

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ QUÁ TRÌNH ĐIỀU CHỈNH ĐỘNG CẤU TRÚC VỐN - QUAN SÁT TỪ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

NGUYỄN THU HIỀN

Trường Đại học Bách Khoa – Đại học Quốc Gia Thành phố Hồ Chí Minh - nthuhen@hcmut.edu.vn

TRẦN DUY THANH

Trường Đại học Bách Khoa – Đại học Quốc Gia Thành phố Hồ Chí Minh - tdthanh@hcmut.edu.vn

NGUYỄN HẢI NGÂN HÀ

Trường Đại học Bách Khoa – Đại học Quốc Gia Thành phố Hồ Chí Minh - nhnha@hcmut.edu.vn

VÕ THỊ THANH NHÀN

Trường Đại học Bách Khoa – Đại học Quốc Gia Thành phố Hồ Chí Minh - vttghan@hcmut.edu.vn

NGUYỄN TIẾN THÔNG

Standard Chartered Bank (Vietnam) Limited - ntt0801@yahoo.com

(Ngày nhận: 19/04/2016; Ngày nhận lại: 29/04/2016; Ngày duyệt đăng: 18/08/2016)

TÓM TẮT

Nghiên cứu này kiểm chứng vai trò của quản trị công ty và đặc thù của doanh nghiệp đối với quyết định cấu trúc vốn trên mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Với bộ dữ liệu bảng cân bằng, mô hình cấu trúc vốn tĩnh và động lần lượt được kiểm chứng. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn không chỉ phụ thuộc đặc thù doanh nghiệp, mà còn chịu ảnh hưởng bởi đặc điểm sở hữu doanh nghiệp. Doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài cao có khuynh hướng giảm vay nợ và tận dụng nguồn vốn chủ sở hữu dồi dào nhằm hạn chế chi phí đại diện từ vốn vay. Bằng chứng ủng hộ lý thuyết người đại diện của Jensen & Meckling (1976).

Từ khóa: Quản trị công ty; Cấu trúc vốn; Mô hình động.

Corporate governance and dynamic capital structures – Observations from listed companies in Vietnam

ABSTRACT

This study examines the roles of corporate governance and corporate characteristics on capital structuring decision of firms on a sample of listed companies in Vietnam. With a balanced panel dataset, static and dynamic models of capital structures are tested. Empirical results show that capital structures are not only influenced by firms' characteristics but also by firms' ownership structures. Firms with more foreign invested funds tend to reduce debts to avoid agency costs of debts. This evidence supports agency problem theory of Jensen & Meckling (1976).

Keywords: Corporate Governance; Capital Structure; Dynamic model.

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là một trong các chủ đề được đề cập và bàn luận rất nhiều trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp. Nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958) đã đặt nền móng

cho các tranh cãi đầu tiên về quyết định chọn tỷ trọng nợ vay và vốn chủ sở hữu trong điều kiện tồn tại thuế và rủi ro phá sản. Tuy nhiên, thực tế cho thấy từ xa xưa ngay cả trước khi mà các chính phủ áp đặt thuế lên lợi nhuận

của doanh nghiệp, thì doanh nghiệp đã vay vốn để đầu tư và phát triển. Với lý lẽ đó, Jensen và Meckling (1976) đề xuất lý thuyết chi phí người đại diện (agency costs theory) để lý giải cho sự tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu, tại đó tổng chi phí đại diện bao gồm chi phí đại diện của vốn cổ đông và chi phí đại diện của nợ vay là thấp nhất. Do vậy, lý thuyết người đại diện cung cấp một lý giải khác cho quyết định chọn lựa cấu trúc vốn. Đây trở thành một hướng nghiên cứu lớn trong lĩnh vực tài chính về quản trị công ty (corporate governance) - cơ sở kiểm soát vấn đề đại diện (Klock và ctg, 2005), (Ashbaugh-Skaife và ctg, 2006).

Bên cạnh đó, các nghiên cứu quan trọng đã chỉ ra rằng việc chọn lựa một cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp là một mục tiêu lâu dài, và quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn động tiến đến cấu trúc vốn tối ưu đã được chứng minh bởi Heshmati (2001), Wanzenried (2002), Byoun (2008). Quá trình điều chỉnh động của cấu trúc vốn được xác định phụ thuộc vào các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp (Luu & Nguyễn, 2016). Trong điều kiện thị trường tài chính kém hoàn hảo như Việt Nam thì các yếu tố như chi phí giao dịch, chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng được cho là có vai trò quan trọng đối với quyết định cấu trúc vốn. Do vậy, nghiên cứu này hướng đến kiểm chứng tác động và vai trò của chi phí đại diện đối với quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2. Quản trị công ty và cấu trúc vốn

2.1. Quản trị công ty và Cấu trúc vốn

Quản trị công ty là một hệ thống các nguyên tắc, thực hành trong doanh nghiệp nhằm kiểm soát vấn đề đại diện trong các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp đại chúng, và được cho là có vai trò quan trọng đối với giá trị công ty, hình ảnh, uy tín của doanh nghiệp trên thị trường vốn (Agrawal và Knoeber, 1996, và Kao và ctg, 2004). Quản trị công ty được quyết định bởi đặc điểm cấu trúc sở hữu doanh nghiệp, đặc điểm phân quyền trong lãnh đạo doanh nghiệp.

Lý thuyết về QTCT cho rằng đặc điểm hội đồng quản trị có ảnh hưởng lên các lựa chọn chiến lược, các quyết định đầu tư và thái độ đối với rủi ro (Campbell và Mínguez-Vera, 2008) đặc biệt tại các quốc gia mà các cơ chế kiểm soát từ bên ngoài chưa phát triển và vận hành hiệu quả. Người cho vay và cổ đông bên ngoài đặt niềm tin vào HĐQT. Một HĐQT độc lập và có vai trò giám sát tốt sẽ giúp giảm rủi ro gian lận trong kiểm soát nội bộ, gian lận trong công bố thông tin kế toán. Adams và Mehran (2003), Klein (2002) cho rằng HĐQT có nhiều thành viên sẽ có hiệu quả giám sát cao hơn, phân chia và thực thi trách nhiệm hiệu quả hơn, cũng như có đa dạng kinh nghiệm hơn trong lãnh đạo doanh nghiệp. Anderson và ctg (2004) trong nghiên cứu của mình đã chứng minh rằng các chủ nợ quan tâm đến đặc điểm HĐQT và số lượng thành viên HĐQT vì họ tin rằng một HĐQT thực thi trách nhiệm tốt sẽ đảm bảo tính tin cậy của số liệu kế toán công bố làm cơ sở ra quyết định cho vay. Nghiên cứu này thực hiện khảo sát trên 500 doanh nghiệp S&P và chỉ ra rằng lãi suất cho vay tỉ lệ nghịch với tính độc lập và số lượng thành viên HĐQT.

