 - Tỷ lệ lạm phát (Tốc độ tăng của chỉ số giá tiêu dùng CPI)	Chipeta & Mbululu [11], Bellinetti [10], Riaz [25], Booth et al [7], Muthama, Mbaluka & Kalunda [20]
	X3 - Điều kiện thị trường chứng khoán (Tỷ suất sinh lời của các chỉ số thị trường VN-Index)	
X4 - Điều kiện thị trường nợ (Lãi suất cho vay cơ bản)	Bellinetti [10], Riaz [25] và Çekrezi [13]	
lagX4 - Giá trị trễ của điều kiện thị trường nợ		
Biến kiểm soát: Các nhân tố thuộc về nội tại DN	lagY1 - Giá trị trễ của tỷ lệ nợ Y1	Trần Ngọc Sơn [4]
	lagY2 - Giá trị trễ của tỷ lệ nợ Y2	
	X5 - Quy mô doanh nghiệp (logarit(Tổng tài sản))	Chipeta và Mbululu [11], Çekrezi [13], Cook và Tang [12]
	lagX5 - Giá trị trễ của quy mô X5	
	X6 - Cấu trúc tài sản (Cần bậc hai(TSCĐ hữu hình/Tổng tài sản))	Çekrezi [13], Cook và Tang [12]
	lagX6 - Giá trị trễ của cấu trúc tài sản X6	
	X7 - Tính thanh khoản (logarit(Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn))	Çekrezi [13]
	lagX7 - Giá trị trễ của tính thanh khoản X7	
	X8 - Hiệu quả HĐKD (ROA = Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản)	Çekrezi [13]
	X9 - Rủi ro kinh doanh (Phần trăm thay đổi EBIT/ phần trăm thay đổi doanh thu thuần)	

**3.2 Dữ liệu nghiên cứu**

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính theo quý của 104 Công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE từ quý 1 năm 2008 đến hết quý 4 năm 2015. Dữ liệu bảng thu thập từ 18 ngành nghề khác nhau như ngành Bất động sản, Cao su, Công nghệ viễn thông, Dầu khí,... tại www.cophieu 68.vn và các dữ liệu vĩ mô thu thập tại tổng cục thống kê.

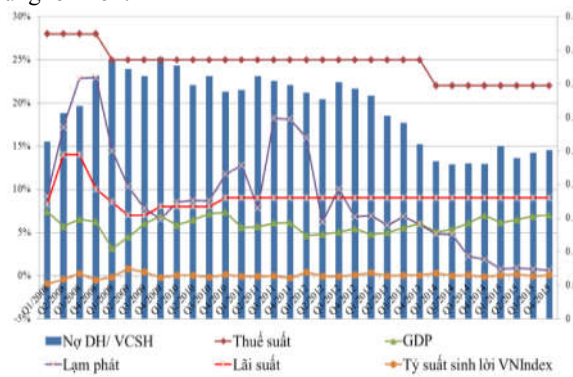
**4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

**4.1 Kết quả thống kê xu hướng biến động các biến**

Biểu đồ trên đây thể hiện xu hướng biến động của các nhân tố vĩ mô cùng với 2 chỉ tiêu đo lường cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2008 đến năm 2015, cụ thể:

Trong giai đoạn nghiên cứu Thuế TNDN liên tục được điều chỉnh giảm ở năm 2009 và 2014. Tỷ lệ nợ giảm phản ánh đúng chiều hướng tác động của thuế, nhằm tháo gỡ khó khăn cho hoạt động SXKD, hỗ trợ thị trường và giải quyết nợ xấu của DN trong giai đoạn trước đó; tỷ lệ nợ DH/VCSH giảm mạnh trong giai đoạn này, có thể được giải thích là do giá trị của tỷ suất nợ trong biểu đồ này lớn hơn trong biểu đồ

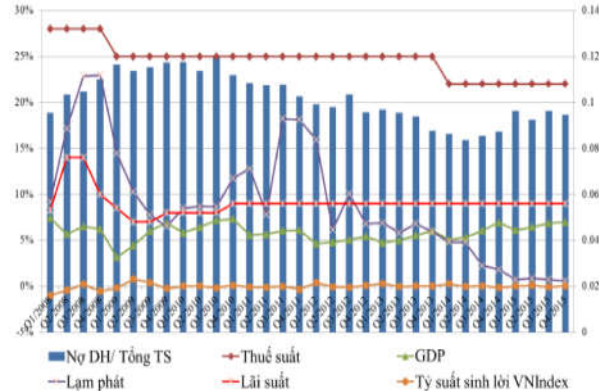
tỷ lệ nợ DH/TS, do đó khoảng cách của tỷ lệ nợ giữa các quý cũng lớn hơn.



