

TÁC ĐỘNG CỦA CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM: TIẾP CẬN BẰNG MÔ HÌNH VÉC TƠ TỰ HỒI QUY TRÊN DỮ LIỆU BẢNG (PVAR)

Trần Thị Kim Oanh

Trường Cao đẳng Kinh tế - Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh

Email: kimoanhtdnh@gmail.com

Nguyễn Ngọc Thạch

Viện Nghiên cứu Khoa học và Công nghệ - Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh

Ngày nhận: 24/11/2016

Ngày nhận bản sửa: 28/12/2016

Ngày duyệt đăng: 15/01/2017

Tóm tắt:

Bài viết nghiên cứu tác động của các biến vĩ mô đến cấu trúc vốn doanh nghiệp trong giai đoạn suy thoái và phục hồi kinh tế. Tác giả phân tích số liệu của 82 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, Quý 1/2007-Quý 2/2016, kỹ thuật xử lý PVAR. Kết quả cho thấy, trong giai đoạn suy thoái kinh tế tốc độ tăng trưởng kinh tế, thị trường trái phiếu, thị trường tín dụng tác động tích cực đến cấu trúc vốn, ngược lại thị trường chứng khoán tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn. Khi nền kinh tế phục hồi tăng trưởng kinh tế tác động tích cực và thị trường trái phiếu, thị trường tín dụng, thị trường chứng khoán lại tác động ngược chiều với cấu trúc vốn. Bên cạnh đó, cấu trúc vốn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố vi mô như khả năng sinh lời, cơ cấu tài sản, quy mô, tốc độ tăng trưởng và khả năng thanh khoản.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, suy thoái kinh tế, PVAR.

The effect of macroeconomic factors on capital structure of the firms in Vietnam: Panel vector autoregression approach (PVAR)

Abstract:

The article examines the impact of macroeconomic factors on capital structure during the period of economic recession and economic recovery. The author collected data from the financial statements of 82 firms listed in Viet Nam stock market during the Quarter 1/2007-Quarter 2/2016 and used PVAR for data analysis. The results demonstrate that during economic recession, the economic growth, the bond market, credit market have positive impact on capital structure, the stock market has negative impact on capital structure. During economic recovery, economic growth has positive impact on capital structure and the remaining macroeconomic variables have negative impact on capital structure. In addition, microeconomic variables such as profitability, asset structure, size, growth and liquidity also have impact on capital structure.

Keywords: Capital structure, economic recession, PVAR.

1. Giới thiệu

Mục tiêu của doanh nghiệp là tối đa hóa lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp. Do đó, các nhà quản trị phải có quyết định đúng đắn trong quá trình lựa chọn cơ hội đầu tư cũng như tổ chức, quản lý một cách toàn diện. Trong đó, chính sách cấu trúc vốn

là một trong các nhiệm vụ quan trọng.

Suy thoái kinh tế thế giới 2007-2010 ảnh hưởng nghiêm trọng đến kinh tế Việt Nam. Theo Tổng cục Thống kê, năm 2014, cả nước có 58.322 doanh nghiệp khó khăn phải ngừng hoạt động, tăng 14,5% so với năm trước. Một trong những nguyên nhân

là xuất phát từ sự biến động các yếu tố vĩ mô dẫn đến khó khăn của doanh nghiệp, nhất là vấn đề tài chính. Tuy nhiên, trước bối cảnh nền kinh tế như vậy nhưng hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam vẫn chưa có kế hoạch tái cấu trúc vốn một cách cụ thể và lâu dài mà các quyết định cấu trúc vốn chủ yếu theo quan điểm chủ quan chưa gắn với giai đoạn kinh tế cụ thể.

Thời gian qua, nhiều công trình nghiên cứu về cấu trúc vốn, phần lớn các công trình nghiên cứu tác động của các biến vĩ mô hoặc vĩ mô đến cấu trúc vốn tại các quốc gia khác nhau. Các công trình này sử dụng phương pháp, hướng tiếp cận khác nhau nhưng chủ yếu là mô hình hồi quy số liệu gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), GMM (General Method of Moments). Trong bài viết, tác giả sử dụng PVAR để nghiên cứu tác động của các biến này đến cấu trúc vốn trong hai giai đoạn - suy thoái và phục hồi kinh tế thế giới. Từ đó, bài viết gợi ý các chính sách nhằm hỗ trợ nhà quản trị của các doanh nghiệp Việt Nam tái cấu trúc vốn.

2. Cơ sở lý luận và các nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý luận

Các công trình nghiên cứu về cấu trúc vốn hầu hết tập trung vào các lý thuyết sau:

2.1.1. Lý thuyết MM

Lý thuyết này do Modigliani & Miller (1958) đề xuất dựa trên giả thuyết về thị trường hoàn hảo và môi trường không có thuế, kết luận giá trị doanh nghiệp và chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) độc lập với cơ cấu vốn. Lý thuyết này tiếp tục nghiên cứu trong môi trường có thuế 1963, kết luận giá trị doanh nghiệp tăng khi doanh nghiệp sử dụng nợ nhờ lợi ích từ lá chắn thuế, WACC của doanh nghiệp sử dụng nợ thấp hơn WACC của doanh nghiệp không sử dụng nợ. Tuy nhiên, lý thuyết này được xây dựng dựa trên các tiền đề không thực tế, đây là cơ sở cho sự ra đời của các lý thuyết hiện đại sau này.

2.1.2. Lý thuyết trật tự phân hạng (POT)

Lý thuyết này đề xuất thứ tự ưu tiên lựa chọn các nguồn tài trợ nhưng không đề cập đến việc có hay không có một cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp. Lý thuyết POT cho rằng quyết định cấu trúc vốn tuân theo trật tự tài trợ như sau: vốn nội bộ từ lợi nhuận giữ lại, tiếp đến nợ và cuối cùng

là phát hành mới vốn cổ phần (Donaldson, 1961).

