

CẤU TRÚC VỐN VÀ GIÁ CỔ PHIẾU: NGHIÊN CỨU ĐIỂN HÌNH CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Chu Thị Thu Thủy
Đại học Thăng Long
Email: thuyctt@thanglong.edu.vn

Ngày nhận: 21/10/2019
Ngày nhận bản sửa: 07/11/2019
Ngày duyệt đăng: 05/12/2019

Tóm tắt:

Mục tiêu của bài viết là nghiên cứu mối quan hệ hai chiều giữa cấu trúc vốn và giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng. Nghiên cứu sử dụng số liệu của 533 công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2014-2018. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng cấu trúc vốn có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu và ngược lại giá cổ phiếu có ảnh hưởng cùng chiều đến quyết định cấu trúc vốn trong tương lai của công ty. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy các lý thuyết thời điểm thị trường, lý thuyết phát tín hiệu và lý thuyết trật tự phân hạng phù hợp để giải thích cho mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khoá: Cấu trúc vốn, công ty cổ phần niêm yết, giá cổ phiếu, thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mã JEL: G32, G30.

Capital structure and stock price: The case of joint-stock firms listed on the Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This paper examines the relationship between capital structure and stock price of joint-stock firms listed on the Vietnam Stock Exchange by using the method of panel data regression. The research sample includes 533 joint-stock companies listed on the Vietnam Stock Exchange for period of 2014-2018. This paper clarifies that capital structure has negatively significant impact on stock price and stock price affects positively and significantly capital structure. This empirical evidence shows that the market timing theory, the signaling theory and the pecking order theory are suitable to explain the relationship between capital structure and stock price of joint-stock companies listed on the Vietnam Stock Exchange.

Keywords: Capital structure, joint -stock listing company, stock price, Vietnam Stock Exchange.

JEL code: G35, G30.

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Quyết định về cấu trúc vốn đóng vai trò quan trọng trong các quyết định tài chính của công ty, ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển của các công ty (Ahmad & cộng sự, 2013). Việc lựa chọn cấu trúc vốn là dựa trên việc đánh đổi giữa rủi ro và lợi tức. Khi công ty gia tăng sử dụng nợ (đòn bẩy tài chính) thì rủi ro phá sản cũng gia tăng, ngược lại lợi tức tính trên giá trị vốn chủ sở hữu cũng gia tăng. Một số nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh được tác động của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu và ngược lại tác động của giá cổ phiếu đến cấu trúc vốn (Bhandari, 1988; Yang & cộng sự, 2010; Ahmad & cộng sự, 2013; Welch, 2004). Tuy nhiên, kết quả của các nghiên cứu này không có sự thống nhất. Một số nghiên cứu chứng minh được tác động ngược chiều của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu, một số nghiên cứu khác lại chỉ ra tác động cùng chiều và có những nghiên cứu lại chỉ ra rằng cấu trúc vốn không có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Tại Việt Nam, có khá nhiều nghiên cứu về cấu trúc vốn và tập trung chủ yếu vào ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc vốn (Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Hải Yến, 2014; Chu Thị Thu Thủy & cộng sự, 2018) hoặc tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm, 2017; Lê Đức Hoàng, 2015). Tuy nhiên, có rất ít nghiên cứu xem xét mối quan hệ hai chiều giữa cấu trúc vốn và giá cổ phiếu trong bối cảnh thị trường Việt Nam. Vì vậy, nghiên cứu tập trung vào xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu và ảnh hưởng của giá cổ phiếu đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Ngoài phần tóm tắt và giới thiệu nghiên cứu, nghiên cứu được cấu trúc thành các phần như sau: Phần 2 trình bày tổng quan các nghiên cứu liên quan đến cấu trúc vốn và mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá cổ phiếu. Mô hình nghiên cứu được tác giả trình bày chi tiết trong phần 3. Phần 4 đưa ra kết quả nghiên cứu và thảo luận. Cuối cùng là các kết luận về kết quả nghiên cứu cũng như một số gợi ý và kiến nghị được Tác giả đưa ra tại phần 5.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Các lý thuyết về cấu trúc vốn và mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá cổ phiếu