**Biểu đồ 1. Biến động của các biến vĩ mô trong mô hình 1**

Trong những năm qua GDP biến động tăng giảm mạnh, tỷ lệ nợ có xu hướng biến động ngược chiều. Cụ thể cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 đã ảnh hưởng đến thị trường Việt Nam dẫn đến tốc độ tăng trưởng GDP giảm mạnh dưới mức 6% trong các quý liên tiếp và theo đà suy giảm kinh tế từ 2008 tốc độ GDP chạm đáy thấp nhất vào quý 1/2009 thì tỷ lệ nợ lại có xu hướng tăng lên. Trong khi

GDP tăng thì tỷ lệ nợ lại có xu hướng giảm, điều này thể hiện rõ ở quý 4/2010, quý 4/2014 khi GDP đạt đỉnh.



Biểu đồ 2. Biến động của các biến vĩ mô trong mô hình 2

Biểu đồ trên đây thể hiện xu hướng biến động của các nhân tố vĩ mô cùng với 2 chỉ tiêu đo lường cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu từ năm 2008 đến năm 2015, cụ thể:

Trong giai đoạn nghiên cứu Thuế TNDN liên tục được điều chỉnh giảm ở năm 2009 và 2014. Tỷ lệ nợ giảm phản ánh đúng chiều hướng tác động của thuế, nhằm tháo gỡ khó khăn cho hoạt động SXKD, hỗ trợ thị trường và giải quyết nợ xấu của DN trong giai đoạn trước đó; tỷ lệ nợ DH/VCSH giảm mạnh trong giai đoạn này, có thể được giải thích là do giá trị của tỷ suất nợ trong biểu đồ này lớn hơn trong biểu đồ tỷ lệ nợ DH/TS, do đó khoảng cách của tỷ lệ nợ giữa các quý cũng lớn hơn.

Trong những năm qua GDP biến động tăng giảm mạnh, tỷ lệ nợ có xu hướng biến động ngược chiều. Cụ thể cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 đã ảnh hưởng đến thị trường Việt Nam dẫn đến tốc độ tăng trưởng GDP giảm mạnh dưới mức 6% trong các quý liên tiếp và theo đà suy giảm kinh tế từ 2008 tốc độ GDP chậm dần thấp nhất vào quý 1/2009 thì tỷ lệ nợ lại có xu hướng tăng lên. Trong khi GDP tăng thì tỷ lệ nợ lại có xu hướng giảm, điều này thể hiện rõ ở quý 4/2010, quý 4/2014 khi GDP đạt đỉnh.

Qua biểu đồ ta thấy mối quan hệ dường như không tương quan giữa tỷ lệ nợ và tỷ lệ lạm phát. Cụ thể, trong vùng tỷ lệ lạm phát biến động mạnh ở những năm 2008, 2011 thì sự thay đổi ở tỷ lệ nợ đều không đáng kể và không theo xu hướng cố định nào, liên tục những quý tiếp theo đều không có biến động lớn. Tuy nhiên, nhìn vào tỷ lệ nợ DH/VCSH có thể thấy kể từ giai đoạn Quý 3/2012, khi Chính phủ bắt đầu kiểm chế lạm phát ở mức thấp, tỷ lệ nợ DH/VCSH cũng giảm theo cho đến hết Quý 4/2014. Như vậy, mối quan hệ giữa tỷ lệ lạm phát và cấu trúc vốn chưa thể hiện rõ ràng.

Xét về mối liên hệ giữa tỷ suất sinh lời TTCK và tỷ lệ nợ, trong trường hợp các quý có tỷ suất sinh lời TTCK tăng mạnh hay lao dốc đột ngột thì tốc độ tăng của tỷ lệ nợ thị trường, trong quý đó và các quý tiếp theo không có sự thay đổi tương ứng. Tỷ lệ nợ biến động rất khó nhận thấy được sự tương quan, thể hiện sự biến động không theo quy luật của tỷ lệ nợ và tỷ suất sinh lời của thị trường chứng khoán.

