

XÁC ĐỊNH CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU ĐỐI VỚI CÁC DOANH NGHIỆP TRONG LĨNH VỰC SẢN XUẤT

T rên nền tảng của các lý thuyết truyền thống về cơ cấu vốn (lý thuyết MM, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết định thời điểm thị trường), đồng thời trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn trên thế giới và Việt Nam, bài viết kiểm định những nhân tố giữ vai trò quan trọng trong cơ cấu vốn của các công ty niêm yết thuộc lĩnh vực sản xuất, trên cơ sở đó xác định cơ cấu vốn tối ưu cho các công ty này.

Các lý thuyết về cơ cấu vốn

Lý thuyết MM

Nền tảng của cấu trúc vốn hiện đại dựa trên những giả định của Miller và Modigliani (1958), theo đó, trong điều kiện không có thuế, giá trị doanh nghiệp có vay nợ (VL) bằng giá trị của doanh nghiệp không có vay nợ (VU), nghĩa là $VL = VU$.

Thuyết MM là cơ sở nền tảng để các nhà kinh tế tìm tòi và phát triển các nghiên cứu tìm ra các nhân tố quyết định cấu trúc vốn tối ưu. Các mệnh đề của thuyết MM dựa

vào các điều kiện của thị trường vốn hoàn hảo. Nhưng trong thực tế, thị trường vốn dù vận hành tốt nhất cũng không thể hoàn hảo 100%. Hơn nữa, trong thị trường vốn còn tồn tại các bất hoàn hảo khác như các nhà đầu tư phải chịu một khoản chi phí vốn với lãi suất khác nhau. Chính những bất cập này đã hạn chế việc ứng dụng thuyết MM vào thực tiễn.

Thuyết trật tự phân hạng

Nền tảng đầu tiên cho thuyết trật tự phân hạng là những nghiên cứu của Donaldson (1961). Myers và Majluf (1984) đã có những nghiên cứu sâu hơn để chỉ ra rằng có một trật tự ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ nội bộ và nguồn tài trợ bên ngoài, giữa phát hành nợ mới và phát hành cổ phần bất nguồn từ thông tin không cân xứng. Theo quan điểm của nhà đầu tư, vốn cổ phần và nợ đều có rủi ro, tuy nhiên, mức độ rủi ro ở vốn cổ phần cao hơn, do đó đòi hỏi tỷ suất sinh lời cao hơn. Điều này dẫn tới một trật tự phân hạng, theo đó, đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng nguồn vốn nội bộ (chủ yếu là lợi nhuận giữ lại), tiếp theo là đến vay nợ mới và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần mới.

Ba ưu điểm lớn của thuyết trật tự phân hạng là: (1) Giải thích tại sao các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi nhất thường vay ít hơn. Không phải vì họ có các tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu thấp mà vì họ không cần nguồn tài trợ bên ngoài. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi ít hơn phát hành nợ vì họ không có nguồn vốn nội bộ đủ cho đầu tư vốn và vì tài trợ nợ chỉ đứng sau lợi nhuận giữ lại trong trật tự phân hạng đối; (2) Lý giải những hành động quản trị, đó là các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao với cơ hội đầu tư hạn chế sẽ cố gắng duy trì tỷ lệ nợ mục tiêu thấp trong khi các doanh nghiệp có cơ hội đầu tư lớn hơn các nguồn phát

sinh nội bộ buộc phải tăng tỷ lệ nợ; (3) Dự báo các thay đổi trong tỷ lệ nợ của nhiều doanh nghiệp ở giai đoạn phát triển bão hòa. Tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp tăng khi các doanh nghiệp có thâm hụt tài chính và giảm khi có thặng dư tài chính. Tuy nhiên, thuyết trật tự phân hạng không giải thích được các khác biệt trong tỷ lệ nợ giữa các ngành. Ví dụ, tỷ lệ nợ có xu hướng thấp trong các ngành công nghệ cao, tăng trưởng cao ngay cả khi nhu cầu vốn bên ngoài rất lớn.

Thuyết đánh đổi cấu trúc vốn

Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (trade-off theory), việc tài trợ từ nợ có ưu điểm là được hưởng lợi ích từ tấm chắn thuế. Ở mức nợ trung bình, xác suất kiệt quệ tài chính không đáng kể và giá trị hiện hữu của chi phí kiệt quệ tài chính cũng nhỏ nên việc vay nợ sẽ là một lợi thế cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp vay nợ ngày càng nhiều thì rủi ro phá sản sẽ ngày càng cao và làm sụt giảm giá trị doanh nghiệp; đến một lúc nào đó giá trị của tấm chắn thuế bằng với giá trị của chi phí kiệt quệ tài chính.

