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

Võ Thị Thúy Anh*, Trần Khánh Ly, Lê Thị Nguyệt Ánh***, Trần Thị Dung******

Ngày nhận: 5/6/2014
Ngày nhận bản sửa:15/7/2014
Ngày duyệt đăng: 20/8/2014

Tóm tắt:

Cấu trúc vốn và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết luôn là một trong những chủ đề được quan tâm. Tuy nhiên, các nghiên cứu tại Việt Nam chỉ chú trọng đến tác động của những nhân tố nội tại của doanh nghiệp đến cấu trúc vốn. Dựa trên nền tảng lí thuyết MM, lý thuyết đánh đổi, lí thuyết trật tự phân hạng và lí thuyết thời điểm thị trường cùng các cơ sở thực tiễn của các bài nghiên cứu đã có trên thế giới, bài viết nghiên cứu tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của 200 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2005-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy 5 nhân tố vĩ mô là thuế thu nhập doanh nghiệp, lạm phát, tốc độ tăng trưởng GDP, điều kiện thị trường vốn, điều kiện thị trường nợ có tác động đến cấu trúc vốn.

Từ khóa: cấu trúc vốn, nhân tố vĩ mô, công ty niêm yết.

1. Giới thiệu nghiên cứu

Sau sự ra đời của lý thuyết MM (1958), các doanh nghiệp bắt đầu nhận thức được vai trò quan trọng của cấu trúc vốn trong việc nâng cao giá trị doanh nghiệp và cố gắng đi tìm một cấu trúc vốn tối ưu cho mình. Từ đó, các nhà kinh tế trên thế giới cũng bắt đầu tìm hiểu để nhận ra những nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp. Các nghiên cứu tại các nước phát triển cho thấy tác động đến cấu trúc vốn không chỉ có các nhân tố bên trong doanh nghiệp mà còn cả những nhân tố bên ngoài doanh nghiệp. Ý kiến của Hackbarth & cộng sự (2006) về nghiên cứu các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến rủi ro tín dụng và quyết định tài chính của doanh nghiệp. Tác giả cho rằng nếu quyết định cấu trúc vốn bằng sự cân bằng giữa lợi ích của tấm chắn thuế và chi phí phá sản điều đó đồng nghĩa với việc cả chi phí và lợi ích của nợ nên phụ thuộc vào điều kiện kinh tế vĩ mô. Hay Levy & Hennessy (2007) nhận định rằng ở mỗi chu kì kinh doanh khác nhau doanh nghiệp sẽ có một cấu trúc vốn khác nhau. Thêm vào đó bài nghiên cứu mới của Chipeta & Mbululu (2013) đã chứng minh rằng tại thị trường Nhật Bản tốc độ điều chỉnh đến mức độ mong muốn của cấu trúc vốn nhanh hơn trong điều kiện nền kinh tế tốt hơn. Như vậy, dù ở bất kì phương diện nào thì chúng ta đều thấy được mối liên hệ giữa các điều kiện vĩ mô và cấu trúc vốn. Tuy nhiên, tại Việt Nam, những nghiên cứu về tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp còn khá ít và không có hệ thống. Bài viết nghiên cứu tác động của các nhân tố vĩ mô đến đến cấu trúc vốn của 200 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt

Nam trong giai đoạn 2005-2013. Từ đó, rút ra các hàm ý chính sách đối với chính phủ và các nhà quản lý doanh nghiệp trong hỗ trợ doanh nghiệp.

2. Cơ sở lý thuyết và thực nghiệm

Sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên sàn ISE của Thổ Nhĩ Kỳ từ 1996 đến 2009, bằng việc so sánh giữa tấm chắn thuế [1] và tấm chắn thuế phi nợ[2], Bülent & cộng sự (2013) đã tìm thấy rằng tấm chắn thuế có ảnh hưởng cùng chiều với cấu trúc vốn doanh nghiệp. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết MM, các doanh nghiệp nỗ lực tìm kiếm lợi nhuận và nâng cao giá trị từ tấm chắn thuế của mình. Klapper & Tzioumis (2008) nghiên cứu các doanh nghiệp tư nhân phần lớn có qui mô vừa và nhỏ ở Croatia trong bốn năm 1998-2003 và tìm thấy không những sự tác động của thuế đến cấu trúc vốn doanh nghiệp mà còn sự khác biệt của tác động này theo quy mô doanh nghiệp. Cụ thể là doanh nghiệp nhỏ chịu ảnh hưởng của chính sách thuế hơn doanh nghiệp lớn.

