

ẢNH HƯỞNG CỦA THANH KHOẢN CỔ PHIẾU LÊN CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

THE EFFECT OF STOCK LIQUIDITY ON CAPITAL STRUCTURE OF STOCKS LISTED IN THE VIETNAM STOCK EXCHANGE

Ngày nhận bài: 30/09/2019

Ngày chấp nhận đăng: 09/10/2019

Võ Thị Thúy Anh, Phan Trần Minh Hưng

TÓM TẮT

Nghiên cứu này đánh giá sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn. Sử dụng bộ dữ liệu các công ty niêm yết trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội từ năm 2006 đến 2017, nghiên cứu này chỉ ra mối tương quan nghịch giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Ngoài ra, mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn không chịu sự tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu. Kết quả nghiên cứu này hỗ trợ luận điểm của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng cũng như vai trò của thanh khoản cổ phiếu trong giảm chi phí phát hành vốn chủ sở hữu.

Từ khóa: Thanh khoản cổ phiếu, cấu trúc vốn, công ty niêm yết.

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the impact of stock liquidity on capital structure in the context of Vietnam. We employ a comprehensive data set of stocks listed both Stock Exchanges in Vietnam to conclude that stock liquidity is negatively correlated with capital structure. Moreover, this relationship is not driven by the crisis. The results support the trade-off theory, the pecking order theory and the important role of liquidity in reducing the costs of issuance.

Keywords: Stock liquidity, capital structure, listed firms.

1. Giới thiệu

Mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn đã được kiểm chứng trong điều kiện thực tiễn Mỹ (Lipson và Mortal, 2009). Ngoài ra, mối quan hệ này cũng được quan tâm tại quốc gia đang phát triển như Thái Lan (Udomsirikul và cộng sự, 2011) cũng như trong bối cảnh đa quốc gia (Dang và cộng sự, 2019). Nhìn chung, các nghiên cứu này chỉ ra rằng bất chấp sự khác biệt thể chế, môi trường thông tin, hệ thống tài chính, sự tác động ngược chiều của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn được ghi nhận. Cơ bản, thanh khoản cổ phiếu cao tạo động lực cho các công ty huy động vốn chủ sở hữu dễ dàng với chi phí thấp. Vì lẽ đó, các công ty ưa thích phát hành cổ phiếu tạo ra cấu trúc vốn nghiêng về vốn chủ sở hữu.

Tại Việt Nam, không thiếu các nghiên cứu về sự tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn (Võ Thị Thúy Anh và cộng sự, 2014; Nguyễn Tiến Dũng và Phạm Tiến Minh, 2015). Tuy nhiên, các nghiên cứu về tác động của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn xuất hiện với tần suất hạn chế hơn. Ngoài ra, các bằng chứng thực nghiệm không đạt được sự đồng thuận cao. Cụ thể, Võ Xuân Vinh và Trần Thị Yến Duyên (2015) chứng minh mối quan hệ cùng chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Ở chiều hướng ngược lại, Trương Đông Lộc và cộng sự (2015) chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc

Võ Thị Thúy Anh, Phan Trần Minh Hưng,
Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

vốn. Được tạo động lực bởi các bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam, nghiên cứu này được thực hiện nhằm một lần nữa cung cấp bằng chứng thực nghiệm liệu sự tác của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn là tác động cùng chiều hay ngược chiều trong điều kiện thực tiễn Việt Nam.

2. Tổng thuật tài liệu và giả thuyết nghiên cứu

Mối tương quan nghịch giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn được hình thành trên nền tảng lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng và vai trò của thanh khoản cổ phiếu trong chi phí phát hành vốn chủ sở hữu. Trước tiên, thanh khoản cổ phiếu được xem như nhân tố quan trọng quyết định chi phí phát hành vốn chủ sở hữu (Butler và cộng sự, 2005). Theo đó, những công ty với cổ phiếu thanh khoản thấp chọn phát hành thêm cổ phiếu chịu chi phí phát hành lớn hơn bởi tạo lập thị trường cho đảm bảo phát hành khó khăn hơn, rủi ro hàng tồn kho cao hơn, chi phí lựa chọn ngược liên quan thông tin bất cân xứng cao hơn khi các ngân hàng đầu tư giữ vị thế ròng chứng khoán. Hay nói cách khác, chi phí phát hành vốn chủ sở hữu có mối tương quan ngược chiều với thanh khoản cổ phiếu.