Lý thuyết đánh đổi được viết dưới dạng công thức như sau:

$$\begin{array}{rcccl} \text{Giá trị} & & \text{Giá trị} & & \text{Giá trị} & & \text{Chi phí} \\ \text{doanh} & = & \text{doanh} & + & \text{hiện tại} & - & \text{phá} \\ \text{nghiệp} & & \text{nghiệp được tài} & & \text{của} & & \text{sản kỳ} \\ & & \text{trợ hoàn toàn bằng} & & \text{khoản} & & \text{vọng} \\ & & \text{vốn cổ phần} & & \text{lợi thuế} & & \end{array}$$

Khác với lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đánh đổi giải thích được các khác biệt trong cấu trúc vốn giữa nhiều ngành. Ví dụ như các công ty tăng trưởng công nghệ cao, có tài sản rủi ro và hầu hết là vô hình thường sử dụng

tương đối ít nợ; các hãng hàng không có thể vay nhiều vì tài sản của họ là hữu hình và tương đối an toàn. Mặt khác, lý thuyết đánh đổi lại cung cấp một công thức cụ thể để xác định cơ cấu vốn tối ưu và giải thích được ảnh hưởng của thuế, chi phí phá sản và chi phí đại diện đến việc xác định cơ cấu vốn. Lý thuyết đánh đổi cho rằng, các công ty có nợ vay quá nhiều, không thể trả bằng tiền mặt trong vòng một vài năm, nên phát hành cổ phần, hạn chế cổ tức, hay bán bớt tài sản để huy động tiền mặt nhằm tái cấu trúc vốn. Tuy nhiên, cũng có nhiều điều mà lý thuyết đánh đổi không thể giải thích, như việc tại sao một số doanh nghiệp vẫn thành công, kết quả kinh doanh tốt khi vay rất ít nợ; hay trong thực tế khi giá cổ phiếu của doanh nghiệp đang cao và doanh nghiệp đang có nhu cầu về tài trợ bên ngoài thì công ty có nhiều khả năng phát hành cổ phiếu (hơn là vay nợ). Trong nghiên cứu của Marsh đối với các doanh nghiệp Anh, các biến động của giá cổ phiếu của đợt phát hành trước là một trong những căn cứ tốt nhất cho việc lựa chọn giữa vay nợ và phát hành cổ phiếu. Taggart và những nhà nghiên cứu khác đã phát hiện ra rằng các doanh nghiệp của Mỹ cũng có hành động tương tự.

Lý thuyết định thời điểm thị trường

Lý thuyết định thời điểm thị trường (market timing theory) đề cập đến một thực tiễn là, các doanh nghiệp cổ phần phát hành cổ phiếu ở giá cao và mua lại cổ phiếu ở mức giá thấp. Lý thuyết định thời điểm thị trường dự báo chiều hướng đối lập với lý thuyết đánh đổi. Trong thực tế, các doanh nghiệp thường có xu hướng phát hành cổ phiếu thay vì phát hành nợ vay khi giá thị trường của cổ phiếu cao so với giá trị sổ sách và giá thị trường của cổ phiếu đó trong

quá khứ; ngược lại, sẽ mua lại cổ phiếu nếu giá thị trường của cổ phiếu thấp so với giá trị sổ sách và giá cổ phiếu đó trong quá khứ.

Các bằng chứng thực nghiệm (nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995), Kamaths (1997) hay như của Graham và Harvey (2001)) cũng ủng hộ quan điểm cho rằng, giá cả đóng vai trò quan trọng trong việc phát hành cổ phần mới. Nghiên cứu của Panetta và Zingales (1998) cho thấy, các doanh nghiệp có xu hướng tiến hành IPO khi giá trị thị trường của cả ngành đang ở mức cao. Nghiên cứu của Marsh (1982), Lucas và McDonald (1990), Jung Kim và Stulzu (1996), Opler và Titman (2001) chỉ ra những đợt điều chỉnh vốn cổ phần (phát hành hay mua lại) có tương quan khá mạnh với giá cổ phiếu trên thị trường. Baker và Wurgler (2002) cũng khẳng định rằng, định thời điểm thị trường là yếu tố đầu tiên cần xem xét để quyết định cấu trúc vốn doanh nghiệp, nghĩa là các doanh nghiệp nhìn chung không quan tâm đến việc sử dụng nợ hay vốn cổ phần, họ chỉ lựa chọn hình thức tài trợ nào mà tại một thời điểm việc lựa chọn hình thức đó mang lại giá trị lớn hơn. Nghiên cứu của Welch (2004) 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.