Lý thuyết M&M: Modigliani & Miller (1958) là những người đầu tiên đưa ra lý thuyết hiện đại về cấu trúc vốn. Theo các tác giả thì cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị của công ty và chứng minh lý thuyết cấu trúc vốn đối với giá trị công ty trong trường hợp có ảnh hưởng của thuế và không có ảnh hưởng của thuế. Trong trường hợp không có ảnh hưởng của thuế thì giá trị của công ty vay nợ bằng với giá trị của công ty không vay nợ. Giá trị của các công ty độc lập với cấu trúc vốn (Modigliani & Miller, 1958). Do đó, không có cơ cấu vốn tối ưu cho các công ty và các công ty cũng không thể thay đổi giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn. Mặt khác, trong trường hợp có ảnh hưởng của thuế thì giá trị của công ty có vay nợ bằng giá trị của công ty không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế. Điều này cho thấy mức nợ cao sẽ dẫn đến sự gia tăng của giá trị của công ty. Có thể thấy lý thuyết M&M đã không tính đến những ảnh hưởng thực tế khi huy động nợ. Trên thực tế, việc tài trợ cho tài sản bằng nợ có giới hạn nhất định bởi ảnh hưởng của chi phí khôn khéo tài chính. Chi phí khôn khéo tài chính bao gồm chi phí trực tiếp và chi phí gián tiếp. Chi phí trực tiếp bao gồm các chi phí liên quan đến quá trình giải thể, phá sản... Các chi phí gián tiếp bao gồm các chi phí như chi phí do mất khách hàng, mất nhà cung cấp, mất nhân viên giỏi... Các chi phí khôn khéo tài chính này làm giảm sự gia tăng của giá trị công ty. Khi công ty huy động nợ đến một giới hạn nhất định nào đó thì chi phí khôn khéo tài chính sẽ lớn hơn hiện giá của lá chắn thuế và do đó giá trị công ty bắt đầu giảm xuống.

Lý thuyết đánh đổi: Lý thuyết đánh đổi cho rằng cấu trúc vốn phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích thuế và chi phí dự kiến của việc phá sản (Kraus & Litzenberger, 1973). Điều này có nghĩa là cấu trúc vốn tối ưu được thiết lập trong đó lợi nhuận từ một khoản nợ bổ sung được bù đắp bằng chi phí phát sinh thêm. Giá trị của công ty bao gồm tổng của tất cả các bên yêu cầu: chủ nợ (bảo đảm và không có bảo đảm) và chủ sở hữu vốn (cổ đông ưu tiên và cổ đông thường). Chủ sở hữu vốn là tất cả các nhà đầu tư nắm giữ cổ phần trong một công ty. Theo lý thuyết đánh đổi có một số nhân tố chính tác động đến việc xác định cấu trúc vốn trong công ty bao gồm: Tài sản hữu hình, thuế, áp lực tài chính, khả năng sinh lời. Theo Kraus & Litzenbeger (1973) thì cấu trúc vốn của công ty phản ánh lợi ích của thuế

và chi phí phá sản kỳ vọng. Hai tác giả đã chỉ ra khi chi phí phá sản kỳ vọng cao sẽ làm giảm mức độ sử dụng nợ trong công ty. Tăng trưởng công ty và mức sử dụng nợ có mối quan hệ ngược chiều (Rajan & Zingales, 1995; Barclay & cộng sự, 2006; Frank & Goyal, 2007). Ngoài ra, một số nghiên cứu khác chỉ ra tác động của thuế đến mức độ sử dụng nợ trong công ty (Graham, 1996; Titman & Wessels, 1988; Wright, 2004; Graham & Harvey, 2001). Theo các nghiên cứu này thì các công ty có mức thuế suất cao thông thường sẽ sử dụng nợ cao để tận dụng lá chắn thuế. Ngược lại các công ty có khoản tiết kiệm thuế từ khấu hao tài sản cố định cao lại có xu hướng sử dụng nợ thấp. Cuối cùng, một số nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh được mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và mức độ sử dụng nợ (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995, Fama & French, 2002; Frank & Goyal, 2007).

Lý trật tự phân hạng: Lý thuyết trật tự phân hạng được xây dựng bởi Myers (1984) và Myers & Majluf (1984) dựa trên thông tin bất cân xứng giữa các công ty và nhà đầu tư. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các nhà quản lý sẽ ưa thích sử dụng vốn bên trong để tài trợ hơn là sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu. Vì vậy, khi các nhà quản lý cần tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, họ sẽ sử dụng một danh sách ưu tiên theo trật tự. Việc phát hành thêm vốn chủ sở hữu đã dẫn đến sự suy giảm giá cổ phiếu trong tương lai. Lý thuyết trật tự phân hạng đưa ra gợi ý rằng các công ty chỉ nên tìm kiếm nguồn tài chính bên ngoài khi không có đủ nguồn tài chính bên trong (Graham & Harvey 2001). Ngoài ra, khi công ty tìm kiếm nguồn tài trợ bên ngoài, công ty sẽ ưu tiên huy động nợ thay vì phát hành vốn cổ phần mới (Myers, 1984). Một số nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh ảnh hưởng của lý thuyết trật tự phân hạng trong việc lựa chọn cấu trúc vốn (Shyam-Sunder & Myers, 1999; Lemmon & Zender, 2007; Kamath, 1997). Tuy nhiên cũng có những nghiên cứu cho thấy các công ty lựa chọn cấu trúc vốn không ảnh hưởng bởi lý thuyết trật tự phân hạng (Chirinko & Singha, 2000; Leary & Roberts, 2010). Ngoài ra, có một số nghiên cứu chỉ ra rằng lý thuyết trật tự phân hạng chỉ phù hợp với các công ty lớn với giá cổ phiếu cao (Smith & Watts, 1992; Fama & French, 2002).

