

# CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ngày nhận: 04/7/2015  
Ngày nhận lại: 30/9/2015  
Ngày duyệt đăng: 10/12/2015  
Mã số: 12-15-45

*Nguyễn Ngọc Thạch (\*)*  
*Trần Thị Kim Oanh (\*\*)*

**Tóm tắt:** Bài viết là một nghiên cứu thực nghiệm về các nhân tố vi mô và vĩ mô tác động đến cấu trúc vốn (CTV) của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tác giả thu thập dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 300 công ty phi tài chính niêm yết trên hai sàn giao dịch HOSE và HNX trong giai đoạn 2009-2014 và sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng cân bằng cho: mô hình kết hợp (Pooled), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) và bình phương bé nhất tổng quát (GLS). Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng cơ cấu tài sản và quy mô công ty có tác động cùng chiều với CTV. Đồng thời, lợi nhuận, tấm chắn thuế phi nợ và lãi suất cho vay bình quân của thị trường có tác động ngược chiều đối với CTV. Tuy nhiên, các nhân tố vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, lạm phát, thuế thu nhập doanh nghiệp, điều kiện của thị trường chứng khoán và các nhân tố vi mô như tốc độ tăng trưởng công ty, rủi ro kinh doanh không tác động đến đòn bẩy tài chính của các công ty cổ phần (CTCP).

**Từ khóa:** Cấu trúc vốn, lý thuyết MM, lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng.

---

## Đặt vấn đề

Hoạch định CTV là một trong các nhiệm vụ tài chính quan trọng của các nhà quản trị. Khi xây dựng chính sách CTV cho công ty, các nhà quản trị không chỉ quyết định công ty nên huy động vốn từ đâu mà còn xác định cơ cấu nguồn vốn huy động như thế nào nhằm tối thiểu hóa chi phí vốn và tối đa hóa giá trị công ty. Đây chính là CTV tối ưu của công ty. Trên thực tế, việc xác định CTV tối ưu cho một công ty rất khó, do đó các công ty thường xác định một CTV nhằm tối thiểu hóa chi phí vốn và gia tăng giá trị công ty (CTV mục tiêu). Trên cơ sở mục tiêu đó, nhà quản trị xây dựng chính sách CTV một cách cố định hoặc linh hoạt quanh mức mục tiêu đó. Để có thể xác định được mức CTV mục tiêu này, các nhà quản trị tài chính cần xác định các nhân tố tác động đến CTV, trên cơ sở đó xây dựng mức CTV mục tiêu cho từng thời kỳ.

Trong nhiều thập kỷ qua, đã có nhiều công trình nghiên cứu về CTV. Phần lớn các nghiên cứu này đã sử dụng các lý thuyết CTV hiện đại để xây dựng mô hình CTV và cung cấp bằng chứng thực nghiệm về khả năng giải thích của các mô hình trên thực tế. Đối tượng nghiên cứu là các công ty lớn, niêm yết trên thị trường cổ phiếu ở các nước phát triển như Mỹ, châu Âu, Úc... Công trình nghiên cứu của Booth, Aivazian, Demircuc-Kunt và Maksimovic (2001) đã mở đầu các nghiên cứu đánh giá khả năng giải thích của lý thuyết CTV ở các nước đang phát triển. Tiếp theo các nghiên cứu của Chen (2003), Deesomsak, Paudyal và Pescetto (2004), Tarazi (2013)... tập trung vào một số nước như Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan... nhằm đánh giá tác động của các nhân tố đặc trưng của giai đoạn chuyển đổi nền kinh tế tới chính sách CTV của công ty.

Việt Nam là một nước đang phát triển, đang chuyển đổi nền kinh tế sang cơ chế thị trường