

Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam

TS. LÊ ĐẠT CHÍ

Đại học Kinh tế TP.HCM

Bài nghiên cứu kiểm định những nhân tố giữ vai trò quan trọng trong quyết định cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán VN trong giai đoạn 2007 - 2010. Nghiên cứu dựa trên nền tảng các lý thuyết truyền thống về cấu trúc vốn (đánh đổi, trật tự phân hạng và thời điểm thị trường), đồng thời xem xét vấn đề trong khuôn khổ lý thuyết tài chính chính hành vi. Kết quả nghiên cứu chỉ ra 6 nhân tố thực sự giữ vai trò quan trọng là thuế (+), lạm phát (-), tỷ số giá trị thị trường trên giá sổ sách (-), đòn bẩy ngành (+), ROA (-) và hành vi nhà quản trị (+). Cuối cùng, chúng tôi tiến hành kiểm định bổ sung hai lý thuyết là lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng trong điều kiện thị trường VN. Kết quả cho thấy việc hoạch định cấu trúc vốn của các công ty trong giai đoạn này không có tương quan đáng kể với lý thuyết đánh đổi nhưng lại có tương quan mạnh với lý thuyết trật tự phân hạng.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, công ty niêm yết, thị trường chứng khoán VN, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng.

1. Giới thiệu

Hoạch định cấu trúc vốn là một trong những vấn đề quan trọng mà các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp đặc biệt quan tâm. Bài nghiên cứu này không nhằm mục đích định lượng để tìm ra một cấu trúc vốn tối ưu cho các công ty mà chỉ đưa ra một phương pháp để nhận diện những nhân tố nào thực sự có ảnh hưởng quan trọng trong quyết định cấu trúc vốn của các công ty, từ đó cung cấp cho các nhà quản trị doanh nghiệp một công cụ để nhận diện, đánh giá và đưa ra những quyết định một cách hợp lý. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy rằng quyết định của nhà quản trị có sự chi phối từ góc độ tâm lý hành vi. Từ đó, chúng tôi cũng đem vấn đề này để xem xét liệu hành vi (mà

chúng tôi xem xét dựa trên tính lạc quan và sự quá tự tin) có ảnh hưởng đến quyết định cuối cùng của nhà quản trị hay không. Đây là một hướng tiếp cận hoàn toàn mới và hứa hẹn mang đến góc nhìn toàn diện hơn đối với lý thuyết cấu trúc vốn doanh nghiệp.

Vấn đề cấu trúc vốn từ lâu rất được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu kinh tế học. Đã có rất nhiều nghiên cứu học thuật nhằm cung cấp, bổ sung và phát triển lý thuyết. Có rất nhiều lý thuyết về cấu trúc vốn được đề xuất, nhưng chỉ một số ít trong đó được nhiều người ủng hộ. Đáng chú ý là hầu hết các sách giáo khoa tài chính doanh nghiệp đều quan tâm đến lý thuyết đánh đổi trong đó vấn đề thuế và chi phí kiệt quệ tài chính là

quan trọng hơn cả. Myer (1984) đề xuất lý thuyết trật tự phân hạng, là một hệ thống thứ bậc về lợi nhuận giữ lại, nợ và vốn cổ phần. Gần đây, lý thuyết định thời điểm thị trường và vấn đề đại diện cũng trở nên phổ biến trong khuôn khổ quyết định cấu trúc vốn. Trong bài nghiên cứu này, chúng tôi cũng bàn luận trở lại những lý thuyết nền tảng đó và đưa quan điểm các lý thuyết đó để phân tích cho những bằng chứng thực nghiệm ở VN. Chúng tôi bắt đầu với một danh sách các nhân tố đại diện cho những nhóm tiêu chí nhất định. Sau đó, chúng tôi tiến hành kiểm định xem nhân tố nào có tác động đáng kể đối với cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Mục tiêu của chúng tôi hướng đến là một mô hình gồm những

nhân tố quan trọng nhất (những nhân tố cốt lõi) giải thích đáng kể cho khuynh hướng tài trợ nợ của các doanh nghiệp ở VN. Kết quả của chúng tôi được kiểm định chặt chẽ nhằm tăng độ tin cậy và tính hiệu quả trong các ước lượng. Cuối cùng, để kiểm nghiệm sự tồn tại của các lý thuyết cấu trúc vốn trong điều kiện thị trường VN, chúng tôi tiến hành kiểm định bổ sung hai lý thuyết bao gồm lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