Vào quý 2/2008 do tác động của khủng hoảng kinh tế thế giới và hậu quả của việc kinh tế phát triển nóng, lãi suất cho vay liên tục thay đổi và đạt đỉnh ở mức 14%. Sau khi lên đỉnh, sang năm 2009, lãi suất hạ đột ngột xuống còn 7%, thấp nhất trong thời kỳ nghiên cứu. Tuy lãi suất hạ đến đây vào quý 2/2009, tỷ lệ nợ trong giai đoạn này tăng lên, cao nhất so với các quý trước. Đến năm 2010, lãi suất trở lại mức 9% và ổn định trong suốt quãng thời gian còn lại, tuy

nhiên thực tế cho thấy tỷ lệ nợ trong giai đoạn từ 2010 trở đi vẫn biến động tương đối nhiều.

#### 4.2 Phân tích tương quan

Trong nghiên cứu này hệ số tương quan được sử dụng để đánh giá mức tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Kết quả cho thấy tất cả các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc với những mức độ khác nhau ở cả hai mô hình.

#### 4.3 Kiểm định lựa chọn mô hình hồi quy

Nghiên cứu thực hiện kiểm định Hausman lựa chọn mô hình hồi quy, kết quả như sau:

Bảng 2. Kết quả của kiểm định Hausman cho các mô hình

Mô hình	Kiểm định Hausman	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
1	Cross-section random	0.0000	16	1.0000
2	Cross-section random	0.0000	16	1.0000

Với kết quả ở Bảng 2, ta thấy p-value (Prob.) của kiểm định với  $(Prob. = 1.000) > \alpha = 0.05$ . Do đó nghiên cứu sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên REM.

#### 4.4 Phân tích kết quả nghiên cứu

Kết quả của nghiên cứu được thể hiện trong bảng 3, cụ thể:

Bảng 3. Kết quả hồi quy các mô hình

Ký hiệu	Mô hình 1		Mô hình 2	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
T1	0.9795**	0.0336	0.0511	0.5935
X1	-1.3471***	0.0051	0.1923**	0.0535
lagX1	-0.3538	0.5378	0.2538**	0.0329
X2	0.0850	0.5118	0.0129	0.6308
X3	-3.2984*	0.0806	-0.0470	0.9042
X4	-0.5669	0.1339	-0.0612	0.4349
lagX4	0.0520	0.8873	-0.0093	0.9020
lagY1	-	-	0.1473***	0.0000
lagY2	3.5487***	0.0000	-	-
X5	0.9944***	0.0000	0.2323***	0.0000
lagX5	-0.9208***	0.0000	-0.1998***	0.0000
X6	0.6390***	0.0000	0.2074***	0.0000
lagX6	-0.6284***	0.0000	-0.1057***	0.0000
X7	0.2551***	0.0000	0.0873***	0.0000
lagX7	-0.3142***	0.0000	-0.0337***	0.0000
X8	-0.6121***	0.0007	-0.3113***	0.0000
X9	-0.0000	0.8982	0.0000	0.1441
C	-0.5759***	0.0061	-0.2336***	0.0000
R-squared	<b>0.5973</b>		<b>0.5964</b>	
Adjusted R-squared	<b>0.5952</b>		<b>0.5943</b>	
F-statistic	<b>295.72</b>		<b>294.64</b>	
Prob(F-statistic)	<b>0.0000</b>		<b>0.0000</b>	

(\* , \*\* , \*\*\* hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê lần lượt với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%)

Mô hình 1, nhân tố vĩ mô tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn đó là Thuế TNDN (T1). Các nhân tố tác động ngược chiều tới cấu trúc vốn bao gồm: tốc độ tăng trưởng GDP (X1), điều kiện TTCK (X3), điều kiện thị trường nợ (X4) tất cả đều có ý nghĩa thống kê.

Các biến nội tại công ty trong mô hình 1 tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn bao gồm Giá trị trễ của Nợ DH/Tổng TS (lagY2), Quy mô (X5), Cấu trúc tài sản (X6), Tính thanh khoản (X7). Các biến giá trị trễ của Quy mô (lagX5), Giá trị trễ của cấu trúc tài sản (lagX6), Giá trị trễ của tính thanh khoản (lagX7), Hiệu quả HDKD (X8) có tác động ngược

chiều tới cấu trúc vốn công ty và tất cả đều có ý nghĩa thống kê. Các biến còn lại trong mô hình 1 đều tác động đến cấu trúc vốn nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Mô hình 2, nhân tố vĩ mô tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn đó là Tốc độ tăng trưởng GDP (X1), Giá trị trễ của Tốc độ tăng trưởng GDP và tất cả đều có ý nghĩa thống kê.

