



## Niềm tin tôn giáo và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ở khu vực châu Á

HỒ THỊ HẢI LY\*

Trường Đại học Kinh tế – Đại học Đà Nẵng

| THÔNG TIN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | TÓM TẮT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Ngày nhận: 03/02/2024<br/>Ngày nhận lại: 08/03/2024<br/>Duyệt đăng: 08/03/2024</p> <p><b>Mã phân loại JEL:</b><br/>G32; G41.</p> <p><b>Từ khóa:</b><br/>Niềm tin tôn giáo;<br/>Cấu trúc vốn;<br/>Tốc độ điều chỉnh;<br/>Châu Á.</p> <p><b>Keywords:</b><br/>Religiosity;<br/>Capital structure;<br/>Speed of adjustment;<br/>Asian countries.</p> | <p>Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm đánh giá vai trò của niềm tin tôn giáo đến cấu trúc vốn và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường châu Á. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 7.264 công ty niêm yết ở 11 quốc gia châu Á bao gồm: Trung Quốc, Hồng Kông, Indonesia, Ấn Độ, Nhật Bản, Malaysia, Pakistan, Philippines, Singapore, Hàn Quốc, và Thái Lan trong giai đoạn 1996–2016. Sử dụng các biến đại diện khác nhau và các phương pháp ước lượng khác nhau, nghiên cứu chỉ ra rằng ở thị trường châu Á, các doanh nghiệp hoạt động ở khu vực có niềm tin tôn giáo cao có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn và có tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu nhanh hơn. Các hàm ý rút ra từ kết quả nghiên cứu có thể giúp doanh nghiệp, các nhà đầu tư và người làm chính sách đưa ra các quyết định quản lý hiệu quả để gia tăng giá trị doanh nghiệp, tối ưu lợi nhuận đầu tư và xây dựng xã hội phát triển.</p> <p><b>Abstract</b></p> <p>The objective of this study is to evaluate the role of religiosity on capital structure and the speed of adjusting to the target capital structure of firms operating in the Asian markets. The data is collected from 7,264 listed firms in 11 Asian countries including China, Hong Kong, Indonesia, India, Japan, Malaysia, Pakistan, Philippines, Singapore, Korea, and Thailand during the period of 1996–2016. Using different proxies for main variables and different estimation methods, the study shows that in the Asian markets, firms operating in regions with superior religiosity tend to have higher debt ratios and faster speed of</p> |

\* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Trần Lê Thùy Duyên.

Email: lyth@due.edu.vn (Hồ Thị Hải Ly).

Trích dẫn bài viết: Hồ Thị Hải Ly. (2024). Niềm tin tôn giáo và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ở khu vực châu Á. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 35(1), 21–42.

capital structure adjustments. Our findings have important implications for firms' managers, investors, and policymakers who make effective management decisions to enhance corporate value, optimize investment returns, and enrich society.

## 1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, các vụ phá sản doanh nghiệp diễn ra thường xuyên hơn đã làm nảy sinh làn sóng nghi ngờ về vai trò và tính hiệu quả của các thể chế chính thức, chẳng hạn như cách quản trị truyền thống và cấu trúc quản lý của chính phủ (Tonoyan và cộng sự, 2010). Theo đó, mối quan tâm của xã hội, các nhà quản lý và các nhà nghiên cứu có xu hướng hướng tới việc khám phá vai trò của các thể chế phi chính thức, đặc biệt là niềm tin tôn giáo, đến hoạt động của doanh nghiệp (Kanagaretnam và cộng sự, 2015, Metanis và cộng sự, 2023).

Nghiên cứu trước đây cho thấy niềm tin tôn giáo là cơ chế xã hội quan trọng để kiểm soát niềm tin và hành vi của con người (Kennedy & Lawton, 1998). Gần đây, các học giả đã chỉ ra ảnh hưởng ngày càng tăng của niềm tin tôn giáo đến các hành vi của doanh nghiệp, bao gồm đạo đức kinh doanh, tăng trưởng kinh tế, hành vi quản lý, chi phí đại diện giữa chủ sở hữu và người quản lý, rủi ro, quản lý thu nhập, hay chi phí vốn vay và vốn cổ phần... (Chen và cộng sự, 2016; Abdelsalam và cộng sự, 2021). Cụ thể, các nhà nghiên cứu đã chỉ ra rằng niềm tin tôn giáo cao ảnh hưởng đến các quyết định của nhà quản lý và hoạt động của doanh nghiệp vì các chuẩn mực tôn giáo chuyển đổi cảm giác tội lỗi và xấu hổ thành ý thức trách nhiệm của các chủ thể, hướng họ tới việc lựa chọn đưa ra các quyết định có đạo đức (Leventis và cộng sự, 2018; Abdelsalam và cộng sự, 2017). Các cá nhân có niềm tin tôn giáo cao thường coi việc thao túng kế toán là một hành vi khó có thể chấp nhận được (Conroy & Emerson, 2004; Longenecker và cộng sự, 2004). Các nghiên cứu cũng cho thấy rằng niềm tin tôn giáo có liên quan đến mức độ sợ rủi ro cao hơn (ví dụ, Hilary & Hui, 2009). Do đó, niềm tin tôn giáo có thể là một cơ chế giảm chi phí đại diện và việc xem xét mức độ thực hiện tôn giáo có thể giúp xác định khả năng tham gia của doanh nghiệp vào các hành động gây tổn kém cho cổ đông (Weaver & Agle, 2002). Các doanh nghiệp hoạt động ở các cộng đồng có niềm tin tôn giáo cao cũng được đánh giá có ít rủi ro hơn, đáng tin cậy hơn và nhận được xếp hạng tín dụng tốt hơn từ các tổ chức xếp hạng (Cai & Shi, 2019). Theo đó, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa niềm tin tôn giáo và các quyết định liên quan đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng của niềm tin tôn giáo trong việc định hình các quyết định tài chính của doanh nghiệp có thể khác nhau giữa các quốc gia do mức độ tuân thủ các chuẩn mực tôn giáo khác nhau và chất lượng quản lý thể chế khác nhau giữa các quốc gia (Halikiopoulou & Vasilopoulou, 2016). Phần lớn các nghiên cứu hiện nay tập trung vào bối cảnh phương Tây trong khi các tôn giáo khác nhau có thể có tác động bất cân xứng đến hành vi của doanh nghiệp (Du, 2013), do đó, các kết luận dựa trên tôn giáo phương Tây có thể không phù hợp với tôn giáo phương Đông. Nghiên cứu này tập trung nghiên cứu ảnh hưởng của niềm tin tôn giáo đến các quyết định về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ở thị trường châu Á.

Sử dụng dữ liệu bao gồm 7.264 doanh nghiệp ở 11 nước châu Á trong giai đoạn 1996–2016, nghiên cứu chỉ ra rằng các doanh nghiệp hoạt động ở các nước có niềm tin tôn giáo cao hơn có xu hướng nắm giữ nhiều nợ hơn và có khả năng dịch chuyển đến cấu trúc vốn mục tiêu nhanh hơn. Kết quả này được kiểm

tra tính vững bằng các đo lường khác nhau của cấu trúc vốn và niềm tin tôn giáo, cũng như giải quyết vấn đề nội sinh tiềm ẩn bằng phương pháp biến công cụ.

Nghiên cứu này đóng góp vào lý luận về niềm tin tôn giáo, cấu trúc vốn và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của các doanh nghiệp châu Á, bổ sung vào hệ thống lý thuyết liên quan ở các nước phương Tây. Cụ thể, bên cạnh các nghiên cứu về các yếu tố truyền thống ảnh hưởng đến hành vi cấu trúc vốn của doanh nghiệp ở các nước châu Á như: Hiệu quả hoạt động (Lý Phương Thủy và cộng sự, 2019), các yếu tố quản trị (Nguyễn Bá Phong và cộng sự, 2022), quy mô doanh nghiệp (M'ng và cộng sự, 2017), nghiên cứu này xem xét đến một nhân tố thể chế phi chính thức mới có vai trò quan trọng trong xã hội châu Á – đó là niềm tin tôn giáo. Ngoài ra, trong khi các nghiên cứu trước thường tập trung vào một hoặc một số thị trường lớn tại châu Á, chẳng hạn: Chang và cộng sự (2019) nghiên cứu cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại bốn thị trường châu Á lớn (bao gồm: Hồng Kông, Singapore, Hàn Quốc và Đài Loan), Kim và cộng sự (2006) nghiên cứu về cấu trúc vốn động tại thị trường Hàn Quốc, Nguyen và cộng sự (2019) nghiên cứu về cấu trúc vốn động ở thị trường Việt Nam, nghiên cứu này lựa chọn giai đoạn kéo dài 20 năm với số lượng quan sát khá lớn, bao gồm 7.264 công ty niêm yết ở 11 quốc gia châu Á cũng đóng góp lớn vào độ tin cậy và tính phổ quát của kết quả nghiên cứu.