2.1.3. Lý thuyết đánh đổi (TOT)

Lý thuyết TOT tĩnh do Kraus & Litzenberger (1973) khởi xướng, tiếp tục phát triển thành lý thuyết TOT động (Myers & Majluf, 1984). Theo TOT tĩnh, doanh nghiệp dễ dàng và nhanh chóng đạt đến cấu trúc vốn tối ưu phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay với chi phí kiệt quệ tài chính, và doanh nghiệp chỉ có duy nhất một cấu trúc tối ưu. Theo TOT động, do tác động môi trường vĩ mô và vĩ mô làm cho doanh nghiệp không thể nhanh chóng hay ngay lập tức đạt đến cấu trúc vốn tối ưu mà cần phải một quá trình điều chỉnh dần và cấu trúc vốn tối ưu này thay đổi từng thời kỳ cụ thể. Mặc dù các nghiên cứu này khác nhau về quan điểm nhưng có chung một cách tiếp cận là dựa trên sự đánh đổi giữa chi phí và lợi ích để đạt được cấu trúc vốn tối ưu, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

2.1.4. Lý thuyết chi phí đại diện

Lý thuyết này được Jensen & Meckling (1976) đề xuất. Do tình trạng bất cân xứng thông tin giữa người quản lý và chủ sở hữu doanh nghiệp làm phát sinh chi phí đại diện nên để giảm chi phí đại diện, doanh nghiệp có xu hướng tăng cường sử dụng nợ. Bởi lẽ, khi tăng sử dụng nợ nhà quản lý phải thận trọng hơn trong các quyết định tài chính, rủi ro kinh doanh thấp hơn, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được cải thiện.

2.1.5. Lý thuyết tín hiệu

Lý thuyết tín hiệu cũng được phát triển dựa trên cơ sở sự bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư. Nhà đầu tư thường phân tích hành động của doanh nghiệp, từ đó dự báo về tình hình hiện tại và triển vọng của doanh nghiệp. Họ cho rằng việc phát hành thêm nợ là tín hiệu tốt về triển vọng kinh doanh nên giá cổ phiếu sẽ tăng lên. Ngược lại, việc doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu mới là tín hiệu không tốt, giá cổ phiếu sẽ giảm (Asquith & Mullins, 1983).

2.1.6. Lý thuyết định điểm thị trường

Lý thuyết này bắt đầu từ nghiên cứu của Baker & Wugler (2002), cho rằng sự khác biệt giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách chính là yếu tố quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Khi hệ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (P/B) cao, nếu cần huy động vốn thì doanh nghiệp sẽ phát hành cổ phiếu, còn trong giai đoạn P/B thấp, doanh nghiệp

thường sử dụng nợ.

Các lý thuyết này có những quan điểm khác nhau, tuy nhiên chúng không thay thế mà bổ sung, giải thích rõ hơn quyết định lựa chọn nguồn tài trợ của nhà quản trị.

2.2. Nghiên cứu liên quan

Mặc dù lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn có nhiều quan điểm, phương pháp khác nhau. Nhưng nhìn chung, các nghiên cứu tập trung chủ yếu khai thác trên các khía cạnh sau: cấu trúc vốn chịu sự tác động của các biến vĩ mô như Truong Hong Trinh & Nguyen Phuong Thao (2015), Vátavu (2015). Công trình của Jong & cộng sự (2008), Nor & cộng sự (2011), Khanna & cộng sự (2015) thì kết hợp giữa các biến vĩ mô và vĩ mô khi nghiên cứu vấn đề này. Gần đây, một số công trình nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty hoặc xác định ngưỡng cấu trúc vốn tối ưu như Ahmad & cộng sự (2012), Wang & Zhu (2014). Tuy nhiên, hầu hết các công trình này đều nghiên cứu cấu trúc vốn của doanh nghiệp một cách chung chung hoặc trong thời kỳ dài mà chưa xem xét vấn đề này với bối cảnh kinh tế cụ thể của từng pha trong chu kỳ kinh tế - suy thoái và phục hồi kinh tế.

Từ thập niên 1970, suy thoái kinh tế diễn ra với tần suất cao, cường độ mạnh và diễn biến phức tạp, gây ra những hậu quả nặng nề đối với quốc gia và toàn thế giới. Do đó, một số công trình khi nghiên cứu vấn đề này đã gắn với các cuộc suy thoái kinh tế như 1997-1998, 2007-2010. Tuy nhiên, số lượng công trình chưa nhiều, tính hệ thống chưa cao. Ở nước ngoài, công trình nổi bật là Ariff & cộng sự (2008), Fosberg (2013), Alves & Francisco (2015) và Iqbal & Kume (2014). Tại Việt Nam, chỉ có công trình của Truong Hong Trinh & Nguyen Phuong Thao (2015) đề cập đến vấn đề này. Tuy nhiên, các nghiên cứu này tập trung giải quyết vấn đề tác động của suy thoái kinh tế đến cấu trúc vốn nhưng lại chưa phân tích được hành vi điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp như thế nào để phù hợp với bối cảnh nền kinh tế khó khăn do bị suy thoái cũng như khi nền kinh tế phục hồi. Đây là thiếu sót khi nghiên cứu về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại Việt Nam cũng như ở nước ngoài.

Mặc khác, hầu hết các công trình trước chỉ sử dụng Pooled OLS, FEM, REM, GMM để nghiên cứu vấn đề này. Tuy nhiên, mục đích sử dụng các

phương pháp này đơn thuần để chứng minh tác động tích cực hoặc tiêu cực của các biến vĩ mô đến cấu trúc vốn, trong khi chưa phân tích được cơ chế truyền dẫn tác động của các biến này đến các quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp cũng như chưa giải thích được một cú sốc kinh tế vĩ mô xảy ra tác động như thế nào đến hành vi điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp và tác động này kéo dài trong bao lâu. Riêng công trình của Khanna & cộng sự (2015), nghiên cứu tác động của các biến vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, lạm phát và chỉ số chứng khoán đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp, sử dụng kỹ thuật xử lý PVAR trên dữ liệu bảng. Còn ở Việt Nam, theo thống kê vẫn chưa có công trình áp dụng PVAR để nghiên cứu. Đây là khoảng trống trong việc lựa chọn phương pháp nghiên cứu của các công trình trước, nhất là trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi chưa bền vững, nền kinh tế vĩ mô chưa ổn định ảnh hưởng nghiêm trọng đến tình hình tài chính, cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Do đó, trong phạm vi nghiên cứu, tác giả tập trung nghiên cứu tác động các biến vĩ mô và cơ chế tác động của các biến vĩ mô đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn suy thoái kinh tế (Quý 1/2007-Quý 4/2010) và phục hồi kinh tế (Quý 1/2011-Quý 2/2016) thông qua sử dụng PVAR.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm, các biến tác động đến cấu trúc vốn được lựa chọn để xây dựng mô hình (Bảng 1). Tác giả sử dụng số liệu dạng bảng cân bằng, trích xuất từ báo cáo tài chính của 82 doanh nghiệp, được lựa chọn ngẫu nhiên từ các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, hoạt động liên tục từ Quý 1/2007-Quý 2/2016 (82x38=3.116 quan sát), mẫu nghiên cứu có tính đại diện khá cao, nguồn do Công ty cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Ngoài ra, các biến vĩ mô thu thập từ IMF, ADB và AsianBondsOnline.

