Thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn doanh nghiệp: nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam

VÕ XUÂN VINH
TRẦN THỊ YẾN DUYÊN

Nghiên cứu này khám phá mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006 - 2012. Bằng phương pháp phân tích hồi quy Pooled OLS, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn của công ty. Phát hiện này giúp các nhà quản trị có thể đưa ra những quyết định đúng đắn trong việc lựa chọn cấu trúc vốn phù hợp cho công ty.

Từ khóa: *tính thanh khoản, thanh khoản cổ phiếu, cấu trúc vốn, đòn bẩy tài chính, thị trường chứng khoán.*

1. Giới thiệu

Quyết định cấu trúc vốn của công ty là một trong những vấn đề quan trọng của doanh nghiệp. Nhiều lý thuyết được xây dựng nhằm giải thích sự khác biệt trong việc lựa chọn cấu trúc vốn như lý thuyết không khác biệt (Modigliani et al. 1958), lý thuyết đánh đổi (Bradley rt al. 1984) và lý thuyết trật tự phân hạng (Myers et al. 1984). Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã kiểm định các lý thuyết trên với các yếu tố quyết định cấu trúc vốn như lợi nhuận, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng. Gần đây, nhiều nghiên cứu xem xét thanh khoản là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của công ty (Bahman et al. 2013; Frieder et al. 2006; Karim 2011; Lipson et al. 2009; Udomsirikul et al. 2010). Ở những thị trường khác nhau, các nghiên cứu về thanh khoản và cấu trúc vốn cũng cho kết quả khác nhau nhưng hầu hết các nghiên cứu đều dựa trên giả thuyết cho rằng thanh khoản cổ phiếu tăng thì đòn bẩy tài chính giảm. Tuy nhiên, chưa có nhiều nghiên cứu quan hệ thanh khoản và cấu trúc vốn sử dụng dữ liệu Việt Nam và nghiên cứu này là một trong những nghiên cứu đầu tiên về chủ đề này ở Việt Nam.

2. Giả thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết đánh đổi, Butler et al. (2005) cho thấy những công ty có cổ phiếu thanh khoản cao thì có chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thấp. Do đó các công ty có xu hướng tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu hơn là đi vay. Nhiều nghiên cứu trước cũng cho rằng thanh khoản có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn (Bahman et al. 2013; Frieder et al. 2006; Karim 2011; Khapko 2009; Lipson et al. 2009; Meysam et al. 2012; Udomsirikul et al. 2010).

Giả thuyết H_1: Những công ty có cổ phiếu thanh khoản cao thì có đòn bẩy tài chính thấp.

Ngoài ra, chúng tôi còn kiểm định một số giả thuyết khác, bao gồm:

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty tăng trưởng cao có xu hướng thích sử dụng nợ vì những công ty này phải đối mặt với nhiều thông tin bất đối xứng và do đó chi phí vốn chủ sở hữu cao hơn so với các công ty tăng

Võ Xuân Vinh, TS., Trường đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh; Trần Thị Yến Duyên, ThS., Công ty TNHH MTV Dược Sài Gòn (SAPHARCO).

trưởng thấp. Frank et al. (2009) cũng cho rằng những công ty có giá trị thị trường trên giá trị sổ sách cao thì có đòn bẩy tài chính thấp. Theo lý thuyết đánh đổi, các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thường thích sử dụng nhiều vốn cổ phần để giảm thiểu việc đầu tư kém. Harris et al. (1991) cho rằng một công ty với cơ hội tăng trưởng cao thì không thích phát hành nợ để tài trợ cho các dự án, do có chi phí khó khăn tài chính cao, và tài sản vô hình không còn giá trị trong trường hợp công ty phá sản. Do đó, nghiên cứu này cũng kỳ vọng một mối quan hệ nghịch biến giữa tăng trưởng và đòn bẩy tài chính. *Giả thuyết H_2: Những công ty có cơ hội tăng trưởng cao thì có đòn bẩy tài chính thấp.*

Việc công ty phát hành cổ phiếu mới được coi là cung cấp một tín hiệu cho thị trường tài chính về viễn cảnh tương lai của công ty hay các hoạt động tương lai do các nhà quản trị công ty hoạch định. Theo lý thuyết thời điểm thị trường (Baker et al. (2002), các công ty có xu hướng phát hành cổ phiếu mới khi giá cổ phiếu cao và mua lại cổ phiếu khi giá trị thị trường của cổ phiếu xuống thấp vì các nhà quản trị tin rằng họ có thể gia nhập thị trường đúng lúc để tối đa hóa giá trị của công ty. *Giả thuyết H_3: Giá trị thị trường của cổ phiếu cao thì công ty có đòn bẩy tài chính thấp.*

Đòn bẩy tài chính còn bị ảnh hưởng bởi lợi nhuận của công ty. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, lợi nhuận có mối quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính vì các công ty thích tài trợ nội bộ cho các dự án hơn là huy động nợ. Rajan et al. (1995) cũng cho thấy lợi nhuận tăng dẫn đến đòn bẩy tài chính của công ty giảm. *Giả thuyết H_4: Lợi nhuận công ty cao thì đòn bẩy tài chính thấp.*

