

Cấu trúc vốn và lợi nhuận bất thường tích lũy trên thị trường chứng khoán Việt Nam

VÕ XUÂN VINH

Bài viết nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và lợi nhuận bất thường tích lũy trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đưa ra hàm ý cho các nhà đầu tư trong việc theo đuổi một chiến lược có đòn bẩy tài chính thấp sẽ đem lại lợi ích cho các nhà đầu tư bởi vì các công ty có đòn bẩy tài chính thấp sẽ có lợi nhuận bất thường tích lũy dương cho một năm nắm giữ cổ phiếu.

Từ khóa: cấu trúc vốn, đòn bẩy tài chính, lợi nhuận bất thường, lợi nhuận bất thường tích lũy.

1. Giới thiệu

Các quyết định tài chính là vấn đề trọng tâm của mỗi doanh nghiệp thu hút nhiều học giả quan tâm nghiên cứu. Từ nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958), các nhà nghiên cứu đã tiếp bước và mở rộng, phát triển học thuyết giải thích về các quyết định liên quan đến cấu trúc vốn. Nghiên cứu đầu tiên của Modigliani và Miller về cấu trúc vốn đã cho rằng những doanh nghiệp có thể tối đa hóa nguồn vốn bằng cách sử dụng các khoản nợ. Mô hình thuế cơ bản cho rằng các công ty muốn sinh lợi cần phải vay thêm nợ. Ngược lại, học thuyết về trật tự phân hạng lại cho rằng, các công ty có khả năng sinh lãi nếu có xu hướng vay nợ ít hơn. Ngược lại với các nghiên cứu về lý thuyết, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm đều cho thấy một mối liên hệ trái chiều giữa đòn cân nợ và khả năng sinh lời như Kester (1986), Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995), Wald (1999), Booth và cộng sự (2001). Tuy nhiên, Long và Malitz (1985) nhận ra rằng đòn cân nợ có quan hệ cùng chiều đến khả năng sinh lời, nhưng mối liên hệ này không thực sự rõ ràng.

Tại Việt Nam, cả công ty và các nhà đầu tư trong suốt thời gian dài đều phân vân liệu họ có nên dùng các chỉ số về đòn cân nợ để hỗ trợ cho việc ra quyết định đầu tư.

Nhiều công ty chứng khoán và các quỹ đầu tư khuyến khích hàng của họ nên chọn lựa các công ty có tỷ số đòn cân nợ thấp để đầu tư, nhưng họ lại không thể cung cấp bằng chứng rõ ràng hoặc các lý do cơ bản nào cho lời tư vấn của mình.

2. Cơ sở lý thuyết

Các nghiên cứu lý thuyết cho rằng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty nói chung và tỷ lệ nợ và lợi nhuận cổ phiếu nói riêng là quan hệ ngược chiều. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cũng đưa ra kết luận mối quan hệ này là ngược chiều. Ví dụ, Titman (1984) nhấn mạnh rằng các công ty sản xuất máy móc và thiết bị nên vay nợ ít hơn để thu được lợi nhuận cao hơn. Titman và Wessels (1988) nghiên cứu các nhân tố quyết định đến cấu trúc vốn, kết quả cho thấy tồn tại một mối quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận và chỉ số nợ. Ngày càng nhiều các công ty có lợi nhuận cao thường có xu hướng sử dụng lợi nhuận để chi trả cho các khoản nợ và vì vậy tỷ số nợ giảm đi; còn những công ty có lợi nhuận thấp hơn thì lại có xu hướng vay nợ cao hơn để tài trợ quá trình hoạt động sản xuất. Moh'd và cộng sự (1998) cũng chỉ ra rằng, giữa

Võ Xuân Vinh, TS., Trung tâm Pháp Việt đào tạo về quản lý (CFVG) thành phố Hồ Chí Minh.

lợi nhuận công ty và nợ có mối quan hệ nghịch biến. Điều này tương đồng với kết quả của Myers và Majluf (1984) đề cập trong thuyết trật tự phân hạng.

Rajan và Zingales (1995) kết luận mối quan hệ giữa lợi nhuận và đòn bẩy tài chính là nghịch biến và mối liên hệ này có thể trở nên rõ ràng hơn khi các công ty mở rộng quy mô. Huang và Song (2006) cho thấy rằng tỷ số đòn cân nợ có mối tương quan nghịch với khả năng sinh lợi trên thị trường Trung Quốc. Muradoglu và Whittington (2001) chứng minh rằng tỷ số đòn cân nợ có thể dùng để dự báo hiệu quả công ty trên thị trường Anh, theo đó, những công ty nào có tỷ số nợ thấp thì sẽ có lợi nhuận cao hơn trên thị trường. Do vậy, nhà đầu tư có thể được khuyến nghị đầu tư vào một danh mục đầu tư có tỷ số nợ thấp để kiếm lợi nhuận cao hơn và công ty nên chọn tỷ số nợ thấp để tối đa hóa giá trị cổ phần.