Tính độc lập của HĐQT thể hiện qua tỉ lệ thành viên độc lập trong HĐQT hoặc tính độc lập giữa hai vị trí quan trọng là Chủ tịch và Tổng giám đốc (Kang và Shivdasani, 1995); La Porta và ctg, 1999). HĐQT đa dạng hóa thành phần, hoặc HĐQT có nhiều thành viên được kỳ vọng sẽ có kiến thức và kinh nghiệm đa dạng giúp công ty tăng trưởng và phát triển bền vững. HĐQT có phụ nữ trong thành phần HĐQT được kỳ vọng sẽ can thiệp hơn trong các quyết định đầu tư và huy động vốn (Carter và ctg, 2003), Adams và Ferreira, 2009). Thành viên HĐQT có độ tuổi càng cao càng e ngại rủi ro và can thiệp hơn trong các quyết định đầu tư và huy động vốn của doanh nghiệp. Theo quan điểm này, thái độ, nhận thức, và niềm tin có tương quan một cách hệ thống với các yếu tố nhân khẩu như tuổi tác, giới tính và chủng tộc (Robinson và Dechant (1997), Campbell và Mínguez-Vera (2008)).

Cấu trúc sở hữu đóng vai trò quan trọng

trong việc ảnh hưởng lên khả năng người bên trong lợi dụng và thao túng quyền lợi của cổ đông nhỏ, cổ đông bên ngoài (Lemmon và Lins, 2003; Lins, 2003). Cổ đông lớn và cổ đông nội bộ được kỳ vọng nắm giữ thông tin bên trong nhiều hơn các cổ đông nhỏ và cổ đông bên ngoài. Tuy nhiên, họ cũng được kỳ vọng sẽ theo dõi sát sao các quyết định đầu tư và huy động vốn của doanh nghiệp vì sự gắn kết lợi ích của các cổ đông này với doanh nghiệp là cao hơn. Tỷ lệ sở hữu của người nội bộ, bao gồm thành viên HĐQT và ban điều hành, càng cao sẽ hạn chế việc gia tăng rủi ro thông qua huy động vốn. Jensen và ctg (1992) đã chứng minh rằng doanh nghiệp có sở hữu của cổ đông nội bộ cao có khuynh hướng vay nợ ít hơn và trả cổ tức thấp hơn.

Các nghiên cứu về sở hữu nhà nước cho rằng các quốc gia mà sở hữu nhà nước đóng vai trò chi phối thông thường có hiệu quả đầu tư kém, tiềm năng sáng tạo hạn chế và quyền sở hữu không được tôn trọng (Shleifer, 1998). Trong các nền kinh tế chuyển đổi, nơi mà quyền tài sản không được tôn trọng, doanh nghiệp dễ bị tổn thương bởi những thao túng của nhà nước, do vậy hạn chế đầu tư, làm cho hiệu quả kinh tế quốc gia bị hạn chế (Kapeliushnikov và ctg, 2013). Có thể suy ra rằng, tại các nền kinh tế chuyển đổi, doanh nghiệp có sở hữu nhà nước thường có nhiều ưu đãi hơn trong việc tiếp cận các nguồn lực (tài sản) dồi dào hơn, với chi phí thấp hơn so với các doanh nghiệp tư nhân do quyền tài sản không được bảo vệ tốt. Do vậy doanh nghiệp có sở hữu nhà nước cao có thể tiếp cận được nguồn vốn dồi dào từ các ngân hàng có vốn nhà nước, từ đó có thể tăng vay nợ, và nâng đòn bẩy tài chính lên mức cao hơn so với các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước thấp hơn hoặc doanh nghiệp tư nhân.

Falkenstein (1996) chỉ ra rằng các nhà đầu tư định chế thích đầu tư các cổ phiếu có thanh khoản thị trường cao và dao động suất sinh lợi thấp. Các nghiên cứu khác chỉ ra rằng các nhà đầu tư định chế thích các cổ phiếu có minh bạch cao (Bushee and Noe, 2000), các cổ phiếu của các công ty lớn (Gompers and

Metrick, 2001), và các cổ phiếu có quản lý tốt (Parrino và ctg, 2003). Crutchley và ctg (1999) chỉ ra rằng tỉ lệ sở hữu của cổ đông định chế, cổ đông nội bộ, tỉ lệ trả cổ tức có tương quan cao với tỉ lệ nợ vay, và chúng cùng đại diện cho các yếu tố giúp kiểm soát chi phí đại diện của doanh nghiệp. Có thể giả thuyết rằng, doanh nghiệp có sở hữu của định chế đầu tư, sở hữu của cổ đông nội bộ sẽ có khuynh hướng ngại huy động vốn vay, vì muốn giảm thiểu ảnh hưởng và các ràng buộc của chủ nợ, cũng như tránh chịu ảnh hưởng của đầu tư dưới mức hiệu quả (underinvestment).

Tại Việt Nam, trong thời gian qua, các quỹ đầu tư có mặt trên thị trường thông thường có nguồn vốn huy động từ bên ngoài lãnh thổ Việt Nam, do vậy tỉ lệ sở hữu nước ngoài (foreign ownership) được thống kê tại các doanh nghiệp niêm yết đa phần cũng là nguồn vốn đầu tư từ các quỹ đầu tư (institutional ownership) có vốn nước ngoài. Các nguồn vốn này thường có chi phí vốn thấp, lượng vốn dồi dào. Họ thường chọn lựa sử dụng đòn bẩy tài chính thấp để tránh các kiểm soát từ chủ nợ mà thay vào đó là sử dụng vốn chủ sở hữu cho các cơ hội đầu tư tốt của doanh nghiệp.

2.2. Đặc thù doanh nghiệp và Cấu trúc vốn

Lý thuyết tài chính truyền thống chỉ ra rằng các yếu tố đặc thù doanh nghiệp có vai trò giải thích quan trọng tỉ lệ nợ mà doanh nghiệp sử dụng. Theo đó, Tỷ lệ tăng trưởng (Titman và Wessels, 1988); Rajan và Zingales, (1995), Tỷ lệ tài sản hữu hình (Jensen và Meckling, 1976); Heshmati, 2001), Quy mô doanh nghiệp (Titman và Wessels, 1988); Rajan và Zingales, 1995), Khả năng sinh lợi (Myers và Majluf, 1984), Jensen, 1986), Lá chắn thuế phi nợ vay (non-debt tax shields) (Modigliani và Miller, 1958); Heshmati, 2001). Khoảng cách tuyệt đối từ đòn bẩy thực đến đòn bẩy tối ưu (Heshmati, 2001); (Wanzenried, 2006); (Luu và Nguyễn, 2016) có ảnh hưởng quan trọng đối với cấu trúc vốn.

Dựa vào những lập luận các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp và quản trị công ty ảnh

hướng đến đòn bẩy tài chính và tốc độ điều chỉnh đòn bẩy tài chính ở trên, vai trò của các yếu tố này được thể hiện bằng hai nhóm giả thuyết được trình bày dưới đây.