2.1. Lý thuyết đánh đổi

Theo quan điểm của thuyết đánh đổi, những nhà quản trị tin rằng họ sẽ tìm được một cấu trúc vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Một tỉ lệ đòn bẩy tối ưu là sự cân bằng giữa lợi ích và chi phí của nợ. Trong đó lợi ích của nợ là lợi ích từ tấm chắn thuế và lãi vay. Chi phí tiềm tàng của nợ bao gồm cả chi phí phá sản và chi phí đại diện giữa chủ sở hữu và chủ nợ. Lý thuyết đánh đổi cũng giúp giải thích được tỷ lệ nợ khác nhau giữa các ngành. Những doanh nghiệp có tài sản hữu hình an toàn và khả năng sinh lợi cao thì nên có tỷ lệ nợ mục tiêu cao. Ngược lại, các công ty mà khả năng sinh lợi thấp và tài sản vô hình là chủ yếu thì nên lựa chọn một cấu trúc vốn với tỷ lệ nợ thấp.

Bên cạnh mô hình cho lý thuyết đánh đổi tĩnh thì những nghiên cứu thực nghiệm gần đây tập trung vào mô hình điều chỉnh lý thuyết đánh đổi động. Leary và Roberts (2005) sử dụng mô hình tự hồi quy bậc nhất liên tục theo thời gian để kiểm tra mô hình động điều chỉnh từng phần và kết quả đã ủng hộ quá trình điều chỉnh liên tục theo thời gian. Ông chỉ ra rằng tốc độ điều

chỉnh biến thì khác nhau giữa các ngành, và điều này ngầm chỉ giá cả của sự điều chỉnh thì rất khác nhau giữa các doanh nghiệp. Ngoài ra, nhiều nghiên cứu khác cũng đã kết luận rằng quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn tối ưu đang xảy ra ở nhiều nước.

2.2. Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng 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. Bởi vì các nhà quản lý có nhiều thông tin hơn những nhà đầu tư bên ngoài, đứng ở vị thế của những nhà đầu tư đang hiện hữu thì những nhà đầu tư mới yêu cầu một mức chiết khấu cao khi doanh nghiệp phát hành chứng khoán và điều này dẫn đến việc chi phí cho các nguồn tài trợ bên ngoài thì rất đắt đỏ. Chính vì vậy, khi doanh nghiệp 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 phát hành cổ phần thường mới là lựa chọn cuối cùng.

Những nền tảng đầu tiên cho lý thuyết trật tự phân hạng là từ những nghiên cứu của Donaldson (1961). Các nghiên cứu này đưa ra những bằng chứng cho thấy nhà điều hành ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ và chỉ cân nhắc đến nguồn tài trợ bên ngoài (nợ và phát hành cổ phần mới) trong những trường hợp mà nhu cầu vốn gia tăng bất thường không thể tránh khỏi. Myers và Majluf (1984) đã có những nghiên cứu sâu hơn để chỉ ra rằng những khuynh hướng thiên lệch của tài chính hành vi bắt nguồn từ sự bất cân xứng thông tin.

2.3. Lý thuyết định thời điểm thị trường

Một vấn đề cũng rất đáng quan

tâm là khi các doanh nghiệp hình như đang cố gắng phát hành cổ phiếu mới khi giá cổ phiếu đang cao và mua lại cổ phiếu khi giá trị thị trường của cổ phiếu xuống thấp. Những giả định nhận xét về vấn đề này đơn giản chỉ là những nhà quản trị tin rằng họ có thể gia nhập thị trường đúng lúc để tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp của họ và họ thực sự đang cố gắng làm điều đó.

Trong nghiên cứu của Graham và Harvey (2001), những nhà quản trị tài chính thừa nhận rằng họ đang cố gắng để tham gia vào thị trường cổ phiếu đúng lúc, và hai phần ba trong số họ cho rằng phát hành hay mua lại cổ phiếu thường phụ thuộc vào giá trị của cổ phiếu doanh nghiệp bị định dưới giá hoặc định giá quá cao giá trị thị trường của cổ phiếu đó. Và đối với họ vấn đề đó thực sự quan trọng để xem xét trong quyết định tài chính. Welch (2004) thì kết luận rằng những cú sốc trong giá chứng khoán tạo ra một hiệu ứng kéo dài trong cấu trúc vốn và quyết định tài trợ của doanh nghiệp.