Các bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn

Bên cạnh những khái niệm và lý thuyết về cơ cấu vốn, có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm để kiểm tra sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá trị doanh nghiệp như Murray Z. Frank và Vidhan K.Goyal (2009), Shumi Akhtar và Barry Oliver (2009), Yue Cheng và Christopher J.Green (2008),

Trần Hùng Sơn (2008), Nivorozhkin (2002)... hay những nghiên cứu về cấu trúc vốn ở các nước đang phát triển của Jean J.Chen (2003), Bevan và Danbotl (2002), Chui et al (2002), Ozkan (2001), Wald (1999), Rajan và Zingales (1995)... và những nghiên cứu về cấu trúc vốn tại các nước phát triển như Batsch (2002), Franck Bancel (2002), John R.Graham và Campbell R.Harvey... Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra những nhân tố chính ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty là: rủi ro kinh doanh, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, cơ hội tăng trưởng, lá chắn thuế, tính thanh khoản, lợi nhuận, quy mô công ty.

Diễn hình như nghiên cứu “Các yếu tố quyết định cơ cấu vốn: Những yếu tố nào đáng tin cậy” của Murray Z. Frank và Vidhan K.Goyal (2009) thông qua xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các công ty thương mại Mỹ giai đoạn 1950 - 2003. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng, các yếu tố đáng tin cậy nhất trong giải thích cơ cấu vốn là cơ hội tăng trưởng, lợi nhuận tỷ lệ nghịch với cơ cấu vốn; tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, quy mô công ty, lạm phát kỳ vọng tỷ lệ thuận với cơ cấu vốn.

Một nghiên cứu khác của Shumi Akhtar và Barry Oliver (2009) về “Các nhân tố quyết định cơ cấu vốn của các công ty đa quốc gia và các công ty trong nước” tại Nhật Bản đã cho kết quả cơ cấu vốn tỷ lệ nghịch với rủi ro kinh doanh của các công ty đa quốc gia, trong khi tỷ lệ thuận với rủi ro ngoại hối và quy mô công ty.

Nghiên cứu của Jean J. Chen (2003) dựa trên các nghiên cứu sơ bộ để tìm ra các nhân tố quyết định cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc đã chỉ ra cơ hội tăng trưởng, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, quy mô

công ty, thuế và tấm chắn thuế tỷ lệ thuận với cơ cấu vốn; trong khi lợi nhuận giữ lại có quan hệ tỷ lệ nghịch với cơ cấu vốn.

Kết quả nghiên cứu của Franck Bancel (2002) ở các nước châu Âu đã chỉ ra rằng khoảng ba phần tư doanh nghiệp có tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần mục tiêu và khoảng một nửa doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ mục tiêu này. Bên cạnh đó, nghiên cứu của John R. Graham và Campbell R. Harvey về quyết định lựa chọn cơ cấu vốn của các công ty tại Hoa Kỳ cho thấy, những nhân tố như tính linh hoạt tài chính và xếp hạng tín dụng là quan trọng nhất khi các giám đốc quyết định sử dụng nợ, còn khi sử dụng vốn cổ phần, họ quan tâm nhất là sự pha loãng EPS (thu nhập 1 cổ phần) và giá cổ phiếu gần đây.

Tại Việt Nam, một nghiên cứu của Trần Hùng Sơn (2008) về “Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, sử dụng số liệu của 45 công ty phi tài chính đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có giá trị thị trường lớn nhất tính đến thời điểm tháng 7 năm 2007 (loại trừ 2 quỹ đầu tư và Ngân hàng thương mại Sài Gòn Thương Tín). Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty bao gồm thanh khoản, lợi nhuận, quy mô công ty, tỷ lệ vốn góp nhà nước, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, đặc điểm riêng tài sản công ty. Trong đó, tính thanh khoản tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay/tổng tài sản. Lợi nhuận tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay trên tổng tài sản, điều này đúng với lý thuyết trật tự phân hạng, nghĩa là các công ty có nhiều lợi nhuận sẽ sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các hoạt động của mình, do đó



sẽ sử dụng ít nợ vay hơn. Quy mô công ty tỷ lệ nghịch với tổng nợ vay trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Điều này đúng với lý thuyết đánh đổi, tức là các công ty có quy mô càng lớn thì càng dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn vay hơn so với các công ty có quy mô nhỏ. Tỷ lệ vốn góp của Nhà nước tỷ lệ thuận với tổng nợ vay trên tổng tài sản, tức là các công ty có tỷ lệ vốn góp của Nhà nước càng cao thì càng dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn, nhất là các nguồn vốn dài hạn. Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình tỷ lệ nghịch với nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và tỷ lệ thuận với tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản. Điều này có nghĩa là các công ty có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản cao sẽ sử dụng ít nợ ngắn hạn hơn do phù hợp về thời hạn vay và tính chất của tài sản.