Các biến nội tại công ty trong mô hình 2 tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn bao gồm Giá trị trễ của Nợ DH/VCSH (lagY1), Quy mô (X5), Cấu trúc tài sản (X6), Tính thanh khoản (X7). Các biến Giá trị trễ của Quy mô (lagX5), Giá trị trễ của cấu trúc tài sản (lagX6), Giá trị trễ của tính thanh khoản (lagX7), Hiệu quả HĐKD (X8) và tất cả đều có ý nghĩa thống kê. Các biến còn lại trong mô hình 2 đều tác động đến cấu trúc vốn nhưng không có ý nghĩa thống kê

## 4.5 Kiểm định mô hình

### 4.5.1 Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Tác giả căn cứ vào hệ số  $R^2$  hiệu chỉnh để đo lường độ thích hợp của mô hình. Theo kết quả bảng 3, ta thấy  $R^2$  hiệu chỉnh đều lớn hơn 0 chứng tỏ mô hình đã xây dựng phù hợp với dữ liệu mẫu.

Ngoài ra, kết quả bảng 3 cho thấy các giá trị Prob.(F-Statistic) của 2 mô hình đều bằng 0, chứng tỏ mô hình hồi quy đã xây dựng là phù hợp.

### 4.5.2 Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, tác giả sử dụng hệ số phóng đại phương sai (VIF).

Với kết quả ở Bảng 4, ta thấy hệ số VIF của các mô hình hồi quy phụ theo các biến độc lập đều nhỏ hơn 10, chứng tỏ mô hình trong nghiên cứu không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

**Bảng 4.** Hệ số phóng đại phương sai VIF

Mô hình hồi quy phụ		$R^2$	VIF
Biến	KH		
Thuế suất thuế TNDN	T1	0.754838	4.0789356
Tốc độ tăng trưởng GDP	X1	0.252800	1.3383298
Giá trị trễ của GDP	lagX1	0.498321	1.9933065
Lạm phát	X2	0.774227	4.4292276
Điều kiện thị trường CK	X3	0.350704	1.5401296
Điều kiện thị trường nợ	X4	0.494339	1.9776095
Giá trị trễ của ĐKTT Nợ	lagX4	0.478423	1.9172625
Giá trị trễ của Nợ DH/VCSH	lagY1	0.699363	3.3262706
Giá trị trễ của Nợ DH/TTS	lagY2	0.710232	3.4510367
Quy mô	X5	0.893826	9.4185017
Giá trị trễ của quy mô	lagX5	0.893827	9.4185904
Cấu trúc tài sản	X6	0.842919	6.3661423
Giá trị trễ của CTTS	lagX6	0.843107	6.3737706
Tính thanh khoản	X7	0.875073	8.0046747
Giá trị trễ của TTK	lagX7	0.872048	7.8154308
Hiệu quả HĐKD	X8	0.115433	1.1304966
Rủi ro kinh doanh	X9	0.010890	1.0110099

### 4.6 Thảo luận kết quả

Kết quả nghiên cứu chỉ ra thuế tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn công ty và hoàn toàn phù hợp với lý thuyết MM và nghiên cứu của Bülent et al [9], Võ Thị Thúy Anh và cộng sự [2].

Tốc độ tăng trưởng GDP có tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ dài hạn/VCSH. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng GDP và Giá trị trễ của tốc độ tăng trưởng GDP lại tác động cùng chiều đến tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng tài sản điều này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Cook và Tang [12].

Lạm phát có quan hệ với cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ) nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này chưa phản ánh đúng với thực trạng và kỳ vọng.

Điều kiện thị trường chứng khoán có tác động ngược chiều với tỷ lệ nợ dài hạn/VCSH phù hợp với nghiên cứu của Cook và Tang [12], Hồ Lũy Muối [3], Thúy Anh & cộng sự [2].