3.2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Mô hình PVAR khi suy thoái kinh tế (1a) và phục hồi kinh tế (1b) với độ trễ k được viết như sau:

$$Y_{it} = \mu_0 + A_1 Y_{it-1} + A_2 Y_{it-2} + \dots + A_k Y_{it-k} + \beta_x X_{it} + e_{it}, \text{ với } i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \text{ (1a, 1b)}$$

Trong đó:

Y_{it} = (TDR_{it}, GDP_{it}, RATE_{it}, LNVNI_{it}, BOND_{it}): vectơ ngẫu nhiên cấp (1x5) biến phụ thuộc;

Bảng 1: Các biến và đo lường các biến

Ký hiệu	Biến	Kỳ vọng	Lý thuyết	Đo lường	Nghiên cứu
Biến nội sinh					
TDR_{it-1}	Độ trễ biến phụ thuộc			Tổng nợ _{it} /Tổng tài sản _{it}	Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014), Vătavu (2015).
GDP_{t-1}	Độ trễ tốc độ tăng trưởng kinh tế thực	+ -	TOT, chi phí đại diện POT	$(GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1}$	Ariff & cộng sự (2008), Jong & cộng sự (2008), Khanna & cộng sự (2015).
$RATE_{t-1}$	Độ trễ lãi suất cho vay bình quân	+ -	MM POT, TOT	Lãi suất cho vay bình quân _t	Nor & cộng sự (2011), Allayannis & cộng sự (2003), Zerriaa & Noubbigh (2015).
$LNVNI_{t-1}$	Độ trễ thị trường chứng khoán	-	Định điểm thị trường	$LN(VNINDEX_t)$	Jong & cộng sự (2008), Alves & Francisco (2015), Khanna & cộng sự (2015).
$BOND_{t-1}$	Độ trễ thị trường trái phiếu	+	TOT, chi phí đại diện	Giá trị vốn hóa của thị trường _t /GDP _t	Jong & cộng sự (2008), Nor & cộng sự (2011).
Biến ngoại sinh					
$SIZE_{it}$	Quy mô doanh nghiệp	+ -	TOT, chi phí đại diện POT	$Ln(\text{Tổng tài sản}_{it})$	Jong & cộng sự (2008), Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014)
$TANG_{it}$	Cơ cấu tài sản	+ -	TOT, POT Chi phí đại diện	Tài sản cố định _{it} /Tổng tài sản _{it}	Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014), Vătavu (2015).
GRO_{it}	Tốc độ tăng trưởng	+ -	POT Chi phí đại diện	$(\text{Tổng tài sản}_{it} - \text{Tổng tài sản}_{it-1}) / \text{Tổng tài sản}_{it-1}$	Jong & cộng sự (2008), Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014)
LIQ_{it}	Khả năng thanh toán ngắn hạn	+ -	TOT POT, Chi phí đại diện	Tài sản ngắn hạn _{it} /Nợ ngắn hạn _{it}	Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014), Vătavu (2015).
VOL_{it}	Rủi ro kinh doanh	+ -	TOT POT	Độ lệch chuẩn $(EBIT_{it} / \text{Tổng tài sản}_{it})$	Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014), Vătavu (2015).
MTR_{it}	Thuế thu nhập doanh nghiệp	+	TOT MM	Thuế thu nhập doanh nghiệp _{it} /Lợi nhuận trước thuế _{it}	Jong & cộng sự (2008), Vătavu (2015).

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Y_{it-p} : các véctor cấp (1x5) biến phụ thuộc trễ;
 A_1, A_2, \dots, A_k : các ma trận cấp (kxk);
 X_{it} : các véctor ngoại sinh cấp (1xl), bao gồm các biến kiểm soát liệt kê Bảng 1.
 β_x : các ma trận (lxk) hệ số ước lượng;
 e_{it} : hiệu ứng tác động cố định do đặc trưng của doanh nghiệp không quan sát được và hiệu ứng

không đổi theo thời gian, $e_{it}|y_{it-1} \sim N(0; \Sigma)$.

Mô hình VAR cổ điển được áp dụng cho số liệu chuỗi thời gian dừng và không đồng liên kết, bắt nguồn từ nghiên cứu cơ chế truyền dẫn các biến vĩ mô của Sims (1980). Eakin & cộng sự (1988) tiếp tục đề xuất mô hình VAR dùng để xử lý trong dữ liệu bảng (PVAR). Tuy nhiên PVAR do ông đề xuất dựa trên cơ sở VAR cổ điển nên vẫn còn một

Bảng 2: Kiểm định tính dừng

BIẾN	THỐNG KÊ T	BIẾN	THỐNG KÊ T
TDR	526,1311***	TANG	291,4663***
ROE	2405,4509***	LIQ	702,1896***
VOL	1858,4298***	LNVNI	381,9070***
SIZE	493,4786***	BOND	207,7378***
MTR	1638,3719***	RATE	207,7378***
GRO	1343,1092***	GDP	561,0923***

Ghi chú: *** với mức ý nghĩa 1%. Nguồn: Tác giả tính toán.

số tồn tại sau như tham số ước lượng có thể bị chệch, bị mất quan sát do lấy độ trễ. Để khắc phục nhược điểm này, đề tài sử dụng PVAR do Love & Zicchino (2006) giới thiệu, sử dụng PVAR dựa trên cơ sở các ứng dụng của GMM nên đảm bảo tính thuần nhất của phương sai số dư, ngăn ngừa hiện tượng tự tương quan và bảo toàn số liệu.