Cả lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động và tĩnh đều chỉ ra rằng cấu trúc vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị công ty được xác định bằng cách cân bằng chi phí thuần của vốn chủ sở hữu và chi phí thuần của nợ (Kraus và Litzenberger, 1973; Fischer và cộng sự, 1989). Theo logic này, nếu giả định các nhân tố khác không thay đổi, bất kỳ yếu tố nào có khả năng làm giảm chi phí phát hành vốn chủ sở hữu như thanh khoản cổ phiếu cao sẽ khiến vốn chủ sở hữu hấp dẫn hơn nợ và dẫn đến cấu phần vốn chủ sở hữu gia tăng trong cấu trúc vốn.

Lý thuyết trật tự phân hạng (Donaldson, 1961; Myers, 1984) cung cấp trật tự tài trợ trong điều kiện tồn tại chi phí lựa chọn ngược

liên quan đến thông tin bất cân xứng. Theo đó, lợi nhuận giữ lại được ưu tiên sử dụng để tài trợ hoạt động công ty. Khi nguồn vốn nội bộ không đủ để đáp ứng nhu cầu tài trợ và thanh khoản, công ty được khuyến khích phát hành nợ an toàn bởi chi phí lựa chọn ngược liên quan đến thông tin bất cân xứng thấp khi so sánh với phát hành vốn chủ sở hữu. Hiển nhiên, nguồn vốn cuối cùng được quan tâm tới là vốn chủ sở hữu. Những điều kiện dẫn đến lựa chọn ngược liên quan đến thông tin bất cân xứng để hình thành cấp bậc tài trợ được phản ánh trong chi phí giao dịch. Theo logic này, mức độ cao của thanh khoản cổ phiếu tương ứng mức độ thấp của thông tin bất cân xứng và hướng đến sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu hơn trong cấu trúc vốn.

Frieder và Martell (2006), Lipson và Mortal (2009) chỉ ra rằng thanh khoản cổ phiếu có mối tương quan ngược chiều với chi phí vốn chủ sở hữu và công ty ưa thích phát hành vốn chủ sở hữu hơn nợ khi thanh khoản cổ phiếu cao trong bối cảnh thị trường chứng khoán Mỹ. Hay nói cách khác, công ty với thanh khoản cổ phiếu cao hướng đến đạt cấu phần nợ thấp trong cấu trúc vốn. Bên cạnh đó, trong điều kiện thực tiễn tại Úc, các công ty với thanh khoản cổ phiếu cao có cấu trúc vốn¹ thấp (Sivathaasan và cộng sự, 2016). Udomsirikul và cộng sự (2011) đạt cùng kết luận như Lipson và Mortal (2009) khi xem xét mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn trong điều kiện thực tiễn tại một quốc gia đang phát triển như Thái Lan. Theo đó, một cấu trúc vốn nghiêng về vốn chủ sở hữu là kết quả của mối tương quan ngược chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn còn được tiếp cận ở góc độ đa quốc gia (Dang và cộng sự, 2019). Nghiên cứu này chứng minh vai trò

¹ Cấu trúc vốn, đòn bẩy nợ, tỷ lệ nợ, hệ số nợ có thể được sử dụng thay thế lẫn nhau.

quan trọng của thanh khoản cổ phiếu trong giảm chi phí huy động vốn cổ phần và công ty với thanh khoản cổ phiếu cao hơn hướng đến cấu trúc vốn thấp hơn. Ngoài ra, khung phân tích này chỉ ra rằng những quốc gia với môi trường thể chế mạnh mẽ nhiều khả năng có mối quan hệ yếu giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Tại Việt Nam, các bằng chứng thực nghiệm không đạt được sự đồng thuận cao. Cụ thể, Võ Xuân Vinh và Trần Thị Yến Duyên (2015) chứng minh mối quan hệ cùng chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Ở chiều hướng ngược lại, Trương Đông Lộc và cộng sự (2015) chỉ ra mối tương quan ngược chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn.

Dựa trên nền tảng lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân và những

bằng chứng thực nghiệm về mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Giả thuyết được hình thành như sau: **thanh khoản cổ phiếu tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn (H1).**

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Mô hình thực nghiệm

Theo giả thuyết H1, nghiên cứu này kiểm tra liệu cấu trúc vốn có bị tác động bởi thanh khoản cổ phiếu trong điều kiện thực tiễn Việt Nam. Trên nền tảng mô hình nghiên cứu đã được ứng dụng bởi Lipson và Mortal (2009) và Udomsirikul và cộng sự (2011), sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn trong điều kiện thực tiễn Việt Nam được mô hình hóa như sau:

$$Leverage_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Stock\ liquidity_{i,t-1} + \sum_{j=1}^6 \gamma_j Controls_{i,t-1} + \mu_i + \theta_n + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó, i, t lần lượt là đại diện cho công ty và thời gian. Leverage là tỷ lệ nợ. **Stock liquidity** là véc tơ biến thanh khoản cổ phiếu. β_1 là véc tơ hệ số đứng trước các đại diện thanh khoản cổ phiếu. Controls là biến kiểm soát. μ_i và θ_n lần lượt là ảnh hưởng cố định công ty không quan sát được, không thay đổi theo thời gian và ảnh hưởng đặc thù ngành công nghiệp. δ_t và $\varepsilon_{i,t}$ lần lượt là ảnh hưởng cố định theo thời gian và sai số thay đổi theo thời gian. Để loại trừ vấn đề nội sinh xuất phát từ sự xuất hiện của tác động đồng thời giữa biến phụ thuộc và biến độc lập, tất cả các biến độc lập được sử dụng trong mô hình là các biến trễ. Hay nói cách khác, nghiên cứu này phân nào loại trừ tác động ngược chiều của tỷ lệ nợ đến biến giải thích và chỉ quan tâm đến tác động của các biến giải thích trễ đến cấu trúc vốn (Harford và cộng sự, 2009). Hơn nữa, một giải thích khác cho sự xuất hiện biến giải thích trễ là các

quyết định tài chính trong tương lai phần lớn dựa vào các thông tin trong quá khứ.

3.2. Xây dựng biến

3.2.1. Biến thanh khoản cổ phiếu

Các bằng chứng thực nghiệm gần đây đã sử dụng nhiều thang đo khác nhau để đo lường thanh khoản cổ phiếu như khối lượng giao dịch (Datar, 2001; Hovakimian và Hutton, 2010; Võ Xuân Vinh và Trần Thị Yến Duyên, 2015); chênh lệch giữa giá hỏi mua và giá chào bán tương đối và hiệu lực (Lipson và Mortal, 2009, Chung và cộng sự, 2010; Trần Thị Hải Lý, 2015), tỷ lệ kém thanh khoản Amihud (Lesmond, 2005; Fang và cộng sự, 2009; Lipson và Mortal, 2009; Đặng Tùng Lâm và Nguyễn Thị Minh Huệ, 2017); tỷ lệ ngày giao dịch lợi nhuận bằng không (Wei L-X và cộng sự, 2012). Tuy nhiên, các thước đo thanh khoản này gây ra những tranh luận về độ chính xác. Theo đó, không có bất kỳ thước đo nào có khả năng

bao quát các khía cạnh của thanh khoản cổ phiếu (Korajczyk và Sadka, 2008). Thước đo kém thanh khoản Amihud có mối quan hệ thân thiết nhất với tác động giá so với các thang đo kém thanh khoản dựa vào dữ liệu ngày (Hasbrouck, 2009). Ngoài ra, không yêu cầu dữ liệu cấu trúc vì mô tạo điều kiện để thang đo kém thanh khoản Amihud có thể trở thành thang đo tốt khi so sánh với các thang đo liên quan đến khối lượng giao dịch và chi phí giao dịch trong các nghiên cứu đa quốc gia (Fong và cộng sự, 2016) và thang đo Amihud còn có thể được sử dụng chủ yếu tại các quốc gia có thị trường chứng khoán kém phát triển. Cuối cùng, thang đo kém thanh khoản Amihud còn được xem như thước đo tốt để phản ánh thanh khoản cổ phiếu khi so sánh với các thước đo khác (Goyenko và cộng sự, 2009). Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng thước đo kém thanh khoản Amihud như đo lường chính cho thanh khoản cổ phiếu nhằm phản ánh thanh khoản cổ phiếu liên quan đến tác động giá. Tuy nhiên, để đạt được nhiều hơn các khía cạnh của thanh khoản cổ phiếu hay để đạt bức tranh toàn diện hơn về tác động của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn, nghiên cứu này còn quan tâm đến ba đo lường thanh khoản cổ phiếu khác là chênh lệch giá tương đối, chênh lệch giá hiệu lực và khối lượng giao dịch nhằm phản ánh thanh khoản cổ phiếu liên quan đến chi phí giao dịch. Nhìn chung, các thang đo sử dụng trong khung phân tích này thể hiện được khía cạnh tác động giá cũng như chi phí giao dịch. Các thước đo được chi tiết trong bảng 1.