## 2. Tổng quan lý thuyết và các giả thuyết

Các nghiên cứu trước chỉ ra rằng, ở khu vực có niềm tin tôn giáo cao, người đi vay được đánh giá là đáng tin cậy hơn và người cho vay cũng sẵn sàng cho vay hơn (Chen và cộng sự, 2016). Cụ thể, khi xem xét để ra quyết định cho vay, bên cạnh các yếu tố pháp lý chính thức của hợp đồng vay vốn, các ngân hàng còn xem xét các đặc điểm thể chế phi chính thức, chẳng hạn như sự tin tưởng giữa ngân hàng và người đi vay (Guiso và cộng sự, 2004). Ví dụ, Murfin (2012) báo cáo rằng ngân hàng thường đặt ra các điều khoản khắt khe hơn đối với người đi vay trước đây đã vi phạm các điều kiện hợp đồng cho vay. Menkhoff và cộng sự (2012), trong một nghiên cứu về các ngân hàng nông thôn Thái Lan, ghi nhận rằng các ngân hàng Thái Lan yêu cầu sự bảo lãnh của bên thứ ba cũng như xem xét đến các mối quan hệ cá nhân giữa người quản lý và người đi vay trước khi phê duyệt khoản vay. Nhìn chung, các ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng ở các thị trường mới nổi, sử dụng rộng rãi các đặc điểm thể chế phi chính thức trong hoạt động cho vay của mình. Là một thể chế phi chính thức quan trọng, niềm tin tôn giáo cũng có thể ảnh hưởng đến hoạt động cho vay của ngân hàng. Adhikari và Agrawal (2016) chỉ ra rằng các ngân hàng gặp ít rủi ro hơn nếu họ đặt trụ sở tại các khu vực có tín ngưỡng tôn giáo cao. Chen và cộng sự (2016) cho rằng niềm tin tôn giáo có thể làm giảm đáng kể rủi ro của người cho vay. Về phía người đi vay, niềm tin tôn giáo định hình hành vi cá nhân trong việc đưa ra các quyết định trung thực và hạn chế rủi ro cho các bên liên quan. Stulz và Williamson (2003) phát hiện rằng người vay ở các quốc gia có niềm tin tôn giáo cao hơn có xu hướng bảo vệ quyền lợi của chủ nợ tốt hơn các quốc gia có niềm tin tôn giáo thấp hơn. Chen và cộng sự (2016) cũng chỉ ra rằng niềm tin tôn giáo làm giảm hành vi cơ hội của người đi vay và tăng cường việc thực thi các điều khoản của hợp đồng cho vay. Theo đó, những người vay có niềm tin tôn giáo cao có ít rủi ro hơn, đáng tin cậy hơn, nhận được xếp hạng tín dụng tốt hơn từ các tổ chức xếp hạng và có chi phí vay nợ thấp hơn (Cai & Shi, 2019). Theo đó, các doanh nghiệp hoạt động ở cộng đồng có niềm tin tôn giáo cao hơn có khả năng có tỷ lệ nợ cao hơn so với các doanh nghiệp khác.

Từ những lập luận trên, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

*Giả thuyết H<sub>1</sub>: Các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường có niềm tin tôn giáo cao có xu hướng nắm giữ nhiều nợ hơn các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường có niềm tin tôn giáo thấp.*

Niềm tin tôn giáo có khả năng ảnh hưởng đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn thông qua giảm chi phí điều chỉnh đòn bẩy. Các nghiên cứu trước đây cho thấy niềm tin tôn giáo có liên quan đến các điều khoản vay ngân hàng thuận lợi hơn và lãi suất vay thấp hơn (Chen và cộng sự, 2016; He & Hu, 2016). Do niềm tin tôn giáo có mối liên hệ tích cực với ác cảm rủi ro, các ngân hàng và chủ nợ sẵn sàng đưa ra các điều khoản cho vay có lợi hơn, chẳng hạn như lãi suất thấp hơn, vì các công ty đầu tư vào các dự án ít rủi ro hơn sẽ ít có khả năng chiếm đoạt tài sản từ các chủ nợ (Chen và cộng sự, 2016). Do đó, khi doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn để điều chỉnh đòn bẩy, họ sẽ dễ dàng tiếp cận cả vốn vay ngân hàng và thị trường nợ hơn, dẫn đến việc điều chỉnh đòn bẩy nhanh hơn.

Bên cạnh đó, niềm tin tôn giáo có liên quan đến chi phí vốn cổ phần thấp hơn (El Ghouli và cộng sự, 2012). Niềm tin tôn giáo tạo ra niềm tin xã hội, từ đó khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư vào thị trường và giảm chi phí vốn cổ phần (Guiso và cộng sự, 2003). Các nhà đầu tư cũng sẽ ưu tiên đầu tư vào các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường có niềm tin tôn giáo cao phát sinh từ cảm giác thân thuộc và tính chất ngại rủi ro của các doanh nghiệp này (El Ghouli và cộng sự, 2012). Kết quả là, niềm tin tôn giáo có thể làm giảm chi phí vốn chủ sở hữu, một trong những chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn, từ đó đẩy nhanh tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của doanh nghiệp.

Từ các lập luận trên, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

*Giả thuyết H<sub>2</sub>: Các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường có niềm tin tôn giáo cao điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu nhanh hơn.*

### 3. Mô hình nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau trong giai đoạn 1996–2016. Cụ thể, dựa theo Chen và cộng sự (2016), nghiên cứu này thu thập dữ liệu về niềm tin tôn giáo từ World Value Surveys (WVS). Dữ liệu cấp công ty được thu thập từ Thomson Reuters Worldscope thông qua cơ sở dữ liệu Datastream. Để giảm thiểu tác động tiềm ẩn của các giá trị ngoại lai, tác giả khử (Winsorize) ở phân vị thứ 1 và thứ 99 với tất cả các biến. Mẫu dữ liệu cuối cùng của nghiên cứu bao gồm 76.083 quan sát từ 7.264 công ty niêm yết ở 11 quốc gia châu Á thường được bao gồm trong các nghiên cứu quốc tế về niềm tin tôn giáo và hành vi cấu trúc vốn của doanh nghiệp (Chen và cộng sự, 2016, Huang và cộng sự, 2021), bao gồm: Trung Quốc, Hồng Kông, Indonesia, Ấn Độ, Nhật Bản, Malaysia, Pakistan, Philippines, Singapore, Hàn Quốc, và Thái Lan trong giai đoạn 1996–2016<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Giai đoạn mẫu hiện tại của nghiên cứu là 1996–2016, là khoảng thời gian mà tác giả tin là khá dài và cập nhật cho một nghiên cứu tài chính quốc tế. Tác giả dùng giai đoạn nghiên cứu vào năm 2016 vì chỉ có quyền truy cập hợp pháp vào các cơ sở dữ liệu cần thiết cho đến thời điểm đó do đã tốt nghiệp và thay đổi đơn vị nghiên cứu. Hơn nữa, ngay cả khi có sẵn dữ liệu cho đến năm 2023 là năm gần đây nhất, thì việc đưa giai đoạn không chắc chắn 2020–2023 vào mẫu là không phù hợp do những tác động bất thường của đại dịch Covid-19 đến kinh tế toàn cầu. Do đó, giai đoạn lấy mẫu tốt nhất có thể là 1996–2019, chỉ dài hơn ba năm so với giai đoạn hiện tại của nghiên cứu. Vì khoảng thời gian lấy mẫu của nghiên cứu đã kéo dài 21 năm nên tác giả tin rằng thêm ba năm nữa có thể không có tác động đáng kể đến những kết quả nghiên cứu.

### 3.2. Mô hình nghiên cứu

#### Niềm tin tôn giáo và cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng để kiểm định tác động của niềm tin tôn giáo đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp như sau:

$$TLN_{i,j,t} = \alpha TG_{i,j,t} + \beta X_{i,j,t} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

Trong đó,

$TLN_{i,j,t}$ : Tỷ lệ nợ của công ty  $i$  ở quốc gia  $j$  năm  $t$ ;

$TG_{j,t}$ : Mức độ thể hiện niềm tin tôn giáo ở quốc gia  $j$  năm  $t$ ;

$\alpha$  và  $\beta$ : Các vector hệ số,  $X_{i,j,t}$ : Vector các biến kiểm soát.