Điều kiện thị trường nợ có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ dài hạn/VCSH phù hợp với lý thuyết đánh đổi và nghiên cứu của Cook và Tang [12], Thúy Anh & cộng sự [2]. Khi thị trường nợ phát triển, lãi suất cho vay hay chi phí nguồn vốn vay gia tăng thì các doanh nghiệp sẽ giảm sử dụng nợ và tăng sử dụng vốn chủ sở hữu hoặc các nguồn vốn khác.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, Giá trị trễ của tỷ lệ nợ có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ, điều này khẳng định tỷ lệ nợ của quý này có quan hệ chặt chẽ với tỷ lệ nợ của kỳ trước.

Các biến kiểm soát cũng là một phần không thể không nhắc đến, tuy không phải đối tượng chính của bài nghiên cứu và chỉ đóng vai trò là các nhân tố thuộc về nội bộ doanh nghiệp. Nhưng kết quả cho thấy hầu như toàn bộ các biến kiểm soát được đưa vào mô hình đều có tác động: Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều với tỷ lệ nợ, phù hợp với lý thuyết đánh đổi và các lý thuyết tài chính doanh nghiệp; Cấu trúc tài sản cố định hữu hình có mối quan hệ tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính. Giá trị trễ của cấu trúc tài sản tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ và có thể được giải thích tương tự như độ trễ của quy mô; Tính thanh khoản của công ty có tỷ lệ thuận với tỷ lệ nợ của công ty. Giá trị trễ của tính thanh khoản tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ và cũng được giải thích tương tự như giá trị trễ của quy mô; Nhân tố khả năng sinh lời trên tổng tài sản cho kết quả nghịch chiều và tỷ lệ nợ. Điều này chứng tỏ nếu công ty sử dụng tổng tài sản một cách hợp lý, giúp gia tăng khả năng sinh lời, công ty sẽ sử dụng các nguồn vốn chi phí rẻ thuộc về nội tại, công ty sẽ giảm tỷ lệ nợ dài hạn/ tổng tài sản.

Từ các kết quả trên cho thấy hầu hết các biến vĩ mô đều có tác động đến tỷ lệ nợ, ngoại trừ biến Lạm phát. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, các biến thuộc nội bộ doanh nghiệp có tác động rất lớn đến cấu trúc vốn doanh nghiệp tại Việt Nam.

## 5. KẾT LUẬN

### 5.1 Kết luận

Tóm lại, các nhân tố vĩ mô đã ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ở các mức độ, cũng như chiều tác động là khác nhau. Nhưng qua đó, việc điều chỉnh các chính sách vĩ mô sẽ có những tác động đến việc thay đổi cấu trúc vốn của các DN. Bên cạnh đó, các nhân tố thuộc về nội tại công ty và giá trị của các nhân tố trong quá khứ sẽ ảnh hưởng đến việc lựa chọn cấu trúc vốn hiện tại của DN, cụ thể:

- Các nhân tố vĩ mô: thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động cùng chiều. Các nhân tố tốc độ tăng trưởng GDP, điều kiện thị trường chứng khoán, điều kiện thị trường nợ có tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ dài hạn/ VCSH. Tốc độ tăng trưởng GDP và giá trị trễ của tăng trưởng GDP có tác động cùng chiều đến tỷ lệ nợ dài hạn/ Tổng TS. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các nhân tố vĩ mô hầu hết có tác động đến tỷ lệ nợ dài hạn/ VCSH và ít tác động đến tỷ lệ nợ dài hạn/ Tổng TS, kết quả này có thể là do giá trị của tỷ lệ nợ dài hạn/ VCSH lớn hơn nhiều so với giá trị của tỷ lệ nợ dài hạn/ Tổng TS và chỉ tiêu tỷ lệ nợ dài hạn/ VCSH dao động khá mạnh, khoảng cách của tỷ lệ nợ giữa các quý sẽ có xu hướng biến động rõ hơn.

- Các biến kiểm soát: Giá trị trễ của tỷ lệ nợ, quy mô, cấu trúc tài sản, tính thanh khoản có tác động cùng chiều; giá trị trễ của quy mô, giá trị trễ của cấu trúc tài sản, giá trị trễ của tính thanh khoản, hiệu quả HĐKD có tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ dài hạn/ VCSH. Giá trị trễ của tỷ lệ nợ, quy mô, cấu trúc tài sản, tính thanh khoản có tác động cùng chiều; giá trị trễ của quy mô, giá trị trễ của cấu trúc tài sản, giá trị trễ của tính thanh khoản, hiệu quả HĐKD có tác động ngược chiều đến tỷ lệ nợ dài hạn/ Tổng tài sản.