3.2.2. Biến cấu trúc vốn

Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn sử dụng các thang đo khác nhau để đo lường cấu trúc vốn. Cụ thể, Colak và cộng sự (2018) chỉ sử dụng giá trị sổ sách để xem

xét cấu trúc vốn. Trong khi đó, sử dụng duy nhất giá trị thị trường để đo lường cấu trúc vốn không nhiều sự xuất hiện, tiêu biểu cho xu hướng này là Chang và cộng sự (2014). Cuối cùng, hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn có xu hướng chọn cả hai cách tiếp cận giá trị thị trường và giá trị sổ sách để đánh giá cấu trúc vốn như: Fama và French (2002); Dang và cộng sự (2019). Tương tự, tại Việt Nam, phần lớn các bằng chứng thực nghiệm liên quan cấu trúc vốn có xu hướng chọn cấu trúc vốn giá trị sổ sách như biến phụ thuộc (Trần Hùng Sơn, 2013; Lưu Chí Cường và cộng sự, 2016, Nguyễn Thu Hiền và cộng sự, 2016). Tuy nhiên, không thiếu các bằng chứng sử dụng cả giá trị sổ sách và giá trị thị trường của cấu trúc vốn như biến được giải thích (Lê Thị Lanh và cộng sự, 2016). Trong khi đó, sử dụng mỗi giá trị thị trường của cấu trúc vốn hầu như không tồn tại.

Dựa vào nghiên cứu của Fama and French (2002), Dang và cộng sự (2019), khung phân tích này sử dụng cả giá trị sổ sách và giá trị thị trường của cấu trúc vốn. Các biến cấu trúc vốn được chi tiết trong bảng 1.

3.2.3. Biến kiểm soát

Sự vắng mặt của biến kiểm soát có thể ảnh hưởng đáng kể đến khả năng giải thích của các nhân tố đến cấu trúc vốn mục tiêu. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng những biến kiểm soát thường xuyên được sử dụng trong các nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn (Fama và French, 2002; Antoniou và cộng sự, 2008) như: suất sinh lời trên tổng tài sản, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của nợ, lá chắn thuế phi nợ, cơ hội phát triển, quy mô công ty, tài sản hữu hình. Các biến kiểm soát được sử dụng trong các nghiên cứu này được chi tiết trong bảng 1.

Bảng 1: Các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Biến	Viết tắt	Mô tả
A. Biến đặc thù công ty		
A.1. Cấu trúc vốn		
Giá trị sổ sách	BLEV	Giá trị sổ sách tổng nợ/giá trị sổ sách tổng tài sản
Giá trị thị trường	MLEV	Giá trị sổ sách tổng nợ/(giá trị sổ sách tổng nợ + giá trị thị trường vốn chủ sở hữu)
A.2. Thanh khoản		
Chỉ số Amihud	AMI	Logarithm tự nhiên của trung bình Amihud's (2002) theo ngày, được tính toán như giá trị tuyệt đối của tỷ suất sinh lời chia khối lượng giao dịch.
Chênh lệch giá hiệu lực	PES	Logarithm tự nhiên của chênh lệch giá hiệu lực theo ngày. Chênh lệch giá hiệu lực được xác định như hai lần chênh lệch giá giữa giá giao dịch và giá mua bán trung bình được điều chỉnh bởi giá mua bán trung bình.
Chênh lệch giá tương đối	PRS	Logarithm tự nhiên của chênh lệch giá tương đối theo ngày. Chênh lệch giá tương đối được xác định như chênh lệch giá giữa giá mua và giá bán và được hiệu chỉnh bởi trung bình giá mua bán.
Khối lượng giao dịch	TURN	Logarithm tự nhiên của khối lượng cổ phiếu giao dịch trong ngày được hiệu chỉnh bởi khối lượng cổ phiếu đang lưu hành.
A.3. Biến đặc thù công ty khác		
Quy mô công ty	TA	Logarithm tự nhiên của tổng tài sản
Cơ hội phát triển	MB	Logarithm tự nhiên của giá thị trường/giá trị sổ sách.
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận trước thuế trên tổng tài sản.
Tài sản hữu hình	PPE	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản
Tầm chắn thuế phi nợ	DEP	Khấu hao tài sản cố định trên giá trị sổ sách tổng tài sản.
B. Biến tương tác		
Kém thanh khoản Amihud và khủng hoảng	AMICRI	Tương tác giữa kém thanh khoản Amihud và khủng hoảng. Biến giả khủng hoảng nhận giá trị 1 nếu năm quan sát nằm trong giai đoạn 2008-2009 và ngược lại nhận giá trị 0 ²
Chênh lệch giá hiệu lực và khủng hoảng	PESCRI	Tương tác giữa chênh lệch giá hiệu lực và khủng hoảng
Chênh lệch giá tương đối và khủng hoảng	PRSCRI	Tương tác giữa chênh lệch giá tương đối và khủng hoảng
Khối lượng giao dịch và khủng hoảng	TURNCRI	Tương tác giữa khối lượng giao dịch và khủng hoảng

² Nghiên cứu này dựa vào thảo luận của Samarakoon (2011) để xác định giai đoạn khủng hoảng xảy ra từ năm 2008 và kết thúc vào năm 2009.