Các giả thuyết về vai trò quản trị công ty (CG):

H_{CG1}: Tỷ lệ sở hữu nhà nước có tương quan dương với đòn bẩy tài chính

H_{CG2}: Tỷ lệ sở hữu định chế có tương quan âm với đòn bẩy tài chính

H_{CG3}: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài có tương quan âm với đòn bẩy tài chính

H_{CG4}: Tỷ lệ sở hữu của HĐQT có tương quan dương với đòn bẩy tài chính

H_{CG5}: Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn nhất có tương quan âm với đòn bẩy tài chính

H_{CG6}: Công ty có Chủ tịch kiêm Tổng giám đốc sẽ có đòn bẩy tài chính cao hơn

H_{CG7}: Số thành viên HĐQT có tương quan âm với đòn bẩy tài chính

H_{CG8}: Tỷ lệ nữ trong thành phần HĐQT có tương quan âm với đòn bẩy tài chính

Các giả thuyết về vai trò đặc điểm doanh nghiệp:

H1: Công ty có qui mô cao sẽ có đòn bẩy tài chính cao hơn

H2: Công ty có tăng trưởng cao sẽ có đòn bẩy tài chính thấp hơn

H3: Công ty có tỉ suất lợi nhuận cao sẽ có đòn bẩy tài chính thấp hơn

H4: Công ty có tài sản hữu hình cao sẽ có đòn bẩy tài chính cao hơn

H5: Công ty có lá chắn thuế không phải từ nợ cao sẽ có đòn bẩy tài chính thấp hơn

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Tính chất động của cấu trúc vốn

Theo Heshmati (2001), đòn bẩy của doanh nghiệp i , tại thời điểm t , ký hiệu $L_{i,t}$, được mô tả là hàm của vector các yếu tố tác động lên đòn bẩy $X_{i,t} = \{x_{i,j,t}\}$, η_i biểu diễn các đặc tính j của doanh nghiệp không quan sát được, h_t biểu diễn đặc tính thời gian¹, $v_{i,t}$ biểu diễn các yếu tố ngẫu nhiên theo thời gian, và của công ty. N là số doanh nghiệp được lấy mẫu và T là số thời đoạn lấy mẫu. $i = 1, 2, \dots, N$ và $t = 1, 2, \dots, T$. Ngoài ra, theo Wanzenried (2006), giá trị trễ của các biến

giải thích cần được sử dụng để giảm vấn đề nội sinh và lưu giữ thông tin quán tính (momentum) của đòn bẩy. Ngoài ra, đối với vai trò quản trị tài chính của các doanh nghiệp, việc quyết định cơ cấu và chính sách vốn hiện tại thường được nhà quản trị tài chính dựa trên các thông tin quá khứ để ra quyết định ở hiện tại. Do vậy, ta có:

$$L_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_j x_{i,j,t-1} + h_t + \eta_i + v_{i,t} \quad (1)$$

Theo lý luận của lý thuyết đòn bẩy tối ưu, doanh nghiệp hướng đến đòn bẩy tối ưu, $L^*_{i,t}$, được ước lượng² từ (1) như sau:

$$L^*_{i,t} = \bar{L}_{i,t} = \sum_{j=1}^n \bar{\beta}_j x_{i,j,t-1} \quad (2)$$

Vì đòn bẩy được tin rằng liên tục điều chỉnh từng giai đoạn (Heshmati, 2001 và Wanzenried, 2006) nên việc hội tụ của cấu trúc vốn của doanh nghiệp i trong năm t ($L_{i,t}$) về cấu trúc vốn tối ưu ($L^*_{i,t}$) thường sẽ diễn ra trong dài hạn.

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = d_{i,t}(L^*_{i,t} - L_{i,t-1}) \quad (3)$$

Trong đó $d_{i,t}$ là tham số điều chỉnh biểu diễn biên độ điều chỉnh kỳ vọng giữa hai giai đoạn liên tiếp hoặc có thể được xem là tốc độ hội tụ của $L_{i,t}$ về giá trị tối ưu $L^*_{i,t}$. Nếu $d_{i,t} = 1$ thì việc điều chỉnh được thực hiện hoàn toàn trong một giai đoạn và tại thời điểm t và là đòn bẩy mục tiêu của doanh nghiệp. Nếu $d_{i,t} < 1$ thì điều chỉnh giữa thời điểm $t-1$ đến năm t là điều chỉnh từng phần nhằm hướng đến đòn bẩy mục tiêu. Nếu $d_{i,t} > 1$, doanh nghiệp đã điều chỉnh quá mức có thể do không chịu ảnh hưởng của chi phí điều chỉnh, hoặc doanh nghiệp không có chính sách hướng đến cấu trúc vốn tối ưu. Vì $d_{i,t}$ thể hiện mức độ điều chỉnh trong từng kỳ nên được xem như *tốc độ điều chỉnh (adjustment speed)*. Do vậy, Đòn bẩy giả thuyết được điều chỉnh theo thời gian về cấu trúc vốn tối ưu, phương trình (3) được viết lại thành:

$$L_{i,t} = (1 - d_{i,t})L_{i,t-1} + d_{i,t}L^*_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Phương trình (4) thể hiện mối quan hệ giữa đòn bẩy thực tế, tốc độ điều chỉnh và đòn bẩy tối ưu. Việc thay đổi đòn bẩy từ thời điểm

$t-1$ đến thời điểm t thể hiện *tính chất động*. Theo Antoniou và ctg (2008), tác động của các yếu tố ảnh hưởng tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn có thể được thể hiện trong mô hình cấu trúc vốn động bằng cách thay (2) vào (4):

$$L_{i,t} = (1 - d_{i,t})L_{i,t-1} + d_{i,t} \sum_{j=1}^n \beta_j X_{i,j,t-1} + h_t + \eta_i + v_{i,t} \quad (5)$$

Trong (5), tốc độ điều chỉnh được xem như tham số cần ước lượng để thấy được hành vi động của đòn bẩy. Giả sử tốc độ điều chỉnh có quan hệ tuyến tính³ với các biến giải thích, khi đó:

$$d_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Z_{i,t-1} \quad (6)$$

Trong đó $Z_{i,t} = \{z_{i,l,t}\}$ là vector của l biến số tác động lên tốc độ điều chỉnh tại thời điểm t của doanh nghiệp i .

Phương trình (6) biểu diễn $d_{i,t}$ là hàm của các biến đặc tính doanh nghiệp tác động lên tốc độ điều chỉnh. Nếu thay thế biến tốc độ điều chỉnh bằng các biến tác động lên nó từ phương trình (6), thì phương trình (5) sẽ được viết lại thành:

$$L_{i,t} = (1 - \gamma_0)L_{i,t-1} - \gamma_1 Z_{i,t-1} L_{i,t-1} + (\gamma_0 + \gamma_1 Z_{i,t-1}) \sum_{j=1}^n \beta_j X_{i,j,t-1} + h_t + \eta_i + v_{i,t} \quad (7)$$

Trong phương trình (7) mối quan tâm tập trung vào hệ số γ_1 của biến tương tác giữa các yếu tố tác động lên tốc độ điều chỉnh, $Z_{i,t}$, và độ trễ của cấu trúc vốn $L_{i,t-1}$. Giả thuyết 0 đối với hệ số này là $\gamma_1 = 0$, nghĩa là tốc độ điều chỉnh đòn bẩy không chịu tác động của các đặc điểm doanh nghiệp. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa rằng doanh nghiệp không điều chỉnh cấu trúc vốn theo thời gian. Ta chỉ có thể kết luận như vậy trong trường hợp cả hệ số $(1 - \gamma_0)$ là không đáng kể.