Lý thuyết phát tín hiệu: Khái niệm về tín hiệu được nghiên cứu đầu tiên trong bối cảnh thị trường việc làm và sản phẩm của Akerlof và Arrow và được

Spence (1973) phát triển thành lý thuyết tín hiệu. Nội dung lý thuyết phát tín hiệu cho biết một công ty có chất lượng tài chính tốt có thể phân biệt với một công ty có chất lượng tài chính kém bằng cách gửi tín hiệu đáng tin cậy và có chất lượng đến thị trường vốn. Tín hiệu hiệu quả là tín hiệu mà công ty có chất lượng kém không thể gửi tín hiệu tương tự để chi phối nhà đầu tư. Điều này là do chi phí của tín hiệu mà các công ty có chất lượng kém phải trả cao hơn cả lợi ích đạt được, vì vậy các công ty này sẽ không đưa ra tín hiệu tương tự như các công ty có chất lượng tốt. Ross (1977) đã chứng minh rằng nợ là một tín hiệu hiệu quả đối với các công ty có chất lượng tốt cụ thể: Theo thông tin bất cân xứng giữa quản lý và nhà đầu tư, tín hiệu từ các công ty là rất quan trọng để có được nguồn tài chính. Ross giả định rằng các nhà quản lý (những người bên trong) biết phân phối một cách hiệu quả lợi nhuận của công ty, nhưng các nhà đầu tư thì không. Do đó, tín hiệu tỷ lệ nợ cao mà các nhà quản lý thông tin sẽ cho thấy một tương lai lạc quan và các công ty chất lượng cao sẽ sử dụng nhiều nợ hơn trong khi các công ty chất lượng thấp có mức nợ thấp hơn (do các công ty này sẽ chịu chi phí vốn cao hơn và chi phí khốn khó tài chính càng tăng cao). Lý thuyết phát tín hiệu được chứng minh trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977; Talmor, 1981; Brennan & Schwartz, 1984). Lý thuyết phát tín hiệu hữu ích trong giải thích mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và giá trị công ty đối với các công ty có chất lượng tài chính tốt và ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và giá trị công ty đối với các công ty có chất lượng tài chính thấp.

Lý thuyết thời điểm thị trường: Lý thuyết thời điểm thị trường có vai trò quan trọng trong quyết định của nhà đầu tư và các nhà quản trị tài chính. Thời điểm thị trường giúp các nhà đầu tư dự đoán xu hướng giá của chứng khoán để quyết định mua hoặc bán chứng khoán. Các nhà quản lý tài chính ứng dụng lý thuyết thời điểm thị trường trong đánh giá giá trị công ty để xác định thời điểm tốt nhất để phát hành thêm cổ phiếu mới. Theo nghiên cứu của Baker & Wurgler (2002) thì công ty sẽ phát hành thêm cổ phiếu khi giá cổ phiếu cao và mua lại cổ phiếu khi giá cổ phiếu thấp. Nghiên cứu xem xét tác động của thời điểm thị trường trong cả ngắn hạn và dài hạn. Đối với tác động ngắn hạn, nghiên cứu đã chứng minh được ảnh hưởng của các biến như tính

hữu hình của tài sản, khả năng sinh lời, quy mô công ty và tỷ lệ giá thị trường/giá sổ sách của năm trước đến tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Lý thuyết thời điểm thị trường là một phần của lý thuyết tài chính hành vi. Lý thuyết thời điểm thị trường không giải thích được lý do có sự định giá sai chứng khoán hoặc tại sao công ty lại biết rõ khi có sự định giá sai chứng khoán trên thị trường. Lý thuyết thời điểm thị trường giả định rằng có sự định giá sai trên thị trường và trên cơ sở đó giải thích hành động của công ty khi có sự định giá sai trên thị trường. Tuy nhiên, lý thuyết thời điểm thị trường vẫn chưa giải thích được tại sao cùng một thời điểm thị trường mà có công ty phát hành nợ, trong khi các công ty khác lại phát hành cổ phần mới.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn của công ty là sự lựa chọn của nhà quản lý trong việc huy động nợ hay vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tài sản (Van Horne & Wachowicz, 1995). Cấu trúc vốn của công ty chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố. Theo Yang & các cộng sự (2010), các nhân tố chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty bao gồm cấu trúc tài sản, khả năng sinh lời, tính đơn nhất của sản phẩm, đặc trưng ngành và lợi tức của chứng khoán. Cấu trúc tài sản được đo bằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, cấu trúc tài sản giúp nhà quản trị công ty xác định được cần huy động giá trị vốn nợ hợp lý để tài trợ cho tài sản. Ngoài ra, theo Upneja & Dalbor (2001) thì lợi nhuận tăng sẽ giúp công ty gia tăng nguồn tài trợ từ lợi nhuận để lại và giảm sự phụ thuộc vào phương thức huy động nợ. Hơn nữa, theo Harris & Raviv (1991) thì tính đơn nhất của sản phẩm sẽ giúp công ty bán hàng nhanh chóng, từ đó tạo ra dòng tiền luân chuyển nhanh hơn và giảm sự phụ thuộc vào nợ. Mặt khác, tính đơn nhất của sản phẩm liên quan đến các chi phí nghiên cứu, chi phí bán hàng... và do đó có ảnh hưởng quan trọng trong việc xác định cấu trúc vốn (Titman & Wessel, 1988). Thêm vào đó, đặc trưng riêng có của ngành cũng ảnh hưởng mạnh đến cấu trúc vốn trong các công ty. Cuối cùng, nhân tố có ảnh hưởng quan trọng đến cấu trúc vốn của các công ty được minh chứng bằng nhiều nghiên cứu thực nghiệm là giá cổ phiếu. Theo Bhandari (1988), giá cổ phiếu của các công ty có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn, trong khi đó Hovakimian & cộng sự (2004) chỉ ra rằng cấu trúc vốn thay đổi theo thời gian khi giá cổ