3.3. Phương pháp ước lượng

Phương pháp ước lượng bình phương bé nhất (POLS) được xem là phương pháp cơ bản nhất đối với dữ liệu bảng. Tuy nhiên, phương pháp này dựa trên quá nhiều giả định. Vì vậy, POLS chỉ thật sự hữu ích trong trường hợp dữ liệu thỏa mãn các giả định đưa ra. Tuy nhiên, dữ liệu tài chính thường không phù hợp với các giả định của POLS. Phương pháp này xem xét tất cả các quan sát trong mẫu như một thực thể. Hay nói cách khác, ảnh hưởng đặc thù công ty không được quan tâm đến hay các đặc thù công ty không quan sát được không thay đổi theo thời gian mặc định không có tác động đến biến phụ thuộc. Tuy nhiên, điều này không thực tế khi mà mỗi công ty sở hữu đặc thù riêng không thể quan sát được như: thương hiệu, chính sách quản trị, “khẩu vị rủi ro” mà những nhân tố này có nhiều khả năng tác động đến biến phụ thuộc. Cụ thể, Lemmon và cộng sự (2008) chứng minh rằng các nhân tố đặc thù công ty không quan sát được và không thay đổi theo thời gian là nhân tố giải thích lớn nhất cho sự biến động của cấu trúc vốn. Vì vậy, POLS có thể bị chệch bởi sự tồn tại của đặc thù công ty không quan sát được và không thay đổi theo thời gian. Ngoài ra, ước lượng đáp ứng yêu cầu dữ liệu tài chính phải giải quyết vấn đề không đồng nhất đến từ đặc thù công ty không quan sát được. Vì vậy, phương pháp ước lượng ảnh hưởng cố định (FEM) có lẽ là phương pháp phù hợp bởi vì phương pháp này quan tâm đến cả đặc thù công ty quan sát được và không quan sát được.

3.4. Dữ liệu và xử lý dữ liệu nghiên cứu

Số liệu ban đầu dùng để hồi quy được cung cấp bởi Stoxplus³ trong thời gian 12 năm từ năm 2006 đến năm 2017 liên quan đến các công ty niêm yết trên cả hai sàn giao

dịch chứng khoán tại Việt Nam. Do một số công ty không đủ số liệu theo thời gian từ năm 2006 đến năm 2017 với nhiều lý do khác nhau như: mới niêm yết, hủy niêm yết... nên dữ liệu nghiên cứu còn lại là bộ dữ liệu không cân bằng. Các trường hợp sau sẽ được loại khỏi mẫu nghiên cứu, cụ thể: i) những công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, dịch vụ, bảo hiểm, quỹ đầu tư và bất động sản; ii) những công ty thiếu bất kỳ quan sát năm liên quan đến thanh khoản cổ phiếu, cấu trúc vốn và biến kiểm soát; iii) những công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán nhỏ hơn 2 năm. Cuối cùng, bộ dữ liệu dùng để hồi quy là dữ liệu bảng động không cân bằng với 550 công ty và 4.029 quan sát năm. Ngoài ra, để hạn chế tình trạng tác động ngoại lai làm ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu, kỹ thuật biến đổi winsor phân vị ở mức 1% và 99% cho tất cả các biến được sử dụng.

Nghiên cứu này còn sử dụng dữ liệu giao dịch chứng khoán ngày để đo lường thanh khoản cổ phiếu. Tuy nhiên, thanh khoản cổ phiếu lại được đo lường trên cơ sở năm nên chúng được tính dựa theo nguyên tắc trung bình giản đơn của các ngày giao dịch trong năm. Nghiên cứu này tiến hành lọc dữ liệu như sau: i) thứ nhất, chênh lệch giá âm do giá chào bán nhỏ hơn giá hỏi mua sẽ bị bỏ qua khi đo lường thanh khoản cổ phiếu vì nó không thể hiện được bản chất của thanh khoản cổ phiếu khuyến khích giao dịch cổ phiếu; ii) thứ hai, khi tính chênh lệch giá tương đối, chênh lệch giá mua bán lớn hơn một nửa giá mua bán trung bình sẽ được loại bỏ khỏi mẫu; iii) thứ ba, những ngày giao dịch có tổng khối lượng giao dịch lớn hơn số lượng cổ phiếu đang lưu hành sẽ được loại bỏ khi tính thang đo khối lượng giao dịch; iv) cuối cùng, những chứng khoán giao dịch nhỏ hơn 2/3 năm sẽ bị loại bỏ khỏi mẫu nghiên cứu vì nó không thể hiện hết được bản chất thanh khoản cổ phiếu trong kỳ.

³ Công ty chuyên cung cấp dữ liệu nhằm phục vụ nghiên cứu.

4. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị thấp nhất	Giá trị cao nhất	Giá trị trung bình	Giá trị trung vị	Độ lệch chuẩn
BLEV_{t+1}	4,026	0.044	0.907	0.504	0.533	0.226
MLEV_{t+1}	4,028	0.036	0.963	0.541	0.563	0.266
AMI	4,025	-9.432	2.422	-2.222	-1.511	2.908
PES	2,556	-5.233	-2.269	-3.438	-3.281	0.704
PRS	2,556	-5.262	-1.987	-3.393	-3.274	0.812
TURN	4,028	0	0.576	0.076	0.03	0.11
TA	4,028	-3.954	3.032	-0.849	-0.93	1.417
MB	4,028	-1.899	1.598	-0.198	-0.174	0.727
ROA	4,028	-0.163	0.327	0.062	0.048	0.073
PPE	4,026	0.003	1.713	0.469	0.371	0.378
DEP	4,026	0	1.088	0.186	0.107	0.218
BLEV	4,028	0.049	0.904	0.505	0.532	0.223
MLEV	4,028	0.038	0.961	0.543	0.565	0.265

Nguồn: tính toán của tác giả

Bảng 2 cung cấp thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu. Giá trị sổ sách của tỷ lệ nợ dao động từ 0,044 đến 0,907 với trung bình và trung vị lần lượt là 0,504 và 0,533. Trong khi đó, giá trị trung bình (trung vị) của tỷ lệ nợ thị trường là 0,541 (0,563) với giá trị nhỏ nhất và lớn nhất lần lượt là 0,026 và 0,962. Ngoài ra, độ lệch chuẩn của giá trị sổ sách của tỷ lệ nợ (0,226) thấp hơn độ lệch chuẩn giá trị thị trường của tỷ lệ nợ (0,266) ngụ ý rằng tỷ lệ nợ thị trường biến động nhiều hơn tỷ lệ nợ sổ sách. Liên quan đến các thước đo kém thanh khoản, giá trị trung bình của chênh lệch giá hiệu lực là -3,438. Trong khi đó, chênh lệch giá tương đối trung bình là -3,393. Điều này phù hợp với những tranh luận chênh lệch giá tương đối lớn hơn chênh lệch giá hiệu lực mặc dầu sự khác biệt không đáng kể. Thang đo kém thanh khoản Amihud có giá trị trung bình -2,222, giá trị trung vị -3,281 và biến động trong đoạn [-9,432, 2,422]. Nhìn chung, thang đo kém thanh khoản Amihud biến

động lớn hơn so với các thang đo kém thanh khoản cổ phiếu khác. Tiếp theo, thước đo thanh khoản khối lượng giao dịch có giá trị thấp nhất và cao nhất lần lượt là 0 và 0,576 và là thang đo có sự biến động thấp nhất với 0,11. Trong mẫu nghiên cứu, một công ty trung bình có tỷ suất sinh lời trên tài sản là 6,2%, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách là -0,198. Trong khi đó, giá trị trung bình và trung vị của tổng tài sản lần lượt là 0,076 và 0,03. Cuối cùng giá trị tài sản hữu hình dao động trong đoạn [0,003, 1,713] với độ lệch chuẩn 0,378. Trong khi đó, giá trị cao nhất và thấp nhất của tầm chắn thuế phi nợ lần lượt là 1.088 và 0.

Mối quan hệ giữa các cặp biến được trình bày trong bảng 2. Theo đó, cả ba đại diện cho kém thanh khoản, bao gồm: chênh lệch giá hiệu lực, chênh lệch giá tương đối và kém thanh khoản Amihud có mối tương quan dương với giá trị sổ sách của cấu trúc vốn. Tuy nhiên, chỉ duy nhất mối quan hệ giữa

thước đo kém thanh khoản Amihud và cấu trúc vốn có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó, cả chênh lệch giá hiệu lực, chênh lệch giá tương đối không có ý nghĩa thống kê trong mối tương quan với tỷ lệ nợ. Ngoài ra, thang đo giá trị giao dịch có mối tương quan âm và có ý nghĩa thống kê với cấu trúc vốn sổ sách. Trong trường hợp, tỷ lệ nợ được sử dụng là giá trị thị trường, mối tương quan dương giữa kém thanh khoản Amihud và cấu trúc vốn

tiếp tục được khẳng định. Trong khi đó, cả mối quan hệ giữa chênh lệch giá hiệu lực, chênh lệch giá tương đối và cấu trúc vốn một lần nữa không đạt được ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, cả hai mối tương quan này đổi chiều từ dương sang âm. Cuối cùng, khối lượng giao dịch tiếp tục duy trì ý nghĩa thống kê nhưng ý nghĩa kinh tế đã thay đổi từ ngược chiều sang cùng chiều.