Lý thuyết đánh đổi của Myers (1977) cho rằng ngoài lợi ích của việc tăng sử dụng nợ là được khấu trừ thuế thì việc này còn phát sinh nhiều chi phí điển hình nhất là các chi phí khốn khó tài chính bao gồm cả chi phí trực tiếp lẫn chi phí gián tiếp của việc phá sản. Ở một mức vay nợ nào đó, việc tăng vay nợ sẽ đi ngược lại với mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, nghĩa là càng vay nợ thêm thì giá trị doanh nghiệp càng giảm do chi phí khốn khó tài chính tăng nhiều hơn lợi ích từ tấm chắn thuế. Trong điều kiện thị trường nợ có lãi suất cho vay cao, việc gia tăng tỷ lệ nợ sẽ làm tăng chi phí lãi vay và do đó, chi phí khốn khó tài chính cũng tăng lên. Vậy điều kiện thị trường nợ cũng chính là một trong những nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp. Cook & Tang (2008) sử dụng dữ liệu của "Compustat's Industrial Annual Database" trong khoảng thời gian 1976-2005 ở Mỹ,với 127,665 quan sát cho việc phân tích dựa trên giá trị sổ sách của nợ và 129,936 quan sát cho việc phân tích dựa trên giá trị thị trường của nợ, đã tìm thấy rằng điều kiện thị trường nợ (sự chênh lệch cấu trúc kì hạn của lãi suất) có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn. Tuy nhiên, Drobetz & Wanzenried (2006) tìm thấy rằng sự chênh lệch lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm và tín phiếu kỳ hạn 3 tháng có mối quan hệ không đáng kể đến cấu trúc vốn của 706 doanh nghiệp ở Pháp, Đức, Italia và Anh trong giai đoạn từ 1983 đến 2002.

Cũng trong nghiên cứu của Cook & Tang (2008), tác giả cho rằng sự biểu hiện của nền kinh tế tốt hay xấu không chỉ phụ thuộc vào điều kiện thị trường nợ mà còn ở sự chênh lệch rủi ro tốc độ tăng trưởng GDP, biểu hiện của thị trường cổ phiếu. Theo lí thuyết thời điểm thị trường với nội dung các nhà quản lý sẽ lựa chọn thời điểm phát hành thêm cổ phần khi thị trường chứng khoán hoạt động tốt vì việc này sẽ giúp giảm chi phí nợ cho doanh nghiệp. Ngược lại, doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn khi điều kiện thị trường nợ mở rộng.

GDP được xem như một chỉ số hoạt động của tình trạng nền kinh tế. Hầu hết các bài nghiên cứu đều đưa ra chứng minh chỉ số này tốt lên khi nền kinh tế có dấu hiệu tốt hơn. Cook & Tang (2008) và Bellinetti (2009) cùng sử dụng mô hình động để kiểm tra sự ảnh hưởng của các biến vĩ mô đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ, cùng cho ra kết quả về sự ảnh hưởng cùng chiều của GDP. Ngược lại, Bülent & cộng sự (2013) cho thấy mối liên hệ ngược chiều giữa GDP và tỷ lệ nợ. Tác giả đưa ra lí luận rằng trong môi trường tăng trưởng cao, việc thiếu hụt tài sản hữu hình có mối quan hệ với cơ hội đầu tư. Trong thời kì nền kinh tế phát triển, phần cơ hội đầu tư sẽ được ưa chuộng hơn so với đầu tư vào tài sản cố định vì thế nợ dài hạn sẽ có mối quan hệ ngược với GDP. Chipeta & Mbululu (2013) cũng đã đưa ra những kết quả tương tự khi nghiên cứu 191 công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Nhật Bản trong giai đoạn 2000-2010.

Vì lạm phát là phần bù được tính vào lãi suất thực để đưa ra mức lãi suất danh nghĩa. Vì vậy lạm, phát là nhân tố gây ảnh hưởng đến chi phí vốn của các doanh nghiệp. Lạm phát xảy ra ngoài dự kiến sẽ tạo nên biến động bất thường về giá trị tiền tệ và làm sai lệch toàn bộ thước đo các quan hệ giá trị, ảnh hưởng đến mọi hoạt động kinh tế xã hội. Đồng thời, trong những giai đoạn lạm phát thất thường, doanh nghiệp gặp khó khăn trong xác định chi phí lãi vay và điều này có thể ảnh hưởng đến quyết định tài trợ bằng nợ của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Chipeta & Mbululu (2013) đã khẳng định cho lập luận này. Hai ông đã tìm hiểu về lạm phát như một biến vĩ mô ảnh

hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp, và kết quả mô hình cho thấy mức độ tác động của biến này đến tỷ lệ nợ là khá lớn.

Từ những cơ sở các lý thuyết về cấu trúc vốn và những nghiên cứu thực nghiệm về tác động của nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn những nhân tố vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn doanh nghiệp bao gồm: thuế, GDP, lạm phát, điều kiện thị trường chứng khoán và điều kiện thị trường nợ. Trong đó:

Thuế: Do trong giai đoạn 2005-2013, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp chỉ thay đổi một lần vào năm 2009, chúng tôi sử dụng biến giả để đo lường tác động này, gán 0 cho các quan sát có thời gian từ quý IV/2008 trở về trước (thời kì áp dụng mức thuế suất 28%) và 1 cho các quan sát còn lại (thời kì áp dụng mức thuế suất 25%). Nhóm nghiên cứu đưa biến giả này vào mô hình nhằm xem xét tác động của thuế thông qua điểm gãy của mô hình tại thời điểm điều chỉnh mức thuế suất. Như vậy, biến giả này sẽ cho phép chúng ta thấy được tác động của sự thay đổi trong chính sách thuế đến giá trị doanh nghiệp.