phiếu và lợi tức chứng khoán thay đổi. Theo nghiên cứu của Baker & Wurgler (2002) và Welch (2004) thì cấu trúc vốn của các công ty chịu ảnh hưởng của giá trị thị trường của các công ty. Các nghiên cứu này đã chứng minh được rằng các công ty phát hành thêm cổ phiếu thường dựa trên thời điểm của thị trường (sôi động hay ảm đạm). Theo kết quả nghiên cứu của Welch (2004), thì tỷ lệ nợ trong công ty thấp vào những thời điểm giá cổ phiếu của công ty cao, nguyên nhân là do lợi tức cổ phiếu cao thì vốn chủ sở hữu càng lớn và vì vậy làm giảm tỷ lệ tài trợ bằng vốn nợ trong công ty. Tuy nhiên, các nghiên cứu này không chỉ ra được tác động ngược chiều của cấu trúc vốn đối với hiệu quả kinh doanh của công ty và lợi tức của chứng khoán.

Một số nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra được tác động ngược lại của cấu trúc vốn đối giá cổ phiếu. Theo nghiên cứu của Rouwenhost (1999) thì các công ty có tỷ lệ nợ thấp hơn có lợi tức cổ phiếu cao hơn. Tuy nhiên, theo Harris & Raviv (1991) chỉ ra rằng phản ứng tích cực của các nhà đầu tư đối với tăng tỷ lệ nợ trong các công ty. Nguyên nhân chủ yếu là do các nhà đầu tư cho rằng các công ty có khả năng tăng trưởng tích cực trong tương lai, trong khi đó nếu các công ty tuyên bố phát hành cổ phiếu thường để huy động vốn (giảm tỷ lệ nợ, tăng vốn chủ sở hữu) thì xu hướng lợi tức cổ phiếu giảm. Nghiên cứu của Tiltman & Wessels (1988) cũng phân tích tác động dài hạn của các vấn đề gia tăng vốn cổ phần mới đối với các công ty và kết luận rằng các đợt chào bán cổ phiếu công khai làm cho giá của cổ phiếu giảm xuống. Sự giảm giá của cổ phiếu này liên quan đến trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu (Hovakimian & cộng sự, 2004). Theo Mayer & Sussman (2005) thì những tác động của huy động vốn chủ sở hữu hoặc vốn nợ đối với giá cổ phiếu là chủ yếu do hiệu ứng của các thông tin chứ không phải là do sự thay đổi cấu trúc vốn của các công ty. Nguyên nhân chủ yếu là do sự bất cân xứng thông tin của nhà đầu tư cụ thể: Khi công ty phát hành cổ phần mới để huy động vốn, các nhà đầu tư cho rằng các nhà quản lý tài chính trong công ty không có khả năng huy động được các khoản nợ do sự không chắc chắn về dòng lợi tức đạt được trong tương lai (Welch, 2004). Kết quả là giá cổ phiếu có xu hướng giảm xuống bất kể cấu trúc vốn có kết quả như thế nào (Wald, 1999). Giner & Reverte (2001) đã chỉ ra rằng các nhà đầu tư thường có phản ứng tiêu cực

với các thông tin về sự sụt giảm tỷ lệ nợ so với tỷ lệ nợ mục tiêu (tối ưu) của công ty. Ebaid (2009) sử dụng ba phương pháp tính cấu trúc vốn khác nhau để xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, kết quả không như mong đợi, tác giả không chứng minh được tác động của cấu trúc vốn đến xu hướng thay đổi giá cổ phiếu. Akintoye (2008) nghiên cứu các công ty chứng khoán niêm yết trên thị trường chứng khoán Nigeria cũng chỉ ra rằng cấu trúc vốn không có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu.