Để thể hiện mối quan tâm đối với γ_1 và γ_0 , phương trình (7) được viết lại ngắn gọn như sau, giả thiết rằng các thành phần được rút gọn sẽ được phản ánh trong các yếu tố không quan sát được theo thời gian, h'_t , và theo đặc điểm doanh nghiệp, η'_i .

$$L_{i,t} = (1 - \gamma_0)L_{i,t-1} - \gamma_1 Z_{i,t} L_{i,t-1} + h'_t + \eta'_i + v'_{i,t} \quad (8)$$

Phương trình (8) có thể được ước lượng bằng cách sử dụng dữ liệu bảng với phương

pháp bình phương nhỏ nhất phi tuyến (nonlinear least square). Tuy nhiên, phương pháp này có thể dẫn đến ước lượng chệch và không ổn định do có sự tương quan giữa sai số hồi qui và độ trễ cấu trúc vốn $L_{i,t-1}$. Ngay cả khi các tác động riêng biệt (ảnh hưởng đặc thù doanh nghiệp không quan sát được) không tương quan với các biến giải thích, ta cũng cần kiểm soát tác động các biến này trong mô hình động. Đó là vì $L_{i,t-1}$ tương quan với các yếu tố riêng biệt η_i không thay đổi theo thời gian, và khi lấy sai phân bậc một nhằm loại bỏ các tác động riêng biệt η_i này thì lại dẫn đến tương quan giữa độ trễ biến phụ thuộc và sai phân của sai số hồi qui. Vì vậy $\Delta L_{i,t-1}$ sẽ tương quan $\Delta v_{i,t}$ thông qua sự tương quan giữa $L_{i,t-1}$ và $v_{i,t-1}$, và ước lượng OLS sẽ không cho các ước lượng hệ số ổn định.

Các vấn đề nêu trên cho thấy cần sử dụng phương pháp ước lượng sử dụng biến công cụ, trong đó độ trễ của biến phụ thuộc, và các biến giải thích nội sinh được sử dụng như các biến công cụ. Vì vậy phương trình (8) được ước lượng bằng cách sử dụng dữ liệu bảng được đề xuất bởi Arellano và Bond (1991) với *phương pháp moment tổng quát sai phân* – Differenced GMM. Theo Arellano và Bond, GMM cung cấp các ước lượng ổn định bằng việc sử dụng các công cụ có được từ các điều kiện trực giao giữa giá trị trễ của các biến và sai số. Cụ thể, phương trình (8) được ước lượng theo sai phân bậc 1 sử dụng GMM, trong đó các biến giải thích ở độ trễ hai bậc được sử dụng như các biến công cụ. Việc sử dụng các biến công cụ cũng cho phép phản ánh một khả năng là quyết định thay đổi cấu trúc vốn và thực hiện quyết định đó cũng có khoảng cách thời gian. Ngoài ra, việc tìm hiểu tác động lên tốc độ điều chỉnh sử dụng hệ phương trình đồng thời thay vì thực hiện từng bước (ước lượng cấu trúc vốn tối ưu theo (1), và chạy phương trình các biến giải thích tốc độ điều chỉnh với tốc độ điều chỉnh là giá trị ước lượng từ (3)) cho phép loại bỏ sai số do ước lượng.

Theo cách của Arellano và Bond (1991), ước lượng GMM một bước được dùng để xác

định các hệ số. Các hệ số được điều chỉnh cho phương sai thay đổi. Thêm vào đó, để đảm bảo rằng mô hình cấu trúc vốn mục tiêu được xác định hợp lý, Wald test được thực hiện với giả thuyết không là các hệ số của các biến giải thích cấu trúc tối ưu đồng thời bằng 0. Arrelano và Bond (1991) chỉ ra rằng các ước lượng hệ số chỉ ổn định nếu không có tương quan chuỗi bậc hai trong các sai số sai phân. Vì vậy, thông số thống kê z_2 sẽ được liệt kê để kiểm chứng giả thuyết không có tương quan chuỗi bậc hai trong sai số.

Cũng theo đề nghị của Arrelano và Bond (1991), ước lượng GMM hai bước cũng được thực hiện. Để đánh giá độ giá trị của các biến công cụ, kiểm chứng Sargan cho giả thuyết không là các ràng buộc xác định mô hình (overidentifying restrictions are valid) là giá trị. Như được đề cập ở trên, độ trễ bậc hai của tất cả các biến (nội sinh và ngoại sinh) ở bậc 0 được sử dụng như biến công cụ, và kiểm chứng Sargan chỉ ra liệu các biến công cụ này có độc lập với sai số hồi qui hay không.

3.2. Các yếu tố tác động lên đòn bẩy và tốc độ điều chỉnh đòn bẩy

Đòn bẩy tài chính hay cấu trúc vốn, LEV, được đo lường theo giá trị thị trường hoặc giá trị bút toán của tỉ lệ nợ vay trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, do mức độ phát triển thị trường thứ cấp của nợ vay tại Việt Nam chưa cho phép có được một thước đo giá trị thị trường phù hợp, do vậy giá trị bút toán của tỉ lệ nợ vay sẽ được sử dụng.

3.2.1. Các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp

Các yếu tố ảnh hưởng đến đòn bẩy được đề xuất theo những nghiên cứu trước như sau:

- **Quy mô (SIZE):** Titman và Wessels (1988) cho rằng các chi phí phá sản trực tiếp là cố định và làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Doanh nghiệp lớn hơn được đa dạng hóa nhiều hơn, xác suất phá sản thấp hơn. Cả hai lập luận này cho rằng một doanh nghiệp lớn có tỷ lệ nợ cao trong tổng vốn, do đó đề xuất *tương quan dương* giữa quy mô và đòn bẩy. Logarit của tổng tài sản được sử dụng để đặc trưng cho quy mô của doanh nghiệp.

- **Tăng trưởng (GROW):** Rajan và

Zingales (1995), Titman và Wessels (1988) cho rằng các doanh nghiệp kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong tương lai sẽ sử dụng nhiều vốn cổ phần hơn, do đó kỳ vọng *tương quan âm* giữa tăng trưởng kỳ vọng và đòn bẩy. Tăng trưởng được tính bằng sự thay đổi tính theo phần trăm hàng năm trong tổng tài sản.

- **Khả năng sinh lợi (PRO):** Myers và Majluf (1984) cho rằng, các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội tại hơn nguồn vốn từ bên ngoài. Nguồn vốn nội tại có tương quan dương với khả năng tạo lợi nhuận, và do đó dẫn đến *tương quan âm* giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy. Tuy nhiên, Jensen (1986) cho rằng sự tồn tại của thông tin bất cân xứng đối với các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi có thể báo hiệu cho xu hướng tăng đòn bẩy, do đó dẫn đến *tương quan dương* giữa đòn bẩy và khả năng sinh lợi. Tỷ số thu nhập ròng trên tổng tài sản được sử dụng để đo khả năng sinh lợi.

- **Tài sản hữu hình (TANG):** Khi xảy ra phá sản, tài sản vô hình mất đi nhanh hơn tài sản hữu hình, và làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Vì vậy, các doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình càng cao trong tổng tài sản thường có tỷ lệ nợ cao. Tài sản cố định chia cho tổng tài sản được sử dụng để đo tỷ lệ tài sản hữu hình của doanh nghiệp và *tương quan dương* được kỳ vọng giữa tài sản hữu hình và đòn bẩy.

- **Lá chắn thuế không phải từ nợ (NDTS):** Khuyến khích chính cho việc sử dụng nợ vay là lợi ích của lá chắn thuế. Tuy nhiên, điều này chỉ đúng khi doanh nghiệp có đủ thu nhập chịu thuế để đảm bảo cho việc sử dụng nợ. Sự hiện diện của các lá chắn thuế không phải từ nợ như: *khấu hao tài sản hữu hình* và *khấu hao tài sản vô hình* làm giảm đòn bẩy tối ưu. Tỷ lệ khấu hao tài sản hữu hình trên tổng tài sản được sử dụng để đo NDTS và kỳ vọng có *tương quan âm* giữa NDTS với đòn bẩy.