Bảng 3: Ma trận tương quan

Biến	BLEV _{t+1}	MLEV _{t+1}	AMI	PES	PRS	TURN	TA	MB	ROA	PPE	DEP
BLEV _{t+1}	1.000										
MLEV _{t+1}	0.862*	1.000									
AMI	0.050*	0.045*	1.000								
PES	0.017	-0.002	0.802*	1.000							
PRS	0.010	-0.015	0.866*	0.898*	1.000						
TURN	-0.078*	0.070*	-0.496*	-0.449*	-0.506*	1.000					
TA	0.338*	0.237*	-0.512*	-0.499*	-0.492*	0.007	1.000				
MB	-0.142*	-0.553*	-0.061*	-0.020	-0.007	-0.249*	0.098*	1.000			
ROA	-0.412*	-0.509*	-0.183*	-0.125*	-0.159*	-0.064*	-0.050*	0.409*	1.000		
PPE	-0.018	-0.029*	-0.032*	-0.056*	-0.091*	-0.050*	-0.002	0.047*	0.117*	1.000	
DEP	-0.052*	-0.082*	0.051*	0.035*	0.001	-0.085*	-0.143*	0.085*	0.171*	0.798*	1.000

Nguồn: tính toán của tác giả

*Ghi chú: * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%*

Mặc dù vẫn tồn tại một vài mối tương quan không phù hợp, tuy nhiên kết quả từ ma trận tương quan nhìn chung hỗ trợ cho luận điểm cấu trúc vốn chịu sự tác động ngược chiều từ thanh khoản cổ phiếu. Ngoài ra, tất cả các mối tương quan giữa các cặp biến trong bảng 2 đều nhỏ hơn 0.8. Theo quy tắc ngón tay cái (the rule of thumb) của Klein, nghiên cứu này kết luận rằng không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Hơn thế nữa, nghiên cứu này cũng sử dụng hệ số VIF (Variance Inflation Factor) để xác định hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy nhiên, những chỉ số trong kiểm tra này đều nhỏ hơn 5, chứng tỏ rằng ít

có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các cặp biến trong mô hình nghiên cứu⁴

4.2. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

Ảnh hưởng đặc thù công ty, ảnh hưởng năm và ngành công nghiệp được xem như nguyên nhân chính có khả năng gây ra chệch và không đồng nhất trong mối tương quan giữa thanh khoản và cấu trúc vốn. Do đó,

⁴ Các suy luận từ hệ số VIF và tương quan Pearson đều dựa trên quy tắc ngón tay cái (the rule of thumb). Vì vậy, chỉ một trong hai hệ số trên đủ khả năng để kiểm tra liệu có sự tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến hay không. Để tiết kiệm khoảng trống, hệ số VIF không được báo cáo ở đây.

khung phân tích này kiểm soát các yếu tố này ngay từ ban đầu. Bảng 4 báo cáo kết quả ước lượng sự tác động của thanh khoản cổ phiếu

đến cấu trúc vốn. Trong nghiên cứu này, hệ số đứng trước đại diện thanh khoản cổ phiếu được quan tâm hơn cả.

Bảng 4: Kết quả ước lượng từ FEM

Biến	Mô hình							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
AMI	0.008*** (0.001)	0.007*** (0.001)						
PES			0.038*** (0.006)	0.035*** (0.006)				
PRS					0.042*** (0.007)	0.039*** (0.006)		
TURN							-0.138*** (0.025)	-0.128*** (0.030)
TA	0.090*** (0.011)	0.092*** (0.011)	0.137*** (0.016)	0.132*** (0.016)	0.139*** (0.016)	0.135*** (0.016)	0.080*** (0.010)	0.084*** (0.010)
MB	0.036*** (0.008)	-0.080*** (0.008)	0.052*** (0.009)	-0.125*** (0.008)	0.052*** (0.009)	-0.125*** (0.008)	0.036*** (0.008)	-0.080*** (0.008)
ROA	-0.255*** (0.053)	-0.158*** (0.053)	-0.447*** (0.061)	-0.396*** (0.056)	-0.434*** (0.060)	-0.385*** (0.055)	-0.279*** (0.054)	-0.177*** (0.053)
PPE	0.032* (0.019)	0.046*** (0.016)	0.024 (0.018)	0.031 (0.020)	0.021 (0.018)	0.028 (0.020)	0.032* (0.019)	0.046*** (0.016)
DEP	-0.026 (0.028)	-0.023 (0.025)	-0.019 (0.030)	-0.021 (0.031)	-0.016 (0.030)	-0.018 (0.032)	-0.026 (0.028)	-0.023 (0.025)
Hằng số	0.696*** (0.049)	0.977*** (0.035)	0.949*** (0.043)	0.925*** (0.043)	1.001*** (0.046)	0.971*** (0.044)	0.655*** (0.047)	0.943*** (0.032)
Số quan sát	4,023	4,025	2,553	2,555	2,553	2,555	4,024	4,026
Ý nghĩa mô hình	0.115	0.164	0.274	0.377	0.278	0.379	0.110	0.162
Số công ty	550	550	417	417	417	417	550	550