Tóm lại, đa số các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra mối quan hệ này là nghịch chiều và đòn bẩy tài chính sẽ là một yếu tố liên quan được sử dụng để dự đoán lợi nhuận bất thường.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng của Muradoglu và Sivaprasad (2007) để xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận bất thường tích lũy từ cổ phiếu và cấu trúc vốn. Mô hình gồm biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường tích lũy trong 1 năm nắm giữ, thêm vào đó biến độc lập là đòn bẩy tài chính, bốn biến kiểm soát gồm: quy mô công ty, chỉ số giá trên giá sổ sách (P/B), chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu (P/E), mức độ rủi ro (beta) được dùng để giải thích lợi nhuận bất thường. Dữ liệu mẫu của nghiên cứu được thu thập từ 266 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2013.

• *Lợi nhuận bất thường (Abnormal return - AR)*

Khác với nghiên cứu của Muradoglu và Sivaprasad (2007), trong nghiên cứu này lợi nhuận cổ phiếu của mỗi công ty được tính toán hàng ngày và được định nghĩa là sự khác biệt của giá đóng cửa đã điều chỉnh cổ tức, chia tách và phát hành cổ phiếu (Fama và cộng sự, 1969). Chúng tôi lựa chọn phương pháp tính lợi nhuận hàng ngày của cổ phiếu, vì theo như nghiên cứu của Brown và Warner (1985), việc dùng dữ liệu hàng ngày sẽ đưa ra những kết quả của kiểm định thống kê chắc chắn hơn so với việc sử dụng dữ liệu tháng. Lợi nhuận bất thường được hiểu là sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu, được tính bằng công thức:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Trong đó: $R_{i,t}$ là lợi nhuận hàng ngày của cổ phiếu i vào ngày t ; $E(R_{i,t})$ là lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu i vào ngày t .

Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng lợi nhuận theo chỉ số VNIndex như là đại diện của lợi nhuận kỳ vọng của các loại cổ phiếu. Vì thế lợi nhuận bất thường của cổ phiếu i vào ngày t được định nghĩa như sau:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - [E(R)]_m$$

Trong đó: $AR_{i,t}$ là lợi nhuận bất thường của cổ phiếu i vào ngày t ; $R_{i,t}$ là lợi nhuận hàng ngày của cổ phiếu i vào ngày t ; $[E(R)]_m$ lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu i vào ngày t , được thể hiện bằng lợi nhuận theo VNIndex (cho tất cả các cổ phiếu).

• *Lợi nhuận bất thường tích lũy (Cumulative abnormal returns - CARs)*

Hầu hết trong các nghiên cứu, yêu cầu lợi nhuận bất thường tích lũy được tính trong 1 khoảng thời gian để có thể thấy được tổng quan ảnh hưởng của giá cổ phiếu, hoặc tiềm ẩn sự không chắc chắn về ngày chính xác của bất kỳ sự kiện nào sẽ ảnh hưởng quan trọng đến giá cổ phiếu. Thực tế có 2 phương pháp phổ biến cho việc tính toán lợi nhuận bất thường tích lũy qua thời gian, đó là lợi nhuận bất thường tích lũy (CARs) và chỉ số

thể hiện bất thường (API). Quyết định sử dụng phương pháp nào phụ thuộc vào việc lợi nhuận bất thường được đo lường trong khoảng thời gian liên tục hoặc rời rạc (Ohlson, 1978; Watts và Zimmerman, 1986). Trong khoảng thời gian liên tục, CARs thể hiện lợi nhuận bất thường theo danh mục, sẽ được cân đối lại vào mỗi thời điểm để có một tỷ trọng cân bằng đối với mỗi cổ phiếu. Vào khoảng thời gian rời rạc, API thể hiện lợi nhuận bất thường từ việc đầu tư ban đầu vào mỗi cổ phiếu và sau đó nắm giữ những cổ phiếu này qua một khoảng thời gian liên tục. Vì vậy, CARs được sử dụng trong nghiên cứu này để tính thu nhập bất thường trong 1 năm nắm giữ cổ phiếu liên tục, chúng tôi định nghĩa thu nhập bất thường tích lũy như sau:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^{n(*)} AR_{i,t}$$

Trong đó: $CAR_{i,t}$ là lợi nhuận bất thường tích lũy của cổ phiếu i trong 1 năm nắm giữ cổ phiếu liên tục; $AR_{i,t}$ là lợi nhuận bất thường vào ngày t của cổ phiếu i ; $n(*)$ là số ngày giao dịch trong 1 năm (không bao gồm thứ bảy, chủ nhật và các ngày lễ khác).