GDP: Bài nghiên cứu sử dụng tăng trưởng GDP để đánh giá tác động của GDP đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Điều kiện của thị trường cổ phiếu: Để đo lường nhân tố điều kiện thị trường cổ phiếu, bài viết sử dụng *Tỷ suất sinh lời của các chỉ số thị trường* (Cook & Tang, 2008). Tỷ suất sinh lợi của các chỉ số cổ phiếu tăng trưởng cao là một điều kiện thuận lợi cho việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn của doanh nghiệp.

Điều kiện của thị trường nợ: Được đo lường qua 3 chỉ tiêu: Lãi suất cho vay cơ bản; Lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 5 năm; Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm và tín phiếu kho bạc thời hạn 1 năm.

Lãi suất cho vay cơ bản là lãi suất thấp nhất được các ngân hàng thương mại chủ lực áp dụng đối với các khoản vay dành cho các doanh nghiệp là khách hàng lớn, độ tín nhiệm cao, thể hiện cho chi phí sử dụng nợ của doanh nghiệp. Theo các nghiên cứu của Bellinetti (2009), Riaz (2010) và Çekrezi (2013), Zhi Dong (2011) nhóm nghiên cứu sử dụng lãi suất cho vay cơ bản là một chỉ tiêu đại diện cho nhóm nhân tố điều kiện thị trường nợ.

Trái phiếu chính phủ là một trong những nguồn vốn dài hạn mà doanh nghiệp có thể tiếp cận để tài trợ cho hoạt động của mình. Lãi suất trái phiếu chính phủ là chi phí sử dụng nợ khi doanh nghiệp sử dụng nguồn nợ này, do đó, có ảnh hưởng đến quyết định sử dụng nợ của doanh nghiệp. Cũng với lập luận đó, Muthama, Mbaluka & Kalunda (2013) đã sử dụng chỉ tiêu này là một trong những biến giải thích trong mô hình nghiên cứu các điều kiện kinh tế vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn. Vì vậy, chỉ tiêu thứ hai đại diện cho nhân tố điều kiện thị trường chứng khoán là Lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 5 năm.

Sự chênh lệch kỳ hạn biểu hiện đặc trưng của tình hình kinh tế, cơ hội tăng trưởng kinh tế và kì vọng lạm phát. Drobetz & Wanzenreid (2006), Cook & Tang (2008), Chipeta & Mbululu (2013) đã sử dụng chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chính phủ (có kỳ hạn trên 1 năm) và lãi suất tín phiếu kho bạc (có kỳ hạn dưới 1 năm) để đo lường yếu tố chênh lệch kỳ hạn. Kế thừa những nghiên cứu đó, nhóm nghiên cứu đã sử dụng chỉ tiêu chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm và tín phiếu kho bạc thời hạn 1 năm như là 1 biến đại diện cho nhóm nhân tố điều kiện thị trường nợ.

Cấu trúc vốn của doanh nghiệp không chỉ chịu tác động của các nhân tố vĩ mô mà còn chịu tác động của các nhân tố bên trong doanh nghiệp. Do đó, không thể bỏ qua các nhân tố này trong mô hình nghiên cứu. Các biến này sẽ được sử dụng như là các biến kiểm soát của mô hình.

3. Phương pháp nghiên cứu

Bài báo thực hiện nghiên cứu định lượng bằng cách sử dụng phân tích hồi quy trên dữ liệu bảng. Dựa trên cơ sở lý thuyết về cấu trúc vốn, các nhân tố vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn công ty niêm yết được xác định và xây dựng giả thuyết, sau đó tiến hành thu thập dữ liệu và xây dựng mô hình các nhân tố vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn các công ty niêm yết.

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu quan sát gồm 200 công ty phi tài chính niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán Hà Nội HNX

(113 công ty) và sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh HSX (87 công ty). Trong tất cả các công ty niêm yết trên hai sàn HSX và HNX, các công ty thuộc ngành tài chính như ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, các quỹ được loại ra do đặc thù của những ngành này không phù hợp cho mục tiêu nghiên cứu.

