

# SỰ PHÙ HỢP CỦA LÝ THUYẾT TRẬT TỰ PHÂN HẠNG TẠI VIỆT NAM

Ngày nhận: 14/10/2014  
Ngày nhận lại: 03/12/2014  
Ngày duyệt đăng: 10/01/2015  
Mã số: 01+02-15-25

Trần Nguyễn Anh Minh (\*)  
Võ Hồng Đức (\*\*)

**Tóm tắt:** Nghiên cứu này được thực hiện nhằm tiến hành kiểm định sự phù hợp của lý thuyết trật tự phân hạng (LTTTPH) trong việc xác định cấu trúc vốn (CTV) tối ưu dựa trên dữ liệu của 236 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn 2008-2013. Nghiên cứu được thực hiện theo 2 bước. Ở bước đầu tiên, ba mô hình nghiên cứu riêng biệt được sử dụng: (i) Trật tự phân hạng tổng hợp; (ii) Trật tự phân hạng phân tách; (iii) Điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu. Kết quả phân tích hồi quy các mô hình thể hiện rằng thuyết trật tự phân hạng chưa giải thích được quyết định lựa chọn CTV của các công ty tại Việt Nam. Nghiên cứu tiếp tục được thực hiện nhằm xác định và lượng hóa các yếu tố ảnh hưởng đến lượng nợ được phát hành của các công ty. Kết quả nghiên cứu cho rằng, tỷ lệ nợ mục tiêu, tỷ số thị giá trên thư giá, lợi nhuận hoạt động và doanh thu có tác động đến lượng nợ được phát hành của công ty.

**Từ khóa:** Lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp niêm yết, nợ mục tiêu, lợi nhuận, HOSE.

## Giới thiệu

Tối đa hóa giá trị công ty luôn là mối quan tâm hàng đầu của các cổ đông và nhà đầu tư. Có rất nhiều yếu tố tác động đến giá trị công ty như tình hình nền kinh tế, ngành nghề hoạt động, hệ thống quản trị công ty và nhiều các yếu tố khác. Tuy nhiên, trong số đó CTV của công ty vẫn đóng vai trò rất quan trọng bởi vì nó không chỉ tác động đến giá trị công ty mà còn ảnh hưởng đến các hoạt động khác của công ty. Nhiều lý thuyết đã được xây dựng và nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện nhằm tìm hiểu sự tác động của quyết định lựa chọn CTV tối ưu đến giá trị công ty.

Hiện nay có nhiều lý thuyết về sự lựa chọn CTV tối ưu cho công ty. Lý thuyết nào phản ánh tốt nhất quyết định lựa chọn CTV của công ty vẫn là một vấn đề đang được tranh luận rất nhiều. Kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các quyết định tài

trợ của công ty trong thực tế khá phù hợp với LTTTPH. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu khác lại chứng tỏ rằng lý thuyết đánh đổi, lý thuyết thời điểm thị trường lại có khả năng giải thích tốt hơn đối với CTV công ty.

Tại Việt Nam, sự phù hợp của các lý thuyết này vẫn chưa được kết luận rõ ràng, đặc biệt là trong giai đoạn vừa qua. Do vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp thêm một bằng chứng định lượng về quyết định lựa chọn CTV cho các doanh nghiệp niêm yết tại thị trường Việt Nam. Trong nghiên cứu này, LTTTPH trong quyết định lựa chọn CTV là vấn đề được nghiên cứu trọng tâm.

## Các lý thuyết về cấu trúc vốn tối ưu

Lý thuyết cấu trúc vốn hiện đại bắt đầu với học thuyết nổi tiếng của Modigliani và Miller (1958) (gọi tắt là học thuyết MM). Theo học thuyết MM, sự lựa chọn giữa vốn chủ sở hữu