Do dữ liệu nghiên cứu có dạng bảng nên mô hình ước lượng phù hợp là mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Để lựa chọn mô hình phù hợp, tác giả thực hiện kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định Hausman cho giá trị  $p$ -value  $< 0,1$ . Do đó, có thể kết luận rằng ước lượng mô hình FEM là phù hợp. Nghiên cứu cũng kiểm soát các tác động cố định của năm để kiểm soát các thay đổi không quan sát được theo thời gian.

#### Niềm tin tôn giáo và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Các nghiên cứu trước về cấu trúc vốn thường đo lường cấu trúc vốn mục tiêu của doanh nghiệp là một hàm số của các đặc điểm doanh nghiệp (Flannery & Rangan, 2006; Lemmon và cộng sự, 2008):

$$TLN_{ij,t+1}^* = \gamma X_{ij,t} \quad (2)$$

Trong đó,

$TLN_{ij,t+1}^*$ : Cấu trúc vốn mục tiêu của công ty  $i$  ở quốc gia  $j$  tại thời điểm  $t+1$ ;

$X_{ij,t}$ : Vector các đặc điểm của công ty; và  $\gamma$ : Vector của các hệ số tương ứng.

Tùy thuộc vào chi phí và lợi ích của việc điều chỉnh cấu trúc vốn, các doanh nghiệp quyết định tốc độ điều chỉnh đến cấu trúc vốn mục tiêu từ cấu trúc vốn hiện tại  $TLN_{ij,t}$ . Mô hình điều chỉnh từng phần cấu trúc vốn doanh nghiệp có dạng sau:

$$TLN_{ij,t+1} - TLN_{ij,t} = \alpha + \lambda(TLN_{ij,t+1}^* - TLN_{ij,t}) + \varepsilon_{ij,t} \quad (3)$$

Trong đó,

$TLN_{ij,t+1}^* - TLN_{ij,t}$ : Đo lường khoảng cách giữa cấu trúc vốn thực và cấu trúc vốn mục tiêu; và

Hệ số  $\lambda$ : Tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp để đạt được cấu trúc vốn mục tiêu.

Thay phương trình (2) vào phương trình (3) và sắp xếp lại phương trình, ta có:

$$TLN_{ij,t+1} = \alpha + (1 - \lambda)TLN_{ij,t} + \lambda\gamma X_{ij,t} + \varepsilon_{ij,t} \quad (4)$$

Tác giả đưa ra giả thuyết rằng niềm tin tôn giáo có tác động tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Theo đó, tác giả sử dụng phương trình sau để mô hình hóa mối quan hệ này:

$$\Lambda_{ij,t} = \delta TG_{j,t} + \beta' X_{ij,t} \quad (5)$$

Thay thế mô hình (5) vào mô hình (3), ta có:

$$TLN_{ij,t+1} - TLN_{ij,t} = \alpha + (\delta TG_{j,t} + \beta' X_{ij,t})(TLN_{ij,t+1}^* - TLN_{ij,t}) + \varepsilon_{ij,t} \quad (6)$$

Gọi khoảng cách đến cấu trúc vốn mục tiêu là  $KC_{ij,t} = TLN_{ij,t+1}^* - TLN_{ij,t}$  và khoảng cách đến cấu trúc vốn thực tế là  $\Delta TLN_{ij,t+1} = TLN_{ij,t+1} - TLN_{ij,t}$ , ta có mô hình đơn giản hóa sau:

$$\Delta TLN_{ij,t+1} = \alpha + \delta TG_{j,t} KC_{ij,t} + \beta' X_{ij,t} KC_{ij,t} + \varepsilon_{ij,t} \quad (7)$$

Dựa trên các nghiên cứu trước (Çolak và cộng sự, 2018; Ho và cộng sự, 2021), mô hình (7) được ước lượng bằng quy trình hai bước.

Đầu tiên, tác giả ước lượng mô hình (4) ở từng quốc gia bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy GMM hệ thống. Từ đây, ta có được ước lượng cấu trúc vốn mục tiêu  $TLN_{ij,t+1}^*$ . Theo đó, khoảng cách đến cấu trúc vốn mục tiêu  $KC_{ij,t} = TLN_{ij,t+1}^* - TLN_{ij,t}$  được tính toán.

Bước hai, thay  $KC_{ij,t}$  này vào mô hình (7) và ước lượng mô hình (7) bằng hồi quy OLS gộp với sai số chuẩn được tái chọn lại (Pooled OLS with Bootstrapped Standard Errors) để kiểm soát vấn đề biến hồi quy được tạo ra (Generated Regressor) (Pagan, 1984). Do giả thuyết  $H_2$  dự đoán rằng niềm tin tôn giáo có tác động tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu, tác giả kỳ vọng hệ số  $\delta$  sẽ dương.

### 3.3. Các biến chính

- *Niềm tin tôn giáo*

Dựa theo các nghiên cứu trước (Roth & Kroll, 2007; Chen và cộng sự, 2016), nghiên cứu này sử dụng biến “niềm tin tôn giáo” (TG) được thu thập từ các khảo sát của WVS<sup>2</sup>. Cụ thể, TG được đo lường bằng cách tính thành phần chính thứ nhất (First Principle Component) của ba yếu tố cấu thành bao gồm “thành viên” (TV) đo lường tỷ lệ người trả lời cho biết họ là thành viên của một tôn giáo cụ thể, “quan trọng” (QT) đo lường tỷ lệ người trả lời tin rằng tôn giáo quan trọng đối với họ, và “tham gia” (TGI) đo lường tỷ lệ người trả lời thường xuyên tham gia vào các hoạt động tôn giáo. Kết quả ước lượng chính sẽ báo cáo kết quả sử dụng logarithm tự nhiên của các chỉ số này làm đại diện cho biến độc lập và phần kiểm định tính vững sẽ báo cáo kết quả sử dụng giá trị tuyệt đối của các chỉ số này làm đại diện cho biến độc lập.

- *Cấu trúc vốn*

Phù hợp với các nghiên cứu trước (An và cộng sự, 2015; Ho và cộng sự, 2021), nghiên cứu này sử dụng tỷ lệ nợ tính theo giá trị sổ sách (SS) (bằng giá trị sổ sách của nợ/tổng tài sản) và tỷ lệ nợ tính theo giá trị thị trường (TT) (bằng giá trị sổ sách của nợ/tổng giá trị sổ sách của nợ và giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu) để đo lường cấu trúc vốn của doanh nghiệp (TLN).

- *Các biến kiểm soát*

Dựa theo các nghiên cứu trước về cấu trúc vốn và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp (Öztekin & Flannery, 2012; Öztekin, 2015), nghiên cứu sử dụng các biến kiểm soát bao gồm quy mô (QM) bằng logarithm tự nhiên của tổng tài sản; tài sản hữu hình (HH) là tỷ lệ tài sản ròng, nhà máy và thiết bị theo giá trị sổ sách của tài sản; lợi nhuận (LN) bằng thu nhập trước lãi vay, thuế, và khấu hao chia cho giá trị sổ sách của tài sản; nghiên cứu phát triển (NCPT) là chi phí nghiên cứu và phát triển

<sup>2</sup> Các khảo sát của WVS được thực hiện bởi một mạng lưới toàn cầu gồm các nhà khoa học xã hội quan tâm đến các giá trị xã hội và tác động của các giá trị này đến xã hội, chính trị và kinh tế của quốc gia. Từ năm 1981 đến năm 2020, WVS đã thực hiện 7 cuộc khảo sát (1981–1984, 1989–1993, 1994–1998, 1999–2004, 2005–2009, 2010–2014, và 2017–2020) tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, đại diện cho khoảng 90% dân số toàn cầu. Các cuộc khảo sát này sử dụng bảng câu hỏi tiêu chuẩn để đo lường các giá trị đang thay đổi về tôn giáo, vai trò giới, dân chủ, quản trị tốt, động lực làm việc...

chia cho giá trị sổ sách của tài sản; tỷ lệ khấu hao (KH) bằng tổng khấu hao chia cho giá trị sổ sách của tài sản; giá trị thị trường của tài sản (GTTT) bằng tổng tài sản trừ đi vốn chủ sở hữu trên sổ sách cộng với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, chia cho tổng tài sản; tốc độ tăng GDP (GGDP); và tỷ lệ lạm phát (LP).