Cấu trúc vốn chịu ảnh hưởng nặng nề bởi rủi ro lợi nhuận hoạt động của công ty. Rủi ro lợi nhuận hoạt động càng lớn sẽ làm cho niềm tin của các nhà đầu tư vào công ty càng giảm. Vì vậy, công ty sẽ rất khó tiếp cận nguồn vốn bên ngoài. Mặt khác, Deesomak et al. (2004) cho rằng sự biến động của lợi nhuận tăng sẽ làm tăng khó khăn tài chính từ đó công ty không có khả năng thực hiện các nghĩa vụ nợ. Do đó, biến động của lợi nhuận được kỳ vọng có tương quan nghịch với đòn bẩy tài chính của công ty. *Giả thuyết H_5: Rủi ro lợi nhuận hoạt động cao thì công ty có đòn bẩy tài chính thấp.*

Lý thuyết đánh đổi dự đoán đòn bẩy tài chính và tài sản hữu hình có mối tương quan cùng chiều. Titman et al. (1998) cũng cho rằng, tài sản hữu hình có tác động cùng chiều đến đòn bẩy tài chính vì nó có thể được dùng để thế chấp. Theo lý thuyết đại diện, tài sản cố định hữu hình có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp, làm giảm rủi ro cho chủ nợ trong trường hợp công ty lâm vào nguy cơ phá sản. Nếu tỷ lệ này thấp, chi phí tài chính cho nợ vay tăng cao. Do đó, nghiên cứu này kỳ vọng một mối quan hệ đồng biến giữa các tài sản cố định hữu hình và đòn bẩy tài chính. *Giả thuyết H_6: Công ty có tài sản cố định hữu hình cao thì có đòn bẩy tài chính cao.*

Theo lý thuyết đánh đổi, lá chắn thuế không nợ cao sẽ làm giảm những lợi ích về thuế khi sử dụng nợ. DeANGELO et al. (1980) cho rằng những công ty có lá chắn thuế không nợ (được đại diện bởi khấu hao) cao thì có xu hướng sử dụng nợ thấp. Vì thế, nghiên cứu này kỳ vọng một mối quan hệ ngược chiều giữa lá chắn thuế không nợ và đòn bẩy tài chính. *Giả thuyết H_7: Lá chắn thuế không nợ và đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều.*

Quy mô công ty là một trong những yếu tố quan trọng quyết định cấu trúc vốn (Deesomsak et al. 2004; Rajan et al. 1995). Những công ty lớn thích sử dụng nhiều nợ hơn những công ty nhỏ (Franl et al. 2009; Titman et al. 1998). Theo lý thuyết đánh đổi, các công ty lớn có xu hướng đa dạng ngành nghề hơn và do đó chi phí phá sản thấp hơn. Do đó, bài báo kỳ vọng quy mô công ty và đòn bẩy tài chính có tương quan cùng chiều. *Giả thuyết H_8: Những công ty có quy mô lớn thì có đòn bẩy tài chính cao.*

Lý thuyết đại diện cho rằng sở hữu tập trung có tương quan ngược chiều với tỷ lệ nợ của công ty. Wiwattanakantang (1999) chứng minh sở hữu cổ đông lớn có tương quan ngược chiều với đòn bẩy tài chính. Nhiều nghiên cứu trước đây cũng cho thấy những công ty có sở hữu tập trung thì có đòn bẩy tài chính thấp (Meysam et al. 2012; Santos et al. 2013; Udomsiri et al. 2010). *Giả thuyết H9: Sở hữu tập trung có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính của công ty.*

Những công ty có sở hữu nhà nước cao thường sử dụng nhiều nợ hơn những công ty có sở hữu nhà nước thấp. Do có sự bảo lãnh của nhà nước nên các công ty này tạo được uy tín đối với các tổ chức tín dụng và được ưu đãi về lãi vay hơn những công ty không có sở hữu nhà nước nên các họ thường tận dụng lợi thế này khi vay nợ. Giống như Li et al. (2009) và Liu et al. (2011), chúng tôi xây dựng *Giả thuyết H_{10}: Những công ty có sở hữu nhà nước cao thì có đòn bẩy tài chính cao.*

Theo Li et al. (2009) và Gurunlu et al. (2010), sở hữu nước ngoài có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính. Những công ty có sở hữu nước ngoài cao thường có đòn bẩy tài chính thấp do các nhà đầu tư nước ngoài muốn giảm thông tin bất cân xứng và tăng nợ để kiểm soát vấn đề đại diện. *Giả thuyết H_{11}: Đòn bẩy tài chính và sở hữu nước ngoài có mối quan hệ ngược chiều.*