• Đòn bẩy tài chính (Leverage)

Nghiên cứu của Schwartz (1959) đề xuất rằng tỷ lệ tổng nợ trên tài sản ròng là cách đo lường tốt nhất của rủi ro gộp. Các doanh nghiệp trong các ngành khác nhau có cấu trúc tài sản khác nhau được tài trợ bởi dòng tiền được tạo ra từ các hình thức khác nhau của nợ và vốn chủ sở hữu. Việc sử dụng giá trị sổ sách cả hai biến đảm bảo rằng chúng ta đo cấu trúc vốn thông qua các dòng tiền được tạo ra vào thời điểm những tài sản được tài trợ. Schwartz (1959) cũng cho rằng một cấu trúc vốn tối ưu là việc tối đa hóa giá trị dài hạn của các cổ phiếu thường trên mỗi cổ phiếu. Việc sử dụng giá trị sổ sách cho các khoản nợ và vốn chủ sở hữu có thêm lợi thế hơn việc sử dụng các giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, vì không phải để xác định sự thay đổi trong giá trị cũng

không phải trong cơ cấu nguồn vốn đồng thời. Chính vì thế, nghiên cứu này thực hiện đo lường đòn bẩy tài chính theo giá trị sổ sách.

Công thức tính như sau:

$$\text{Đòn bẩy tài chính} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

• Chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu (P/E)

Theo nghiên cứu của Campbell và Shiller (1988), chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu là một yếu tố mạnh mẽ trong việc dự đoán lợi nhuận của cổ phiếu, đặc biệt là khi lợi nhuận đó được đo trong nhiều năm. Do vậy, nghiên cứu này cũng sử dụng biến chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu như là một biến kiểm soát để xem xét mối quan hệ giữa chỉ số P/E với lợi nhuận bất thường tích lũy trong thời gian nghiên cứu. Chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu được tính bằng công thức như sau:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Giá thị trường cổ phiếu}}{\text{Thu nhập bình quân 1 cổ phiếu}}$$

• Chỉ số giá trên giá trị sổ sách (P/B)

Nghiên cứu của Chan và cộng sự (1991) cho rằng chỉ số P/B thật sự có tác động đáng kể đối với lợi nhuận kỳ vọng. Vì vậy, nghiên cứu này cũng chọn chỉ số giá trên giá trị sổ sách làm biến kiểm soát để xác định mối quan hệ với lợi nhuận bất thường tích lũy.

Công thức như sau:

$$\text{Chỉ số } \frac{P}{B} = \frac{\text{Tổng giá thị trường cổ phiếu}}{\text{Tổng tài sản - Tổng nợ}}$$

• Quy mô công ty (Size)

Vốn hóa thị trường là một công cụ để đo lường quy mô công ty (Chan và Chen, 1991), được tính bởi công thức sau:

Quy mô công ty = $\text{Ln}(\text{Giá thị trường cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu lưu hành})$

• *Hệ số beta (Beta)*

Hệ số beta là hệ số đo lường sự biến động của lợi nhuận, đại diện cho rủi ro của cổ phiếu (Fama và French, 1992, 1996), được tính bởi công thức sau:

$$\text{Beta} = \frac{\text{Cov}_{i,M}}{\sigma_M^2}$$

Trong đó: $\text{Cov}_{i,M}$ là đồng phương sai của tài sản i và danh mục thị trường; σ_M^2 là phương sai của danh mục thị trường.