Như vậy, mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và cấu trúc vốn trong cả lý thuyết và thực tế vẫn có những điểm chưa thống nhất. Có những nghiên cứu ủng hộ lý thuyết M&M cho rằng cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và ngược lại. Một số nghiên cứu khác lại chỉ ra ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu theo các lý thuyết phát tín hiệu, lý thuyết thời điểm thị trường, lý thuyết trật tự phân hạng hoặc lý thuyết đánh đổi. Vì vậy, hai cặp giả thuyết nghiên cứu được tác giả xây dựng trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam là:

H1: Cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu

H2: Giá cổ phiếu có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Theo Bhalla (1997) thì cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu nhằm đạt được mục tiêu tối đa hoá giá trị công ty hoặc cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu nhằm tối thiểu hoá chi phí vốn của toàn bộ công ty. Do đó, trong nghiên cứu của tác giả sử dụng tỷ số nợ (LEV) để đo lường cấu trúc vốn của công ty (Rajan & Zingales, 1995; Fama & French, 2002; Frank & Goyal, 2007;

Lemmon & Zender, 2007 và Kamath, 1997). Giá cổ phiếu được thu thập trong hai thời điểm cụ thể: Để xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu, sử dụng giá trung bình trong 5 ngày sau ngày công bố báo cáo tài chính của công ty niêm yết (P1). Ngoài ra, để chứng minh tác động của giá cổ phiếu đến cấu trúc vốn công ty niêm yết, giá cổ phiếu được tính toán là giá trị trung bình năm. Ngoài ra, các yếu tố khác có thể tác động đến cấu trúc vốn và giá cổ phiếu là quy mô công ty (SIZE) và khả năng sinh lời (ROA), cấu trúc vốn năm trước (Haugen & Baker, 1996; Gallizo & Salvador, 2006; Bevan & Danbolt, 2002; Chu Thị Thu Thủy & cộng sự, 2018). Các mô hình hồi quy được tác giả đưa ra là:

Mô hình 1: Tác động của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu sau thời điểm công bố báo cáo tài chính năm

$$P_{1i,t} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{i,t} + \beta_2 * SIZE_{i,t} + \beta_3 * ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Mô hình 2: Tác động của giá cổ phiếu trung bình năm đến cấu trúc vốn

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * P_{2i,t} + \beta_2 * SIZE_{i,t} + \beta_3 * ROA_{i,t} + \beta_4 * LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Các biến trong mô hình được định nghĩa trong Bảng 1.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu là 533 công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2018. Các dữ liệu nghiên cứu tài chính (tỷ số nợ, quy mô công ty, tỷ suất sinh lời

Bảng 1: Định nghĩa các biến được sử dụng trong mô hình

| Ký hiệu | Tên biến | Công thức tính |
|---------|------------------------------------|---|
| P1 | Giá cổ phiếu | $\frac{P1 + P2 + P3 + P4 + P5}{5}$ |
| P2 | Giá cổ phiếu | $\frac{P1 + P2 + \dots + Pn}{n}$ |
| LEV | Cấu trúc vốn | $\frac{\text{Tổng nợ năm } t}{\text{Tổng tài sản năm } t}$ |
| SIZE | Quy mô công ty | $\text{Ln}(\text{Tổng tài sản năm } t)$ |
| ROA | Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản | $\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế năm } t}{\text{Tổng tài sản năm } t}$ |

Bảng 2: Thống kê mô tả

| Biến | Quan sát | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|------|----------|------------|---------------|------------------|------------------|
| LEV | 2.665 | 0,498 | 0,235 | 0,000 | 0,990 |
| SIZE | 2.665 | 13,520 | 1,659 | 9,510 | 20,880 |
| ROA | 2.665 | 0,053 | 0,086 | -1,799 | 0,784 |
| ROE | 2.665 | 0,074 | 0,920 | -45,363 | 0,982 |
| P1 | 2.665 | 20,633 | 23,283 | 0,500 | 246,800 |
| P2 | 2.665 | 20,636 | 22,282 | 0,797 | 208,633 |

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của Stata 14.

Bảng 3: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

| Biến | Biến phụ thuộc: LEV | | Biến phụ thuộc: P1 | |
|------|---------------------|-----------|--------------------|-----------|
| | VIF | Tolerance | VIF | Tolerance |
| LEV | | | 1,13 | 0,7835 |
| SIZE | 1,03 | 0,9390 | 1,08 | 0,8629 |
| ROA | 1,18 | 0,7202 | 1,09 | 0,8426 |
| ROE | 1,04 | 0,9293 | 1,04 | 0,9306 |
| P2 | 1,16 | 0,7370 | | |

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của Stata 14.

trên vốn chủ sở hữu, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản) được tác giả thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các công ty niêm yết. Dữ liệu giá cổ phiếu là giá đóng cửa các phiên trong ngày và được thu thập trên 2 website của Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Các quan sát khác biệt, không đầy đủ hoặc không có tính đại diện bị loại bỏ trong mẫu nghiên cứu.