2.4. Lý thuyết tài chính hành vi

Tất cả các phương pháp tiếp cận ở trên đều có điểm chung quan trọng là giả định rằng những người tham gia thị trường tài chính luôn luôn hành động một cách hợp lý. Tuy nhiên, tài liệu nghiên cứu mở rộng về tâm lý và hành vi cho thấy rằng hầu hết mọi người, bao gồm cả nhà đầu tư và quản lý, có giới hạn quan trọng trong nhận thức và có xu hướng phát triển những hành vi thiên lệch đó dẫn đến ảnh hưởng và thậm chí ảnh hưởng rất lớn đến quyết định của mình.

Theo Shefrin, H.(2007) thì ba vấn đề chính cần quan tâm khi xem xét để hiểu rõ hơn về tài chính hành

vi là những khuynh hướng thiên lệch, kinh nghiệm và hiệu ứng theo khuôn mẫu. Hersh Shefrin định nghĩa khuynh hướng thiên lệch (bias) bao gồm bốn dạng là quá lạc quan (excessive optimism), quá tự tin (overconfidence), khuynh hướng thiên lệch sẵn có (confirmation bias), và ảo tưởng kiểm soát (illusion of control). Trong giới hạn nghiên cứu này chúng tôi chỉ tập trung phân tích hai khuynh hướng chính là khuynh hướng quá lạc quan và quá tự tin. Hai khuynh hướng này có mối quan hệ nhân quả chặt chẽ. Nói cách khác, một người lạc quan sẽ có xu hướng quá tự tin và ngược lại.

3. Mô tả dữ liệu

3.1. Thu thập và xử lý dữ liệu

Mẫu quan sát gồm 178 công ty phi tài chính được niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán ở VN (HOSE và HNX) trong giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2010. Dữ liệu thống kê được chúng tôi thu thập và tổng hợp từ các bảng báo cáo tài chính của các công ty. Dữ liệu trong bài nghiên cứu của chúng tôi là dữ liệu mảng ba chiều với các chiều: năm, công ty và nhân tố. Đây là dạng dữ liệu bảng (data panel) mà để tiến hành hồi quy chúng ta cần những phương pháp chuyên biệt.

3.2. Định nghĩa các biến trong mô hình

Tỉ lệ đòn bẩy: Để thể hiện cấu trúc nợ của một công ty, chúng tôi sử dụng tỉ lệ nợ trên tổng giá trị tài sản (D/V). Cụ thể, chúng tôi xem xét đối với tỉ số giữa tổng nợ trên giá trị thị trường của tài sản (TDM).

Các nhân tố và dự báo của các lý thuyết cấu trúc vốn về tác động của các nhân tố đến đòn bẩy tài

chính của doanh nghiệp: Chúng tôi xem xét 10 nhóm nhân tố (bao gồm 11 nhân tố đại diện) để kiểm tra tác động của chúng đến tỉ lệ đòn bẩy

của các doanh nghiệp là có thể khác nhau. Có thể nhận thấy chiều của các hướng tác động này trong bảng sau:

Bảng 1. Chiều hướng tác động của các nhân tố lên đòn bẩy theo dự báo của các lý thuyết			
Nhóm nhân tố	Lý thuyết đánh đổi	Lý thuyết trật tự phân hạng	Lý thuyết thời điểm thị trường
Lợi tức	+	-	
Quy mô công ty	-	+/-	
Tăng trưởng	-	+	-
Ngành	+/-	(gián tiếp)	(gián tiếp)
Tính chất của tài sản	+	+/-	
Thuế	+		
Rủi ro	-	+	
Điều kiện thị trường chứng khoán	+	+	+
Điều kiện thị trường nợ	+		+
Điều kiện kinh tế vĩ mô	+	-	
Hành vi nhà quản trị			

Nguồn: Frank và Goyal (2007)

(TDM). Bao gồm: Nhóm nhân tố lợi tức: Doanh thu hoạt động trước khấu hao/tài sản (biến Profit), tỉ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA); Nhóm nhân tố quy mô công ty: hàm log của tài sản (Assets); Nhóm nhân tố tăng trưởng: Giá thị trường của tài sản/tài sản (Mktbk); Nhóm nhân tố ngành: Đòn bẩy của ngành (IndustLev); Nhóm nhân tố tính chất của tài sản: tài sản cố định hữu hình/tài sản (Tang); Nhóm nhân tố thuế: Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp theo luật định (TaxRate); Nhóm nhân tố điều kiện của thị trường chứng khoán: tỉ suất sinh lợi của chỉ số thị trường (MkRet); Nhóm nhân tố điều kiện của thị trường nợ: lãi suất cho vay bình quân của thị trường (LndRate); Nhóm nhân tố điều kiện vĩ mô: Tỉ lệ lạm phát (Inflation); Nhóm nhân tố tài chính hành vi: Hành vi nhà quản trị (Behav).