- **Khoảng cách (DIST):** Được định nghĩa là $|L_{i,t}^* - L_{i,t-1}|$ trong mô hình điều chỉnh đòn bẩy. Định phí điều chỉnh cấu trúc vốn cao đưa đến xu hướng thay thế các nguồn tài trợ bên ngoài bằng các chính sách cổ tức.

Do độ lệch tuyệt đối giữa đòn bẩy thực và đòn bẩy tối ưu có thể âm hoặc dương, do đó mối tương quan giữa khoảng cách và tốc độ điều chỉnh có thể âm hoặc dương. Nếu khoảng cách giữa đòn bẩy tối ưu và đòn bẩy quan sát ở thời điểm trước càng lớn, thì chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn càng lớn. Do đó *tương quan âm được kỳ vọng* giữa khoảng cách này với đòn bẩy của doanh nghiệp.

3.2.2. Các yếu tố cấu trúc sở hữu thuộc quản trị công ty

SOE là tỉ lệ sở hữu vốn của nhà nước trong doanh nghiệp; INS là tỉ lệ sở hữu vốn của định chế tài chính; FOREIGN là tỉ lệ sở hữu vốn của nhà đầu tư nước ngoài; BOD là tỉ lệ sở hữu vốn của các thành viên HĐQT; LARGEST là tỉ lệ sở hữu vốn của cổ đông lớn nhất trong doanh nghiệp; DUAL là biến nhị phân, có giá trị 1 cho trường hợp chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc và có giá trị 0 cho trường hợp còn lại. Biến BOARD là qui mô HĐQT, đo bằng số lượng thành viên trong hội đồng quản trị của doanh nghiệp; FEMALE là tỉ lệ thành viên nữ trong HĐQT.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ trang thông tin điện tử của công ty chứng khoán Tài Việt (Vietstock) về các DNNY lớn nhất trên hai sở giao dịch chứng khoán Việt Nam, HOSE và HNX. Từ danh sách 150 DN lớn nhất niêm yết tại thời điểm cuối năm 2008 trên hai Sở giao dịch được thu thập, sau khi loại đi các DN thuộc lĩnh vực tài chính, và loại đi các

DN thiếu dữ liệu về tỉ lệ sở hữu của Hội đồng quản trị, thiếu dữ liệu thông tin về các thành viên HĐQT, và loại đi các DN bị khuyết các dữ liệu tài chính khác trong suốt 6 năm 2008-2013, mẫu dữ liệu sau cùng còn lại 107 DNNY, đại diện cho 63% giá trị vốn hóa trên cả hai Sở giao dịch chứng khoán. Bộ dữ liệu được sử dụng cho phân tích là dữ liệu bảng cân bằng gồm 107 DN trong 6 năm.

3.4. Phương pháp thực hiện phân tích

Với mục đích kiểm chứng vai trò quản trị công ty và các yếu tố đặc thù doanh nghiệp đối với cấu trúc vốn, các mô hình cấu trúc vốn tĩnh và động lần lượt được kiểm chứng. Trong mô hình tĩnh, các ước lượng sai số bình phương nhỏ nhất (OLS), ước lượng mô hình sai số ngẫu nhiên (REM) và sai số cố định (FEM) được thực hiện. Trong mô hình động, các ước lượng theo *phương pháp moment tổng quát* – GMM được thực hiện. Tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn tiếp tục được đưa vào khảo sát trong mô hình cấu trúc vốn động bằng cách sử dụng các biến tương tác, là các biến được hình thành từ các yếu tố có vai trò giải thích tốc độ điều chỉnh động (theo mô hình 8).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Mô tả mẫu

Với bộ dữ liệu bảng cân bằng gồm 107 DN trong 6 năm, tổng số quan sát DN-năm trong bộ dữ liệu là 642. Bảng 1 cung cấp thống kê mô tả mẫu dữ liệu doanh nghiệp được phân tích.

Bảng 1

Thống kê mô tả mẫu

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SOE	0.2526899	0.2168146	0	0.7969
INS	0.4898151	0.2475807	0.001	0.9975
FOREIGN	0.1645238	0.1632819	0	0.7248
BOD	0.4152594	0.192195	0	0.8759
LARGEST	0.3409151	0.1746316	0.0385	0.8746
DUAL	0.5514673	0.4976665	0	1
BOARD	5.82866	1.221973	4	11

FEMALE	0.1487396	0.1553933	0	0.6666667
SIZE	26.95808	3.294497	11.5646	31.95876
GROW	0.133152	0.239919	-0.687058	1.893913
PRO	0.0766093	0.0813209	-0.1874019	0.4527802
TANG	0.2844334	0.1933664	0.0059983	0.9380522
NDTS	0.0340539	0.0700954	0.0000348	0.7197873
LEV	0.4569564	0.2158109	0.0309225	0.9014804

Phân tích tương quan cho thấy biến cấu trúc vốn có hệ số tự tương quan cao (92.5%) với giá trị trễ bậc 1 của nó. Ngoài ra, hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu được kiểm tra nhằm nhận diện ảnh hưởng của hiệu ứng đồng tương quan lên các kết quả hồi qui. Ma trận đồng tương quan cho thấy có tương quan cao giữa Tỷ lệ sở hữu nhà nước SOE và Tỷ lệ sở hữu của định chế INS (61.3%); giữa Tỷ lệ sở hữu của nhà nước SOE và Tỷ lệ sở hữu của HĐQT BOD (43.2%); giữa Tỷ lệ sở hữu HĐQT BOD và Tỷ lệ sở hữu của định chế INS (36.4%); giữa Tỷ lệ sở hữu cổ đông lớn nhất LARGEST với Tỷ lệ sở hữu nhà nước SOE (57.5%), với Tỷ lệ sở hữu định chế INS (42.3%), và với Tỷ lệ sở hữu HĐQT BOD (72.7%). Các biến có tương quan cao này sẽ được lưu ý trong quá trình phân tích hồi qui bằng cách tránh đưa đồng thời vào các mô hình hồi qui các biến có

tương quan cao nhằm tránh hiện tượng đồng tương quan. Trong các biến sở hữu thì Tỷ lệ sở hữu của nước ngoài FOREIGN không có tương quan cao với các biến sở hữu khác.

4.2. Mô hình cấu trúc vốn - Mô hình tĩnh

Các mô hình hồi qui lần lượt được thực hiện, và tóm tắt kết quả ở Bảng 2. Trong tóm tắt này, chỉ có mô hình có kết quả tốt nhất được trình bày. Kết quả hồi qui cho thấy mô hình tốt nhất có sự hiện diện của biến sở hữu của cổ đông nước ngoài và sở hữu nhà nước. Các mô hình khác trong đó có các yếu tố sở hữu của các đối tượng khác đều có hệ số hồi qui không có ý nghĩa thống kê. Kết quả tóm tắt cho thấy sở hữu của cổ đông nước ngoài có ý nghĩa giải thích cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Các kiểm chứng LM và Hausman (không báo cáo ở đây) cho thấy mô hình sai số cố định (FEM) là mô hình phù hợp nhất.