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng bao gồm phương pháp thống kê mô tả, phương pháp kiểm định tự tương quan, kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định phương sai sai số thay đổi, kiểm định Hausman,

kiểm định Ramsey, kiểm định hiện tượng nội sinh và hồi quy dữ liệu bảng với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 14.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu. Theo kết quả Bảng 2 có thể thấy trung bình tỷ số nợ của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là 49,8%. Giá cổ phiếu trung bình 5 ngày sau ngày công bố báo cáo tài chính năm của 2665 quan sát trung bình là 20.633 đồng/cổ phiếu và giá trị trung bình cổ phiếu trong cả năm của các công ty là 20.636 đồng/cổ phiếu. Trung bình ROA và lợi nhuận trên vốn (ROE)

Bảng 4: Kết quả kiểm định Hausman, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi, kiểm định nội sinh

| | Biến phụ thuộc: LEV | Biến phụ thuộc: P1 |
|--------------------------------------|---|---|
| Kiểm định Hausman | Prob>chi2 = 0,0000 | Prob>chi2 = 0,0000 |
| | Sử dụng phương pháp ước lượng tác động cố định (FE) | |
| Kiểm định tự tương quan | Prob > F = 0,0000 | Prob > F = 0,0000 |
| | Có hiện tượng tự tương quan | |
| Kiểm định phương sai sai số thay đổi | Prob>chi2 = 0,0000 | Prob>chi2 = 0,0000 |
| | Có phương sai sai số thay đổi | |
| Kiểm định Durbin-Wu-Hausman | Durbin (score) chi2(1) = 0,041651 (p = 0,8383) | Durbin (score) chi2(1) = 2,60497 (p = 0,1065) |
| | Wu-Hausman F(1,2666) = 0,041574 (p = 0,8384) | Wu-Hausman F(1,2667) = 2,60361 (p = 0,1067) |
| | Không có hiện tượng nội sinh trong mô hình | |

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của Stata 14.

Bảng 5: Kết quả hồi quy

| | LEV | P1 |
|--------------------|--|--|
| LEV _{t-1} | 0.90077*** (0,0089041) | |
| SIZE | 0,007063*** (0,00125) | 3,03210*** (0,2528761) |
| ROA | -0,24074*** (0,025121) | 124,21700*** (4,938527) |
| ROE | -0,00284 (0,0019291) | 0,74249* (0,4389141) |
| P2 | 0,00020** (0,0000943) | |
| LEV | | -5,49792** (1,876029) |
| Hằng số | -0,03933* (0,0157879) | -24,10005*** (3,228431) |
| Phương sai | Không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi | Không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi |
| Tương quan | Không có hiện tượng tự tương quan | Không có hiện tượng tự tương quan |
| Wald chi2(5) | 13.554,27 | 905,65 |
| Prob > chi2 | 0,0000 | 0,0000 |
| Số quan sát | 2.665 | 2.665 |
| Số công ty | 533 | 533 |

Ghi chú: *, **, *** thể hiện mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng. Giá trị trong dấu ngoặc đơn là sai số chuẩn.

Nguồn: Tác giả tính toán với sự hỗ trợ của Stata 14.

của 2665 quan sát lần lượt là 5,3% và 7,4%.

Trước khi đi vào phân tích hồi quy, tác giả thực hiện kiểm định đa cộng tuyến (Bảng 3) và sau đó kiểm định Hausman, kiểm định tự tương quan, kiểm định phương sai sai số thay đổi, kiểm định vấn đề nội sinh (Bảng 4).

Theo kết quả Bảng 3 có thể thấy các hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến trong cả 2 mô hình đều nhỏ hơn 2 và hệ số Tolerance đều lớn hơn 0,1 nên các biến trong mô hình hồi quy không có hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả kiểm định Durbin-Wu-Hausman bốn giai đoạn (Bảng 4) cho thấy cả hai mô hình với biến phụ thuộc LEV và P1 đều không có hiện tượng nội sinh trong mô hình với hệ số Sig lớn hơn 5%. Theo Bảng 4 thì mô hình FE phù hợp hơn trong sử dụng phân tích hồi quy, tuy nhiên khi kiểm định hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi cho thấy cả hai mô hình với biến phụ thuộc LEV và biến P1 đều có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Do đó, để khắc phục hiện tượng này, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng tuyến tính GLS. Kết quả của mô hình hồi

quy GLS được trình bày chi tiết trong Bảng 5 - kết quả hồi quy.