Ứng dụng lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết định thời điểm thị trường xác định cơ cấu vốn tối ưu đối với các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất

Dựa theo các lý thuyết kinh điển về cơ cấu vốn kết hợp với những bằng chứng thực nghiệm, tác giả đưa ra những nhân tố chính ảnh hưởng rõ ràng đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất tại Việt Nam đó là: lợi nhuận giữ lại, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, quy mô doanh nghiệp, cơ hội tăng trưởng, tính thanh khoản, thuế. Trong đó, lợi nhuận giữ lại (X1): Tác giả sử dụng tỷ số ROA đại diện cho nhân tố lợi nhuận giữ lại. Tỷ số này được xác định bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia tổng tài sản; Cơ hội tăng trưởng (X2): Dựa trên tốc độ tăng trưởng của tài sản, được tính bằng giá trị sổ sách của tài sản năm t /giá trị sổ sách của tài sản năm $t-1$; Tỷ lệ tài sản cố định hữu



hình (X3): Đại diện cho tính hữu hình của cơ cấu tài sản, được xác định bằng tỷ trọng tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản; Quy mô doanh nghiệp (X4): Được tính bằng logarit của tổng tài sản; Tính thanh khoản (X5): Tác giả sử dụng chỉ số tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn để đại diện cho chỉ số này; Thuế (X6): Sử dụng thuế suất thực tế doanh nghiệp đang áp dụng bằng cách lấy chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành chia cho lợi nhuận trước lãi vay và thuế; SOE: Đại diện cho hình thức sở hữu. Từ các nhân tố được chọn trong mô hình, tác giả tiến hành hồi quy (sử dụng phần mềm Eview 6) các số liệu thu thập từ báo cáo tài chính trong năm 2012 của 167 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, từ đó xác định cấu trúc vốn tối ưu cho các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất dựa vào công thức sau:

$$Y = F(X1, X2, X3, X4, X5, X6, SOE, X^2)$$

Với Y: Hệ số nợ theo giá trị thị trường, là biến phụ thuộc; X1, X2, X3, X4, X5, X6, SOE: Là những nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Theo mô hình lý thuyết, X1, X2, X3, X4, X5 tác động hai chiều làm tăng hoặc giảm giá trị doanh nghiệp. Hai nhân tố còn lại là X6 có tác động cùng chiều trong khi nhân tố SOE có tác động không rõ ràng.

Từ kết quả hồi quy, tác giả rút ra phương trình hồi quy là:

$$Y = -0,119647 - 1,342506 \times X1 + 1,167201 \times X2 - 0,140250 \times X3 + 0,020457 \times \log(X4) - 0,053423 \times X5 - 0,751299 \times X6 + 0,070384 \times SOE - 0,468319 \times X^2.$$

Thay các thông số năm 2012 của các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất với trọng số sử dụng là tổng tài sản của doanh nghiệp, khi đó:

$$Y(\text{SOE}) = -0,119647 - 1,342506 \times 5,22\% + 1,167201 \times 1,06 - 0,140250 \times 0,23 + 0,020457 \times \log(1.826.490) - 0,053423 \times 1,81 - 0,751299 \times 10,19\% + 0,070384 - 0,468319 \times 1,062 = 43,77\%$$

$$Y(\text{NONSOE}) = -0,119647 - 1,342506 \times 5,22\% + 1,167201 \times 1,06 - 0,140250 \times 0,23 + 0,020457 \times \log(1.826.490) - 0,053423 \times 1,81 - 0,751299 \times 10,19\% - 0,468319 \times 1,062 = 36,73\%$$

Điều này chỉ ra rằng, nếu xét đặc thù ngành thì hệ số nợ theo giá trị thị trường của các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất nên đạt ở mức 43,77% đối với doanh nghiệp nhà nước và 36,73% đối với doanh nghiệp ngoài nhà nước.