Sau khi tính toán các biến trong mô hình nghiên cứu, chúng tôi tiến hành sắp xếp lại biến đòn bẩy tài chính từ nhỏ nhất đến cao nhất không phụ thuộc vào cổ phiếu cũng như thời gian và đưa vào 10 nhóm của thập phân vị. Thập phân vị 1 sẽ là những công ty có đòn bẩy nhỏ nhất và thập phân vị 10 có đòn bẩy lớn nhất. Các giá trị lợi nhuận bất thường tích lũy của mỗi công ty cũng được đưa vào nhóm thập phân vị này tương ứng với đòn bẩy tài chính. Vì phân phối của CARs thể hiện độ lệch trái (left – skewed) và có phân phối độ nhọn (platykurtic), điều thể hiện bất thường và phân bố của CARs không được đề cập trong nghiên cứu này, trị thống kê t có thể được sử dụng do số lượng mẫu ($n \geq 30$) để kiểm chứng CARs khác 0. Hầu hết, các nhà nghiên cứu gồm Brown và Warner (1980, 1985), Barber và Lyon (1997), Lyon và cộng sự (1999), Muradoglu và Whittington (2001), Muradoglu và Sivaprasad (2007) cũng sử dụng trị thống kê t trong nghiên cứu của họ. Do vậy, nghiên cứu này cũng dùng trị thống kê t để kiểm định giả thuyết dựa vào ý nghĩa, công thức như sau:

$$t = \frac{\bar{X} - \mu_0}{\frac{s}{\sqrt{n}}}$$

Trong đó: $\bar{X}$ là giá trị trung bình CARs của mẫu; μ_0 là giá trị trung bình (giá trị

giả thuyết H_0 cần kiểm định); s là độ lệch chuẩn của mẫu và n là số lượng quan sát của mẫu.

Cuối cùng, mô hình nghiên cứu của chúng tôi như sau:

$$\text{CARs}_{i,t} = a + b_1 * \text{LEVERAGE}_{i,t} + b_2 * \text{PB}_{i,t} + b_3 * \text{PE}_{i,t} + b_4 * \text{SIZE}_{i,t} + b_5 * \text{BETA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó: CARs là lợi nhuận bất thường tích lũy của cổ phiếu i trong 1 năm nắm giữ; LEVERAGE là đòn bẩy tài chính bằng tổng nợ chia tổng tài sản của cổ phiếu i ; PB và PE đại diện cho chỉ số giá trên giá trị sổ sách và chỉ số giá trên thu nhập của cổ phiếu i ; SIZE là quy mô công ty i ; BETA là mức độ rủi ro cổ phiếu i ; $\varepsilon_{i,t}$ là sai số của mô hình.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 266 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2007 đến năm 2013. Các dữ liệu được sử dụng để tính toán đòn bẩy tài chính và các biến kiểm soát rủi ro, gồm: P/E, P/B, quy mô công ty được thu thập từ báo cáo tài chính từ năm 2007 đến năm 2013 và giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu ngày 31 tháng 12. Hệ số beta được tính toán bằng hàm slope của excel giữa dữ liệu lịch sử lợi nhuận hàng ngày của lợi nhuận cổ phiếu và lợi nhuận VN-Index từ ngày 1 tháng 1 đến ngày 31 tháng 12. Lợi nhuận bất thường tích lũy trong một năm nắm giữ cổ phiếu được tính toán bằng cách dùng giá đóng cửa điều chỉnh hàng ngày của phiếu từ ngày 1 tháng 1 đến ngày 31 tháng 12 của năm.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả về 6 biến được sử dụng trong nghiên cứu, gồm: lợi nhuận bất thường tích lũy (CARs), đòn bẩy tài chính (Leverage), chỉ số giá trên thu nhập cổ phiếu (P/E), chỉ số giá trên giá trị sổ sách (P/B), quy mô công ty (Size), mức độ rủi ro (hệ số beta).

BẢNG 1: Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

	CARS	LEVERAGE	P_B	P_E	SIZE	BETA
Mean	-0,03	0,48	1,31	10,95	26,40	0,78
Median	-0,01	0,50	0,93	7,34	26,20	0,81
Maximum	3,06	0,99	25,29	82,71	32,45	1,96
Minimum	-1,93	0,00	-0,17	-1,59	23,54	-0,45
Std.Dev.	0,44	0,21	1,39	11,53	1,33	0,42
Skewness	-0,01	-0,10	6,54	3,21	0,93	-0,06
Kurtosis	5,81	2,15	90,75	15,83	4,33	2,53
Observations	1.214	1.214	1.214	1.214	1.214	1.214

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. Tỷ số đòn cân nợ và lợi nhuận bất thường tích lũy

Bảng 2 trình bày trung bình lợi nhuận bất thường tích lũy (CARs) trong mỗi nhóm thập phân vị đòn bẩy tài chính.