Kết quả nghiên cứu (Bảng 5) cho thấy giá cổ phiếu chịu tác động của cấu trúc vốn tại mức ý nghĩa thống kê 5%. Tác động của cấu trúc vốn (LEV) đến giá cổ phiếu là ngược chiều hay khi tỷ số nợ tăng 1 đơn vị (lần) thì giá cổ phiếu giảm 5,49792 đơn vị (1000 đồng). Kết quả này phù hợp cả về lý thuyết và thực nghiệm. Thứ nhất, khi các công ty gia tăng tỷ lệ nợ đồng nghĩa với việc phát tín hiệu về rủi ro tài chính mà công ty phải đối mặt gia tăng. Thông tin này tác động tiêu cực đến tâm lý của các nhà đầu tư đối với cổ phiếu của công ty và dẫn đến giá cổ phiếu có xu hướng giảm. Thứ hai, các công ty có xu hướng phát hành thêm cổ phiếu khi giá cổ phiếu cao và mua lại cổ phiếu khi giá cổ phiếu thấp, điều này làm tăng hoặc giảm tỷ lệ nợ trong các công ty. Việc phát hành thêm hoặc mua lại cổ phiếu của công ty ảnh hưởng đến lượng cung cổ phiếu trên thị trường nên làm giảm hoặc tăng giá cổ phiếu của công ty. Cuối cùng, theo lý thuyết đánh đổi, việc sử dụng nợ là sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí phá sản kỳ vọng. Khi các công ty có xu hướng gia tăng sử dụng nợ sẽ

làm gia tăng áp lực tài chính và gia tăng chi phí phá sản kỳ vọng. Kết quả là giá cổ phiếu có xu hướng giảm. Kết quả nghiên cứu giống với các nghiên cứu Rouwenhorst (1999), Tiltman & Wessels (1988), Mayer & Sussman (2005), Welch (2004), Frank & Goyal (2007).

Nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn chịu ảnh hưởng của giá cổ phiếu tại mức ý nghĩa 5% và tác động của giá cổ phiếu đến cấu trúc vốn là tác động cùng chiều với hệ số hồi quy là 0,0002. Theo lý thuyết phát tín hiệu thì do có sự bất cân xứng về mặt thông tin giữa nhà quản lý và nhà đầu tư, do đó tín hiệu tỷ lệ nợ cao sẽ cho thấy một tương lai lạc quan. Vì vậy, các công ty có giá cổ phiếu trung bình trong năm cao thường có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn trong cấu trúc vốn (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977 và Talmor, 1981; Brennan & Schwartz, 1984). Ngoài ra, theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty sẽ ưu tiên sử dụng nợ thay vì phát hành thêm vốn chủ sở hữu. Việc phát hành thêm vốn chủ sở hữu sẽ dẫn đến sự suy giảm giá cổ phiếu trong tương lai (Graham & Harvey, 2001), do đó các công ty có giá cổ phiếu trung bình trong năm cao thường ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ là nợ thay vì phát hành thêm vốn cổ phần mới.

Kết quả hồi quy (Bảng 5) cho thấy các giả thuyết H1 và giả thuyết H2 được chấp nhận tại mức ý nghĩa 5%. Cấu trúc vốn có tác động đáng kể đến giá cổ phiếu và ngược lại giá cổ phiếu có ảnh hưởng đến quyết định về cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Mặt khác, theo kết quả Bảng 5 cho thấy giá cổ phiếu và cấu trúc vốn công ty còn chịu tác động của các nhân tố khác như quy mô công ty, khả năng sinh lời, cấu trúc vốn năm trước.

5. Kết luận

Dựa trên mẫu nghiên cứu gồm 533 công ty niêm yết với 2665 quan sát, nghiên cứu đã chứng minh được tác động của giá cổ phiếu đến quyết định cấu trúc vốn của các công ty và ngược lại ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ nợ có tác động ngược chiều đến giá cổ phiếu hay khi công ty công bố tỷ lệ nợ gia tăng có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu trung bình trong 5 ngày sau ngày công bố. Tuy nhiên, giá cổ phiếu trung bình trong năm lại có ảnh hưởng tích cực đến quyết định về cấu trúc vốn trong năm của các công ty. Các công ty có giá cổ phiếu cao thường duy trì tỷ số nợ cao hơn so với các công ty có giá cổ phiếu thấp. Kết quả nghiên cứu cho thấy các lý thuyết phát tín hiệu, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết thời điểm thị trường có thể áp dụng để giải thích sự thay đổi của cấu trúc vốn cũng như ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù đã chứng minh được tác động hai chiều của giá cổ phiếu và quyết định cấu trúc vốn, tuy nhiên nghiên cứu còn một số hạn chế như dữ liệu mẫu nghiên cứu mới chỉ thu thập trong 5 năm, nghiên cứu chưa chia ngành để xem xét sự ảnh hưởng khác biệt của ngành nghề đến giá cổ phiếu và cấu trúc vốn. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chưa minh chứng được về thời điểm công ty quyết định phát hành thêm vốn chủ sở hữu hay huy động thêm nợ có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu như thế nào. Các nghiên cứu trong tương lai có thể bổ sung phân tích biến ngành và bổ sung thêm biến định thời điểm thị trường, để giải thích rõ hơn các quyết định của nhà đầu tư và nhà quản trị.