## 5.2 Khuyến nghị

Từ cơ sở phân tích, đánh giá kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất những khuyến nghị cho các nhà quản lý doanh nghiệp như: cần nhận định đúng tầm quan trọng của các nhân tố vĩ mô trong hoạch định cấu trúc vốn; Phát huy các nhân tố thuộc về nội bộ doanh nghiệp.

Bên cạnh đó cũng đề xuất những chính sách với Chính phủ như: Cần có những chính sách điều tiết vĩ mô thuận lợi cho doanh nghiệp ví như có các chính sách nhằm phát triển các kênh huy động vốn trên thị trường chứng khoán; Ổn định tốc độ tăng trưởng GDP; Cần tính toán cẩn thận trước khi thông qua những sự thay đổi về thuế suất Thuế thu nhập doanh nghiệp và cần có chính sách ổn định thị trường nợ.

## 5.3 Những gợi ý và hướng nghiên cứu tiếp theo

Trong quá trình thực hiện đề tài không thể tránh được những sai sót và hạn chế, do đó, tác giả đề xuất một số hướng nghiên cứu tiếp theo như sau:

- Thứ nhất, nên mở rộng mẫu nghiên cứu cho toàn bộ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam để có kết quả nghiên cứu tổng quát hơn cho các kết luận nghiên cứu cho toàn bộ công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Thứ hai, nghiên cứu cần mở rộng dữ liệu dài hơn để thấy rõ hơn mức độ ảnh hưởng của các nhân tố.

- Thứ ba, cần có sự kiểm định chuyên sâu với kết quả nghiên cứu.

- Thứ tư, tham khảo thêm các nghiên cứu định tính, định lượng khác có liên quan nhằm mở rộng thêm các nhân tố ảnh hưởng.

## 6. TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Đặng Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến, “Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Tp.HCM (Hose)”, Tạp chí Phát triển & Hội nhập số 18 (28) – Tháng 09-10/2014.
- [2] Võ Thị Thủy Anh, Trần Khánh Ly, Lê Thị Nguyệt Ánh, Trần Thị Dung, “Nghiên cứu tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí Kinh tế và Phát triển số 207 ngày 9/2014.
- [3] Hồ Lữ Muối, “Nghiên cứu tác động của những nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn động của các công ty niêm yết ở Việt Nam”, Đại học Kinh tế Tp. Hồ Chí Minh, 2013.
- [4] Trần Ngọc Sơn, “Mô hình độ trễ DECIDE đối với chính sách kinh tế vĩ mô”, Tạp chí Khoa học xã hội Việt Nam, 2011.
- [5] Aris Taoulaou and Giorgi Burchuladze, “How do macroeconomic factors affect capital structure? The case of Swedish firms”, School of Economics and Management Lund University, 2014.
- [6] Bellinetti, J.V, “Capital structure pattern and macroeconomics conditions”, Umea School of Business, 2009.
- [7] Booth et al., “Capital Structures in Developing Countries”, The Journal of Finance, 56 (1), 2001.
- [8] Boyle, G. W., & Eckhold, K. R., “Capital structure oice and financial market liberalization: Evidence from New