Thời gian nghiên cứu từ quý I/2005 đến quý III/2013 (35 quý) - giai đoạn nền kinh tế vĩ mô có nhiều biến đổi. Kinh tế Việt Nam đã có giai đoạn phát triển tương đối ổn định trong giai đoạn từ 2005 đến trước khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu diễn ra vào quý I năm 2008. Do tác động của cuộc khủng hoảng, nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng chậm, lạm phát leo thang, Ngân hàng Nhà nước thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ, giá xăng dầu tăng… Năm năm sau khủng hoảng, mặc dù chính phủ đã đề ra các giải pháp nhằm mục tiêu kiềm chế lạm phát và ổn định nền kinh tế vĩ mô, tăng trưởng kinh tế vẫn chưa thể phục hồi, hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp bất ổn khi lạm phát và lãi suất cho vay cao. Tóm lại, trong giai đoạn 2005 - 2013 nền kinh tế vĩ mô ở Việt Nam có những biến động đáng kể và ảnh hưởng không nhỏ đến việc ra quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Vì vậy, giai đoạn này là thời gian thích hợp nhất để nghiên cứu.

Từ cách làm trên, dữ liệu nghiên cứu là bảng dữ liệu gồm 200 công ty, trong vòng 9 năm (35 quý) từ 2005 - 2013, tạo thành bảng gồm 5403 quan sát.

Dữ liệu tài chính của doanh nghiệp được lấy từ các báo cáo tài chính công bố. Dữ liệu vĩ mô lấy từ tổng cục thống kê, VN index lấy từ trang web của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh còn giá trái phiếu và tín phiếu kho bạc lấy từ kho bạc nhà nước.

3.2. Dữ liệu bảng và mô hình nghiên cứu

Dữ liệu bảng

Dữ liệu bảng có quy mô về thời gian lẫn không gian. Trong dữ liệu bảng, cùng một đơn vị chéo nào đó (theo không gian) được điều tra theo thời gian. Việc sử dụng dữ liệu bảng - bao gồm quan sát chéo và quan sát theo thời gian- được xem như là phương pháp phân tích hiệu quả trong việc xử lý các dữ liệu thuộc toán kinh tế và ngày càng được sử dụng rộng rãi trong nhiều nghiên cứu bởi nhiều ưu điểm nổi bật. Từ những ưu điểm trên của dữ liệu bảng, bài nghiên cứu sẽ trình bày dữ liệu nghiên cứu theo dữ liệu bảng và thực hiện các mô hình hồi quy với dữ liệu bảng này, các đơn vị chéo là 200 doanh nghiệp được lựa chọn trong mẫu nghiên cứu và đơn vị thời gian là 35 quý (từ quý I/2005 đến quý III/2013).

Hơn nữa, với lập luận tỷ lệ nợ và giá trị của các nhân tố trong quá khứ sẽ ảnh hưởng đến việc lựa chọn tỷ lệ nợ hiện tại, đề tài sử dụng mô hình dữ liệu bảng động, tức là mô hình hồi quy không chỉ bao gồm các giá trị hiện tại mà còn bao gồm các giá trị trễ (giá trị quá khứ) của các biến phụ thuộc (biến Y), gọi là mô hình tự hồi quy và các giá trị trễ (giá trị quá khứ) của các biến độc lập (biến X), gọi là mô hình phân phối trễ.

Mô hình tác động cố định – Fixed Effect Model (FEM)

$$Y_{it} = C_i + \beta_1 X_{1it} + ... + \beta_k X_{kit} + \alpha_1 X_{1i,t-1} + ... + \alpha_k X_{ki,t-1} + \gamma Y_{i,t-1} + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

i: doanh nghiệp và t: thời gian (quý),

Y_{it}, $Y_{i,t-1}$: biến phụ thuộc và giá trị trễ của biến phụ thuộc (xem phụ lục 1),

X_{it}, $X_{i,t-1}$biến độc lập, giá trị trễ của biến độc lập (xem phụ lục 1),

C_i (i = 1,2,…,N): hệ số chặn cho từng thực thể nghiên cứu,

β_k, α_k , γ lần lượt là hệ số góc đối với nhân tố X_k, $X_{k,t-1}$, Y_{it-1}

u_{it}: phần dư.

Ký hiệu dưới dòng *i* vào số hạng tung độ gốc để cho thấy rằng các tung độ gốc của các doanh nghiệp này có thể khác nhau, những khác biệt này chính là các đặc điểm riêng có của từng công ty.

Mô hình tác động ngẫu nhiên – Random Effect Model (REM)

Điểm khác biệt giữa mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình tác động cố định được thể hiện ở sự biến động giữa các thực thể. Nếu sự biến động giữa các thực thể có tương quan đến biến độc lập – biến giải thích trong mô hình ảnh hưởng cố định thì trong mô hình tác động ngẫu nhiên sự biến động giữa các thực thể được giả sử là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích.

Chính vì vậy, nếu sự khác biệt giữa các thực thể có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc thì REM sẽ thích hợp hơn so với FEM. Trong đó, phần dư của mỗi thực thể (không tương quan với biến giải thích) được xem là một biến giải thích mới.