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả

Giá trị thống kê mô tả của các biến chính của các doanh nghiệp ở các nước châu Á trong giai đoạn 1996–2016 được thể hiện trong Bảng 1. Cụ thể, các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường châu Á có các chỉ số niềm tin tôn giáo trung bình là  $-0,173$  với trung bình các chỉ số con “thành viên” (TV), “quan trọng” (QT), và “tham gia” (TGI) lần lượt là 35,3%, 42,9% và 55,8%. Các doanh nghiệp ở khu vực này có tỷ lệ nợ tương đối cao, ở mức 23% đối với tỷ lệ nợ tính theo giá trị sổ sách và 33,8% đối với tỷ lệ nợ tính theo giá trị thị trường. Giá trị trung bình của quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ tài sản hữu hình, lợi nhuận, chi phí nghiên cứu phát triển, tỷ lệ khấu hao và giá trị thị trường lần lượt là 12,521; 0,330; 0,077; 0,009; 0,034; và 1,390.

**Bảng 1.**

Thống kê mô tả

| Tên biến              | Kí hiệu biến | Trung bình | Trung vị | Sai số chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|-----------------------|--------------|------------|----------|--------------|------------------|------------------|
| Niềm tin tôn giáo     | TG           | $-0,173$   | $-0,971$ | 1,426        | $-1,671$         | 3,157            |
| Thành viên            | TV           | 0,353      | 0,231    | 0,220        | 0,198            | 0,997            |
| Quan trọng            | QT           | 0,429      | 0,213    | 0,300        | 0,173            | 0,999            |
| Tham gia              | TGI          | 0,558      | 0,517    | 0,161        | 0,183            | 0,965            |
| Sổ sách               | SS           | 0,230      | 0,203    | 0,189        | 0,000            | 0,899            |
| Thị trường            | TT           | 0,338      | 0,302    | 0,272        | 0,000            | 0,975            |
| Quy mô                | QM           | 12,521     | 12,346   | 1,668        | 7,436            | 20,650           |
| Hữu hình              | HH           | 0,330      | 0,311    | 0,206        | 0,000            | 0,969            |
| Lợi nhuận             | LN           | 0,077      | 0,079    | 0,103        | $-0,862$         | 0,561            |
| Nghiên cứu phát triển | NCPT         | 0,009      | 0,000    | 0,022        | 0,000            | 0,270            |
| Khấu hao              | KH           | 0,034      | 0,029    | 0,026        | 0,000            | 0,237            |
| Giá trị thị trường    | GTTT         | 1,390      | 0,910    | 1,732        | $-4,200$         | 47,570           |
| Tốc độ tăng GDP       | GGDP         | 2,469      | 2,000    | 2,998        | $-5,420$         | 15,240           |
| Lạm phát              | LP           | 1,659      | 0,970    | 2,481        | $-1,350$         | 13,880           |

Bảng 2 thể hiện giá trị trung bình của các chỉ số niềm tin tôn giáo ở các quốc gia châu Á. Có thể thấy, Hồng Kông và Nhật Bản là hai quốc gia có các chỉ số thành viên, quan trọng, và tham gia thấp nhất trong mẫu nghiên cứu. Trong khi đó, các chỉ số này có giá trị trung bình cao nhất tại Pakistan và Indonesia, cho thấy đây là hai nước có niềm tin tôn giáo rất cao trong khu vực.

**Bảng 2.**

Chỉ số niềm tin tôn giáo ở các quốc gia châu Á

| Quốc gia    | TV    | QT    | TGI   | TG     |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| Trung Quốc  | 0,681 | 0,595 | 0,503 | 0,797  |
| Hồng Kông   | 0,224 | 0,312 | 0,222 | −1,595 |
| Indonesia   | 0,730 | 0,988 | 0,873 | 2,696  |
| Ấn Độ       | 0,834 | 0,868 | 0,771 | 2,425  |
| Nhật Bản    | 0,216 | 0,188 | 0,522 | −1,085 |
| Hàn Quốc    | 0,313 | 0,514 | 0,492 | −0,258 |
| Malaysia    | 0,690 | 0,964 | 0,824 | 2,426  |
| Philippines | 0,802 | 0,978 | 0,890 | 2,891  |
| Pakistan    | 0,963 | 0,969 | 0,788 | 2,980  |
| Singapore   | 0,531 | 0,767 | 0,649 | 1,187  |
| Thái Lan    | 0,334 | 0,900 | 0,816 | 1,442  |

Ghi chú: TV: Thành viên ; QT: Quan trọng; TGI: Tham gia; TG: Niềm tin tôn giáo.

Bảng 3 trình bày hệ số tương quan giữa các biến chính trong mô hình hồi quy. Trừ hệ số tương quan giữa biến TG và các chỉ số con TV, QT và TGI, các hệ số tương quan khác đều nhỏ hơn 0,7. Điều này hàm ý rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong các mô hình hồi quy.

#### 4.2. Niềm tin tôn giáo và cấu trúc vốn của doanh nghiệp

Kết quả hồi quy mô hình (1) được trình bày trong Bảng 4 với logarithm tự nhiên của các chỉ số TG, TV, QT và TGI được sử dụng làm biến đại diện cho niềm tin tôn giáo; và SS và TT được sử dụng làm biến đại diện cho cấu trúc vốn (TLN). Kết quả hồi quy cho thấy hệ số của biến TG dương và có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1% với cả mô hình sử dụng tỷ lệ nợ tính theo giá trị sổ sách và tỷ lệ nợ tính theo giá trị thị trường. Đặc biệt, hệ số của tất cả các biến con TV, QT và TGI cũng đều dương và có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1% ở tất cả các mô hình. Điều này hàm ý rằng ở khu vực châu Á, các doanh nghiệp hoạt động ở khu vực có các yếu tố thể hiện niềm tin tôn giáo cao có xu hướng nắm giữ nhiều nợ hơn so với các doanh nghiệp hoạt động ở khu vực có các yếu tố thể hiện niềm tin tôn giáo thấp hơn. Kết quả này có thể được giải thích rằng ở các khu vực có niềm tin tôn giáo cao, người đi vay được đánh giá là đáng tin cậy hơn và người cho vay cũng sẵn sàng cho vay hơn (Chen và cộng sự, 2016). Kết quả này ủng hộ giả thuyết H<sub>1</sub>.

Ngoài ra, các biến kiểm soát trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê và tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp như kỳ vọng và phù hợp với các nghiên cứu trước. Cụ thể, các doanh nghiệp có

quy mô và tài sản hữu hình lớn, khấu hao cao, giá trị thị trường cao, lợi nhuận thấp, và chi phí nghiên cứu phát triển thấp có xu hướng nắm giữ nhiều nợ hơn so với các doanh nghiệp khác (Ho và cộng sự, 2021).

#### 4.3. *Niềm tin tôn giáo và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp*

Bảng 5 thể hiện kết quả hồi quy mô hình (7) với logarithm tự nhiên của các chỉ số TG, TV, QT và TGI được sử dụng làm biến đại diện cho niềm tin tôn giáo; và SS và TT được sử dụng làm biến đại diện cho cấu trúc vốn (TLN). Kết quả hồi quy cho thấy hệ số của biến  $TG*KC$ ,  $TV*KC$ ,  $QT*KC$  và  $TGI*KC$  đều dương và có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1% ở tất cả các cột từ (1) đến (8). Kết quả này chỉ ra rằng niềm tin tôn giáo có ảnh hưởng tích cực đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Ảnh hưởng tích cực này đến từ cả ba yếu tố thành viên, tầm quan trọng và tham gia, hàm ý rằng ở các khu vực có niềm tin tôn giáo cao, các doanh nghiệp có chi phí vốn vay và chi phí vốn cổ phần thấp hơn và có thể điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu nhanh hơn nếu cần thiết. Kết quả này tương đồng với Chen và cộng sự (2016), He và Hu (2016), El Ghouli và cộng sự (2012) và ủng hộ giả thuyết H<sub>2</sub>.

#### 4.4. *Kiểm định tính vững và giải quyết vấn đề nội sinh*

Sử dụng giá trị tuyệt đối của các biến TG, TV, QT và TGI làm biến đại diện cho niềm tin tôn giáo, kết quả kiểm định mối quan hệ giữa niềm tin tôn giáo và cấu trúc vốn của doanh nghiệp và mối quan hệ giữa niềm tin tôn giáo và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp được thể hiện lần lượt ở Bảng 6 và Bảng 7. Trong Bảng 6, đồng nhất với kết quả phân tích chính, hệ số của các biến đại diện cho niềm tin tôn giáo bao gồm TG và các chỉ số con TV, QT và TGI đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở tất cả các cột từ (1) đến (8). Tương tự ở Bảng 7, đồng nhất với kết quả phân tích chính, hệ số của các biến  $TG*KC$  và các chỉ số con  $TV*KC$ ,  $QT*KC$  và  $TGI*KC$  đều dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở tất cả các cột từ (1) đến (8). Điều này cho thấy rằng dù sử dụng cách đo lường khác với các biến đại diện cho niềm tin tôn giáo, kết quả phân tích vẫn cho thấy rằng ở các khu vực có niềm tin tôn giáo cao, doanh nghiệp có xu hướng nắm giữ nhiều nợ hơn và có tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu nhanh hơn. Kết quả này khẳng định hơn nữa tính vững của kết quả kiểm định chính.