Bảng 2

Mô hình cấu trúc vốn – Mô hình tĩnh

	OLS	REM	FEM
L.FOREIGN	-.2411***	-.2857***	-.2661***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]
L.SOE	-.0142	-.0934	-.0877
	[0.728]	[0.167]	[0.581]
L.BOARD	-.0042	-.0017	-.0037
	[0.491]	[0.668]	[0.419]

	OLS	REM	FEM
L.FEMALE	-.0746	-.078	-.0772
	[0.139]	[0.127]	[0.183]
L.DUAL	.0188	-.0079	-.0165
	[0.224]	[0.540]	[0.277]
L.SIZE	.014***	.0164***	.0508*
	[0.000]	[0.002]	[0.086]
L.GROW	.2409***	.0788***	.0524**
	[0.000]	[0.000]	[0.032]
L.PRO	-1.089***	-.1533	.0058
	[0.000]	[0.154]	[0.965]
L.TANG	.0063	.0985**	.1025**
	[0.902]	[0.019]	[0.038]
L.NDTS	.3799**	.2397*	.3123*
	[0.011]	[0.084]	[0.067]
CONSTANT	.1614	-.0426	-.8401
	[0.123]	[0.770]	[0.273]
YEAR EFFECT	YES	YES	YES
INDUSTRY EFFECT	YES	YES	YES
Observations	535	535	535
Adjusted R^2	0.393		0.158

p-values in brackets

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Trong kết quả ở Bảng 2, các yếu tố đặc điểm HDQT không có ý nghĩa giải thích đối với cấu trúc vốn, trong khi yếu tố sở hữu nước ngoài có ý nghĩa giải thích cấu trúc vốn. Các yếu tố đặc thù doanh nghiệp như qui mô, tài sản hữu hình có dấu tác động như kỳ vọng. Trong các mô hình có các biến cấu trúc sở hữu khác, bao gồm sở hữu của HDQT BOD, của cổ đông lớn nhất LARGEST, của định chế tài chính INS (không trình bày kết quả ở đây) thì hệ số hồi qui của các biến này đều không có ý nghĩa thống kê.

4.3. Mô hình cấu trúc vốn - Mô hình động

Phân tích tự tương quan của biến cấu trúc vốn cho thấy cấu trúc vốn tương quan cao (92.5%) với giá trị trễ bậc 1 (theo bảng Hệ số tương quan). Bảng chứng này cho thấy mô hình động GMM là phù hợp trong phân tích cấu trúc vốn. Theo Arellano và Bond (1991), khi mô hình ước lượng có chứa đựng ảnh hưởng riêng biệt, có biến giải thích là giá trị trễ của biến phụ thuộc và không có biến ngoại sinh nghiêm ngặt (no strictly exogenous variables) thì mô hình Differenced GMM là phù hợp. Ngoài ra, Blundell và Bond (1998) đề xuất mô hình hiệu chỉnh cho mô hình Differenced-GMM bằng việc đưa thêm một giả thiết là sai phân bậc một không tương quan với thành phần cố định. Do vậy mô hình

đề xuất này sẽ giúp tăng hiệu quả của ước lượng. Mô hình này là System GMM - là hệ thống gồm hai phương trình - phương trình gốc và phương trình chuyển dạng. Việc sử dụng System GMM cũng cho phép tính toán các hệ số ước lượng từ số lượng mẫu lớn hơn do không sử dụng chuyển dạng sai biệt. Ngoài ra, System GMM cải thiện đáng kể khi hệ số của biến tự tương quan có giá trị khá cao và số quan sát chuỗi thời gian là hạn chế. Các mô hình Differenced GMM và System GMM lần lượt được sử dụng trong các mô hình cấu trúc vốn động và được trình bày trong Bảng 3. Sargan và Hansen test được thực hiện nhằm chỉ ra tính phù hợp của các biến công cụ.

Từ kết quả phân tích mô hình tĩnh, yếu tố cấu trúc sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài có ý nghĩa giải thích cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Yếu tố này do vậy sẽ được chú trọng trong phân tích mô hình động để đánh giá tác động của sở hữu nước ngoài lên cấu trúc vốn và lên tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn (là biến tương tác trong mô hình 8). Khi sử dụng GMM để ước lượng mô hình, số lượng biến kiểm soát là giới hạn tương ứng với số lượng biến công cụ được sử dụng. Áp dụng mô hình đề nghị bởi Hesmatti (2001), các biến đặc thù doanh nghiệp được sử dụng trong mô hình động bao gồm SIZE, GROW, PRO, TANG, NDTs.

Bảng 3

Mô hình cấu trúc vốn động - Chưa tính đến tác động của tốc độ điều chỉnh vốn

	Mô hình Differenced GMM				Mô hình System GMM			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
L.LEV	.3929*	.4583*	.4031*	.4069*	.8758***	.877***	.8654***	.8622***
	[0.099]	[0.054]	[0.083]	[0.064]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
L.FOREIGN	-.0165	-.1187	-.0148	-.028	-.104***	-.0679**	-.1072***	-.1108***
	[0.869]	[0.360]	[0.881]	[0.767]	[0.006]	[0.014]	[0.002]	[0.003]
L.SOE	-.658				-.1559			
	[0.384]				[0.225]			
L.INS		.3995				-.0714		
		[0.249]				[0.248]		

	Mô hình Differenced GMM				Mô hình System GMM			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
L.LARGEST			.0873				-.0028	
			[0.815]				[0.973]	
L.BOD				.1639				.0622
				[0.301]				[0.426]
L.BOARD	-.0287	-.0269	-.0188	-.0157	-.0068	-.0045	-8.8e-04	-8.4e-05
	[0.257]	[0.269]	[0.462]	[0.521]	[0.603]	[0.715]	[0.939]	[0.994]
L.FEMALE	.0239	-.176	-.051	-.0485	.0581	.1363	.1458*	.1682*
	[0.926]	[0.542]	[0.821]	[0.827]	[0.593]	[0.140]	[0.083]	[0.087]
L.DUAL	-.0484	-.0126	-.0427	-.0397	.0142	-.0116	-.0105	-.0092
	[0.275]	[0.768]	[0.299]	[0.307]	[0.633]	[0.625]	[0.659]	[0.693]
L.SIZE	-.0139	-.0232	-.0121	-.0028	4.1e-04	.0045	.0063*	.0072**
	[0.774]	[0.632]	[0.813]	[0.957]	[0.914]	[0.168]	[0.057]	[0.031]
L.GROW	-6.7e-04	-.0031	-.0014	-.0046	-.0204	-.0192	-.0161	-.0157
	[0.980]	[0.900]	[0.954]	[0.855]	[0.330]	[0.328]	[0.435]	[0.462]
L.PRO	-.0038	.05	.0309	.0175	.1531	.1051	.0381	.0293
	[0.980]	[0.716]	[0.813]	[0.897]	[0.139]	[0.335]	[0.688]	[0.765]
L.TANG	.0691	-.0132	.0411	.06	.0908*	.0608	.0545	.0488
	[0.651]	[0.925]	[0.773]	[0.659]	[0.052]	[0.163]	[0.210]	[0.220]
L.NDTS	.2911	.3332	.3382	.3814	-.0935	-.0468	-.0458	-.0235
	[0.349]	[0.302]	[0.265]	[0.189]	[0.448]	[0.664]	[0.673]	[0.837]
YEAR	.0068	.0059	.0089	.0067	-3.1e-04	5.0e-04	-4.7e-04	-.0011
	[0.424]	[0.488]	[0.306]	[0.474]	[0.916]	[0.866]	[0.872]	[0.718]
CONSTANT					.7379	-1.01	.8544	2.057
					[0.902]	[0.864]	[0.885]	[0.736]
OBSERVATIONS	428	428	428	428	535	535	535	535
SARGAN	69.00***	71.26**	77.23**	65.17**	77.07**	78.22***	71.18**	75.11**
HANSEN	47.41*	45.13*	39.22*	51.28*	56.52**	55.79*	55.23*	50.18*