Theo Michaely et al. (2012), sở hữu tổ chức là một trong những yếu tố quan trọng quyết định cấu trúc vốn của công ty. Những công ty có sở hữu tổ chức cao thường phát hành vốn chủ sở hữu hơn phát hành nợ vì các cổ đông tổ chức sẽ thay thế cho các chủ nợ trong vai trò giám sát và làm giảm thông tin bất cân xứng giữa các nhà quản lý và cổ đông bên ngoài. Vì vậy, nghiên cứu này kỳ vọng sở hữu tổ chức có mối quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính của công ty. *Giả thuyết H_{12}: Sở hữu tổ chức có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính của công ty.*

3. Phương pháp nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, mô hình hồi quy dữ liệu bảng được sử dụng để kiểm tra sự tác động của biến độc lập đến biến phụ thuộc. Với dữ liệu bảng không cân bằng đã thu thập được, ước lượng hồi quy Pooled OLS được dùng để kiểm định giả thuyết được đặt ra.

Tính thanh khoản tính theo Datar et al. (1998) đã được sử dụng phổ biến trong nghiên cứu thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu, theo công thức:

$$LIQ_{it} = \frac{ST_{it}}{SO_{it}}$$

Trong đó: - LIQ_{it}: tỷ số vòng quay của cổ phiếu i trong thời gian t, là chỉ số đại diện cho tính thanh khoản cổ phiếu.

- ST_{it}: số cổ phiếu i giao dịch trong thời gian t

- SO_{it}: số cổ phiếu i đang lưu hành trong thời gian t

4. Mô hình nghiên cứu

Tương tự như Udomsirikul et al. (2010), mô hình nghiên cứu của bài báo như sau:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{i,t-1} + \beta_2 GROW_{i,t-1} + \beta_3 PRC_{i,t-1} + \beta_4 PROF_{i,t-1} + \beta_5 VOL_{i,t-1} + \beta_6 TANG_{i,t-1} + \beta_7 NDTS_{i,t-1} + \beta_8 SIZE_{i,t-1} + \beta_9 OWN_{i,t-1} + \mu_{it} \quad (1)$$

Cơ cấu sở hữu cũng tác động đến quyết định cấu trúc vốn, thể hiện ở nhiều nghiên cứu gần đây (Gurunlu et al. 2010; Li et al. 2009; Michaely et al. 2012). Do vậy, sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài và sở hữu của tổ chức được đưa vào mô hình như sau:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{i,t-1} + \beta_2 GROW_{i,t-1} + \beta_3 PRC_{i,t-1} + \beta_4 PROF_{i,t-1} + \beta_5 VOL_{i,t-1} + \beta_6 TANG_{i,t-1} + \beta_7 NDTS_{i,t-1} + \beta_8 SIZE_{i,t-1} + \beta_9 OWN_{i,t-1} + \beta_{10} SOWN_{i,t-1} + \beta_{11} FOWN_{i,t-1} + \beta_{12} IOWN_{i,t-1} + \mu_{it} \quad (2)$$

Trong đó các biến của mô hình (1) và (2) được mô tả trong bảng 1.

BẢNG 1: **Mô tả cách đo lường các biến được sử dụng trong nghiên cứu**

Tên biến	Kỳ vọng dấu	Giải thích	Cách đo lường
Biến phụ thuộc			
LEV		Giá trị sổ sách của đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản
M_LEV		Giá trị thị trường của đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/(Tổng nợ + Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu)
Biến độc lập			
LIQ	-	Tính thanh khoản cổ phiếu	Số cổ phiếu giao dịch/Số cổ phiếu đang lưu hành
Biến kiểm soát			
GROW	-	Cơ hội tăng trưởng	Giá trị thị trường của tổng tài sản/Giá trị sổ sách của tổng tài sản
PRC	-	Đại diện cho giá cổ phiếu	Log(Giá cổ phiếu giao dịch trung bình trong năm tính theo đơn vị tính là ngàn đồng)
PROF	-	Lợi nhuận	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Tổng tài sản
VOL	-	Rủi ro lợi nhuận hoạt động	$\lvert f$EBIT — fEBIT trung bình trong mẫu$\rvert$
TANG	+	Tài sản cố định hữu hình	Tài sản cố định hữu hình/Tổng tài sản
NDTS	-	Lá chắn thuế không nợ	Khấu hao tài sản cố định/Tổng tài sản
SIZE	+	Quy mô công ty	Ln(Tổng tài sản tính theo đơn vị tính là triệu đồng)
OWN	-	Sở hữu tập trung	Tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông lớn
SOWN	+	Sở hữu nhà nước	Tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông nhà nước
FOWN	-	Sở hữu nước ngoài	Tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông nước ngoài
IOWN	-	Sở hữu tổ chức	Tỷ lệ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông tổ chức

5. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu kế toán được lấy từ các báo cáo tài chính đã kiểm toán và báo cáo thường niên của các công ty. Dữ liệu thị trường được thu thập từ Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Chúng tôi loại bỏ những công ty bị gián đoạn giao dịch trong năm và có lợi nhuận hoạt động âm vì nó ảnh hưởng đến tính thanh khoản của cổ phiếu trong năm đó, loại bỏ những ngân hàng, các tổ chức tài chính vì cấu trúc vốn có đặc thù riêng. Cuối cùng, dữ liệu dùng trong nghiên cứu này là dữ liệu bảng không cân bằng với tổng cộng là 728 quan sát cho giai đoạn từ tháng 01-2006 đến tháng 12-2012.