**Bảng 3.**

Hệ số tương quan

|      | TG      | TV      | QT      | TGI     | SS      | TT      | QM      | HH      | LN      | RD      | KH      | GTTT   | GGDP   | LP |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|----|
| TG   | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |        |        |    |
| TV   | 0,956*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |        |        |    |
| QT   | 0,944*  | 0,872*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |         |        |        |    |
| TGI  | 0,676*  | 0,551*  | 0,463*  | 1       |         |         |         |         |         |         |         |        |        |    |
| SS   | 0,055*  | 0,049*  | 0,035*  | 0,082*  | 1       |         |         |         |         |         |         |        |        |    |
| TT   | 0,038*  | 0,031*  | 0,013*  | 0,084*  | 0,837*  | 1       |         |         |         |         |         |        |        |    |
| QM   | −0,308* | −0,303* | −0,289* | −0,196* | 0,119*  | 0,122*  | 1       |         |         |         |         |        |        |    |
| HH   | 0,189*  | 0,182*  | 0,159*  | 0,164*  | 0,311*  | 0,264*  | 0,073*  | 1       |         |         |         |        |        |    |
| LN   | 0,103*  | 0,082*  | 0,085*  | 0,127*  | −0,168* | −0,200* | 0,108*  | 0,086*  | 1       |         |         |        |        |    |
| NCPT | −0,135* | −0,109* | −0,160* | −0,060* | −0,104* | −0,135* | 0,071*  | −0,128* | −0,104* | 1       |         |        |        |    |
| KH   | 0,072*  | 0,072*  | 0,056*  | 0,068*  | 0,100*  | 0,007   | 0,038*  | 0,400*  | 0,218*  | 0,095*  | 1       |        |        |    |
| GTTT | 0,017*  | 0,033*  | 0,020*  | −0,029* | 0,038*  | −0,237* | −0,013* | −0,063* | 0,072*  | 0,103*  | 0,090*  | 1      |        |    |
| GGDP | 0,532*  | 0,506*  | 0,596*  | 0,166*  | 0,030*  | 0,017*  | −0,206* | 0,061*  | 0,088*  | −0,122* | −0,019* | 0,020* | 1      |    |
| LP   | 0,593*  | 0,607*  | 0,641*  | 0,154*  | 0,060*  | 0,032*  | −0,254* | 0,084*  | 0,078*  | −0,126* | −0,004  | 0,045* | 0,522* | 1  |

Ghi chú: \* tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5%;

Kí hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

**Bảng 4.**

Niềm tin tôn giáo và cấu trúc vốn của doanh nghiệp

| Biến   | SS                     | TT                     | SS                     | TT                     | SS                     | TT                     | SS                     | TT                     |
|--------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|        | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    | (5)                    | (6)                    | (7)                    | (8)                    |
| TG     | 0,025***<br>(8,001)    | 0,028***<br>(6,381)    |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| TV     |                        |                        | 0,037***<br>(9,190)    | 0,046***<br>(8,008)    |                        |                        |                        |                        |
| QT     |                        |                        |                        |                        | 0,035***<br>(3,146)    | 0,054***<br>(3,392)    |                        |                        |
| TGI    |                        |                        |                        |                        |                        |                        | 0,146***<br>(23,498)   | 0,242***<br>(26,798)   |
| QM     | 0,057***<br>(61,596)   | 0,084***<br>(62,921)   | 0,058***<br>(62,210)   | 0,085***<br>(63,430)   | 0,057***<br>(61,092)   | 0,083***<br>(62,374)   | 0,032***<br>(36,949)   | 0,045***<br>(35,645)   |
| HH     | 0,169***<br>(40,009)   | 0,244***<br>(40,451)   | 0,169***<br>(39,912)   | 0,243***<br>(40,385)   | 0,168***<br>(39,863)   | 0,243***<br>(40,360)   | 0,202***<br>(46,488)   | 0,306***<br>(48,458)   |
| LN     | −0,324***<br>(−71,143) | −0,386***<br>(−59,429) | −0,325***<br>(−71,388) | −0,387***<br>(−59,632) | −0,324***<br>(−71,055) | −0,385***<br>(−59,326) | −0,313***<br>(−66,594) | −0,369***<br>(−53,991) |
| NCPT   | −0,262***<br>(−6,951)  | −0,444***<br>(−8,266)  | −0,257***<br>(−6,836)  | −0,439***<br>(−8,173)  | −0,261***<br>(−6,935)  | −0,444***<br>(−8,274)  | −0,511***<br>(−13,157) | −0,763***<br>(−13,500) |
| NCPTBG | 0,004**<br>(2,376)     | 0,003<br>(1,466)       | 0,003**<br>(2,289)     | 0,003<br>(1,392)       | 0,004**<br>(2,438)     | 0,003<br>(1,540)       | −0,017***<br>(−10,943) | −0,022***<br>(−9,720)  |

| Biến                      | SS<br>(1)              | TT<br>(2)              | SS<br>(3)              | TT<br>(4)              | SS<br>(5)              | TT<br>(6)              | SS<br>(7)              | TT<br>(8)              |
|---------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| KH                        | 0,453***<br>(17,192)   | 0,500***<br>(13,312)   | 0,456***<br>(17,311)   | 0,504***<br>(13,417)   | 0,453***<br>(17,183)   | 0,500***<br>(13,308)   | 0,349***<br>(12,812)   | 0,440***<br>(11,127)   |
| GTTT                      | 0,005***<br>(17,799)   | −0,021***<br>(−56,376) | 0,005***<br>(17,824)   | −0,021***<br>(−56,351) | 0,005***<br>(17,586)   | −0,022***<br>(−56,543) | 0,005***<br>(16,935)   | −0,025***<br>(−63,782) |
| GGDP                      | 0,001***<br>(4,478)    | 0,003***<br>(7,938)    | 0,001***<br>(3,858)    | 0,003***<br>(7,479)    | 0,001***<br>(4,110)    | 0,003***<br>(7,749)    | 0,001***<br>(6,418)    | −0,001***<br>(−3,409)  |
| LP                        | 0,001***<br>(2,684)    | 0,002***<br>(3,589)    | 0,001***<br>(3,815)    | 0,002***<br>(4,525)    | 0,001***<br>(2,921)    | 0,002***<br>(3,640)    | −0,001***<br>(−4,127)  | −0,006***<br>(−15,201) |
| Hệ số chặn                | −0,476***<br>(−39,375) | −0,746***<br>(−43,230) | −0,614***<br>(−32,065) | −0,917***<br>(−33,570) | −0,603***<br>(−14,484) | −0,940***<br>(−15,836) | −0,799***<br>(−29,113) | −1,208***<br>(−30,296) |
| R2 hiệu chỉnh             | 0,185                  | 0,252                  | 0,185                  | 0,252                  | 0,184                  | 0,252                  | 0,121                  | 0,162                  |
| Biến cố định doanh nghiệp | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     |
| Biến cố định năm          | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     |

Ghi chú: Số quan sát: 76.083.