Dự báo của các lý thuyết cấu trúc vốn về chiều hướng tác động của các nhân tố lên tỷ lệ đòn bẩy

4. Mô hình và phương pháp

4.1. Ước lượng mô hình đa nhân tố

Mô hình

Trong bài này, chúng tôi dựa trên nền tảng phương trình tuyến tính của Frank và Goyal (2007):

$$Lit = \alpha + \beta F_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó: L_{it} : tỉ lệ đòn bẩy công ty i vào năm t

F_{it-1} : tập hợp các nhân tố quan sát tại công ty i vào năm $t-1$

Các nhân tố có độ trễ một năm so với tỉ lệ đòn bẩy, điều đó thể hiện cấu trúc nợ năm này sẽ bị ảnh hưởng như thế nào bởi những yếu tố trong năm trước đó.

Phương pháp ước lượng

Có 2 phương pháp ước lượng tiếp cận dữ liệu bảng thường được sử dụng là: ước lượng các yếu tố không ngẫu nhiên (FE – Fixed Effect) và ước lượng các yếu tố ngẫu nhiên (RE – Random Effect). Trong bài nghiên cứu này, với dữ liệu được thu thập

từ 2007 – 2010 là không đủ tốt để ước lượng theo phương pháp yếu tố ngẫu nhiên (RE). Vì ước lượng yếu tố không ngẫu nhiên (FE) tỏ ra thích ứng với mô hình hồi quy tuyến tính (1) nên bài nghiên cứu này sẽ tập trung vào phương pháp này. Chúng tôi sử dụng ước lượng FE trên nền tảng của phép lựa chọn mô hình BMA (Bayesian Model Averaging) thông qua gói ứng dụng BMS trên phần mềm thống kê R có mã nguồn mở.

Cốt lõi của phương pháp BMA là lựa chọn ra được những mô hình nhân tố tối ưu nhất dựa trên cơ sở xác suất xuất hiện và tiêu chuẩn BIC. Trong bài này, mô hình FE sẽ được tiếp cận theo hai cách: cách tiếp cận thứ nhất (theo đối tượng – individual FE) sử dụng giá trị trung bình của các năm đối với từng công ty và cách tiếp cận thứ hai (time FE) sử dụng giá trị trung bình của các công ty qua từng năm. Mục tiêu của chúng ta là đạt được kết quả trên tổng thể dữ liệu, nghĩa là theo 2 chiều thời gian và không gian. Bởi vậy, trong trường hợp này, chúng tôi sẽ kết hợp 2 cách tiếp cận để tìm ra một mô hình khả dĩ nhất, một mô hình cốt lõi, sau đó chúng tôi tiếp tục những kiểm định cần thiết để đưa ra kết luận cuối cùng về tính phù hợp của mô hình.

4.2. Kiểm định hai lý thuyết cấu trúc vốn truyền thống

Kiểm định lý thuyết đánh đổi

Để kiểm định lý thuyết đánh đổi, chúng tôi sử dụng hình thức chung của mô hình chuẩn điều chỉnh từng phần (standard partial adjustment model). Đây chính là dạng đơn giản của mô hình điều chỉnh mục tiêu mà Shyam-

Sunder và Myers (1999) đã sử dụng. Mô hình này kiểm tra quá trình điều chỉnh hướng về một đòn bẩy mục tiêu dựa trên những thay đổi trong nợ được gộp chung từng phần theo sự khác biệt giữa nợ mục tiêu, $TD_{i,t}^*$ và nợ có độ trễ, $TD_{i,t-1}$.

$$TD_{i,t} - TD_{i,t-1} = \alpha + \beta_{TA} (TD_{i,t}^* - TD_{i,t-1}) + e_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó: $TD_{i,t}$ là đòn bẩy tổng nợ của công ty i tại thời điểm t . Do đó:

$\Delta TD_{i,t} = TD_{i,t} - TD_{i,t-1}$ là thay đổi trong đòn bẩy nợ của công ty i tại thời điểm t (so với thời điểm $t-1$) và $\Delta TD_{i,t}^* = TD_{i,t}^* - TD_{i,t-1}$ là thay đổi giữa tỷ lệ nợ mục tiêu của công ty i tại thời điểm t so với tỷ lệ nợ của công ty i tại thời điểm $t-1$.

β_{TA} là hệ số điều chỉnh; α và $e_{i,t}$ và lần lượt là hệ số tự do và phần nhiễu của phương trình hồi quy.