6. Kết quả và thảo luận

6.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày tóm tắt giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất, trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn của các biến được sử dụng trong nghiên cứu này.

BẢNG 2: **Thống kê mô tả các biến**

Biến	Giá trị trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn
LEV	0,4795	0,5014	0,9613	0,0026	0,2094
M_LEV	0,4921	0,5093	0,9726	0,0026	0,2602
LIQ	1,1137	0,6559	10,1246	0,0006	1,3077
GROW	1,1799	0,9620	7,2524	0,3402	0,7390
PRC	1,3656	1,3580	2,7236	0,3551	0,3600
PROF	0,1133	0,0938	0,6090	0,0000	0,0801
VOL	0,5350	0,3416	9,5006	0,0001	0,8070
TANG	0,1932	0,1396	0,9617	0,0003	0,1893
NDTS	0,0268	0,0196	0,2079	0,0000	0,0253
SIZE	13,7070	13,5861	17,8377	11.1222	1,1382
OWN	0,4634	0,5090	0,9240	0,0000	0,2067
SOWN	0,2297	0,1615	0,7992	0,0000	0,2282
FOWN	0,1387	0,0764	0,4907	0,0000	0,1498
IOWN	0,4438	0,4912	0,9641	0,0000	0,2820

Nguồn: Tính toán của tác giả.

6.2. Ma trận tương quan

Bảng 3 trình bày hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu và các nhìn ban đầu về quan hệ giữa thanh khoản và cấu trúc vốn cũng như đòn bẩy tài chính và các biến số khác. Bảng này còn được sử dụng để xác định vấn đề đa cộng tuyến cho mô hình (ngoại trừ hai biến đo lường đòn bẩy tài chính (M_LEV và LEV)).

BẢNG 3: **Hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu**

Biến	M_LEV	LEV	LIQ	GROW	PRC	PROF	VOL	TANG	NDTS	SIZE	OWN	SOWN	FOWN	IOWN
M_LEV	1,0000													
LEV	0,8650	1,0000												
LIQ	0,1576***	0,1095***	1,0000											
GROW	-0,4046***	-0,2311***	-0,0261	1,0000										
PRC	-0,4406***	-0,2277***	0,0832**	0,6818***	1,0000									
PROF	-0,5034***	-0,3722***	-0,0809**	0,4109***	0,4098***	1,0000								
VOL	-0,0241	-0,0005	0,1807***	0,0481	0,0346	0,0794**	1,0000							
TANG	0,0475	0,0191	-0,1034***	-0,0201	-0,1839***	-0,0478	-0,0290	1,0000						
NDTS	-0,1032***	-0,1028***	-0,1129***	0,0777**	-0,0731**	0,1221***	-0,0493	0,5937***	1,0000					
SIZE	0,2218***	0,3173***	-0,1114***	0,0303	0,1274***	-0,0703*	0,0291	0,0498	-0,0460	1,0000				
OWN	0,0279	0,0539	-0,4004***	-0,0127	-0,1246***	0,0122	-0,0144	0,2159***	0,1708***	0,0864**	1,0000			
SOWN	-0,0594	-0,0263	-0,1319***	0,0912**	-0,0070	0,1029***	0,0251	0,2634***	0,2389***	0,0208	0,4285***	1,0000		
FOWN	-0,3557***	-0,3052***	-0,1833***	0,3144***	0,4445***	0,2178***	-0,0548	-0,0016	0,0506	0,2189***	-0,0306	-0,1181***	1,0000	
IOWN	-0,2043***	-0,1424***	-0,2876***	0,1227***	0,1146***	0,2114***	-0,0065	0,2121***	0,1723***	0,1859***	0,4957***	0,6804***	0,1476***	1,0000

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

6.3. Phân tích đơn biến

Phân tích đơn biến cho thấy cái nhìn ban đầu về sự tác động của thanh khoản lên đòn bẩy tài chính công ty. Có năm nhóm công ty dựa trên quy mô công ty từ nhóm một gồm các công ty có quy mô nhỏ nhất và nhóm năm bao gồm những công ty có quy mô lớn nhất trong mẫu. Trong mỗi nhóm được chia dựa trên quy mô công ty, dữ liệu tiếp tục được chia thành năm nhóm dựa trên tính thanh khoản. Nhóm một gồm những công ty có cổ phiếu thanh khoản thấp nhất và nhóm năm gồm những công ty có cổ phiếu thanh khoản cao nhất. Việc phân nhóm cho chúng ta thấy rõ hơn về mối quan hệ giữa thanh khoản và đòn bẩy tài chính. Những công ty có quy mô nhỏ hay lớn đều có giá trị sổ sách và giá trị thị trường trung bình của đòn bẩy tài chính cao khi thanh khoản cổ phiếu tăng.