BẢNG 2: Trung bình đòn bẩy tài chính và lợi nhuận bất thường tích lũy

LEVERAGE & CARs							
Thập phân vị LEVERAGE	Giá trị trung bình Leverage (%)	Giá trị trung bình CARs (%)		S _{CARs} (%)	Số mẫu quan sát	Trị thống kê t	Giá trị p
1(LOW)	12,28	1,03		43,39	122	0,262	0,794
2	23,20	9,47	**	45,39	121	2,296	0,023
3	30,45	2,03		44,88	121	0,499	0,619
4	38,45	0,45		41,16	122	0,120	0,905
5	46,47	2,53		43,83	121	0,635	0,526
6	52,91	-2,35		41,18	121	-0,629	0,531
7	58,44	-7,32	*	42,04	122	-1,924	0,057
8	64,15	-9,04	**	42,94	121	-2,316	0,022
9	70,42	-8,14	*	45,77	121	-1,957	0,053
10(HIGH)	81,67	-15,53	***	43,96	122	-3,903	0,000
Tổng cộng	47,84	-2,69	**	43,87	1214	-2,135	0,033

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Ghi chú: *, **, ***: hàm ý giả thuyết Ho bị từ chối ở mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

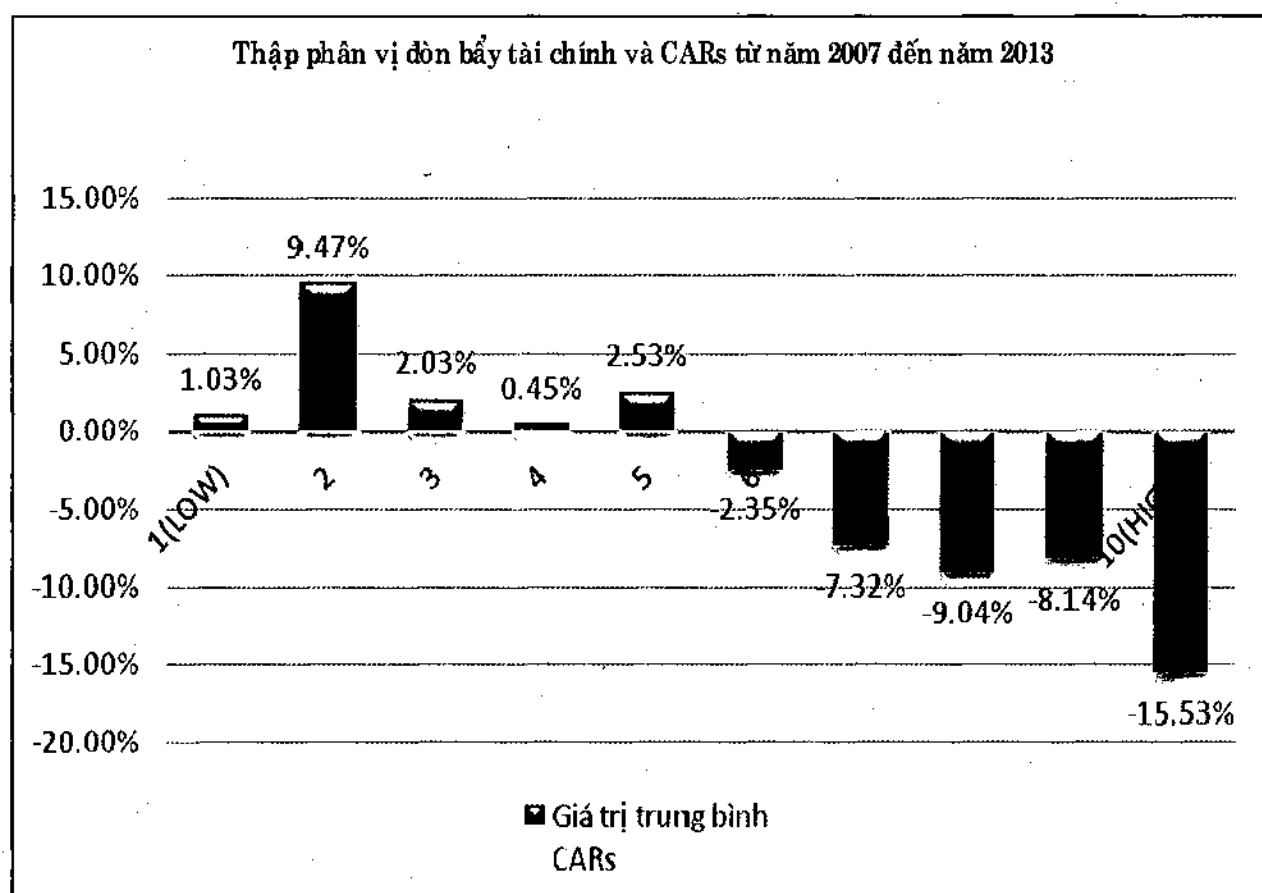
Thập phân vị số 1 trong bảng 2 bao gồm các doanh nghiệp với mức đòn bẩy tài chính thấp nhất 12,28% và thập phân vị số 10 bao gồm các doanh nghiệp với mức đòn bẩy tài chính cao nhất 81,67%. Thập phân vị 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 có mức đòn bẩy tài chính trung