Tài liệu tham khảo:

- Akintoye, I.R. (2008), 'Efficient market hypothesis and behavioural finance: A review of literature', *European Journal of Social Sciences*, 7(2), 7-17.
- Ahmad, H., Fida, B.A. and Zakaria, M. (2013), 'The co-determinants of capital structure and stock returns: Evidence from the Karachi stock exchange', *The Lahore Journal of Economics*, 18(1), 81-92.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002), 'Market timing and capital structure', *Journal of Finance*, 57, 1-32.
- Barclay, M.J., Morellec, E. & Clifford, W.S. (2006), 'On the debt capacity of growth options', *Journal of Business*, 79, 37-59.
- Bevan, A.A. & Danbolt, J. (2002), 'Capital structure and its determinants in the UK: A decompositional analysis', *Applied Financial Economics*, 12, 159-170.

- Bhalla, V.K. (1997), *Financial Management and Policy*, Anmol Publications Pvt. Ltd., New Delhi.
- Bhandari, L.C. (1988), 'Debt/equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence', *Journal of Finance*, 43, 507-528.
- Brennan, M.J. & Schwartz, E.S. (1984), 'Optimal financial policy and firm valuation', *Journal of Finance*, 39, 593-607.
- Chirinko, R. & Singha, A. (2000), 'Testing static trade-off against pecking order models of capital structure: A critical comment', *Journal of Financial Economics*, 58(3), 417-425.
- Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thị Thu Trang & Nguyễn Hồng Nga (2018), *Lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng: Nghiên cứu điển hình các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Nhà xuất bản: Lao động, 70-81.
- Đặng Thị Quỳnh Anh & Quách Hải Yến (2014), 'Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE)', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 18, 34-39.
- Ebaid, I.E. (2009), 'The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt', *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487.
- Fama, E. & French, K.R. (2002), 'Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt', *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Frank, M. & Goyal, V. (2003), 'Testing the pecking order theory of capital structure', *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Gallizo, J.L. & Salvador, M. (2006), 'Share prices and accounting variables: A hierarchical Bayesian analysis', *Review of Accounting and Finance*, 5(3), 268-278.
- Giner, B. & Reverte, C. (2001), 'Valuation implications of capital structure: a contextual approach', *European Accounting Review*, 10(2), 291-314.
- Graham, J.R. (1996), 'Debt and the marginal tax rate', *Journal of Financial Economics*, 41(1), 41-73.
- Graham, J.R. & Harvey R.C. (2001), 'The theory and practice of corporate finance: evidence from the field', *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991), 'The theory of capital structure', *The Journal of Finance*, 46(1), 297-356.
- Haugen, R.A. & Baker, N.A. (1996), 'Commonality in the determinants of expected stock returns', *Journal of Economics*, 41, 401-439.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G. & Techranian, H. (2004), 'Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues', *Journal of Financial Economics*, 71(3), 517-540.
- Kamath, R.R. (1997), 'Long-term financing decisions: Views and practices of financial managers of NYSE firms', *The Financial Review*, 32, 331-356.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973), 'A state-preference model of optimal financial leverage', *Journal of Finance*, 28, 4, 911-922.
- Leary, M.T. & Roberts, R.M. (2010), 'The pecking order, debt capacity, and information asymmetry', *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355.
- Lê Đức Hoàng (2015), 'Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam', Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Leland, H.E. & Pyle, D.H. (1977), 'Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation', *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lemmon, M.L. & Zender, F.J. (2007), 'Debt capacity and tests of capital structure theories, Forthcoming', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.
- Mayer, C. & Sussman, O. (2005), 'A new test of capital structure', proceeding of the AFA 2005 Philadelphia Meetings, retrieved on May 25th 2018, from <<http://ssrn.com/abstract=643388>>.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958), 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *American*

- Myers, S.C. (1984), 'Capital Structure', *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S.C. & Majluf, S.N. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nguyễn Thị Minh Huệ & Đặng Tùng Lâm (2017), 'Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội, Kinh tế và Kinh doanh*, 33(1), 23-33.
- Rajan, R.Z & Zingales, L. (1995), 'What do we know about capital structure: Some evidence from international data', *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ross, S. (1977), 'The determination of financial structure: The incentive signaling approach', *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Rouwenhst, K.G. (1999), 'Local return factors and turnover in emerging stock markets', *The Journal of Finance*, 44(4), 1439-1465.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S.C. (1999), 'Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure', *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Smith, C. & Watts, R. (1992), 'The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies', *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292.
- Spence, M. (1973), 'Job market signaling', *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Talmor, E. (1981), 'Asymmetric information, signaling, and optimal corporate financial decisions', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(4), 413-435.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Upneja, A. & Dalbor, M.C. (2001), 'An examination of capital structure in the restaurant industry', *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 13(2), 54-59.
- Van Horne, J.C. & Wachowicz, J.M. (2000), *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall, United States.
- Yang, C., Lee, C., Gu, Y. & Lee, Y. (2010), 'Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222-233.
- Wald, J.K. (1999), 'How firm characteristics affect capital structure', *Journal of Financial Research*, 22, 161-187.
- Welch, I. (2004), 'Capital structure and stock returns', *Journal of Political Economy*, 112, 106-131.
- Wright, S.H. (2004), 'Measures of stock market value and returns for the US nonfinancial corporate sector, 1900-2002', *Review of Income and Wealth*, 50, 561-584.