BẢNG 4: **Thanh khoản và giá trị sổ sách của đòn bẩy tài chính**

	Quy mô công ty (SIZEt-1)									
Thanh khoản	**1 (Nhỏ nhất)**		**2**		**3**		**4**		**5 (Lớn nhất)**	
(LIQt-1)	**LIQt-1**	**LEVt**	**LIQt-1**	**LEVt**	**LIQt-1**	**LEVt**	**LIQt-1**	**LEVt**	**LIQt-1**	**LEVt**
1 (Nhỏ nhất)	0,1944	0,2764	0,1852	0,4660	0,1257	0,4812	0,1214	0,5033	0,1747	0,5405
2	0,5441	0,3368	0,5216	0,4624	0,4142	0,4672	0,3543	0,4952	0,3860	0,5244
3	0,8973	0,3210	0,8939	0,4810	0,7248	0,5232	0,6646	0,5099	0,5964	0,4870
4	1,6198	0,3329	1,5709	0,3821	1,3157	0,5050	1,3217	0,5547	0,9413	0,5720
5 (Lớn nhất)	3,0158	0,3883	3,7741	0,4729	2,9402	0,5830	3,5272	0,6242	2,9372	0,5799
Khác biệt	2,8214	0,1119	3,5889	0,0069	2,8145	0,1018	3,4058	0,1209	2,7625	0,0394

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Đòn bẩy tài chính của nhóm công ty có thanh khoản cao thì cao hơn đòn bẩy tài chính của nhóm công ty có thanh khoản thấp. Sự khác biệt trong đòn bẩy tài chính giữa các nhóm theo xu hướng thanh khoản cao, công ty có đòn bẩy tài chính cao.

BẢNG 5: **Thanh khoản và giá trị thị trường của đòn bẩy tài chính**

	Quy mô công ty (SIZEt-1)									
Thanh khoản	**1 (Nhỏ nhất)**		**2**		**3**		**4**		**5 (Lớn nhất)**	
(LIQt-1)	**LIQt-1**	**M_LEVt**	**LIQt-1**	**M_LEVt**	**LIQt-1**	**M_LEVt**	**LIQt-1**	**M_LEVt**	**LIQt-1**	**M_LEVt**
1 (Nhỏ nhất)	0,1944	0,3131	0,1852	0,4819	0,1257	0,5476	0,1214	0,5869	0,1747	0,5001
2	0,5441	0,3339	0,5216	0,4722	0,4142	0,4849	0,3543	0,5193	0,3860	0,5184
3	0,8973	0,3529	0,8939	0,4990	0,7248	0,5416	0,6646	0,5153	0,5964	0,5149
4	1,6198	0,3330	1,5709	0,4252	1,3157	0,5643	1,3217	0,6327	0,9413	0,6050
5 (Lớn nhất)	3,0158	0,4471	3,7741	0,5574	2,9402	0,6776	3,5272	0,6741	2,9372	0,6547
Khác biệt	2,8214	0,1340	3,5889	0,0755	2,8145	0,1300	3,4058	0,0872	2,7625	0,1546

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Giá trị thị trường trung bình của đòn bẩy tài chính trong nhóm cũng cho kết quả giống như giá trị sổ sách trung bình của đòn bẩy tài chính. Phân tích này cũng cho thấy sự khác biệt so với kết quả sắp xếp của Udomsirikul et al. (2010), nhóm công ty có thanh khoản thấp thì có đòn bẩy tài chính cao hơn.

6.4. Phân tích kết quả hồi quy

BẢNG 6: **Kết quả mô hình hồi quy Pooled OLS**

Biến	**Giá trị sổ sách của đòn bẩy (LEV)**		**Giá trị thị trường của đòn bẩy (M_LEV)**	
	Hệ số hồi quy	**Trị thống kê P**	**Hệ số hồi quy**	**Trị thống kê P**
C	-0,1762**	0,0424	0,1419	0,1373
LIQ_{t-1}	0,0278***	0,0000	0,0430***	0,0000
$GROW_{t-1}$	-0,0034	0,7664	-0,0165	0,1961
PRC_{t-1}	-0,1008***	0,0006	-0,2473***	0,0000
$PROF_{t-1}$	-0,6645***	0,0000	-0,9711***	0,0000
VOL_{t-1}	-0,0038	0,6270	-0,0102	0,2413
$TANG_{t-1}$	-0,0064	0,8880	0,0076	0,8790
$NDTS_{t-1}$	-0,5049	0,1375	-0,6772*	0,0705
$SIZE_{t-1}$	0,0604***	0,0000	0,0586***	0,0000
OWN_{t-1}	0,0879**	0,0152	0,0777*	0,0510
R^2	**0,2695**		**0,4179**	
Số quan sát	**728**		**728**	