Giá trị tung độ gốc đối với một doanh nghiệp đơn lẻ có thể được biểu thị như sau:

$C_i = C + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \ldots, N \quad (2)$

trong đó ε_i là một số hạng sai số ngẫu nhiên có giá trị trung bình là 0 và phương sai δ_ε^2.

Giả định này có nghĩa là các doanh nghiệp có một giá trị trung bình chung của tung độ gốc (= C) và những chênh lệch riêng trong các giá trị tung độ gốc của mỗi doanh nghiệp được thể hiện trong số hạng sai số ε_i.

3.3. Thiết kế nghiên cứu

Nghiên cứu được thực hiện qua các bước sau:

Bước 1: Xác định các nhân tố vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam;

Bước 2: Mã hóa biến quan sát;

Bước 3: Thu thập dữ liệu, phân tích và xử lý dữ liệu;

Bước 4: Xây dựng ma trận hệ số tương quan và lựa chọn biến sử dụng. Những nhân tố được đo lường bằng nhiều hơn một biến thì biến có hệ số tương quan cao nhất đối với biến phụ thuộc (hệ số nợ);

Các biến được xử lý sao cho phân phối của các biến là phân phối chuẩn và các biến độc lập có mối quan hệ tuyến tính với biến phụ thuộc.

Bước 5: Ước lượng lần lượt các mô hình bằng phương pháp OLS có điều chỉnh ma trận phương sai – hiệp phương sai của phần dư để xử lý vấn đề tự tương quan và phương sai không đồng nhất.

Bước 6: Kiểm định mô hình

- Kiểm định F-test để kiểm tra sự phù hợp của mô hình,

- Kiểm định T-test để kiểm tra mức ý nghĩa của các hệ số hồi quy trong mô hình,

- Kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình tác động cố định;

Bước 7: Tóm tắt kết quả và kết luận.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Kết quả xử lý các biến được trình bày tại phụ lục 1. Sau khi ước lượng và thực hiện các kiểm định, mô hình FEM được lựa chọn với kết quả như bảng 1.

Cả hai mô hình đều có hệ số xác định R^2 rất cao. Trong đó, các nhân tố bên trong doanh nghiệp và các nhân tố vĩ mô giải thích được 83.13% sự thay đổi trong tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu và 92.51% sự thay đổi trong tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản của các công ty niêm yết trên toàn thị trường. Tuy nhiên, mức độ và chiều hướng tác động của các nhân tố đến nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn/tổng tài sản là không giống nhau.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra biến giả thuế có hệ số hồi quy mang dấu âm, tức là khi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ 28% xuống còn 25%, tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn/tổng tài sản đều giảm. Như vậy, thuế có tác động cùng chiều (+) đến cấu trúc vốn công ty. Điều này được giải thích là khi thuế giảm, doanh nghiệp nhận ra sự suy giảm lợi ích của tấm chắn thuế từ việc sử dụng nợ vay, do đó giảm tỷ lệ nợ, hoàn toàn phù hợp với lí thuyết MM về cấu trúc vốn và các nghiên cứu của Bellinetti (2009), Givoly & cộng sự (1992).

Tốc độ tăng trưởng GDP có tác động nghịch chiều (-) đến tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn/tổng tài sản. Kết quả này đã bổ sung vào bằng chứng cho các thị trường mới nổi niềm tin về GDP có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ dài hạn không chỉ trong cùng thời kì mà còn chịu ảnh hưởng của kì trước. Điều này có thể được giải thích dựa trên thuyết trật tự phân hạng, khi một nền kinh tế có mức tăng trưởng GDP cao, khả năng tạo ra lợi nhuận của các doanh nghiệp tăng lên, khi đó doanh nghiệp có xu hướng tài trợ bằng lợi nhuận giữ lại cho kì sau hơn là sử dụng nợ vay ngoài. Kết quả này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Bülent & cộng sự (2013).

Lạm phát được phát hiện có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu nhưng không tác động đến tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản. Điều này có thể giải thích là do lạm phát không có tác động đến nợ ngắn hạn của doanh nghiệp mà chỉ có tác động đến nợ dài hạn theo chiều nghịch. Khi lạm phát tăng, lãi suất danh nghĩa cũng tăng theo và do đó các

Bảng 1: Kết quả nghiên cứu các nhân tố vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn công ty niêm yết