Đối với mô hình kiểm định lý thuyết đánh đổi này, chúng ta kỳ vọng $\beta_{TA} > 0$ và $\beta_{TA} < 1$. $\beta_{TA} > 0$ thể hiện doanh nghiệp điều chỉnh để hướng về cấu trúc vốn mục tiêu, đồng thời $\beta_{TA} < 1$ thể hiện rằng chi phí điều chỉnh sẽ có tác động tích cực.

Chúng tôi cũng cần nhắc đến nợ dài hạn và nợ ngắn hạn đối với loại tỷ lệ này trong mô hình. Một điều chú ý là, do hạn chế của dữ liệu về chiều thời gian (2007-2010) nên chúng tôi chỉ khảo sát phương trình (2) vào năm $t = 2010$ đối với tất cả công ty.

Kiểm định lý thuyết trật tự phân hạng

Để kiểm định lý thuyết trật tự phân hạng, chúng tôi sử dụng công thức đơn giản được sử dụng trong mô hình của Shyam-Sunder và Myers (1999):

$$\Delta TD_{i,t} = \alpha + \beta_{po} DEF_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

$\Delta TD_{i,t}$ là thay đổi trong tổng nợ (ngắn hạn + dài hạn) của công ty i trong năm t so với năm $t-1$, giá trị này là tỷ số tương đối so với giá trị thị trường của tài sản công ty i vào năm t ; α là hệ số tự do của phương trình; β_{po} là hệ số góc của phương trình, gọi là hệ số trật tự phân hạng; $e_{i,t}$ là nhiễu trong phương trình. Theo Shyam-Sunder và Myers (1999), $DEF_{i,t}$ chính là phần thâm hụt/thặng dư trong tài trợ của công ty i tại năm t :

$$DEF_{i,t} = \Delta TD_{i,t} + \Delta EQ_{i,t}$$

Để phù hợp với cách tiếp cận ban đầu theo giá trị thị trường của tài sản, ở đây chúng tôi sẽ tính $\Delta EQ_{i,t}$ theo giá trị thị trường. Giá trị $DEF_{i,t}$ ở đây, như $\Delta TD_{i,t}$, cũng là tỷ số tương đối so với giá trị thị trường của tài sản công ty i vào năm t .

Lý thuyết trật tự phân hạng kỳ vọng $\alpha = 0$ và $\beta_{po} = 1$ đối với phương trình dạng chuẩn (3) ở trên.

5. Kết quả và phân tích thực nghiệm

5.1. Bằng chứng thực nghiệm về lựa chọn nhân tố

Kết quả BMA

Kết quả của tiến trình BMA đối với các cách tiếp cận được tổng hợp trong Bảng 2. Cách tiếp cận thứ nhất bao gồm các nhân tố vĩ mô cho ra kết quả đối với tất cả 11 biến giải thích. Kết quả BMA ở cột (1) trình bày xác suất xuất hiện (xác suất hậu nghiệm bao hàm PIP) của 11 biến này trong 2048 mô hình khả dĩ (đây là số mô hình có thể có được khi kết hợp 11 biến, tức ứng với $2^{11} = 2048$ cách kết hợp giữa các biến).

Bảng 2. Xác suất hậu nghiệm (PIP) của các biến theo 2 cách tiếp cận

	Individual FE		Time FE
	w/ macro. factors (1)	w/o macro. factors (2)	w/o macro. factors (3)
Profit	0.0192	0.0298	0.4418
ROA	0.0486	0.1049	1.0000
Assets	0.1584	0.0395	0.1157
Mktbk	0.0586	0.9976	0.9843
IndustLev	0.0251	0.0306	1.0000
Tang	0.0318	0.5732	0.1950
TaxRate	0.6504	#N/A	#N/A
MkRet	0.4390	#N/A	#N/A
LndRate	0.3710	#N/A	#N/A
Inflation	0.5559	#N/A	#N/A
Behav	0.0193	0.0360	0.7618

Bảng 3. Kết quả hồi quy plm bằng mô hình pooling đối với mô hình cốt lõi (không bao gồm biến Tang)

plm(formula = TDM ~ TaxRate + Inflation + Mktbk + ROA + IndustLev + Behav, data = pdata, model = "pooling")

Balanced Panel: n=178, T=3, N=534

Residuals :

Min.	1st Qu.	Median	3rd Qu.	Max.
-0.5810	-0.1170	0.0177	0.1130	0.3550

Coefficients :