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Mô hình hồi quy đa biến cho kết quả thanh khoản cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính và có ý nghĩa ở mức 1%. Khi thanh khoản tăng, các công ty có xu hướng tìm nguồn vốn vay từ các ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu. Những công ty có cổ phiếu thanh khoản cao tạo được uy tín, thương hiệu trên thị trường. Bên cạnh đó, công ty có được sự tin tưởng hơn từ ngân hàng và các tổ chức tín dụng nên dễ tiếp cận hơn khi vay nợ. Kết quả này trái với giả thuyết H1 và các nghiên cứu khác (Frieder et al. 2006; Lipson et al. 2009; Meysam et al. 2012; Udomsirikul et al. 2010). Khi thanh khoản tăng, công ty có xu hướng phát hành cổ phiếu để tăng vốn thay vì đi vay nợ nhưng các công ty Việt Nam đã không tận dụng được những lợi ích từ việc phát hành cổ phiếu khi thanh khoản tăng mà vẫn sử dụng nợ cao hơn.

GROW có tương quan ngược chiều với đòn bẩy tài chính và không có ý nghĩa thống kê. Mặc dù vậy, kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi và tương tự như kết quả của Harris et al. (1991) cho rằng, những công ty có cơ hội tăng trưởng cao thích sử dụng vốn chủ sở hữu hơn. Vì sử dụng đòn bẩy tài chính cao sẽ làm tăng chi phí khó khăn tài chính.

PRC có tương quan nghịch với đòn bẩy tài chính và có ý nghĩa ở mức 1%. Điều đó có thể thấy khi giá cổ phiếu tăng thì công ty thích phát hành cổ phiếu để huy động vốn hơn là đi vay nợ. Kết quả này phù hợp với lý thuyết của Baker et al. (2002).

PROF có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Những công ty có lợi nhuận cao, các nhà quản lý thích dùng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các dự án khả thi hơn. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

VOL có tương quan ngược chiều với đòn bẩy tài chính và không có ý nghĩa thống kê. Rủi ro trong lợi nhuận hoạt động cao sẽ làm tăng khó khăn tài chính và có khả năng không thể đáp ứng được các cam kết nghĩa vụ nợ, nên khó huy động vốn bằng nợ vay. Hơn nữa, rủi ro này càng lớn, niềm tin của các nhà đầu tư vào doanh nghiệp sẽ giảm nên khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài rất thấp. Công ty có thể bỏ qua biến động này nếu mức vay thấp hơn khả năng trả nợ của mình (Deesomsak và ctg. (2004)).

TANG có tương quan ngược chiều với LEV. Điều này trái ngược với nền tảng được đặt ra bởi Jensen et al. (1976) và trái với Dejong et al. (2008). Điều này có thể do đặc trưng của các công ty ở Việt Nam thường dùng nợ ngắn hạn để đầu tư tài sản dài hạn. Nhưng TANG lại có tương quan cùng chiều với M_LEV và không có ý nghĩa thống kê.

NDTS có quan hệ ngược chiều với LEV và không có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy các công ty Việt Nam chưa tận dụng tốt hiệu quả của lá chắn thuế từ nợ vay. Với biến phụ thuộc là M_LEV thì có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Vì những lợi ích về thuế khi dùng nợ sẽ giảm khi các khoản khấu trừ thuế khác tăng lên (như chi phí khấu hao). Kết quả này phù hợp với lý thuyết lý đánh đổi và nghiên cứu của Deangelo et al. (1980).

SIZE có tương quan cùng chiều với đòn bẩy tài chính và có ý nghĩa ở mức 1%. Lý thuyết đánh đổi cho rằng những công ty lớn thì khó có thể phá sản nên có thể sử dụng nhiều nợ vay. Hơn nữa, công ty có quy mô lớn thì có ít thông tin bất cân xứng hơn những công ty có quy mô nhỏ nên có chi phí đại diện thấp hơn. Những công ty lớn có được vị trí tốt hơn khi tiếp cận vốn vay từ các ngân hàng. Cấu trúc vốn của các công ty Việt Nam phù hợp với lý thuyết đánh đổi.

OWN có tương quan dương với LEV và có ý nghĩa ở mức 5%. Bên cạnh đó, OWN cũng có tương quan cùng chiều với M_LEV và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Những công ty có sở hữu tập trung cao thì có tỷ lệ nợ cao. Điều này trái với lý thuyết đại diện và lý thuyết tín hiệu. Deesomask et al. (2004) giải thích rằng các lý thuyết phát triển nhằm để giải thích hành vi trong thị trường phát triển có thể không áp dụng được đối với các nền kinh tế mới nổi. Những công ty có sở hữu tập trung cao, trong đó gia đình nắm giữ một tỷ lệ sở hữu đáng kể được kỳ vọng có ít thông tin bất cân xứng giữa chủ sở hữu và người cho vay, với chi phí giao dịch thấp và dễ tiếp cận nợ vay hơn. Kết quả này trái với giả thuyết nghiên cứu và trái với kết quả của Udomsirikul và ctg. (2010).