binh tương ứng là 23,20%, 30,45%, 38,45%, 46,47%, 52,91%, 58,44%, 64,15% và 70,42%. Lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình (trung bình CARs) được trình bày trong cột 3 của bảng 2. Đối với mẫu tổng thể, hầu hết CARs khác 0 ở các mức ý nghĩa 1%, 5% và

10%. Tức là giả thuyết $H_0: \mu=0$ bị từ chối ở mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Trung bình CARs cho các công ty sử dụng vốn vay thấp nhất của thập phân vị 1 là 1,03%. Mặt khác, các doanh nghiệp sử dụng vốn vay cao nhất của thập phân vị 10 có giá trị CARs trung bình xấu nhất, nếu đầu tư vào công ty này sẽ bị lỗ nhiều nhất (-15,53%). Trong khi đó CARs trung bình cao nhất là của thập phân vị 2 (9,47%). Quan sát tổng thể ta thấy CARs đạt giá trị dương ở các thập phân vị đòn bẩy tài chính thấp (thập phân vị 1, 2, 3, 4 và 5), tiếp đó có xu hướng âm ở các thập phân vị đòn bẩy tài chính cao (thập phân vị 6, 7, 8, 9, 10). Tóm lại, CARs có xu hướng

giảm khi đòn bẩy tài chính tăng. Vì vậy, nếu sử dụng đòn bẩy như một chiến lược, nhà đầu tư dự định đầu tư vào các doanh nghiệp có đòn bẩy thấp nhất với khoảng nợ trung bình là 12,28% sẽ thu được lợi nhuận bất thường tích lũy 1,03% một năm trong khoảng thời gian nghiên cứu (2007-2013). Còn nếu nhà đầu tư dự định đầu tư vào các công ty có đòn bẩy cao nhất lên đến 81,67% có thể thu được lợi nhuận bất thường tích lũy là -15,53% một năm trong suốt khoảng thời gian 5 năm nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm này chỉ ra mối quan hệ nghịch chiều giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận bất thường tích lũy (hình 1).

HÌNH 1: Trung bình lợi nhuận bất thường tích lũy trong mỗi nhóm thập phân vị đòn bẩy tài chính trong mẫu nghiên cứu



Nghiên cứu này khá thống nhất với các nghiên cứu trước đây chứng minh rằng các công ty có mức đòn bẩy thấp tạo

ra khoản lợi nhuận dương cao hơn trên thị trường.

4.3. Ma trận hệ số tương quan

BẢNG 3: Ma trận tương quan giữa các biến

	CARs	LEVERAGE	P_B	P_E	SIZE	BETA
CARs	1					
LEVERAGE	-0,143	1				
P_B	0,362	-0,089	1			
P_E	-0,061	0,017	0,142	1		
SIZE	0,243	-0,131	0,406	0,113	1	
BETA	-0,085	0,092	0,026	0,099	0,168	1

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kết quả ở bảng 3 thể hiện hệ số tương quan giữa các biến đều khá nhỏ, không có cặp nào lớn hơn 0,8. Hơn nữa, kết quả kiểm định bằng cách sử dụng hệ số VIF khi ước lượng hồi quy cũng cho kết quả không có giá trị nào lớn hơn 10. Do vậy, có thể kết luận rằng khả năng xuất hiện đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy là không lớn.

4.4. Phân tích kết quả hồi quy

Để xem xét, lựa chọn mô hình phù hợp giữa mô hình các tác động cố định và mô hình các tác động ngẫu nhiên, nghiên cứu sử

dụng kiểm định Hausman (1978). Trong nghiên cứu này, giá trị xác suất của kiểm định Hausman bằng 0,000 (nhỏ hơn mức ý nghĩa 5%). Do vậy, mô hình tác động cố định được sử dụng trong nghiên cứu.