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)	Sig.
Intercept	-1.1652121	0.2581149	-4.5143	7.842e-06	***
TaxRate	5.8136710	1.0832840	5.3667	1.203e-07	***
Inflation	-1.8241035	0.2757483	-6.6151	9.137e-11	***
Mktbk	-0.0295023	0.0078886	-3.7399	0.0002043	***
ROA	-0.9262471	0.0988597	-9.3693	< 2.2e-16	***
IndustLev	0.6876448	0.0558654	12.3089	< 2.2e-16	***
Behav	0.1257066	0.0449401	2.7972	0.0053432	**

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 26.395

Residual Sum of Squares: 14.327

R-Squared : 0.45722

Adj. R-Squared : 0.45122

F-statistic: 73.9869 on 6 and 527 DF, p-value: < 2.22e-16

Tương tự, kết quả BMA đối với cách tiếp cận thứ nhất còn lại (ở cột (2)) và cách tiếp cận thứ hai (cột (3)) không bao gồm các nhân tố vĩ mô nên chỉ có 7 biến được xét đến, tương đương với $2^7 = 128$ mô hình có thể có. Kết quả ở cột (2) và cột (3) thể hiện xác suất xuất hiện của 7 biến đó trong 128 mô hình xét đến.

Như vậy, phương pháp BMA giúp chúng tôi tìm ra được 7 nhân tố của mô hình mục tiêu: TaxRate, Inflation, Mktbk, Tang, IndustLev, ROA và Behav. Chúng tôi xem đây là các nhân tố cốt lõi của mô hình nhân tố mà chúng ta đang quan tâm. Tuy nhiên, chúng ta cần phải tiến hành một số kiểm định trước khi kết luận tính phù hợp của mô hình cốt lõi này.

5.2. Kiểm tra lại và điều chỉnh mô hình cốt lõi

Chúng tôi tìm được 7 nhân tố có nhiều khả năng ảnh hưởng nhất đến đòn bẩy TDM. Tuy nhiên, khi kiểm tra tính phù hợp của kết quả trên cơ sở xem xét mô hình điều chỉnh hợp nhất dữ liệu (pooling model) - mô hình pooling sẽ chỉ cho ra một kết quả thống nhất cho dù tiếp cận theo đối tượng (individual) hay thời gian (time) - nhân tố tài sản hữu hình (Tang) không có ý nghĩa thống kê và cần được loại bỏ ra khỏi mô hình. Cuối cùng, chúng ta đã nhận diện được các nhân tố thực sự cần thiết cho mô hình cốt lõi, đó là 6 nhân tố: TaxRate, Inflation, Mktbk, ROA, IndustLev và Behav. Và kết quả hồi quy sau khi loại bỏ biến Tang (Bảng 3) cho thấy tất cả các nhân tố đều có ý nghĩa thống kê gần như hoàn hảo.

Vậy, mô hình cốt lõi sau điều chỉnh là:

$TDM_t = f_{t-1}(\text{TaxRate}, \text{Inflation}, \text{Mktbk}, \text{IndustLev}, \text{ROA}, \text{Behave})$

(4)

5.3. Kiểm định mô hình cốt lõi

Để kiểm tra tính phù hợp của mô hình cốt lõi, chúng tôi thực hiện các kiểm định cần thiết: Kiểm định hiệu ứng bằng kiểm định nhân tử Lagrange của Gourieroux - Holly - Monfort cho thấy mô hình có hiệu ứng hai chiều (“two ways”) đáng kể; Kiểm định Hausman cho thấy thực tế không thể thực hiện ước lượng RE và chúng tôi sử dụng ước lượng FE vì nó tỏ ra thích ứng với mô hình tuyến tính (1); Kiểm định tương quan chuỗi (serial correlation) bằng kiểm định Breusch-Godfrey và Wooldridge cho thấy dữ liệu có tương quan chuỗi trong sai số đặc trưng nhưng đây không phải là vấn đề đối với dữ liệu bảng “ngắn” (số năm ít, số công ty nhiều) như trường hợp của bài nghiên cứu này; Kiểm định phụ thuộc chéo (CD) của Pesaran cho thấy dữ liệu của bài nghiên cứu không có hiện tượng phụ thuộc chéo (cross-sectional dependence); Kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test) bằng kiểm định Duckey-Fuller cho thấy các chuỗi dữ liệu trong bài nghiên cứu không tồn tại nghiệm đơn vị, tức là chuỗi dừng, trong các mô hình tự hồi quy (AR) từ bậc 1 đến bậc 3. Như vậy qua 5 bước kiểm định, chúng tôi có thể đưa ra nhận định về sự phù hợp của mô hình cốt lõi. Cuối cùng, chúng tôi cho rằng mô hình cốt lõi gồm 6 nhân tố (4) ở trên có sự giải thích tốt cho việc giải thích ảnh hưởng của các nhân tố lên đòn bẩy trong trường hợp nghiên cứu trên thị

trường chứng khoán VN.