Biến độc lập \ Biến phụ thuộc	Nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu (mô hình 1)		Nợ dài hạn/tổng tài sản (mô hình 2)	
	Hệ số hồi quy	p-value	Hệ số hồi quy	p–value
Các nhân tố vĩ mô				
Thuế (Biến giả)	-0.0294** (0.0189)	0.023	-0.0052** (0.0022)	0.020
Tăng trưởng GDP	-1.4916** (0.6647)	0.026	-0.1483** (0.057)	0.010
Giá trị trễ của tăng trưởng GDP			-0.0333*** (0.0121)	0.006
Lạm phát	-0.1513** (0.0642)	0.019		
Điều kiện thị trường chứng khoán (Tỷ suất sinh lợi của chỉ số VNindex)	-0.0796** (0.0357)	0.027	-0.0095** (0.0039)	0.019
Điều kiện thị trường nợ (Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm và tín phiếu kho bạc thời hạn 1 năm)	-7.1414*** (1.9132)	0.000	-0.8179** (0.3236)	0.012
Giá trị trễ của điều kiện thị trường nợ	-4.4251*** (1.6263)	0.007	-0.7350** (0.3313)	0.028
Các biến kiểm soát				
Giá trị trễ của tỷ lệ nợ	0.7329*** (0.0225)	0.000	0.8159*** (0.0151)	0.000
Quy mô (logarit của tổng tài sản)	0.2371*** (0.0569)	0.000	0.0489*** (0.0101)	0.000
Giá trị trễ của quy mô	-0.1977*** (0.0550)	0.000	-0.0421*** (0.0088)	0.000
Cấu trúc tài sản (Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình)			0.0781** (0.0781)	0.011
Giá trị trễ của cấu trúc tài sản			-0.0769*** (0.0280)	0.007
Tính thanh khoản (Hệ số khả năng thanh toán hiện hành)	0.0462* (0.0245)	0.061	0.0288*** (0.0046)	0.000
Giá trị trễ của tính thanh khoản	-0.0441** (0.0201)	0.030	-0.0227*** (0.0034)	0.000
Hiệu quả HĐKD (ROA)			-0.0163* (0.0089)	0.068
Cơ hội tăng trưởng (Tỷ lệ giữa giá thị trường và giá sổ sách của vốn chủ sở hữu)	0.0763** (0.0382)	0.048	0.004* (0.0024)	0.100
Giá trị trễ của cơ hội tăng trưởng	-0.0725* (0.0385)	0.061	-0.0049* (0.0027)	0.072
Rủi ro kinh doanh (phần trăm thay đổi EBIT/ phần trăm thay đổi doanh thu thuần)	-1.58e-06** (6.92e-07)	0.024		
Hệ số chặn	-0.27731 (0.2436)	0.264	-0.054 (0.0408)	0.184
R^2	83.13%		92.51%	

Ghi chú: Trong ngoặc đơn là độ lệch chuẩn của tham số ước lượng. (*) hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa α = 10%. (**) hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa α = 5%. (***) hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa α = 1%

Nguồn: Ước lượng của các tác giả

doanh nghiệp giảm vay dài hạn. Kết quả này tương đồng với nhận định của DeAngelo & Masulias (1980), Hochman & Palmon (1985).

Điều kiện thị trường nợ (Chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chính phủ kì hạn 5 năm và tín phiếu kho bạc kì hạn 1 năm) và giá trị trễ của điều kiện thị

trường nợ có quan hệ nghịch chiều (-) với tỷ lệ nợ dài hạn/vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ dài hạn/tổng tài sản. Kết quả hồi quy đã khẳng định mối quan hệ chặt chẽ giữa thị trường nợ với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và tín phiếu kho bạc kỳ hạn 1 năm tăng khi lãi suất của thị trường tiền tệ đang có xu hướng tăng. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp sẽ có xu hướng giảm sử dụng nợ và tăng sử dụng vốn chủ sở hữu. Điều này phù hợp với lý thuyết đánh đổi, khi các loại chi phí gia tăng, doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ lệ nợ để cắt giảm chi phí. Đây cũng là kết quả nghiên cứu của Chipeta & Mubululu (2013) và chỉ ra mối quan hệ ngược chiều (-) giữa biến chênh lệch lãi suất và của đòn bẩy. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy của điều kiện thị trường nợ lớn nhất trong tất cả các nhân tố, cho thấy đây là nhân tố đóng vai trò chủ chốt trong quyết định tài trợ của doanh nghiệp.

Điều kiện thị trường cổ phiếu có tác động đến đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Điều này cũng được Chipeta & Mubululu (2013) tìm thấy trong kết quả nghiên cứu của mình. Tuy nhiên, tại Việt Nam, theo kết quả nghiên cứu, mức độ tác động rất nhỏ. Có thể nói ở Việt Nam, thị trường chứng khoán chỉ mới phát triển trong những năm gần đây và vẫn còn khá nhiều bất cập trong hành lang pháp lí và cả hoạt động, các doanh nghiệp Việt Nam chưa thực sự nhận thức được vai trò của kênh huy động vốn trung và dài hạn này.

5. Kết luận và kiến nghị

Kết quả nghiên cứu cho thấy có 5 nhân tố vĩ mô: Thuế thu nhập doanh nghiệp, GDP, lạm phát, điều kiện thị trường nợ, điều kiện thị trường vốn có tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Qua đó, có thể thấy rằng quyết định tài trợ của các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng nhiều của các nhân tố vĩ mô. Vì vậy, để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp trong việc tiếp cận các nguồn vốn dài hạn, rẻ, chính phủ cùng các cấp quản lý liên quan cần phải chú trọng đến những nhân tố này khi đưa ra các chính sách hỗ trợ cho doanh nghiệp, đặc biệt là trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc huy động vốn dài hạn.