Sau khi ước lượng được mô hình hồi quy, nghiên cứu tiến hành đánh giá sự phù hợp của mô hình hồi quy và khắc phục những sai phạm của mô hình. Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy cuối cùng của mô hình tác động cố định trong mẫu nghiên cứu giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2013.

BẢNG 4: Kết quả hồi quy mô hình tác động cố định (giai đoạn nghiên cứu từ năm 2007 đến năm 2013)

Biến	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	Giá trị thống kê t	Giá trị p
C	-1,193***	0,251	-4,010	0,000
LEVERAGE	-0,209***	0,052	8,010	0,000
PB	0,095***	0,012	-4,220	0,000
PE	-0,004***	0,001	-3,340	0,001
Beta	-0,090***	0,027	4,910	0,000
SIZE	0,047***	0,010	-4,740	0,000

*Ghi chú: Biến phụ thuộc là CARs. *** tương ứng với mức ý nghĩa 1%*

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kết quả hồi quy cho thấy dấu của các hệ số hồi quy của biến LEVERAGE là âm, tức là đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều với lợi nhuận bất thường tích lũy với mức ý nghĩa 1%. Lợi nhuận bất thường tích lũy

giảm khi đòn bẩy tài chính tăng. Khi đòn bẩy tài chính tăng 1% thì giá trị của CARs suy giảm -0,2%.

Ngoài ra, kết quả ước lượng mô hình ở bảng 4 cũng cho thấy mối quan hệ giữa các

yếu tố khác tác động đến lợi nhuận bất thường tích lũy. Dấu của hệ số hồi quy PB là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho thấy công ty có PB càng cao thì sẽ cho lợi nhuận bất thường tích lũy trong 1 năm cao hơn những công ty có PB thấp. Hệ số hồi quy của biến PE có dấu âm và cũng có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, có thể kết luận sẽ thu được lợi nhuận bất thường trong 1 năm nắm giữ cổ phiếu cao hơn nếu đầu tư vào những công ty có PE thấp. Kết quả cũng cho thấy biến Beta có hệ số hồi quy mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy các công ty có rủi ro càng cao sẽ có lợi nhuận bất thường tích lũy trong 1 năm càng lớn. Hệ số hồi quy của biến Size là dương và cũng có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này đưa đến kết luận quy mô của công ty càng lớn thì lợi nhuận bất thường tích lũy trong 1 năm nắm giữ cổ phiếu sẽ càng cao. Điều này dẫn đến các doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ vấp phải nhiều khó khăn về hoạt động tài chính (thậm chí phá sản trong giai đoạn này) hơn những doanh nghiệp có quy mô lớn. Hay nói cách khác, doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì có thể sẽ tạo ra lợi nhuận dương.

5. Kết luận

Kết quả nghiên cứu này cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận bất thường tích lũy, nghĩa là lợi nhuận bất thường tích lũy giảm khi đòn bẩy tài chính tăng. Nghiên cứu chỉ ra rằng khi đòn bẩy tài chính tăng 1% thì giá trị của CARs suy giảm -0,2% trong thời gian nghiên cứu 7 năm từ năm 2007 -2013. Các nhà đầu tư có thể kiếm được lợi nhuận trong một năm suốt thời gian 7 năm nghiên cứu nếu chọn những công ty có tỷ số đòn cân nợ thấp. Chúng tôi cho rằng các công ty phi tài chính ở Việt Nam nên chọn chính sách tài chính tối ưu là sử dụng đòn bẩy tài chính thấp. Các công ty có lợi nhuận nên duy trì mức nợ thấp để ngăn chặn quá nhiều lợi nhuận được sử dụng trả lãi vay. Đối với các nhà đầu tư, theo đuổi một chiến lược có đòn bẩy tài chính thấp

sẽ mang lại lợi nhuận dương trong thời gian một năm nắm giữ cổ phiếu. Chúng tôi đề nghị một chiến lược đầu tư vào những công ty có tỷ số nợ dưới 50% sẽ giúp nhà đầu tư tìm kiếm được lợi nhuận. Bởi vì theo thống kê trên thì những công ty này mới có thể tạo ra lợi nhuận bất thường tích lũy dương (với giả định thời hạn nắm giữ cổ phiếu là 1 năm). Lợi nhuận bất thường tích lũy bị ảnh hưởng không đáng kể khi thêm các biến kiểm soát rủi ro (P/B, P/E, Beta, Size).