5.4. Giải thích kết quả

Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy mô hình cốt lõi khi loại bỏ biến Tang. Các kết quả này thể hiện mức ý nghĩa cao đối với sự tồn tại mỗi biến trong mô hình, đồng thời kết quả cũng cho thấy rằng các biến này giải thích được 45.72% sự thay đổi trong tỷ lệ đòn bẩy của các doanh nghiệp VN. Tuy nhiên, chiều hướng tương quan của mỗi biến đối với đòn bẩy là không giống nhau, và chiều hướng đó lại phù hợp với các lý thuyết nền tảng theo những cách khác nhau. Sau đây là chiều hướng tác động của mỗi biến đối với tỷ lệ đòn bẩy trong mối tương quan với các lý thuyết đã trình bày ở phần trước:

- TaxRate (thuế): tương quan dương (+) với đòn bẩy - phù hợp với lý thuyết đánh đổi.

- Inflation (lạm phát): tương quan âm (-) với đòn bẩy - phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

- Mktbk (đại diện cho tăng trưởng): tương quan (-) với đòn bẩy - phù hợp với lý thuyết đánh đổi.

- IndustLev (nhân tố ngành): tương quan (+) với đòn bẩy - phù hợp với lý thuyết đánh đổi.

- ROA (đại diện cho lợi tức): tương quan (-) với đòn bẩy - phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

- Behav (hành vi nhà quản trị): tương quan (+) với đòn bẩy - xét trong lý thuyết tài chính hành vi.

5.5. Kết quả kiểm định hai lý thuyết cấu trúc vốn truyền thống

Chúng tôi cũng tiến hành kiểm định các lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng trong điều kiện thị trường VN.

Tuy nhiên, trong bài báo này chúng tôi chỉ trình bày những kết luận cơ bản nhất từ các kết quả đạt được.

Lý thuyết đánh đổi

Một điều suy ra từ kết quả kiểm định cấu trúc vốn của chúng tôi là các quyết định cấu trúc vốn của các công ty trên thị trường chứng khoán VN trong năm 2010 không có dấu hiệu phản ánh sự ảnh hưởng của lý thuyết đánh đổi. Kết quả kiểm định đối với trường hợp nợ dài hạn và nợ ngắn hạn cũng tương tự khi tất cả các hệ số trong mô hình đều không có ý nghĩa thống kê.

Tuy nhiên, phần kiểm định ở đây vẫn còn tồn tại hạn chế về kỳ quan sát dữ liệu (2007-2010) khi áp dụng phương pháp trung bình lịch sử để xác định tỷ lệ nợ mục tiêu. Khắc phục vấn đề này trở nên bất khả thi vì nếu tăng thời kỳ quan sát đồng nghĩa với việc giảm số quan sát trong mẫu, khi đó mẫu quan sát sẽ không đủ khả năng để đại diện cho thị trường chứng khoán VN.

Lý thuyết trật tự phân hạng

Kết quả kiểm định lý thuyết trật tự phân hạng cho thấy sự hiện diện của lý thuyết trật tự phân hạng trong mẫu quan sát các công ty trên thị trường chứng khoán VN (với hơn 65% khả năng giải thích). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tiến hành hồi quy theo hai cách tiếp cận đối với phương pháp FE (đối tượng và thời gian) và kết quả vẫn cho thấy sự tồn tại của lý thuyết trật tự phân hạng với ý nghĩa thống kê rất cao.

Chúng tôi cũng phân chia tài trợ thành dài hạn và ngắn hạn, tức là phân tách tổng nợ $TD_{i,t}$ thành hai thành phần là tổng nợ dài hạn $LTD_{i,t}$ và ngắn hạn $STD_{i,t}$.

Kết quả kiểm định cho thấy các hệ số phân hạng đều có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 99%. Tuy nhiên, chỉ có thành phần nợ ngắn hạn đóng vai trò quan trọng như là nguồn gốc của nguồn tài trợ bên ngoài. Điều này hợp lý đối với cấu trúc vốn của các công ty quan sát ở VN khi thành phần nợ ngắn hạn thường chiếm một tỷ trọng lớn trong cấu trúc kỳ hạn của nợ.