\*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%;

Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ( );

Kí hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

**Bảng 5.**

Niềm tin tôn giáo và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp

| Biến      | SS<br>(1)             | TT<br>(2)             | SS<br>(3)             | TT<br>(4)             | SS<br>(5)              | TT<br>(6)              | SS<br>(7)             | TT<br>(8)            |
|-----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|
| TG*KC     | 0,018***<br>(9,353)   | 0,022***<br>(7,980)   |                       |                       |                        |                        |                       |                      |
| TV*KC     |                       |                       | 0,053***<br>(18,014)  | 0,050***<br>(20,502)  |                        |                        |                       |                      |
| QT*KC     |                       |                       |                       |                       | 0,052***<br>(26,751)   | 0,052***<br>(25,765)   |                       |                      |
| TGI*KC    |                       |                       |                       |                       |                        |                        | 0,024***<br>(11,312)  | 0,026***<br>(11,127) |
| QM*KC     | 0,008***<br>(14,515)  | 0,007***<br>(28,559)  | −0,006***<br>(−7,379) | −0,006***<br>(−8,685) | −0,006***<br>(−10,607) | −0,007***<br>(−13,750) | −0,000<br>(−0,219)    | −0,001<br>(−1,507)   |
| HH*KC     | −0,053***<br>(−3,966) | −0,017***<br>(−3,250) | −0,072***<br>(−5,287) | −0,031***<br>(−5,220) | −0,074***<br>(−5,182)  | −0,036***<br>(−5,443)  | −0,047***<br>(−3,362) | −0,009<br>(−1,610)   |
| LN*KC     | 0,201***<br>(4,789)   | 0,015<br>(0,618)      | 0,222***<br>(5,345)   | 0,038<br>(1,518)      | 0,219***<br>(5,143)    | 0,030<br>(1,171)       | 0,220***<br>(5,226)   | 0,042*<br>(1,697)    |
| NCPT*KC   | 0,127<br>(0,800)      | −0,141<br>(−0,799)    | 0,081<br>(0,539)      | −0,176<br>(−1,033)    | 0,119<br>(0,780)       | −0,128<br>(−0,730)     | 0,127<br>(0,789)      | −0,167<br>(−0,971)   |
| NCPTBG*KC | −0,012<br>(−1,400)    | −0,001<br>(−0,075)    | −0,004<br>(−0,551)    | 0,004<br>(0,624)      | 0,001<br>(0,171)       | 0,011<br>(1,583)       | −0,019**<br>(−2,440)  | −0,009<br>(−1,282)   |
| KH*KC     | 0,170<br>(1,121)      | 0,417***<br>(11,139)  | 0,048<br>(0,306)      | 0,309***<br>(8,198)   | 0,042<br>(0,270)       | 0,296***<br>(8,208)    | 0,118<br>(0,751)      | 0,374***<br>(11,167) |

| Biến                  | SS<br>(1)             | TT<br>(2)              | SS<br>(3)             | TT<br>(4)              | SS<br>(5)             | TT<br>(6)             | SS<br>(7)             | TT<br>(8)             |
|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| GTTT*KC               | 0,008***<br>(7,605)   | 0,014***<br>(6,229)    | 0,006***<br>(6,524)   | 0,013***<br>(5,977)    | 0,007***<br>(6,465)   | 0,013***<br>(5,861)   | 0,007***<br>(7,455)   | 0,014***<br>(6,385)   |
| GGDP*KC               | −0,002***<br>(−8,801) | −0,003***<br>(−10,101) | −0,002***<br>(−9,108) | −0,003***<br>(−10,059) | −0,002***<br>(−9,247) | −0,003***<br>(−9,834) | −0,002***<br>(−8,796) | −0,003***<br>(−9,950) |
| LP*KC                 | 0,001***<br>(6,375)   | 0,004***<br>(9,907)    | 0,001***<br>(6,575)   | 0,004***<br>(9,622)    | 0,001***<br>(6,816)   | 0,004***<br>(9,676)   | 0,001***<br>(6,308)   | 0,004***<br>(9,763)   |
| Hệ số chặn            | 0,002<br>(0,626)      | 0,014***<br>(7,108)    | 0,001<br>(0,398)      | 0,014***<br>(6,989)    | 0,001<br>(0,356)      | 0,014***<br>(6,948)   | 0,002<br>(0,568)      | 0,014***<br>(6,871)   |
| R2 hiệu chỉnh         | 0,046                 | 0,145                  | 0,049                 | 0,147                  | 0,051                 | 0,148                 | 0,045                 | 0,144                 |
| Biến cố định quốc gia | Có                    | Có                     | Có                    | Có                     | Có                    | Có                    | Có                    | Có                    |
| Biến cố định năm      | Có                    | Có                     | Có                    | Có                     | Có                    | Có                    | Có                    | Có                    |

Ghi chú: Số quan sát: 76.083;

\*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%;

Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ( );

Kí hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

**Bảng 6.**

Niềm tin tôn giáo và cấu trúc vốn của doanh nghiệp: Sử dụng đo lường khác của niềm tin tôn giáo

| Biến   | SS<br>(1)              | TT<br>(2)              | SS<br>(3)              | TT<br>(4)              | SS<br>(5)              | TT<br>(6)              | SS<br>(7)              | TT<br>(8)              |
|--------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| TG     | 0,015***<br>(8,341)    | 0,022***<br>(8,805)    |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| TV     |                        |                        | 0,052***<br>(7,979)    | 0,085***<br>(9,180)    |                        |                        |                        |                        |
| QT     |                        |                        |                        |                        | 0,068***<br>(3,287)    | 0,143***<br>(4,826)    |                        |                        |
| TGI    |                        |                        |                        |                        |                        |                        | 0,349***<br>(31,287)   | 0,514***<br>(31,686)   |
| QM     | 0,058***<br>(61,834)   | 0,084***<br>(63,156)   | 0,058***<br>(62,011)   | 0,084***<br>(63,384)   | 0,058***<br>(61,637)   | 0,084***<br>(62,929)   | 0,036***<br>(41,112)   | 0,051***<br>(39,718)   |
| HH     | 0,169***<br>(39,969)   | 0,244***<br>(40,472)   | 0,169***<br>(39,928)   | 0,244***<br>(40,443)   | 0,168***<br>(39,828)   | 0,243***<br>(40,337)   | 0,199***<br>(45,896)   | 0,302***<br>(47,857)   |
| LN     | -0,324***<br>(-71,224) | -0,386***<br>(-59,489) | -0,324***<br>(-71,323) | -0,387***<br>(-59,602) | -0,324***<br>(-71,136) | -0,385***<br>(-59,370) | -0,318***<br>(-67,868) | -0,377***<br>(-55,263) |
| NCPT   | -0,260***<br>(-6,915)  | -0,443***<br>(-8,252)  | -0,257***<br>(-6,837)  | -0,438***<br>(-8,168)  | -0,261***<br>(-6,937)  | -0,446***<br>(-8,307)  | -0,499***<br>(-12,883) | -0,745***<br>(-13,203) |
| NCPTBG | 0,004**<br>(2,318)     | 0,003<br>(1,410)       | 0,003**<br>(2,296)     | 0,003<br>(1,382)       | 0,004**<br>(2,401)     | 0,003<br>(1,518)       | -0,017***<br>(-11,296) | -0,023***<br>(-10,180) |

| Biến                      | SS                     | TT                     | SS                     | TT                     | SS                     | TT                     | SS                     | TT                     |
|---------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                           | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    | (5)                    | (6)                    | (7)                    | (8)                    |
| KH                        | 0,451***<br>(17,117)   | 0,497***<br>(13,237)   | 0,453***<br>(17,186)   | 0,500***<br>(13,310)   | 0,454***<br>(17,231)   | 0,503***<br>(13,381)   | 0,341***<br>(12,572)   | 0,431***<br>(10,907)   |
| GTTT                      | 0,005***<br>(17,908)   | −0,021***<br>(−56,170) | 0,005***<br>(17,808)   | −0,021***<br>(−56,285) | 0,005***<br>(17,633)   | −0,022***<br>(−56,427) | 0,005***<br>(17,598)   | −0,025***<br>(−63,337) |
| GGDP                      | 0,001***<br>(4,514)    | 0,003***<br>(8,187)    | 0,001***<br>(4,148)    | 0,003***<br>(7,857)    | 0,001***<br>(4,285)    | 0,003***<br>(8,167)    | 0,001***<br>(7,926)    | −0,000**<br>(−2,035)   |
| LP                        | 0,001**<br>(2,440)     | 0,001***<br>(3,146)    | 0,001***<br>(2,897)    | 0,002***<br>(3,583)    | 0,001***<br>(3,123)    | 0,002***<br>(3,754)    | −0,001***<br>(−3,258)  | −0,005***<br>(−14,058) |
| Hệ số chặn                | −0,477***<br>(−39,472) | −0,747***<br>(−43,315) | −0,500***<br>(−40,267) | −0,784***<br>(−44,287) | −0,508***<br>(−33,230) | −0,811***<br>(−37,212) | −0,464***<br>(−33,821) | −0,607***<br>(−30,377) |
| R2 hiệu chỉnh             | 0,185                  | 0,252                  | 0,185                  | 0,253                  | 0,184                  | 0,252                  | 0,126                  | 0,165                  |
| Biến cố định doanh nghiệp | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     |
| Biến cố định năm          | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     | Có                     |

Ghi chú: Số quan sát: 76.083;

\*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%;

Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ( );