Hệ số xác định $R^2 = 0.2695$ (khi biến phụ thuộc là LEV) và $R^2 = 0.4179$ (khi biến phụ thuộc là M_LEV) cho thấy sự tác động của các yếu tố trong mô hình giải thích được 26,95% sự thay đổi giá sổ sách của đòn bẩy tài chính và 41,79% sự thay đổi của giá thị trường của đòn bẩy tài chính. Các giả thuyết H_3, H_4, H_7, H_8 được chấp nhận. Khi giá cổ phiếu tăng cũng như khi công ty có lợi nhuận cao thì công ty có đòn bẩy tài chính thấp. Hơn nữa, những công ty có quy mô càng lớn thì sử dụng nợ càng nhiều và lá chắn thuế không nợ cao thì công ty dùng nợ ít lại vì những lợi ích về thuế khi vay nợ giảm. Các giả thuyết H_1, H_2, H_5, H_6, H_9 bị bác bỏ. Sở hữu tập trung tác động cùng chiều lên đòn bẩy tài chính của công ty.

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy khi thêm cơ cấu sở hữu

BẢNG 7: Kết quả mô hình hồi quy khi thêm cơ cấu sở hữu

Biến	Giá trị sổ sách của đòn bẩy (LEV)		Giá trị thị trường của đòn bẩy (M_LEV)	
	Hệ số hồi quy	Trị thống kê P	Hệ số hồi quy	Trị thống kê P
C	-0,3810	0,0000	-0,0510	0,5924
LIQ_{t-1}	0,0147**	0,0118	0,0311***	0,0000
$GROW_{t-1}$	-0,0075	0,4989	-0,0210*	0,0897
PRC_{t-1}	-0,0104	0,7227	-0,1669***	0,0000
$PROF_{t-1}$	-0,5624***	0,0000	-0,8597***	0,0000
VOL_{t-1}	-0,0064	0,3934	-0,0124	0,1390
$TANG_{t-1}$	0,0245	0,5703	0,0398	0,4113
$NDTS_{t-1}$	-0,4068	0,2089	-0,6059*	0,0948
$SIZE_{t-1}$	0,0726***	0,0000	0,0703***	0,0000
OWN_{t-1}	0,1241***	0,0013	0,1296***	0,0027
$SOWN_{t-1}$	0,0518	0,2106	0,0625	0,1774
$FOWN_{t-1}$	-0,3740***	0,0000	-0,3065***	0,0000
$IOWN_{t-1}$	-0,1448***	0,0000	-0,1712***	0,0000
R^2	0,3478		0,4625	
Số quan sát	728		728	

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kết quả ước lượng mô hình (2) cho thấy sở hữu nhà nước và đòn bẩy tài chính (giá trị sổ sách và giá trị thị trường) có tương quan dương và không có ý nghĩa thống kê. Những công ty có sở hữu nhà nước cao thì có tỷ lệ nợ cao. Điều này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Li và ctg. (2009) và Liu và ctg. (2011). Sở hữu nước ngoài có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ và có ý nghĩa ở mức 1%. Công ty có sở hữu nước ngoài cao thì có tỷ lệ nợ vay thấp. Điều này phù hợp với kết quả của Gurunle et al. (210). Sở hữu của tổ chức có mối quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Những công ty có sở hữu tổ chức cao thì có đòn bẩy tài chính thấp. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Michaely et al. (2012). Ở thị trường chứng khoán Việt Nam, sở hữu nước ngoài bị giới hạn, nhà đầu tư nước ngoài chỉ được nắm giữ tối đa 49% cổ phần trong các công ty niêm yết. Vì thế, nhà đầu tư nước ngoài khó trở thành cổ đông chi phối. Do đó, việc sử dụng nợ được xem như là công cụ để kiểm soát vấn đề đại diện. Giả thuyết H_{10} bị bác bỏ. Do số lượng công ty có sở hữu nhà nước trong giai đoạn khảo không nhiều nên chưa thể kết luận sở hữu nhà nước cao thì công ty dùng nợ nhiều. Giả thuyết H_{11}, H_{12} được chấp nhận. Sở hữu nước ngoài và sở hữu tổ chức cao góp phần giám sát tốt các hoạt động của công ty nên công ty có đòn bẩy tài chính thấp.