3.3. Các kiểm định cơ bản

3.3.1. Kiểm định tính dừng

Khi ước lượng PVAR, các biến được sử dụng phải có tính dừng, tác giả sử dụng phương pháp ADF (Augmented Dickey-Fuller). Bảng 2, cho thấy các biến đều dừng I(0).

3.3.2. Kiểm định độ trễ tối ưu

Andrews & Lu (2001) đề xuất sử dụng MMSC

(The moment model selection criteria) với hệ số xác định CD và thống kê J-Pvalue để xác định độ trễ tối ưu. Kết quả kiểm định Bảng 3, cho thấy độ trễ tối ưu của PVAR trong Mô hình 1a là 2 và 1b là 3.

3.3.3. Kiểm định tính ổn định của mô hình

Nghiên cứu tiến hành kiểm định nghiệm đặc trưng AR, Hình 4.1, cho thấy tất cả các nghiệm của Mô hình 1a và Mô hình 1b đều nằm trong vòng tròn đơn vị, mô hình PVAR đảm bảo tính ổn định và bền vững.

4. Kết quả và thảo luận thực nghiệm

Kết quả hồi quy của Mô hình 1a và 1b được thể hiện qua Bảng 4.

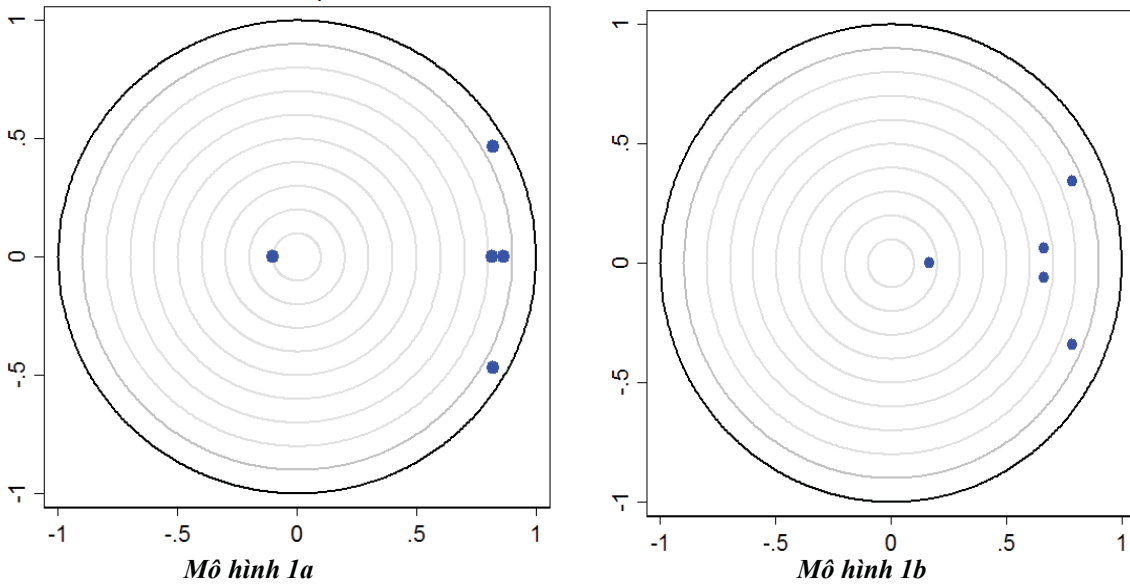
4.1. Giai đoạn suy thoái kinh tế

Bảng 3: Kiểm định độ trễ tối ưu

Độ trễ	CD	Thống kê J
Mô hình 1a		
1	0,9997	874,1953
2	0,9998	567,1583*
3	0,9999	867,7019
Mô hình 1b		
1	0,9979	1.286,025
2	0,9980	1.173,926
3	0,9986	510,0104*

Ghi chú: * thể hiện độ trễ được chọn tương ứng với tiêu chí. Nguồn: Tác giả tính toán.

Hình 1. Kết quả kiểm định nghiệm đa thức đặc trưng



Nguồn: Tác giả tính toán.

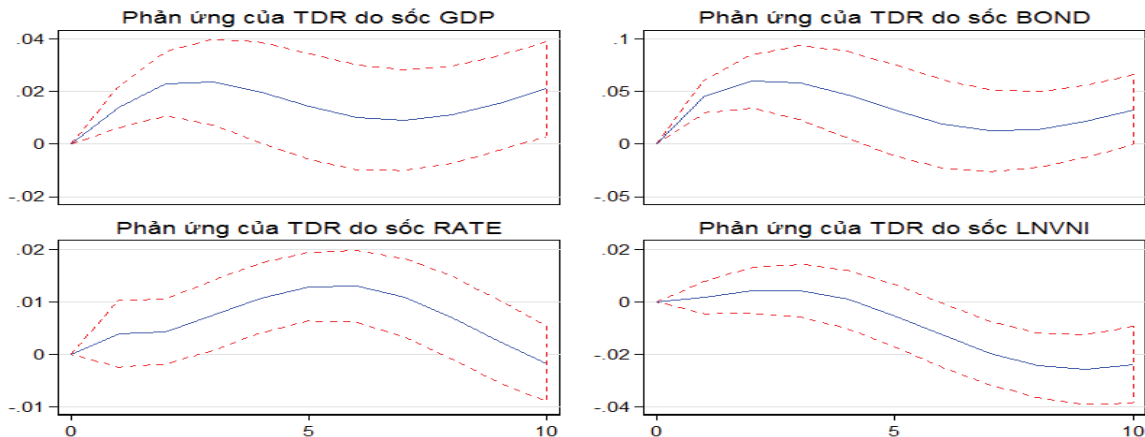
Để phân tích cơ chế tác động và chiều hướng tác động của các biến vĩ mô đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp Việt Nam khi xảy ra các cú sốc, tác giả tiến hành phân tích hàm phản ứng đẩy (Hình 2).