- Zealand”, Applied Financial Economics, 7 (4), 427-437, 1997.
- [9] Büilent, K., Cüneyt, O. & Arif, O., “Determinants of capital structure: evidence from a major emerging market Economy”, 2013. Available at: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/48415/>
- [10] Büilent Köksal, “Determinants of capital structure: Evidence from a major emerging market economy”, Small Business Economics, Vol.44 (2), 2013. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2212648>
- [11] Chipeta, C. and Mbululu, D., “Firm heterogeneity, macroeconomic conditions and capital structure adjustment speeds: Evidence from the JSE”, Investment Analysts Journal, 77, 2013.
- [12] Cook, D. O. & Tang, T., “Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed”, 2008. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1101664>
- [13] Çekrezi, A. , “Analyzing the Impact of Firm’s Specific Factors and Macroeconomic Factors on Capital Structure: A Case of Small Non-Listed Firms in Albania”, Research Journal of Finance and Accounting, 4(8), 2222-1697, 2013.
- [14] DeAngelo, H. & Masulis, R., “Optimal capital structure under corporate and personal taxation”, Journal of Financial Economics, 8 (1), 3-29, 1980.
- [15] Graham, J.R. and Harvey, C.R., “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, Journal of Financial Economics, 60, 187-2430, 2001.
- [16] Hovakimian, A., Opler, T., Titman, S., “The debt-equity choice”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36, 1-24, 2001.
- [17] Marsh, P., “The choice between Equity and Debt: An Empirical Study”, The Journal of Finance, 37 (1), 1982.
- [18] Modigliani F. & M. Miller, “The cost of capital, corporate finance and the theory of investment”, America Economic Review, 48 (3), 261-297, 1958.
- [19] Modigliani, F. & M. Miller, “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”, American Economic Review, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443, 1963.
- [20] Muthama, C., Mbaluka, P. and Kalunda, E., “An Empirical Analysis of Macro-Economic Influences on Corporate Capital Structure of Listed Companies in Kenya”, Journal of Finance and Investment Analysis, 2 (2), 2241-0998, 2013.
- [21] Myers C. (1977), “Determinant of coporate borrowing”, Journal of Financial Economics, 5, 147-175.
- [22] Modigliani, F and Miller, M, “Corporate income taxes and cost of capital: A correction”, American Economic Review, 53: 443-453, 1963.
- [23] Myers, S. and Majluf, N., “Copporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, Journal of Financial Economics, 1984. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=274547>.
- [24] Prasad, S., Green, C. and Murinde, V., “Corporate financial structures in developing economies: Evidence from a comparative analysis of Thai and Malay corporations”, Working paper series, Institute for Development Policy and Management, University of Mancheste, 2001.
- [25] Riaz, F., “Macroeconomic conditions and firm’s choices of capital structure: Evidence from Pakistan’s manufacturing Sectors”, 2010.
- [26] Ross, S.A, “The determination of financial structure: The incentive-signalling approach”, The Bell Journal of Economics, 8(1), 23-40, 1977.
- [27] Phạm Trí Cao & Vũ Minh Châu, Kinh tế ứng dụng, Nhà xuất bản thống kê, TP Hồ Chí Minh, 2009.
- [28] Hà Văn Sơn, Giáo trình lý thuyết thống kê, Nhà xuất bản Thống kê, TP Hồ Chí Minh, 2004.
- [29] Trần Ngọc Thơ, Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Nhà xuất bản Thống kê, 2005.
- [30] Nguyễn Quang Dong & Nguyễn Thị Minh, Giáo trình kinh tế lượng, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc Dân, 2013.
- Websites:
- [31] <https://ww.gso.gov.vn/Default.aspx?tabid=217>

[32] <http://donga.edu.vn/LinkClick.aspx?fileticket=k93dcimGZn0%3D&tabid=438>

[33] <http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42&sId=1459341874898>

[34] <http://www.cophieu68.vn>

## TIỂU SỬ TÁC GIẢ



### *Bùi Văn Thụy*

Năm sinh 1988, Đồng Nai. Tốt nghiệp Đại học và Thạc sĩ tại Trường Đại học Lạc Hồng năm 2011 và 2015. Hiện đang là giảng viên Khoa Tài chính – Kế toán Trường Đại học Lạc Hồng. Đã có công trình nghiên cứu trong các lĩnh vực thống kê, kinh tế lượng, tài chính, ngân hàng, chứng khoán,...



### *Phùng Tiến Đạt*

Năm sinh 1992, Đồng Nai. Tốt nghiệp Đại học và Thạc sĩ tại Trường Đại học Lạc Hồng năm 2014 và 2016. Có nhiều thành tích trong hoạt động nghiên cứu khoa học tại trường Đại học Lạc Hồng. Hiện là cán bộ quản lý KHDN tại BIDV – Chi nhánh Thủ Dầu Một. Lĩnh vực nghiên cứu: Tài chính – ngân hàng, Quản trị kinh doanh, Kế toán, Thuế, ...



### *Lê Lý Thu Thảo*

Năm sinh 1993, Đồng Nai, tốt nghiệp Đại học tại Trường Đại học Lạc Hồng năm 2015. Hiện là trợ lý Giám đốc tại Công ty Cổ phần Cẩm Tiên Erato – TP HCM. Lĩnh vực nghiên cứu: Tài chính – ngân hàng, Quản trị kinh doanh, Kế toán, ...