p-values in brackets

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Kết quả các mô hình GMM trong Bảng 3 cho thấy các mô hình giải thích tốt cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Wald test cho thấy mô hình là phù hợp, các biến độc lập trong mô hình có ý nghĩa trong việc ước lượng cấu trúc vốn. Kiểm định Sargan và Hasen cho thấy các biến công cụ trong mô hình là phù hợp. Kiểm định tương quan chuỗi cũng cho thấy không còn tương quan chuỗi bậc 2. Nhìn chung, việc sử dụng các mô hình GMM trong ước lượng cấu trúc vốn là phù hợp.

Như đã đề cập, mô hình System-GMM được đề nghị là mô hình có nhiều ưu điểm hơn mô hình Differenced-GMM, do vậy các kết luận sẽ sử dụng kết quả của mô hình System-GMM. Trong mô hình System-GMM, độ trễ cấu trúc vốn tương quan dương với cấu trúc vốn của doanh nghiệp kỳ hiện tại, Sở hữu nhà nước và Sở hữu nước ngoài có tương quan âm với cấu trúc vốn của doanh nghiệp, các biến sở hữu khác không có vai trò giải thích cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Các yếu tố đặc điểm HĐQT không có tác động hoặc tác động không ổn định lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp tuy không giải thích có ý nghĩa thống kê tỉ lệ nợ vay, nhưng dấu tác động là như kỳ vọng. Các yếu tố đặc điểm HĐQT không có ảnh hưởng hoặc ảnh hưởng không nhất quán lên cấu trúc vốn doanh nghiệp có thể được lý giải bởi vai trò còn mờ nhạt của HĐQT trong quản trị rủi ro thông qua chi phối chính sách huy động vốn của doanh nghiệp.

4.4. Mô hình kiểm chứng đồng thời cấu trúc vốn động và tác động của tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn

Bước phân tích dưới đây kiểm chứng tác

động của tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn theo mô hình (8). Theo mô hình các yếu tố tác động lên tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn đề xuất bởi Hesmati (2001), các yếu tố đặc thù doanh nghiệp gồm SIZE, khả năng sinh lợi PRO, tiềm năng tăng trưởng GROW và khoảng cách giữa cấu trúc vốn hiện tại so với cấu trúc vốn tối ưu DIST được tìm thấy có vai trò giải thích tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Theo kết quả phân tích mô hình tĩnh và mô hình động ở trên, tỉ lệ sở hữu nước ngoài FOREIGN là một biến thuộc nhóm biến QTCT có tác động lên cấu trúc vốn của doanh nghiệp bên cạnh tác động của các biến đặc điểm doanh nghiệp. Do vậy, tỉ lệ sở hữu sẽ được đưa vào phân tích như biến tương tác gián tiếp tác động lên cấu trúc vốn thông qua tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn như sau:

- FRGLEV: biến tương tác giữa tỉ lệ sở hữu nước ngoài FOREIGN và cấu trúc vốn LEV.
- SIZELEV: biến tương tác giữa qui mô doanh nghiệp SIZE và cấu trúc vốn LEV.
- GROWLEV: biến tương tác giữa tốc độ tăng trưởng, GROW, và cấu trúc vốn, LEV.
- DISTLEV: biến tương tác giữa khoảng cách giữa cấu trúc vốn hiện tại và cấu trúc vốn tối ưu, DIST, và cấu trúc vốn, LEV.

Các phương pháp ước lượng Differenced-GMM và System GMM lần lượt được thực hiện. Tương tự như khi ước lượng mô hình động cấu trúc vốn, phương pháp ước lượng System GMM cho kết quả ước lượng tốt hơn, do vậy các kết luận được rút ra từ ước lượng này. Bảng 4 trình bày cụ thể kết quả mô hình System-GMM có xét đến tác động của tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn.

Bảng 4

Mô hình cấu trúc vốn động với biến tương tác thể hiện tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
L.LEV	1.129	.8266***	1.29**	.8313***	.8125***	.8252***
	[0.165]	[0.000]	[0.029]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
L.FRGLEV	.3737	.2439				
	[0.427]	[0.562]				

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
L.SIZELEV	-.0145		-.0161			
	[0.609]		[0.455]			
L.GROWLEV	.1725			.3547**		
	[0.454]			[0.023]		
L.PROLEV	.8386				.9137	
	[0.376]				[0.207]	
L.DISTLEV	.1231					.2223
	[0.622]					[0.201]
L.FOREIGN	-.2364	-.1799	-.0975***	-.0744***	-.0858***	-.1047***
	[0.197]	[0.265]	[0.005]	[0.007]	[0.002]	[0.002]
L.SIZE	.0172	.0085**	.0186	.0087**	.0088**	.0135**
	[0.243]	[0.049]	[0.176]	[0.023]	[0.039]	[0.018]
L.GROW	-.1049	-.0057	-.0066	-.2082**	-.0138	-.0015
	[0.440]	[0.780]	[0.758]	[0.019]	[0.538]	[0.949]
L.PRO	-.2413	-.0138	.0065	.0165	-.3373	.0227
	[0.542]	[0.882]	[0.954]	[0.861]	[0.201]	[0.839]
L.TANG	.0237	.0179	.019	-.0108	-5.0e-04	.0518
	[0.762]	[0.713]	[0.749]	[0.836]	[0.993]	[0.384]
YEAR	.0042	-.0018	-.0017	-.0015	-4.0e-04	.0024
	[0.386]	[0.534]	[0.575]	[0.604]	[0.907]	[0.582]
CONSTANT	-8.85	3.59	3.009	2.954	.6881	-5.104
	[0.368]	[0.545]	[0.620]	[0.617]	[0.920]	[0.558]
Observations	428	535	535	535	535	428
Adjusted R^2						
Sargan	53.72***	69.00***	68.66***	51.68**	53.77***	68.53***
Hansen	35.07**	46.31*	47.43***	44.34***	44.28**	48.43**

p -values in brackets

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Kết quả Bảng 4 cho thấy tỉ lệ sở hữu nước ngoài tác động âm lên tỉ lệ nợ vay trong hầu hết các mô hình, các biến đặc điểm doanh nghiệp tác động lên tỉ lệ nợ vay theo chiều như kỳ vọng. Các biến tương tác thể hiện vai trò của đặc điểm doanh nghiệp và sở hữu nước ngoài lên tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Kết quả cho thấy hầu hết các yếu tố tác động lên tốc độ điều chỉnh có chiều như kỳ vọng mặc dù hầu hết có mức độ tác động không có ý nghĩa thống kê. Hệ số của biến tương tác tăng trưởng và tỉ lệ nợ vay là 0.3547 và có ý nghĩa ở mức 5% cho thấy tăng trưởng tác động âm⁴ lên (làm giảm) tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, điều này phù hợp với lý thuyết trật tự xếp hạng, theo đó các doanh nghiệp tăng trưởng cao có khuynh hướng sử dụng vốn cổ đông thay vì nợ vay để tài trợ cho các cơ hội tăng trưởng cao của doanh nghiệp. Yếu tố sở hữu nước ngoài có tác động âm lên cấu trúc vốn, tuy nhiên biến tương tác sở hữu nước ngoài và tỉ lệ nợ vay lại không có ý nghĩa thống kê dù vẫn có dấu như kỳ vọng. Điều này được lý giải là sở hữu nước ngoài càng cao, doanh nghiệp càng có khuynh hướng sử dụng ít vốn vay, và có khuynh hướng chậm điều chỉnh tỉ lệ nợ vay về mức tối ưu.