Tác động của thị trường trái phiếu đến cấu trúc vốn: Khi thị trường trái phiếu tăng thêm một độ lệch chuẩn, đồng nghĩa với việc thị trường trái phiếu được cải thiện, doanh nghiệp sử dụng nợ thêm 3,597% ở quý 1 và tắt dần ở quý 4. Kết quả này phù hợp với lý thuyết TOT và công trình của Jong & cộng sự (2008), Nor & cộng sự (2011).

Tác động của tăng trưởng kinh tế đến cấu trúc vốn: Hình 2 cho thấy GDP tác động tích cực đến TDR. Khi GDP tăng thêm một độ lệch chuẩn, doanh nghiệp sử dụng nợ thêm 2,669% và việc tăng thêm sử dụng nợ này giảm dần từ quý 3, phù hợp với nghiên cứu của Ariff & cộng sự (2008).

Tác động của thị trường tín dụng đến cấu trúc vốn: Khi thị trường tín dụng thu hẹp dư nợ tín dụng giảm, điều kiện cho vay khó khăn và RATE tăng thêm một độ lệch chuẩn nhưng vẫn tác động tích cực đến TDR, TDR tăng 1,231% có ý nghĩa tại

Hình 2. Hàm phản ứng xung Mô hình 1a



Nguồn: Tác giả tính toán.

Bảng 4: Kết quả hồi quy các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn

Chỉ tiêu	Mô hình 1a	Mô hình 1b
L.TDR	0.726*** [8.30]	0.722*** [7.99]
L.LNVNI	-0.178*** [-3.74]	-0.0726*** [2.85]
L.BOND	3.597*** [5.35]	-0.495*** [-5.03]
L.RATE	1.231*** [4.90]	-0.0316 [-0.56]
L.GDP	2.669*** [3.53]	0.105 [0.84]
ROE	-0.251** [-2.05]	-0.0549* [-1.50]
VOL	-0.26 [-1.12]	0.219 [1.06]
SIZE	-0.328*** [-3.09]	0.0369* [0.62]
MTR	-0.131 [-1.63]	-0.0356* [-1.91]
GRO	-0.00804** [-2.07]	0.00186* [0.46]
TANG	0.299*** [2.85]	0.0810* [1.67]
LIQ	-0.00202* [1.53]	0.000261* [0.93]
N	1230	1722

Ghi chú: *, **, *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%; [] giá trị của sai số chuẩn

Nguồn: Tác giả tính toán.

mức ý nghĩa 5%, việc tăng này kéo dài trong 9 quý. Kết quả này phù hợp với lý thuyết MM và nghiên cứu của Allayannis & cộng sự (2003), Zerriaa & Noubigh (2015).

Tác động của thị trường chứng khoán đến cấu trúc vốn: Khi thị trường chứng khoán tăng thêm một độ lệch chuẩn thì TDR giảm 0,178%, có ý nghĩa thống kê tại mức 1% và việc giảm sử dụng nợ này kéo dài trong 1 quý, phù hợp với công trình của Khanna & cộng sự (2015), Alves & Francisco (2015).

Như trên đã phân tích, tồn tại mối quan hệ giữa TDR với các biến vĩ mô trong bối cảnh suy thoái kinh tế. Tuy nhiên, TDR ngoài phụ thuộc vào các cú sốc vĩ mô còn chịu tác động các biến vi mô.

Cấu trúc vốn kỳ trước tác động tích cực đến cấu trúc vốn của kỳ sau. Điều này hàm ý việc tăng sử dụng nợ kỳ trước sẽ làm tăng sử dụng nợ 0,726% ở kỳ sau, phù hợp với nghiên cứu của Nor & cộng sự (2011), Khanna & cộng sự (2015).

Khả năng sinh lời có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc vốn và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1%. Kết quả này được giải thích bởi lý thuyết POT và nghiên cứu của Nor & cộng sự (2011), Truong Hong Trinh & Nguyen Phuong Thao (2015). Tuy nhiên, kết quả này cũng cho thấy việc sử dụng nợ của doanh nghiệp Việt Nam chưa hiệu quả, làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp.

Quy mô doanh nghiệp tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn. Hàm ý trong giai đoạn suy thoái kinh tế

các doanh nghiệp có quy mô lớn, lợi nhuận thường cao, vốn chủ sở hữu lớn và uy tín, năng lực tài chính đã được khẳng định nên dễ dàng phát hành cổ phần ra thị trường. Kết quả này tương đồng với công trình của Fosberg (2013), Proenca & cộng sự (2014).

Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn, phù hợp với lý thuyết chi phí đại diện và công trình của Proenca & cộng sự (2014) khi nghiên cứu mối quan hệ này trong giai đoạn suy thoái kinh tế.

Cơ cấu tài sản có quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn. Thật vậy, các doanh nghiệp có tài sản cố định lớn khi phát hành nợ có đảm bảo hoặc vay nợ có tài sản thế chấp sẽ dễ dàng hơn và được hưởng các chính sách tốt hơn. Kết quả này phù hợp với giải thích của lý thuyết POT, TOT và nghiên cứu của Alves & Francisco (2015), Iqbal & Kume (2014).

Khả năng thanh toán có mối quan hệ tiêu cực với cấu trúc vốn, phù hợp với lý thuyết POT và nghiên cứu của Nor & cộng sự (2011), Proenca & cộng sự (2014) khi nghiên cứu mối quan hệ này trong giai đoạn suy thoái kinh tế.

4.2. Giai đoạn phục hồi kinh tế

Tương tự, hàm phản ứng đẩy của Mô hình 1b được thể hiện qua Hình 3.