Kí hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

**Bảng 7.**

Niềm tin tôn giáo và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp: Sử dụng đo lường khác của niềm tin tôn giáo

| Biến      | SS<br>(1)             | TT<br>(2)            | SS<br>(3)             | TT<br>(4)            | SS<br>(5)             | TT<br>(6)            | SS<br>(7)            | TT<br>(8)             |
|-----------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| TG*KC     | 0,010***<br>(4,971)   | 0,013***<br>(5,268)  |                       |                      |                       |                      |                      |                       |
| TV*KC     |                       |                      | 0,118***<br>(8,501)   | 0,111***<br>(11,367) |                       |                      |                      |                       |
| QT*KC     |                       |                      |                       |                      | 0,105***<br>(15,787)  | 0,115***<br>(38,680) |                      |                       |
| TGI*KC    |                       |                      |                       |                      |                       |                      | 0,004<br>(0,255)     | 0,025**<br>(2,449)    |
| QM*KC     | 0,007***<br>(14,165)  | 0,007***<br>(29,471) | 0,004***<br>(7,642)   | 0,004***<br>(8,533)  | 0,004***<br>(12,279)  | 0,003***<br>(6,465)  | 0,005***<br>(33,172) | 0,006***<br>(8,470)   |
| HH*KC     | -0,046***<br>(-3,466) | -0,010**<br>(-2,165) | -0,060***<br>(-3,794) | -0,019<br>(-0,902)   | -0,061***<br>(-8,849) | -0,025<br>(-1,511)   | -0,055**<br>(-2,197) | 0,002<br>(0,138)      |
| LN*KC     | 0,206***<br>(4,886)   | 0,021<br>(0,912)     | 0,207***<br>(5,001)   | 0,025<br>(0,843)     | 0,201***<br>(3,203)   | 0,014<br>(0,413)     | 0,131***<br>(14,242) | 0,037<br>(1,098)      |
| NCPT*KC   | 0,134<br>(0,829)      | -0,149<br>(-0,852)   | 0,098<br>(0,587)      | -0,169<br>(-1,462)   | 0,131<br>(1,224)      | -0,128<br>(-0,923)   | -0,027<br>(-0,329)   | -0,152<br>(-1,137)    |
| NCPTBG*KC | -0,015*<br>(-1,713)   | -0,004<br>(-0,493)   | -0,009*<br>(-1,765)   | 0,000<br>(0,038)     | -0,003<br>(-0,862)    | 0,008**<br>(2,019)   | -0,002<br>(-0,906)   | -0,012***<br>(-2,861) |
| KH*KC     | 0,174<br>(1,142)      | 0,427***<br>(12,057) | 0,143<br>(1,004)      | 0,394*<br>(1,764)    | 0,137<br>(0,613)      | 0,384<br>(1,407)     | 0,186***<br>(2,854)  | 0,425<br>(1,547)      |

| Biến                  | SS<br>(1)             | TT<br>(2)              | SS<br>(3)             | TT<br>(4)             | SS<br>(5)              | TT<br>(6)             | SS<br>(7)              | TT<br>(8)             |
|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| GTIT*KC               | 0,008***<br>(7,634)   | 0,014***<br>(6,354)    | 0,007***<br>(3,911)   | 0,014***<br>(6,200)   | 0,008***<br>(3,928)    | 0,014***<br>(6,100)   | 0,017***<br>(25,594)   | 0,014***<br>(6,413)   |
| GGDP*KC               | -0,002***<br>(-8,734) | -0,003***<br>(-10,104) | -0,002***<br>(-6,875) | -0,003***<br>(-6,359) | -0,002***<br>(-26,821) | -0,003***<br>(-7,091) | -0,003***<br>(-12,240) | -0,003***<br>(-6,933) |
| LP*KC                 | 0,001***<br>(6,240)   | 0,004***<br>(9,917)    | 0,001***<br>(4,326)   | 0,004***<br>(9,321)   | 0,001***<br>(4,056)    | 0,004***<br>(9,204)   | 0,004***<br>(12,184)   | 0,004***<br>(9,320)   |
| Hệ số chặn            | 0,002<br>(0,664)      | 0,014***<br>(7,047)    | 0,002<br>(0,743)      | 0,014***<br>(3,883)   | 0,002<br>(0,633)       | 0,014***<br>(4,224)   | 0,019***<br>(21,568)   | 0,014***<br>(3,965)   |
| R2 hiệu chỉnh         | 0,045                 | 0,144                  | 0,047                 | 0,145                 | 0,048                  | 0,147                 | 0,122                  | 0,144                 |
| Biến cố định quốc gia | Có                    | Có                     | Có                    | Có                    | Có                     | Có                    | Có                     | Có                    |
| Biến cố định năm      | Có                    | Có                     | Có                    | Có                    | Có                     | Có                    | Có                     | Có                    |

Ghi chú: Số quan sát: 76.083;

\*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%;

Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ( );

Kí hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

Bảng 8 trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) và mô hình (7) sử dụng phương pháp GMM hệ thống để giải quyết vấn đề nội sinh tiềm ẩn. Tuy rằng khó có khả năng cấu trúc vốn và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến niềm tin tôn giáo của khu vực, một nguyên nhân khác của vấn đề nội sinh có thể đến từ hiện tượng bỏ sót biến (Omitted Variable Bias). Mặc dù các yếu tố cố định doanh nghiệp, năm, và quốc gia đều đã được kiểm soát trong các mô hình, vẫn có khả năng kết quả nghiên cứu chính bị chi phối bởi các biến số khác không thể quan sát được. Do đó, nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM hệ thống để đảm bảo tính chắc chắn của kết quả chính. Bảng 8 trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) ở cột (1), (2); và kết quả ước lượng mô hình 7 ở cột (3), (4). Kết quả ước lượng cho thấy, ở tất cả các cột từ (1) đến (4), hệ số ước lượng của biến TG đều dương và có ý nghĩa thống ở mức 1%, hàm ý rằng kết quả ước lượng chính có tính vững và đảm bảo sự tin cậy.

**Bảng 8.**

Sử dụng phương pháp GMM hệ thống giải quyết vấn đề nội sinh

| Biến       | SS                     | TT                     | Biến       | SS                    | TT                     |
|------------|------------------------|------------------------|------------|-----------------------|------------------------|
|            | (1)                    | (2)                    |            | (3)                   | (4)                    |
| TG         | 0,007***<br>(2,852)    | 0,037***<br>(10,531)   | TG*KC      | 0,024**<br>(2,148)    | 0,039**<br>(2,038)     |
| QM         | 0,015***<br>(12,520)   | 0,028***<br>(17,156)   | QM*KC      | 0,018***<br>(15,426)  | 0,019***<br>(15,442)   |
| HH         | 0,256***<br>(27,297)   | 0,295***<br>(23,860)   | HH*KC      | -0,089***<br>(-2,708) | -0,037<br>(-1,062)     |
| LN         | -0,325***<br>(-31,014) | -0,429***<br>(-29,882) | LN*KC      | 0,264***<br>(4,480)   | -0,023<br>(-0,423)     |
| NCPT       | -0,756***<br>(-12,623) | -1,174***<br>(-13,756) | NCPT*KC    | 0,223<br>(0,594)      | -0,630***<br>(-3,397)  |
| NCPTBG     | -0,015***<br>(-4,451)  | 0,008*<br>(1,708)      | NCPTBG*KC  | -0,020<br>(-1,507)    | -0,004<br>(-0,264)     |
| KH         | 0,227***<br>(4,055)    | -0,154**<br>(-2,024)   | KH*KC      | 0,032<br>(0,149)      | 0,428**<br>(2,126)     |
| GTTT       | 0,004***<br>(6,507)    | -0,033***<br>(-35,912) | GTTT*KC    | 0,008***<br>(3,584)   | 0,022***<br>(6,942)    |
| GGDP       | -0,000*<br>(-1,776)    | -0,001***<br>(-3,605)  | GGDP*KC    | -0,003***<br>(-3,268) | -0,012***<br>(-11,696) |
| LP         | -0,001***<br>(-3,556)  | -0,004***<br>(-6,629)  | LP*KC      | -0,007***<br>(-3,945) | -0,004*<br>(-1,703)    |
| Hệ số chặn | -0,019<br>(-1,322)     | -0,026<br>(-1,340)     | Hệ số chặn | 0,015***<br>(4,887)   | 0,033***<br>(8,200)    |

| Biến              | SS    | TT    | Biến              | SS    | TT    |
|-------------------|-------|-------|-------------------|-------|-------|
|                   | (1)   | (2)   |                   | (3)   | (4)   |
| Biến cố định quốc | Có    | Có    | Biến cố định quốc | Có    | Có    |
| Biến cố định năm  | Có    | Có    | Biến cố định năm  | Có    | Có    |
| AR(1)             | 0,000 | 0,000 | AR(1)             | 0,000 | 0,000 |
| AR(2)             | 0,064 | 0,025 | AR(2)             | 0,358 | 0,163 |
| p-value Hansen    | 0,022 | 0,041 | P-value Hansen    | 0,010 | 0,053 |

Ghi chú: Số quan sát: 76.083;

\*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 10%, 5%, và 1%;

Giá trị thống kê t ở trong ngoặc đơn ( );

Kí hiệu các biến được mô tả trong Bảng 1.