Tác động của thị trường nợ đến cấu trúc vốn là lớn nhất trong khi tác động này của thị trường vốn lại thấp nhất. Điều này cho thấy việc huy động vốn dài hạn của doanh nghiệp Việt Nam bị phụ thuộc nhiều vào thị trường nợ. Do đó, để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp Việt Nam trong việc huy động vốn, nhà nước cần bình ổn thị trường nợ và tạo điều kiện hơn nữa cho các doanh nghiệp trong việc huy động vốn chủ sở hữu qua kênh thị trường cổ phiếu.

Lạm phát có tác động nghịch đến tỷ suất nợ dài hạn của doanh nghiệp. Do đó, trong giai đoạn hiện nay, khi lạm phát có nguy cơ bùng nổ trở lại, các doanh nghiệp cần có kế hoạch tìm kiếm những nguồn vốn thay thế cho vốn vay dài hạn, có chi phí rẻ hơn. Đồng thời, nhà nước cần có những giải pháp nhằm giúp doanh nghiệp đối phó với tình trạng lãi suất leo thang khi lạm phát xảy ra cũng như là có những giải pháp kiểm soát lạm phát.

Thuế có tác động thuận đến tỷ suất nợ dài hạn. Do vậy, trong những giai đoạn suy thoái kinh tế, việc giảm thuế, giãn thuế cho các doanh nghiệp sẽ góp phần giúp doanh nghiệp giảm bớt khó khăn và vượt qua được khủng hoảng. Hay nói cách khác, giảm thuế cũng là một giải pháp mà nhà nước nên thực hiện trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế nhằm hỗ trợ cho doanh nghiệp do hiệu quả của chính sách này.

6. Hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu tương lai

Nghiên cứu được thực hiện trên mẫu là 200 công ty niêm yết nằm ở nhiều ngành khác nhau. Tác động của các biến số vĩ mô đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp có thể khác nhau. Mặt khác, mẫu nghiên cứu là các công ty niêm yết nên thanh khoản của cổ phiếu có thể có tác động đến cấu trúc vốn nhưng bị bỏ qua trong nghiên cứu vì lý do dữ liệu. Những hạn chế này của nghiên cứu mở ra hướng nghiên cứu trong tương lai. Chẳng hạn, nghiên cứu sự khác biệt về tác động của các nhân tố vĩ mô đến vốn của các công ty thuộc các nhóm ngành khác nhau, nghiên cứu tác động của thanh khoản của cổ phiếu đến cấu trúc vốn của công ty niêm yết.❐

Phụ lục 1: Biến và xử lý các biến của các mô hình

Biến		Cách xử lý
Thước đo đòn bẩy (Biến phụ thuộc)		
1	Tỷ số giữa nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu bình quân	Giữ nguyên
2	Tỷ số giữa nợ dài hạn trên tổng tài sản	Giữ nguyên
Các nhân tố vĩ mô (Biến độc lập)		
Thuế		
1	Biến giả thuế D=0: thời kì áp dụng mức thuế suất 28% D=1: thời kì áp dụng mức thuế suất 25%	Giữ nguyên
GDP		
2	Tốc độ tăng trưởng GDP	Giữ nguyên
Lạm phát		
3	Tỷ lệ lạm phát = tốc độ tăng của chỉ số giá tiêu dùng CPI	Giữ nguyên
Điều kiện thị trường cổ phiếu		
4	Tỷ suất sinh lời của các chỉ số thị trường	Giữ nguyên
Điều kiện thị trường nợ		
5	Lãi suất cho vay cơ bản	Giữ nguyên
6	Lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 5 năm	Giữ nguyên
7	Chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 5 năm và tín phiếu kho bạc kì hạn 1 năm	Giữ nguyên
Các nhân tố thuộc về nội bộ doanh nghiệp (Biến kiểm soát)		
Quy mô doanh nghiệp		
8	Tổng tài sản bình quân	Logarit
9	Tổng doanh thu	Logarit
10	Tổng vốn chủ sở hữu bình quân	Logarit
Cấu trúc tài sản		
11	Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình = tài sản cố định hữu hình / Tổng tài sản bình quân	Căn bậc hai
Tính thanh khoản		
12	Hệ số khả năng thanh toán hiện hành = Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn bình quân	Logarit
Khả năng sinh lời		
13	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) = lợi nhuận trước thuế/tổng tài sản bình quân	Giữ nguyên
14	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) = lợi nhuận sau thuế/ vốn chủ sở hữu bình quân	Giữ nguyên
15	Tỷ suất lợi nhuận/ doanh thu	Logarit
Cơ hội tăng trưởng		
16	Tỷ lệ giữa giá thị trường và giá sổ sách của vốn chủ sở hữu	Logarit
Rủi ro kinh doanh		
17	% thay đổi EBIT/ % thay đổi doanh thu thuần	Giữ nguyên

Ghi chú:

1. Tấm chắn thuế là một thuật ngữ kinh tế nói về việc giảm lượng tiền thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp cho nhà nước bằng cách giảm thu nhập chịu thuế bằng lãi vay.
2. Tấm lá chắn phi nợ bao gồm các yếu tố như khấu hao, lãi vay.

