

HUY ĐỘNG VỐN TỪ BÊN NGOÀI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT VIỆT NAM: LỰA CHỌN GIỮA PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU VÀ VAY NỢ

Nguyễn Mạnh Hiệp
Trường ĐH Ngoại thương, Cơ sở II tại TP.HCM
ThS. Nguyễn Thu Hằng
Đại học Lille 2, Cộng hòa Pháp

Tóm tắt: Bài viết tìm hiểu lựa chọn giữa phát hành cổ phiếu và vay nợ của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Kết quả cho thấy doanh nghiệp ưu tiên vay nợ hơn so với phát hành cổ phiếu mới. Điều này thể hiện rõ nhất trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế. Khi thị trường tăng trưởng, cổ phiếu được định giá cao, doanh nghiệp huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu nhiều hơn để tận dụng chi phí huy động vốn chủ sở hữu thấp. Các doanh nghiệp bị lỗ trong năm tài chính khó khăn hơn khi đi vay nợ so với các doanh nghiệp có lãi. Không có bằng chứng rõ ràng cho thấy doanh nghiệp quan tâm đến cơ cấu vốn tối ưu và chủ động điều chỉnh tỷ lệ sử dụng nợ về gần tỷ lệ tối ưu. So với giai đoạn 2002-2007, giai đoạn 2008-2011 doanh nghiệp giảm mạnh huy động vốn từ cả hai nguồn phát hành cổ phiếu và vay nợ do hậu quả của sự sụt giảm đầu tư.

Từ khóa: Huy động vốn, vay nợ, phát hành cổ phiếu, giá thị trường / giá sổ sách cổ phiếu.

Đặt vấn đề

Để đầu tư sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp có thể huy động vốn từ bên trong bằng lợi nhuận giữ lại, hay huy động vốn từ bên ngoài thông qua phát hành cổ phiếu hoặc vay nợ. Quyết định huy động vốn từ nguồn nào sẽ làm thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp, chi phí vốn và rủi ro cũng sẽ thay đổi theo. Điều này sẽ ảnh hưởng đến các quyết định thẩm định đầu tư cũng như sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Với giả định rằng mục tiêu của các quyết định tài chính trong doanh nghiệp là tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu, nhiều nghiên cứu đã được thực hiện nhằm tìm ra phương án huy động vốn tối ưu. Hiện nay có ba lý thuyết cơ bản giải thích ảnh hưởng của cơ cấu vốn doanh nghiệp đến lợi ích của chủ sở hữu: (i) Lý thuyết MM của Modigliani và Miller (1958) cho rằng trong một môi trường hoàn hảo, cơ cấu vốn không ảnh hưởng đến giá trị của cổ đông; (ii) Nói lỏng những giả định của lý thuyết MM, lý thuyết đánh đổi (LTĐĐ) cấu trúc vốn (Tradeoff Theory) của Bradley và các

tác giả (1984) cho rằng do ảnh hưởng của lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính, doanh nghiệp nên xác định và chủ động điều chỉnh cơ cấu vốn về tỷ lệ sử dụng nợ vay tối ưu, tại đó chi phí vốn thấp nhất, giá trị cổ đông được tối đa hóa; (iii) Lý thuyết thứ tự tăng vốn (Pecking Order Theory) của Myers (1984) cho rằng để hạn chế ảnh hưởng của hiệu ứng dấu hiệu thông tin (signaling effects) nếu cần huy động vốn từ bên ngoài thì nên ưu tiên vay nợ hơn là phát hành cổ phiếu. Bên cạnh đó, Baker và Wurgler (2002) đề xuất lý thuyết thời điểm thị trường (Market Timing Theory) của cơ cấu vốn. Theo đó cơ cấu vốn của doanh nghiệp là hệ quả của việc lựa chọn thời điểm huy động vốn dựa trên các yếu tố thị trường. Doanh nghiệp tận dụng cơ hội phát hành cổ phiếu nhiều hơn khi chỉ số giá (giá thị trường/giá sổ sách cổ phiếu - P/B) cao.

Khác với các nghiên cứu trước đây, bài viết này sử dụng một mô hình để đồng thời kiểm định cả ba lý thuyết: LTĐĐ, lý thuyết thứ tự tăng vốn và lý thuyết thời điểm thị trường. Đối với