5. Kết luận

Kết quả phân tích cấu trúc vốn trong mô hình tĩnh và mô hình động cho thấy nhìn chung hai mô hình cho cùng kết quả về ảnh hưởng của các yếu tố đặc thù doanh nghiệp đối với tỉ lệ nợ. Doanh nghiệp có qui mô càng lớn và có tài sản hữu hình càng nhiều thì vay nợ càng nhiều. Kết quả này tương đồng với Hesmati (2001) và Antoniou và ctg (2008). Với thể mạnh sử dụng bộ dữ liệu bảng cân bằng, mô hình động cho phép phản ánh tính chất động của quyết định cấu trúc vốn theo thời gian, ngoài ra còn chỉ ra được ảnh hưởng của tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn về cấu trúc tối ưu cũng như chỉ ra được các nhân tố tác động vào tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Tác động của tăng trưởng lên cấu trúc vốn không được giải thích hợp lý trong mô hình tĩnh, nhưng lại thể hiện rõ ở mô hình động. Cụ thể, doanh nghiệp có tăng trưởng cao sẽ có khuynh

hướng thay thế nợ vay bằng vốn chủ sở hữu. Tốc độ tăng trưởng còn là yếu tố kiềm hãm tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn về mức tối ưu, phát hiện này tương đồng với Hesmati (2001).

Nghiên cứu này tìm ra bằng chứng tương tự Wanzenried (2006), theo đó bên cạnh các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp, các yếu tố thuộc quản trị công ty cũng có vai trò giải thích hành vi huy động vốn của doanh nghiệp. Nghiên cứu này chỉ ra sở hữu của vốn đầu tư nước ngoài càng cao, doanh nghiệp càng có khuynh hướng giảm vay nợ. Các kết quả này được tìm thấy trong cả mô hình tĩnh và động. Trong mô hình động xem xét đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, kết quả còn cho thấy sở hữu nước ngoài càng cao doanh nghiệp càng có khuynh hướng chậm điều chỉnh tỉ lệ nợ về mức tối ưu. Để giải thích cho điều này, có thể nói dòng vốn quốc tế đầu tư vào thị trường Việt Nam thông thường có chi phí vốn thấp, lượng vốn dồi dào. Vốn nước ngoài thường nhắm đến đầu tư vào các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh và cơ hội tăng trưởng tốt. Để hạn chế chi phí đại diện của nợ vay, các doanh nghiệp với vốn đầu tư nước ngoài cao có khuynh hướng sử dụng vốn chủ sở hữu thay vì vốn vay. Bằng chứng này ủng hộ lý thuyết người đại diện của Jensen và Meckling (1976).

Sử dụng đòn bẩy tài chính là một quyết định đánh đổi giữa lợi ích từ chi phí vốn thấp và rủi ro tài chính. Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng cho thấy trong thực tiễn ra quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam, yếu tố đánh đổi được cân nhắc không chỉ trên phương diện tài chính, như qui mô doanh nghiệp hay tài sản hữu hình, mà còn trên phương diện quản trị. Cụ thể, doanh nghiệp Việt nam có tỉ lệ vốn đầu tư nước ngoài cao sẽ có cơ hội tiếp cận nguồn vốn dồi dào chi phí thấp, do vậy ít có khuynh hướng sử dụng đòn bẩy tài chính nhằm giảm bớt chi phí đại diện của vốn vay. Quan sát này hữu ích cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong nhận thức hành vi huy động vốn cũng như cung cấp thông tin và định hướng cho doanh nghiệp trong việc chọn lựa và tận dụng các nguồn vốn có mặt trên thị trường ■

Nghiên cứu này được tài trợ bởi Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh (ĐHQG-HCM) trong khuôn khổ đề tài mã số C2014-20-19.

Chú thích

- ¹ Tác động của đặc tính thời gian có thể được xem như các yếu tố vĩ mô hoặc các yếu tố khác, ảnh hưởng như nhau lên tất cả các doanh nghiệp.
- ² Để đơn giản tác giả bỏ qua thành phần hằng số và các yếu tố khác.
- ³ Để đơn giản thành phần hằng số và phần dư đã được bỏ qua.
- ⁴ Theo mô hình (8), biến tương tác mang dấu âm, do vậy kết quả hồi qui được diễn dịch tương ứng.

Tài liệu tham khảo

- Adams, R. B., and Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R. B., and Mehran, H. (2003). Is corporate governance different for bank holding companies? (Working Paper No. 387561). Retrieved from SSRN website: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=387561.
- Agrawal, A., and Knoeber, C. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. and Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market oriented versus bank oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.
- Arellano, M. and Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. and LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 203-243.
- Blundell, R., and Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bushee, B. J. and Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 171-202.
- Bounie, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096.
- Campbell, K. and Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. and Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R., Jahera, J. S. and Raymond, J. E. (1999). Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis*, 8(2), 177-197.
- Drobetz, W. and Wanzenried, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure?. *Applied Financial Economics*, 16(13), 941-958.
- Falkenstein, E. G. (1996). Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *The Journal of Finance*, 51(1), 111-135.

- Gompers, P. A., Ishii, J. L. and Metrick, A. (2001). Corporate governance and equity prices (Working Paper No. w8449). Retrieved from National bureau of economic research website: www.nber.org/papers/w8449.
- Heshmati, A. (2001). The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms. *Research in Banking and Finance*, 2, 199-241.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P. and Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(02), 247-263.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kang, J. K. and Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, 38(1), 29-58.
- Kao, L. F., Chiou, J. R. and Chen, A. (2004). The Agency Problem, Firm Performance And Monitoring Mechanisms: the Evidence from Collateralized Shares in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 389-402.
- Kapeliushnikov, R., Kuznetsov, A., Demina, N. and Kuznetsova, O. (2013). Threats to security of property rights in a transition economy: An empirical perspective. *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 245-264.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal Of Accounting And Economics*, 33(3), 375-400.
- Klock, M. S., Mansi, S. A. and Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(04), 693-719.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal Of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lemmon, M. L. and Lins. K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 38(01), 159-184.
- Luu, C. C. và Nguyễn, T. H (2016). Quá trình điều chỉnh động cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh*, 2(47), 28-41.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Parrino, R., Sias, R. W. and Starks, L. T. (2003). Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 3-46.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Robinson, G. and Dechant, K. (1997). Building a business case for diversity. *The Academy of Management Executive*, 11(3), 21-31.
- Shleifer, A. (1998). State versus private ownership (Working Paper No. w6665). Retrieved from National bureau of economic research website: www.nber.org/papers/w6665.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Wanzenried, G. (2006). Capital structure dynamics in the UK and continental Europe. *The European Journal of Finance*, 12(8), 693-716.