Tài liệu tham khảo

Bellinetti, J.V. (2009), 'Capital Structure Pattern and Macroeconomics Conditions', Master's thesis - Umeå School of Business.

Bülent, K., Cüneyt, O. & Arif, O. (2013), 'Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy', available at: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/48415/

Çekrezi, A. (2013), 'Analyzing the Impact of Firm's Specific Factors and Macroeconomic Factors on Capital Structure: A Case of Small Non-Listed Firms in Albania', *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(8), 2222-1697 (Paper) 2222-2847 (Online).

Chipeta, C. & Mbululu, D. (2013), 'Firm heterogeneity, macroeconomic conditions and capital structure adjustment speeds: Evidence from the JSE', *Investment Analysts Journal*, 77, 69-78.

Cook, D. O. & Tang, T. (2008), 'Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed', available at: http://ssrn.com/abstract=1101664

DeAngelo, H. & Masulis, R. (1980), 'Optimal capital structure under corporate and personal taxation', *Journal of*

Financial Economics, 8 (1), 3-29.

Drobetz, W. & Wanzenried, G., (2006), 'What determines the speed of adjustment to the target capital structure', *Applied Financial Economics*, 16 (13), 941-958.

Givoly, D., Hayn, C., Offer, R. & Sarig, O. (1992), 'Taxes and capital structure: Evidence from firms' response to The Tax Reform Act of 1986', *Review of Financial Studies*, 5, 331-355.

Hackbarth, D., Miao, J, & Morellec, E. (2006), 'Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions', *Journal of Financial Economics*, 82, 519–550.

Hochman, S. & Palmon, O. (1985), 'The Impact of Inflation on the Aggregate Debt-Asset Ratio', *The Journal of Finance*, 40(4), 1115–1125.

Klapper, LF. & Tzioumis, K. (2008), 'Taxation and Capital Structure: evidence from a transition economy', *Public Finance Analysis*, 68 (2), 165-190.

Levy, A. & Hennessy, C. (2007), 'Why Capital structure choice varies with macroeconomic conditions?', *Journal of Monetary Economics*, 54, 1545-1564.

Modigliani F. & M. Miller (1958), 'The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment', *America Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Muthama, C., Mbaluka, P. & Kalunda, E. (2013), 'An Empirical Analysis of Macro-Economic Influences on Corporate Capital Structure of Listed Companies in Kenya', *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2(2), 2241-0998.

Myers C. (1977), 'Determinant of Coporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.

Riaz, F. (2010), 'Macroeconomic Conditions and Firm's Choices of Capital Structure: Evidence from Pakistan's Manufacturing Sectors', Management Sciences Department, COMSATS Wah Campus, The Mall Wah Cantt.

Zhi Dong (2011), 'Foreign Exchange Rate and Capital Structure Decision: A Study of New Zealand Listed Property Trusts', *17th Pacific Rim Real Estate Society Conference Gold Coast*, Australia.

Study on the effect of macroeconomic factors on capital structure of the companies listed on the Vietnam stock market

Abstract:

Capital structure of the listed companies and its determinants has always been one of the topics of interest. However, studies in Vietnam have mainly focused on the impact of the internal factors of corporate capital structure. Based on the MM, trade – off, pecking order and market timing theories, and also based on empirical research results, this paper investigates the impact of macroeconomic factors on capital structure of the 200 companies listed on the Vietnam stock market during the period 2005 - 2013. The results of this study indicate that there are five macroeconomic factors affecting capital structure. These factors include income tax, inflation, GDP growth rates, stock market conditions and debt market conditions.

Thông tin tác giả:

**Võ Thị Thúy Anh, Phó giáo sư, tiến sĩ*

- Tổ chức tác giả công tác: Giảng viên Khoa tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học kinh tế Đà Nẵng

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính công ty, đầu tư tài chính

- Các tạp chí đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Phát triển kinh tế, tạp chí Khoa học kinh tế, tạp chí Tài chính, tạp chí Ngân hàng, tạp chí Công nghệ ngân hàng.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: vothuyanh@due.edu.vn,

***Trần Khánh Ly, Sinh viên khoa Tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng*

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email:khanhly9692@gmail.com

****Lê Thị Nguyệt Ánh, Sinh viên khoa Tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng*

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: lethinguyetanh221093@gmail.com

*****Trần Thị Dung, Sinh viên khoa Tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế Đà Nẵng*

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: nevaeh205@gmail.com,