Kết luận và khuyến nghị

Phương pháp hồi quy đã dựa trên các yếu tố nội tại tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp như tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản, cơ hội tăng trưởng, thuế suất thực tế, hình thức sở hữu... để đưa ra cơ cấu vốn tối ưu. Trên cơ sở đó, tác giả đưa ra một số khuyến nghị sau:

(1) Các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất nên hướng tới việc điều chỉnh hệ số nợ theo giá trị thị trường trong trung hạn trên cơ sở hệ số nợ tối ưu của lĩnh vực sản xuất (43,77% đối với doanh nghiệp nhà nước và 36,73% đối với các doanh nghiệp còn lại) để phù hợp với đặc thù của từng doanh nghiệp.

(2) Thực hiện chính sách tài trợ linh hoạt, ưu tiên các nguồn vốn nội bộ. Trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng còn chưa phát triển và thiếu tính ổn định, chính sách của Nhà nước còn trong quá trình hoàn thiện thì chính sách cơ cấu vốn của các doanh nghiệp rất cần sự linh hoạt và chọn thời điểm, nhằm tận dụng tối đa các cơ hội tài trợ vốn với chi phí thấp. Hệ số nợ tối ưu là cơ sở để các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất điều chỉnh trong dài hạn nhằm tận dụng tối đa lợi thế của đòn bẩy nợ. Tuy nhiên với tình hình khó khăn chung của nền kinh tế, đặc biệt trong giai đoạn 2012 - 2013, huy động vốn từ bên ngoài là bài toán khó đối với hầu hết các doanh nghiệp. Vì vậy, thực hiện chính sách tài trợ linh hoạt là hết sức cần thiết, trong đó ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội sinh (lợi nhuận giữ lại) để điều chỉnh dần hệ số nợ trong dài hạn.

(3) Áp dụng linh hoạt tỷ lệ và hình thức chi trả cổ tức trên vốn điều lệ. Chính sách cổ tức cũng được sử dụng như một công cụ để điều chỉnh cơ cấu vốn. Trong điều kiện huy động vốn từ các ngân hàng, tổ chức tín dụng, thị trường tài chính... đều gặp khó khăn, các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất nên sử dụng chính sách cổ tức linh hoạt, với tỷ lệ và hình thức chi trả phù hợp với tình hình và cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Qua đó, dành tỷ trọng lớn lợi nhuận sau thuế để ổn định sản xuất - kinh doanh, tái đầu tư làm tăng quy mô vốn cổ phần (thường thông qua tăng lợi nhuận giữ lại và điều chỉnh hệ số nợ quay về hệ số nợ mục tiêu trên). Việc điều chỉnh cơ cấu vốn bằng chính sách cổ tức là một chiến lược dài hạn với tốc độ điều chỉnh cơ cấu vốn chậm.

(4) Chủ động xác định các nguyên tắc trong xây dựng cơ cấu vốn tối ưu. Trên cơ sở hệ số nợ tối ưu đối với lĩnh vực sản xuất, các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực này căn cứ vào đặc thù ngành nghề kinh doanh, tình hình tài chính cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn để xác định các nguyên tắc cơ bản trong xây dựng cơ cấu vốn tối ưu. Trong đó, nên ưu tiên nguyên tắc duy trì tính linh hoạt tài chính và đảm bảo khả năng tồn tại trong dài hạn để tránh nguy cơ phá sản cho doanh nghiệp.

ThS. Lê Minh Hương

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Aswath Damodaran (1997). "Corporate Finance - Theory and Practice". John Wiley & Sons.
2. Pierre Vernimmen (2005). "Corporate Finance: Theory and Practice". John Wiley & Sons.
3. Trần Hùng Sơn, Trần Việt Hoàng (2008). "Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam". Tạp chí Kinh tế Phát triển tháng 12/2008.
4. "Ứng dụng cấu trúc vốn động trong việc xác định cấu trúc vốn hợp lý của các công ty cổ phần tại Việt Nam" - Công trình dự thi Giải thưởng nghiên cứu khoa học sinh viên Nhà kinh tế trẻ năm 2010.
5. TS. Lê Đạt Chí (2013). "Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam". Tạp chí Nghiên cứu - Trao đổi (tháng 3 - 4/2013).
6. "Quyết định tài trợ, hành vi định thời điểm thị trường và đầu tư thực" - Đề tài nghiên cứu khoa học sinh viên tham gia xét giải thưởng Tài năng khoa học trẻ Việt Nam năm 2013.
7. <http://finance.vietstock.vn>, cophieu68.com, saga.vn, www.stern.nyu.edu/~adamodar.