

## KIỂM ĐỊNH LÝ THUYẾT TRẬT TỰ PHÂN HẠNG VỀ CƠ CẤU VỐN THÔNG QUA PHÂN TÍCH TỪ CÁC CÔNG TY VN30

Ngày nhận: 04/10/2014  
Ngày nhận lại: 17/3/2015  
Ngày duyệt đăng: 10/4/2015  
Mã số: 4-15-55

Lê Thanh Ngọc (\*)  
Nguyễn Đoàn Quốc Anh (\*\*)

**Tóm tắt:** Bài viết nghiên cứu mức độ ảnh hưởng của thâm hụt tài chính đến quyết định phát hành nợ mới của công ty thuộc nhóm VN30 trên sàn chứng khoán TP.HCM, giai đoạn 2008-2012. Ngoài ra, các nhân tố cấu thành nên thâm hụt tài chính là cổ tức, thay đổi vốn lưu động, đầu tư ròng và lợi nhuận sau thuế cũng được xem xét trong mối quan hệ đến quyết định phát hành nợ của công ty. Sử dụng phương pháp phân tích tác động cố định (FEM) và phương pháp phân tích tác động ngẫu nhiên (REM) cho dữ liệu bảng, nghiên cứu tìm thấy thay đổi lợi nhuận sau thuế ảnh hưởng nhiều nhất đến quyết định vay nợ, sau đó là thay đổi vốn lưu động và thay đổi vốn đầu tư ròng. Kết quả này cung cấp bằng chứng về sự phù hợp của lý thuyết trật tự phân hạng (LTTTPH) trong việc giải thích quyết định vay nợ của các công ty trên sàn chứng khoán TP.HCM.

**Từ khóa:** Nợ vay, lý thuyết trật tự phân hạng, cơ cấu vốn, công ty VN30.

### Đặt vấn đề

Lý thuyết về cơ cấu vốn hiện đại được Modigliani và Miller đưa ra vào năm 1958, sau đó được nhiều nhà kinh tế bổ sung, phát triển và phân thành nhiều nhánh lý thuyết khác nhau, trong đó có hai lý thuyết nổi tiếng là lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) và LTTTPH (pecking order theory). Các lý thuyết này đã tạo nên những tranh luận xung quanh các quan điểm lý luận và tính hiệu quả liên quan đến quyết định cơ cấu vốn của công ty. Trên thế giới đã có một số nghiên cứu thực nghiệm về các lý thuyết trên và kết quả đưa đến những bằng chứng không giống nhau. Shyam-Sunder và Myers (1999) tìm thấy bằng chứng ủng hộ LTTTPH hơn là lý thuyết đánh đổi. Ngược lại, Fama và French (2002) tìm thấy bằng chứng có thiên hướng chống lại cả hai lý thuyết. Frank và Goyal (2003) không tìm thấy bằng chứng có liên quan với LTTTPH, đặc biệt là đối với các công ty nhỏ. Tại

Việt Nam, các chủ đề nghiên cứu về cơ cấu vốn hiện tại chủ yếu chỉ dừng lại ở mức độ kiểm tra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của công ty. Bài viết này đánh giá ảnh hưởng của các nhân tố cấu thành thâm hụt tài chính đến quyết định phát hành nợ mới của công ty, qua đó cung cấp bằng chứng về sự phù hợp của LTTTPH về cơ cấu vốn đối với các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM.

### Cơ sở lý thuyết

#### Lý thuyết trật tự phân hạng

Modilligani và Miller (MM) (1958) đưa ra giả định trong thị trường vốn hoàn hảo, công ty có rủi ro kinh doanh giống nhau và lợi nhuận kỳ vọng hàng năm giống nhau thì phải có tổng giá trị bằng nhau bất chấp cấu trúc vốn. Giả định thị trường vốn hoàn hảo được đặt trong điều kiện không có thuế. Tuy nhiên, khi nới lỏng điều kiện này, tức là xét