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá vai trò của niềm tin tôn giáo đến cấu trúc vốn và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của các doanh nghiệp hoạt động ở 11 thị trường châu Á. Sử dụng các biến đại diện khác nhau và các phương pháp ước lượng khác nhau, nghiên cứu chỉ ra rằng ở thị trường châu Á, các doanh nghiệp hoạt động ở khu vực có niềm tin tôn giáo cao có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn do người đi vay được đánh giá là ít rủi ro hơn, đáng tin cậy hơn và nhận được xếp hạng tín dụng tốt hơn từ các tổ chức xếp hạng và người cho vay cũng sẵn sàng cho vay hơn. Các doanh nghiệp hoạt động ở khu vực có niềm tin tôn giáo cao cũng có chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn thấp hơn và điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu nhanh hơn. Kết quả nghiên cứu gợi ý một số chính sách cho doanh nghiệp, các nhà đầu tư, và người làm chính sách. Cụ thể, các doanh nghiệp ở khu vực có niềm tin tôn giáo cao có thể tận dụng lợi thế của mình để dễ dàng thu hút vốn vay và vốn cổ phần trên thị trường nhằm thay đổi cấu trúc vốn của mình, tiến nhanh tới cấu trúc vốn mục tiêu nhằm gia tăng giá trị doanh nghiệp. Nhà đầu tư cũng có thể xem xét và ưu tiên đầu tư hơn đối với các doanh nghiệp hoạt động ở các khu vực có niềm tin tôn giáo cao hơn này. Bên cạnh đó, những người làm chính sách có thể xem xét tạo điều kiện và thúc đẩy để các hoạt động tôn giáo có thể diễn ra suôn sẻ, mang lại lợi ích cho doanh nghiệp nói riêng và cho xã hội nói chung. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ sử dụng dữ liệu của 11 nước châu Á mà chưa thu thập được dữ liệu của toàn bộ các doanh nghiệp hoạt động ở tất cả các nước châu Á. Do đó, các nghiên cứu sau có thể mở rộng mẫu dữ liệu để kết quả có tính bao quát hơn.

### Chú thích

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển khoa học và công nghệ Quốc gia (NAFOSTED) trong đề tài mã số 502.02-2021.70.

---

**Tài liệu tham khảo**

- Abdelsalam, O., Duygun, M., Matallín-Sáez, J. C., & Tortosa-Ausina, E. (2017). Is ethical money sensitive to past returns? The case of portfolio constraints and persistence in Islamic funds. *Journal of Financial Services Research*, 51, 363–384.
- Abdelsalam, O., Chantziaras, A., Ibrahim, M., & Omoteso, K. (2021). The impact of religiosity on earnings quality: International evidence from the banking sector. *The British Accounting Review*, 53(6), 100957.
- Adhikari, B. K., & Agrawal, A. (2016). Does local religiosity matter for bank risk-taking?. *Journal of Corporate Finance*, 38, 272–293.
- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2015). Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 31, 132–151.
- Cai, J., & Shi, G. (2019). Do religious norms influence corporate debt financing?. *Journal of Business Ethics*, 157, 159–182.
- Çolak, G., Gungoraydinoglu, A., & Öztekin, Ö. (2018). Global leverage adjustments, uncertainty, and country institutional strength. *Journal of Financial Intermediation*, 35, 41–56.
- Chang, C. C., Batmunkh, M. U., Wong, W. K., & Jargalsaikhan, M. (2019). Relationship between capital structure and profitability: Evidence from Four Asian Tigers. *Journal of Management Information and Decision Sciences*, 22(2), 54–65.
- Chen, H., Huang, H. H., Lobo, G. J., & Wang, C. (2016). Religiosity and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 70, 70–85.
- Conroy, S. J., & Emerson, T. L. N. (2004). Business ethics and religion: Religiosity as a predictor of ethical awareness among students. *Journal of Business Ethics*, 50(4), 383–396.
- Du, X. (2013). Does religion matter to owner-manager agency costs? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 118(2), 319–347.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Ni, Y., Pittman, J., & Saadi, S. (2012). Does religion matter to equity pricing?. *Journal of Business Ethics*, 111, 491–518.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469–506.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2003). People's opium? Religion and economic attitudes. *Journal of Monetary Economics*, 50(1), 225–282.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004). The role of social capital in financial development. *American Economic Review*, 94(3), 526–556.
- Halikiopoulou, D., & Vasilopoulou, S. (2016). Political instability and the persistence of religion in Greece: The policy implications of the cultural defence paradigm. In *Multireligious Society* (pp. 73–86). Routledge.
- Hilary, G., & Hui, K. W. (2009). Does religion matter in corporate decision making in America?. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 455–473.
- He, W., & Hu, M. R. (2016). Religion and bank loan terms. *Journal of Banking & Finance*, 64, 205–215.
- Ho, L., Bai, M., Lu, Y., & Qin, Y. (2021). The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments. *The British Accounting Review*, 53(5), 100989.
- Huang, P., Lu, Y., & Faff, R. (2021). Social trust and the speed of corporate leverage adjustment: Evidence from around the globe. *Accounting & Finance*, 61(2), 3261–3303.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Wang, C. (2015). Religiosity and earnings management: International evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 277–296.

- Kennedy, E. J., & Lawton, L. (1998). Religiousness and business ethics. *Journal of Business Ethics*, 17, 163–175.
- Kim, H., Heshmati, A., & Aoun, D. (2006). Dynamics of capital structure: The case of Korean listed manufacturing companies. *Asian Economic Journal*, 20(3), 275–302.
- Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575–1608.
- Leventis, S., Dedoulis, E., & Abdelsalam, O. H. (2018). The impact of religiosity on audit pricing. *Journal of Business Ethics*, 148(1), 53–78.
- Longenecker, J. G., McKinney, J. A., & Moore, C. W. (2004). Religious intensity, evangelical Christianity, and business ethics: An empirical study. *Journal of Business Ethics*, 55, 371–384.
- Lý Phương Thùy, Vương Quốc Duy, & Phạm Lê Thông. (2019). Mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 30(6), 28–45.
- M'ng, J. C. P., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1418609.
- Menkhoff, L., Neuberger, D., & Rungruxsirivorn, O. (2012). Collateral and its substitutes in emerging markets' lending. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 817–834.
- Mertzanis, C., Pavlopoulos, A., Vetsikas, A., Reppas, D., & Hamill, P., A. (2023). Religion and the financing of corporate investment around the world. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102923.
- Murfin, J. (2012). The supply-side determinants of loan contract strictness. *The Journal of Finance*, 67(5), 1565–1601.
- Nguyen, C. T., Bui, C. M., & Pham, T. D. (2019). Corporate capital structure adjustments: Evidence from Vietnam stock exchange market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 41–53.
- Nguyễn Bá Phong, Nguyễn Văn Phong, Nguyễn Thị Mỹ Phương, Đặng Thị Thanh Trúc, & Trần Quốc Trung. (2022). Ảnh hưởng của giới tính nhân sự quản lý cấp cao đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 33(12), 4–20.
- Öztekin, Ö. (2015). Capital structure decisions around the world: Which factors are reliably important?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50, 301–323.
- Öztekin, Ö., & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103, 88–112.
- Pagan, A. (1984). Econometric issues in the analysis of regressions with generated regressors. *International Economic Review*, 25(1), 221–247.
- Roth, L. M., & Kroll, J. C. (2007). Risky business: Assessing risk preference explanations for gender differences in religiosity. *American Sociological Review*, 72(2), 205–220.
- Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 313–349.
- Tonoyan, V., Strohmeyer, R., Habib, M., & Perlitz, M. (2010). Corruption and entrepreneurship: How formal and informal institutions shape small firm behavior in transition and mature market economies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(5), 803–832.
- Weaver, G. R., & Agle, B. R. (2002). Religiosity and ethical behavior in organizations: A symbolic interactionist perspective. *Academy of Management Review*, 27(1), 77–97.