6. Kết luận

Bài nghiên cứu của chúng tôi đã nhận diện được các nhân tố ảnh hưởng nhiều nhất lên việc tài trợ nợ của các công ty ở VN trong giai đoạn 2007-2010. Cụ thể, nghiên cứu của chúng tôi đã tìm thấy 6 nhân tố cốt lõi giải thích đến 45.72% cho sự thay đổi tỉ lệ đòn bẩy (tổng nợ trên giá trị thị trường của tài sản) của các công ty trên thị trường chứng khoán VN. Bên cạnh các nhân tố vĩ mô (thuế, lạm phát), nhân tố nội tại công ty (lợi tức, tăng trưởng) hay nhân tố ngành (đòn bẩy ngành), hành vi nhà quản trị cũng có ảnh hưởng đáng kể đến quyết định tài trợ nợ. Có thể nói, phát hiện đó của chúng tôi là một đóng góp có ý nghĩa trong việc gắn kết các lý thuyết cấu trúc vốn truyền thống với lý thuyết tài chính hành vi hiện đại trong khuôn khổ nghiên cứu thực nghiệm ở VN.

Chúng tôi cũng tiến hành kiểm định lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng để bổ sung cho việc phân tích và giải thích các nhân tố có ảnh hưởng nhiều nhất lên quyết định cấu trúc vốn của các công ty. Kết quả là, lý thuyết trật tự phân hạng cho thấy bằng chứng mạnh mẽ về sự tồn tại của nó trong thực nghiệm hoạch định cấu trúc vốn của các

nhà quản trị tài chính VN. Ngược lại, lý thuyết đánh đổi không cho thấy bằng chứng chắc chắn nào về sự hiện diện của nó. Kết luận này có thể xuất phát từ những hạn chế trong mẫu dữ liệu quan sát. Thực tế chúng tôi không thể quan sát các công ty trên thị trường chứng khoán VN trong một thời kỳ đủ dài để hỗ trợ cho việc lý giải vấn đề một cách chính xác hơn.

Vấn đề dữ liệu ngắn cũng là một hạn chế trong mô hình lựa chọn các nhân tố khi không thể tiến hành hồi quy dữ liệu bảng một cách đầy đủ theo mô hình yếu tố ngẫu nhiên (RE) nhằm so sánh với kết quả của mô hình yếu tố không ngẫu nhiên (FE). Tuy nhiên, rất may là vấn đề dữ liệu ngắn không phải là vấn đề nghiêm trọng khi hồi quy dữ liệu bảng.

Từ hạn chế trên, chúng ta cần có một hướng giải quyết tốt hơn trong kiểm định lý thuyết đánh đổi để hoàn thiện bài nghiên cứu này. Ngoài ra, sẽ là một thiếu sót nghiêm trọng nếu không đưa lý thuyết thời điểm thị trường vào trong mỗi liên hệ chung. Bên cạnh đó, tài chính hành vi đang là một lĩnh vực nghiên cứu thu hút nhiều nhà khoa học về việc lý giải các khuynh hướng thiên lệch trong hành vi con người tác động đến quá trình ra quyết định. Đây là một lĩnh vực tài chính khá mới mẻ ở VN. Việc lượng hóa biến tài chính hành vi trong bài nghiên cứu này là một cách tiếp cận mới mẻ tuy nhiên việc lượng hóa chỉ dựa trên dữ liệu lịch sử kết hợp điều chỉnh sót biến. Trong thời gian tới, chúng ta cần có những nghiên cứu chuyên sâu hơn về tài chính hành vi nhằm tìm ra thước đo đại diện tốt hơn ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Donaldson, G., 1961. Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston, division of research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Frank, M.Z., and V.K. Goyal, 2007, Trade-off and pecking order theories of debt, in B.E. Eckbo, (ed.) Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Vol. 2. In: Handbook of Finance Series, Chapter 12, – (Elsevier/North-Holland, Amsterdam).
- Graham, J.R., and C. Harvey, 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics 60, 187–243.
- Leary, M. T. and Roberts, M. R. 2005, Do Firms Rebalance Their Capital Structures?. The Journal of Finance, 60: 2575–2619.
- Myers, S.C., 1984, The capital structure puzzle, Journal of Finance 39, 575–592.
- Myers and Majluf, 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp.237-265.
- Shefrin, H. (2007). Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing: Oxford University Press.
- Shyam-Sunder, L., and Myers, S. C., 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. Journal of Financial Economics, Vol.51, pp.219-244.
- Welch, I., 2004, Capital structure and stock returns, Journal of Political Economy Vol. 112, 106–131.