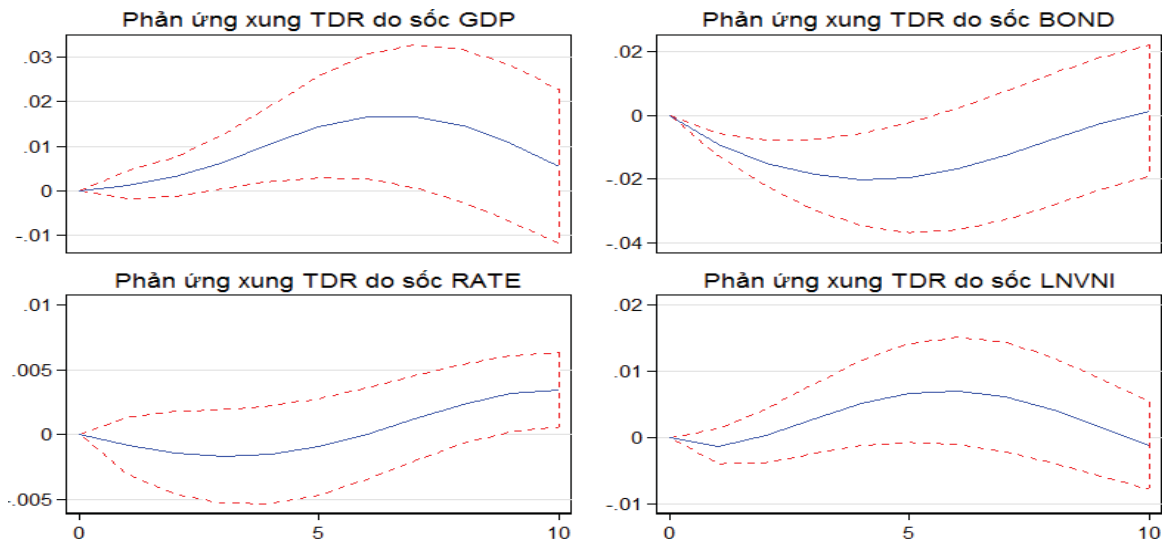
4.2.1. Tác động của thị trường trái phiếu đến cấu trúc vốn

Hình 3, khi thị trường trái phiếu được mở rộng thêm một độ lệch chuẩn TDR giảm 0,495% và xu hướng này kéo dài trong 10 quý. Kết quả này trái ngược so với kết quả khi nghiên cứu trong giai đoạn suy thoái kinh tế và lý thuyết TOT. Nhưng phù hợp với kết quả của Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014). Do đặc thù thị trường trái phiếu của các nước đang phát triển nói chung và Việt Nam nói riêng, quy mô thị trường trái phiếu nhỏ, sản phẩm chưa đa dạng, chủ yếu trái phiếu Chính phủ (chiếm 95,4% giá trị thị trường). Mặc khác, giá trị vốn hóa của thị trường trái phiếu Chính phủ tăng trong giai đoạn này từ 13,68% GDP (suy thoái kinh tế) đến 19,03% GDP. Ngược lại, có sự sụt giảm nhẹ về quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp, giá trị vốn hóa giảm từ 1,01% GDP xuống còn 0,92% GDP. Nguyên nhân sâu xa do thị trường tín dụng vẫn là kênh huy động truyền thống của các doanh nghiệp Việt Nam nên khi điều kiện cho vay nới lỏng thì có sự dịch chuyển từ việc phát hành nợ sang tín dụng trực tiếp từ các tổ chức tín dụng.

4.2.2. Tác động của tăng trưởng kinh tế đến cấu trúc vốn

Tương tự như trong giai đoạn suy thoái kinh tế, Hình 3 cho thấy khi GDP tăng thêm một độ lệch chuẩn TDR tăng 0,105% ở quý 1 và tắt dần từ quý 6. Hàm ý giai đoạn này nhu cầu tiêu dùng tăng, doanh nghiệp mở rộng sản xuất, nhu cầu vốn cao. Mặc khác, chi phí kiệt quệ tài chính thấp, rủi ro

Hình 3. Hàm phản ứng xung Mô hình 1b



Nguồn: Tác giả tính toán.

phá sản giảm nên doanh nghiệp gia tăng sử dụng nợ nhằm tận dụng lợi ích từ thuế. Kết quả này phù hợp với lý thuyết TOT và công trình của Jong & cộng sự (2008), Nor & cộng sự (2011), Khanna & cộng sự (2015).

4.2.3. Tác động của thị trường tín dụng đến cấu trúc vốn

Ngược lại với kết quả nghiên cứu trong giai đoạn suy thoái kinh tế, Hình 3 cho thấy khi thị trường tín dụng thu hẹp, RATE tăng thêm một độ lệch chuẩn TDR giảm 0,312% có ý nghĩa tại mức ý nghĩa 5% và việc giảm này kéo dài trong 6 quý. Hàm ý thị trường tín dụng tác động cùng chiều với TDR, phù hợp với lý thuyết POT và nghiên cứu của Nor & cộng sự (2011).

4.3.3. Tác động của thị trường chứng khoán đến cấu trúc vốn

Tương tự như trong giai đoạn suy thoái kinh tế, Hình 3 cho thấy khi thị trường chứng khoán tăng thêm một độ lệch chuẩn TDR giảm 0,073% và việc giảm sử dụng nợ này kéo dài sau 2 quý kể từ khi xảy ra cú sốc. Kết quả này phù hợp với lý thuyết định điểm thị trường và nghiên cứu của Võ Thị Thúy Anh & cộng sự (2014).

Mặc khác, kết quả mô hình 1b cũng cho thấy, ngược lại với trong giai đoạn suy thoái kinh tế, trong giai đoạn nền kinh tế phục hồi các biến như khả năng thanh khoản, quy mô và tốc độ tăng trưởng lại có tác động tích cực đến cấu trúc vốn. Kết quả này được giải thích qua lý thuyết của Keynes (1936), khi nền kinh tế phục hồi, tổng cầu của thế giới và trong nước tăng, do đó, nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường, phục vụ cho chu kỳ kinh doanh mới nên các doanh nghiệp Việt Nam mở rộng quy mô hoạt động, tăng đầu tư tài sản và tích cực tìm kiếm các cơ hội kinh doanh mới. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, một mặt, các doanh nghiệp Việt Nam nên ưu tiên đầu tư vào các dự án hoặc các tài sản ngắn hạn, có tính sinh lời cao nhằm tăng cường khả năng thanh toán ngắn hạn cũng hạn chế được các rủi ro phát sinh do điều kiện nền kinh tế phục hồi chưa bền vững, tiềm ẩn nguy cơ bất ổn. Mặt khác, cũng trong giai đoạn này, doanh nghiệp cần kiểm soát, tính toán lại các khoản thu nhập chịu thuế. Đây sẽ là nguồn vốn quan trọng góp phần gia tăng nguồn lực tài chính cho doanh nghiệp.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Kết quả hồi quy PVAR cho biết, TDR chịu sự tác động của các biến vĩ mô như thị trường trái phiếu, tăng trưởng kinh tế, thị trường tín dụng và thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, chiều hướng và mức độ tác động của các biến vĩ mô đến TDR khác nhau. Khi nền kinh tế bị suy thoái các biến vĩ mô tác động khá mạnh đến TDR, chứng tỏ trong giai đoạn này các nhà quản trị khá thận trọng với các biến vĩ mô. Tuy nhiên, khi nền kinh tế phục hồi thì các biến vĩ mô chưa được các nhà quản trị quan tâm đúng mức – mức tác động của các biến vĩ mô đến TDR yếu ớt. Cụ thể như sau:

Thị trường trái phiếu tác động tích cực đến TDR trong giai đoạn suy thoái kinh tế. Khi một cú sốc tăng thị trường trái phiếu tác động làm cho các doanh nghiệp tăng sử dụng nợ thêm 3,597%. Ngược lại, khi nền kinh tế phục hồi, thị trường trái phiếu tác động làm giảm 0,495% TDR.

Tăng trưởng kinh tế tác động tích cực đến TDR trong cả hai giai đoạn suy thoái và phục hồi kinh tế. Trong đó, tác động mạnh nhất là giai đoạn suy thoái kinh tế mặc dù giai đoạn này nền kinh tế khó khăn nhưng tăng trưởng kinh tế vẫn tác động làm TDR tăng 2,669%, phù hợp với đặc điểm kinh tế Việt Nam trong thời kỳ này vẫn tăng trưởng ở mức cao do vừa mới gia nhập WTO.

Thị trường tín dụng tác động tiêu cực với TDR trong giai đoạn suy thoái kinh tế. Ngược lại, khi nền kinh tế phục hồi, thị trường tín dụng tác động tích cực đến TDR. Qua đó cho thấy, mặc dù trong giai đoạn suy thoái kinh tế, tình hình hoạt động khó khăn, chi phí kiệt quệ tài chính, rủi ro phá sản tăng nhưng doanh nghiệp vẫn tăng cường sử dụng nợ vay. Thể hiện doanh nghiệp Việt Nam có tính tự chủ tài chính chưa cao, phụ thuộc lớn vào nguồn vốn đi vay, kênh huy động vốn chưa đa dạng.

Thị trường chứng khoán đều có tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn trong hai giai đoạn suy thoái và phục hồi kinh tế, phù hợp với giải thích của lý thuyết định điểm thị trường. Tuy nhiên, tác động mạnh nhất là trong giai đoạn suy thoái kinh tế, khi một cú sốc tăng thị trường chứng khoán tác động làm cho TDR giảm 0,178%.

Ngoài ra, kết quả ước lượng mô hình PVAR cũng cho biết trong giai đoạn suy thoái kinh tế tốc độ điều chỉnh TDR của doanh nghiệp Việt Nam (đạt 0,726%) nhanh hơn so với khi nền kinh tế phục hồi (đạt 0,722%). Kết quả này đã khẳng định lại kết

quả của lý thuyết TOT rằng cấu trúc vốn của doanh nghiệp thay đổi theo từng thời kỳ, tuy nhiên, lý thuyết này chưa chỉ rõ tốc độ điều chỉnh về cấu trúc vốn mục tiêu của doanh nghiệp như thế nào khi gắn với bối cảnh kinh tế cụ thể. Do đó, bài viết này cung cấp bằng chứng bổ sung thêm lập luận của lý thuyết TOT động rằng, trong thời kỳ suy thoái kinh tế thế giới các nhà quản trị có tốc độ điều chỉnh cấu trúc nhanh hơn so với trong thời kỳ nền kinh tế phục hồi để đạt được cấu trúc vốn mục tiêu, đảm bảo an toàn tài chính và gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, cơ cấu tài sản tác động tích cực và khả năng sinh lời tác động tiêu cực đến TDR. Còn các biến khả năng thanh toán, tốc độ tăng trưởng và quy mô doanh nghiệp tác động tiêu cực đến TDR trong bối cảnh suy thoái kinh tế. Ngược lại, khi nền kinh tế phục hồi, các biến này lại tác động tích cực đến TDR doanh nghiệp. Ngoài ra, trong giai đoạn phục hồi kinh tế, doanh nghiệp cần kiểm soát thêm các khoản chi phí, đặc biệt là tính toán lại các khoản thu nhập chịu thuế.

5.2. Gợi ý chính sách

5.2.1. Doanh nghiệp

Thứ nhất, doanh nghiệp nên đa dạng hóa các hình thức huy động vốn theo hướng giảm bớt nợ vay, tận dụng tối đa các nguồn vốn chiếm dụng và tăng cường sử dụng các công cụ tài chính.

Thứ hai, việc tái cấu trúc vốn của doanh nghiệp phải gắn với từng giai đoạn phát triển cũng như mục tiêu tăng trưởng, tình hình tài chính cụ thể, quy mô của doanh nghiệp, môi trường vĩ mô trong và ngoài nước, đặc biệt gắn với các pha của chu kỳ kinh tế - suy thoái và phục hồi kinh tế.

Thứ ba, tái cấu trúc vốn theo hướng gia tăng vốn chủ sở hữu và năng lực tự tài trợ của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, khả năng sinh lời của doanh nghiệp tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn. Điều đó chứng tỏ, lợi nhuận là một trong các nguồn vốn quan trọng giúp doanh nghiệp chủ động đáp ứng nhu cầu vốn, đồng thời giữ được quyền kiểm soát. Ngoài ra, doanh nghiệp chủ động huy động nguồn vốn chủ sở hữu từ bên ngoài như phát hành cổ phiếu, vốn góp liên doanh, liên kết.