7. Kết luận

Nghiên cứu này tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa thanh khoản và đòn bẩy tài chính của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Kết quả cho thấy thanh khoản cao thì đòn bẩy tài chính cao thể hiện các công ty có có xu hướng đi vay nợ từ các ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu để huy động vốn cho các dự án của mình hơn là phát hành cổ phiếu. Điều này giúp các nhà quản lý hiểu rõ tác động của tính thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn để lựa chọn cấu trúc vốn phù hợp cho công ty. Cụ thể,

theo lý thuyết thì các nhà quản lý doanh nghiệp nên tận dụng cơ hội phát hành cổ phiếu để hạn chế nợ, đặc biệt là trong giai đoạn khủng hoảng. Tuy nhiên, thực tế trên thị trường chứng khoán Việt Nam các nhà quản trị doanh nghiệp không tận dụng lợi thế này nên trong giai đoạn vừa qua các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng vốn vay cao và không tránh khỏi rủi ro khi lãi suất tăng cao và khi ngân hàng thắt chặt tín dụng như trong giai đoạn vừa qua. Hơn nữa, sự hiểu biết các yếu tố tác động đến các quyết định cấu trúc vốn sẽ giúp cho các nhà quản trị xây dựng chính sách tài trợ có thể làm giảm chi phí vốn và làm tăng giá trị công ty.

Sự biến đổi của giá cổ phiếu, lợi nhuận, quy mô công ty, lá chắn thuế không nợ cũng ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của công ty. Vì thế, khi cần huy động vốn, các nhà quản trị nên cân nhắc giữa vay nợ hay phát hành cổ phiếu khi có sự thay đổi của các yếu tố trên. Hiểu biết về tác động của các yếu tố này lên đòn bẩy tài chính giúp cho việc hoạch định chính sách tài trợ của doanh nghiệp tốt hơn. Đối với các ngân hàng cũng có thể sử dụng những thông tin tác động của các yếu tố trên lên cấu trúc vốn để dự báo và có cách chính sách hạn chế việc doanh nghiệp vay thêm vốn không mong muốn khi doanh nghiệp đã vay ngân hàng.

Bên cạnh đó, cơ cấu sở hữu cũng là một trong những yếu tố có ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của công ty. Những công ty có sở hữu nước ngoài và sở hữu tổ chức cao thì có đòn bẩy tài chính thấp. Do đó, đối với các nhà đầu tư, các công ty quản lý quỹ có mong muốn lựa chọn cổ phiếu dựa trên dự báo tăng giảm lãi suất thì có thể mô phỏng được hành vi của các nhà quản trị doanh nghiệp trong hoạch định cấu trúc vốn của doanh nghiệp để lựa chọn cổ phiếu phù hợp với mong muốn của họ./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Amihud Y. (2008), 'Liquidity, The Value Of The Firm, And Corporate Finance', *Journal of Financial Economics*, vol. 20, no. 2,pp. 32-45.

2. Bahman K., Salman, F. & Seyed M.K. (2013), 'Liquidity and Capital Structure: Case of Malaysian Top 100 Public Listed Companies', *Proceedings of 3rd Asia-Pacific Business Research Conference*.

3. Baker M. & Jeffrey W. (2002), 'Market Timing and Capital Structure', *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 1,pp. 1-32.

4. Bradley M., Jarrell, G.A. & Kim E.H. (1984), 'On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence', *Journal of Finance*, vol. 39, no. 3,pp. 857 - 78.

5. Butler A.W., Grullon G. & Weston J.P. (2005), 'Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 2,pp. 331-48.

6. Datar V.T., Naik N.Y. & Radcliffe R. (1998), 'Liquidity and stock returns: An alternative test', *Journal of Financial Markets*, vol. 1, no. 2,pp. 203 - 19.

7. de Jong A., Kabir R. & Nguyen T.T. (2008), 'Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants', *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, no. 9,pp. 1954-69.

8. Jensen M.C. & Meckling W.H. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4,pp. 305-60.

9. Karim B.K. (2011), 'Stock Trading and Capital Structure in Tunisian Stock Exchange', *Journal of Business Studies Quarterly*, vol. 3, no. 2,pp. 10-24.

10. Khapko M. (2009), 'The Impact of stock market liquidity on corporate finance decisions', *PhD diss., Central European University*.

11. Lipson M.L. & Mortal S. (2009), 'Liquidity and capital structure', *Journal of Financial Markets*, vol. 12, no. 4,pp. 611-44.

12. Liu Q., Tian G. & Wang X. (2011), 'The effect of ownership structure on leverage decision: new evidence from Chinese listed firms', *Journal of the Asia Pacific Economy*, vol. 16, no. 2,pp. 254-76.

13. Meysam A. & Mohammadreza M. (2012), 'The Capital Structure and Liquidity on the Tehran Stock Exchange', *American Journal of Scientific Research*, vol. ISSN 1450-223X, no. 47,pp. 69 - 78.

14. Michaely R. & Vincent C. (2012), 'Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions?', *Johnson School Research Paper*, vol. Series No. 54-2011

15. Modigliani F. & Miller M.H. (1958), 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *The American Economic Review*, vol. 48, no. 3,pp. 261-97.

16. Santos M.S., Moreira A.C. & Vieira E.S. (2013), 'Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure', *Journal of Management and Governance*, vol. 17, no. 4,pp. 1-45.

17. Udomsirikul P., Seksak J. & Pornsit J. (2010), 'Liquidity and Capital Structure: The Case of Thailand', *Multinational Financial Management*, vol. 21, no. 2,pp. 106 - 17.