Đối với các công ty phi tài chính ở Việt Nam, các số liệu trên đã chỉ ra mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và lợi nhuận bất thường tích lũy là mối quan hệ nghịch biến. Các chính sách tài chính tối ưu là đòn bẩy tài chính. Các cổ đông luôn mong muốn tối đa hóa lợi nhuận. Các công ty nên giữ mức độ tỷ số đòn cân nợ thấp để ngăn chặn việc sử dụng quá nhiều lợi nhuận để thanh toán lãi vay. Tuy nhiên không vì thế mà các công ty tối đa hóa lợi nhuận của mình mà các công ty sử dụng cách tối thiểu hóa việc vay nợ bởi vì kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ này khá yếu, không phản ánh được mức độ ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên lợi nhuận bất thường của công ty, thay vào đó công ty nên kết hợp xem xét nhiều yếu tố khác như: P/E, P/B, quy mô... để có thể tối đa hóa lợi nhuận cũng như giá trị công ty một cách hiệu quả nhất./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Barber B.M. & Lyon J.D. (1997), Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of financial economics*, 43(3), 341-372.
2. Baturevich B. & Muradoglu G. (2005), *Predicting Abnormal Returns Using Debt Ratios*, working paper, Cass Business School.
3. Booth L., Aivazian V., Demircuc-Kunt A. & Maksimovic V. (2001), Capital structures in developing countries, *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
4. Brown S.J. & Warner J.B. (1980), Measuring security price performance, *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.

5. Brown S.J. & Warner J.B. (1985), Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of financial economics*, 14(1), 3-31.
6. Campbell J.Y. & Shiller R.J. (1988), Stock prices, earnings, and expected dividends, *The Journal of Finance*, 43(3), 661-676.
7. Chan K. & Chen N.F. (1991), Structural and return characteristics of small and large firms, *The Journal of Finance*, 46(4), 1467-1484.
8. Chan L.K., Hamao Y. & Lakonishok J. (1991), Fundamentals and stock returns in Japan, *The Journal of Finance*, 46(5), 1739-1764.
9. Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C. & Roll R. (1969), The adjustment of stock prices to new information, *International economic review*, 10(1), 1-21.
10. Fama E.F. & French K.R. (1992), The cross-section of expected stock returns, *the Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
11. Fama E.F. & French K.R. (1996), Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *The journal of finance*, 51(1), 55-84.
12. Huang G. & Song F.M. (2006), The determinants of capital structure: evidence from China, *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
13. Kester W.C. (1986), Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations, *Financial management*, 5-16.
14. Long M.S. & Malitz I.B. (1985), Investment patterns and financial leverage, *Corporate capital structures in the United States*, University of Chicago Press, pp. 325-352.
15. Lyon J.D., Barber B.M. & Tsai C.L. (1999), Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns, *The Journal of Finance*, 54(1), 165-201.
16. Modigliani F. & Miller M.H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American economic review*, 261-297.
17. Moh'd M.A., Perry L.G. & Rimbey J.N. (1998), The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross#Sectional Analysis, *Financial Review*, 33(3), 85-98.
18. Muradoglu G., Bakke M. & Kvernes G.L. (2005), An investment strategy based on gearing ratio, *Applied Economics Letters*, 12(13), 801-804.
19. Muradoglu G. & Sivaprasad S. (2007), An Empirical Analysis of Capital Structure and Abnormal Returns, *Cass Business School, London, UK*.
20. Muradoglu G. & Sivaprasad S. (2009), An Empirical Analysis of Capital Structure and Abnormal Returns, *Cass Business School, London, UK*.
21. Muradoglu G. & Whittington M. (2001), Predictability of UK stock returns by using debt ratios, *CUBS Faculty of Finance Working Papers No, 5*.
22. Myers S.C. (1984), The capital structure puzzle, *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
23. Myers S.C. & Majluf N.S. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
24. Ohlson J.A. (1978), On the theory of residual analyses and abnormal performance metrics, *Australian Journal of Management*, 3(2), 175-193.
25. Rajan R.G. & Zingales L. (1995), What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
26. Schwartz E. (1959), Theory of the capital structure of the firm, *The Journal of Finance*, 14(1), 18-39.
27. Titman S. (1984), The effect of capital structure on a firm's liquidation decision, *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137-151.
28. Titman S. & Wessels R. (1988), The determinants of capital structure choice, *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
29. Wald J.K. (1999), How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial research*, 22(2), 161-187.
30. Watts R.L. & Zimmerman J.L. (1986), Positive accounting theory: a ten year perspective, *Accounting review*, 131-156.
31. Wiwattanakantang Y. (1999), An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3), 371-403.