Thứ tư, tái cấu trúc vốn gắn liền với việc cơ cấu lại các danh mục đầu tư, nhất là ưu tiên đầu tư tài sản cố định. Tuy nhiên, doanh nghiệp cũng cần

lưu ý tăng tài sản cố định phải gắn với điều chỉnh cấu trúc vốn theo hướng tăng cường nguồn dài hạn tránh tình trạng mất cân đối tài chính. Mặt khác, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, các doanh nghiệp Việt Nam nên ưu tiên đầu tư vào các dự án hoặc các tài sản ngắn hạn, có tính sinh lời cao nhằm tăng cường khả năng thanh toán ngắn hạn cũng hạn chế được các rủi ro phát sinh do điều kiện nền kinh tế phục hồi chưa bền vững, tiềm ẩn nguy cơ bất ổn.

Thứ năm, tái cấu trúc vốn phải gắn liền với việc tính toán lại các khoản thu nhập chịu thuế và lập kế hoạch thuế sao cho tối ưu hoá số thuế phải nộp trong khuôn khổ của pháp luật. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp cần tính toán để đạt được mức giảm thuế nhiều hơn so với mức giảm thu nhập của doanh nghiệp.

5.2.2. Chính phủ và các cơ quan hữu quan

Thứ nhất, Chính phủ cần thực thi các chính sách một cách đồng bộ nhằm đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, tăng trưởng kinh tế hợp lý tạo điều kiện thuận lợi về môi trường kinh doanh và hỗ trợ doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn phục vụ cho mục tiêu tái cấu trúc thuận lợi.

Thứ hai, Chính phủ nên hoàn thiện các quy định, chính sách nhằm lành mạnh hóa và tạo điều kiện thúc đẩy sự phát triển thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường trái phiếu và thị trường chứng khoán. Đây là kênh thực hiện quá trình huy động vốn cho doanh nghiệp, đồng thời là kênh thực hiện thoái vốn theo cơ chế thị trường. Do vậy, lành mạnh hóa và phát triển thị trường này là một điều kiện quan trọng đảm bảo quá trình tái cấu trúc vốn của doanh nghiệp thành công. Riêng đối với thị trường tín dụng, đây là kênh huy động vốn truyền thống của doanh nghiệp. Vì vậy, vấn đề tái cấu trúc vốn của doanh nghiệp phải gắn với sự phát triển của thị trường này. Chính phủ cần có các chính sách nhằm củng cố, ổn định và phát triển lành mạnh thị trường này.

Thứ ba, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 22%, cao so với các nước trong khu vực (ở Singapore và Hồng Kông là 17%, Đài Loan 16.5%). Chính phủ cần điều chỉnh thuế suất nhằm cải thiện năng lực cạnh tranh và hỗ trợ doanh nghiệp tái cấu trúc vốn thành công.

Tài liệu tham khảo

- Ariff, M., Taufiq, H. & Shamsher, M. (2008), 'How capital structure adjusts dynamically during financial crises', *Journal of Faculty of Business Bond University*, 12, 15-25.
- Asquith, P. & Mullins, D.W. (1983), 'The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders', *The Journal of Business*, 56(1), 77-96.
- Ahmad, Z., Abdullah, N.M.H. & Roslan, S. (2012), 'Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms', *International Review of Business Research Papers*, 8(5), 137-155.
- Alves, P. & Francisco, P. (2015), 'The Impact of Institutional Environment in Firms' Capital Structure during the Recent Financial Crises', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 57, 129 -146.
- Andrews, D.W.K. & Lu, B. (2001), 'Consistent model and moment selection procedures for GMM estimation with application to dynamic panel data models', *Journal of Econometrics*, 101, 123-164.
- Allayannis, G., Brown, G.W. & Klapper, L.F. (2003), 'Capital structure and financial risk: evidence from foreign debt use in East Asia', *Journal of Finance*, 58, 2667-2709.
- Baker, M.P. & Wurgler, J. (2002), 'Market Timing and Capital Structure', *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Donaldson, G. (1961), *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*, Harvard University, Massachusetts, United States.
- Eakin, H.D., Newey, W. & Rosen, H.S. (1988), 'Estimating vector autoregressions with panel data', *Econometrica*, 6, 1371-1395.
- Fosberg, R.H. (2013), 'Short-term debt financing during the financial crisis', *International Journal of Business and Social Science*, 4, 1-5.
- Iqbal, A. & Kume, O. (2014), 'Impact of financial crisis on firms' capital structure in UK, France, and Germany', *Multinational Finance Journal*, 18, 249-280.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jong, A.D., Kabir, R. & Nguyen T.T. (2008), 'Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants', *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1954-1969.
- Khanna, S., Srivastava, A. & Medury, Y. (2015), 'The Effect of Macroeconomic Variables on the Capital Structure Decisions of Indian Firms: A Vector Error Correction Model/Vector Autoregressive Approach', *International Journal of Economics and Financial*, 5(4), 968-978.
- Keynes, J. M. (1936), *General Theory on Employment, Interest and Money*, The University of Adelaide, Adelaide, Australia.
- Kraus, A. & Litzberger, R.H. (1973), 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *Journal of Finance*, 33, 911-922.
- Love, I. & Zicchino, L. (2006), 'Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46, 190-210.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- 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, 187-221.
- Nor, F.M., Haron, R., Ibrahim, K., Ibrahim, I. & Alias, N. (2011), 'Determinants of target capital structure evidence on south east Asia countries', *Journal of Business and Policy Research*, 6, 39-61.
- Proenca, P., Laureano, R.M. & Laureano, L.M. (2014), 'Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: Evidence from Portuguese SMEs', *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191.
- Sims, C. (1980), 'Macroeconomics and reality', *Econometrica*, 48, 1-47.
- Truong Hong Trinh & Nguyen Phuong Thao (2015), 'Determinants of Capital Structure of A-Reits and the Global

- Financial Crisis', *Pacific Rim Property Research Journal*, 18, 3-19.
- Võ Thị Thúy Anh, Trần Khánh Ly, Lê Thị Nguyệt Ánh & Trần Thị Dung (2014), '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', *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 207, 19-27.
- Vatavu, S. (2015), 'The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies', *Procedia Economics and Finance*, 32, 1314-1322.
- Wang, J. & Zhu, W. (2014), 'The impact of capital structure on corporate performance based on panel threshold model', *Computer modelling & New technologies*, 18(5), 162-167.
- Zerriaa, M. & Noubbigh, H. (2015), 'Determinants of Capital Structure: Evidence from Tunisian Listed Firms', *International Journal of Business and Management*, 10, 121-135.