Nguồn: tính toán của tác giả

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%

Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc đơn

Kết quả ước lượng đối với biến phụ thuộc là giá trị sổ sách được báo cáo trong mô hình (1), (3), (5) và (7). Hệ số đứng trước đo lường kém thanh khoản Amihud là 0,008 và có ý nghĩa thống kê cao tại mức ý nghĩa 1%. Tương tự, hệ số đứng trước hai đo lường kém thanh khoản cổ phiếu còn lại cũng mang giá trị dương và có ý nghĩa thống kê 1%. Cụ thể, hệ số đứng trước chênh lệch giá hiệu lực và chênh lệch giá tương đối lần lượt là 0,038 và 0,042. Trong khi đó, kết quả từ mô hình (7) cho thấy hệ số đứng trước khối lượng giao dịch là -0,138 và có ý nghĩa thống kê cao tại mức thông lệ 1%. Nhìn chung, mặc dầu hệ số đứng trước các đại diện cho thanh khoản cổ phiếu mang dấu hiệu âm, dương khác nhau

(âm đối với đại diện thanh khoản cổ phiếu và dương cho đại diện kém thanh khoản cổ phiếu), tuy nhiên kết quả này chỉ cung cấp một nội hàm duy nhất đó là thanh khoản cổ phiếu chiếm vai trò quan trọng trong giảm chi phí huy động vốn chủ sở hữu và hướng đến sự ưu thích vốn chủ sở hữu hơn nợ khi lựa chọn hình thức huy động vốn. Hay nói cách khác, khi các nhân tố khác không thay đổi, thanh khoản cổ phiếu cao kèm theo chi phí phát hành cổ phiếu thấp hướng các công ty sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu hơn.

Để đạt bức tranh toàn diện hơn về mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Mô hình (2), (4), (6) và (8) chi tiết sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến

cấu trúc vốn thị trường. Nghiên cứu này tìm thấy rằng, trong các mô hình (2), (4), (6) tất cả các hệ số đứng trước đo lường kém thanh khoản cổ phiếu tiếp tục dương và có ý nghĩa thống kê. Cụ thể, hệ số đứng trước biến Amihud 0,007. Trong khi đó, hệ số mang ý nghĩa thống kê đứng trước hai đo lường kém thanh khoản cổ phiếu còn lại, chênh lệch giá hiệu lực và chênh lệch giá tương đối lần lượt là 0,035 và 0,039. Trong khi đó, hệ số đứng trước hệ số đứng trước khối lượng giao dịch là -0,128 và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Kết quả này chỉ ra sự tác động ngược chiều của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn thị trường.

Tóm lại, khi sử dụng cả giá trị thị trường và giá trị sổ sách của cấu trúc vốn như những biến phụ thuộc, kết quả hồi quy chỉ cung cấp một nội hàm duy nhất là mối quan hệ ngược chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn hỗ trợ cho luận điểm thanh khoản cổ phiếu cao đóng góp đáng kể đến việc giảm chi phí phát hành cổ phiếu và vì vậy gia tăng cấu phần vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn. Ngoài ra, công ty được khuyến khích để huy động vốn trên thị trường chứng khoán nhằm đảm bảo đầu tư và thanh khoản công ty, khi thanh khoản chứng khoán cao là kết quả của sự tham gia của nhiều công ty trên thị trường chứng khoán. Một lượng lớn chứng khoán được phát hành có nhiều khả năng đến từ sự đóng góp của các nhà đầu tư. Vì vậy, sự tồn tại nhiều nhà đầu tư, chứng khoán đa dạng, khối lượng giao dịch khác biệt là nền tảng để gia tăng thanh khoản cổ phiếu. Những tìm kiếm mới này phù hợp với cả dự đoán lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn (Frieder và Martell, 2006; Lipson và Mortal, 2009; Udomsirikul và cộng sự, 2011; Dang và cộng sự, 2019).

Thật vậy, các công ty hướng đến tận dụng lợi ích từ giao dịch chứng khoán khi cổ phiếu thanh khoản cao hơn là quan tâm đến mối

quan hệ thân thiết với người cho vay. Cơ bản, sự hình thành và phát triển không ngừng của thị trường chứng khoán Việt Nam đã góp phần đáng kể để công ty có thể huy động vốn dễ dàng hơn với khối lượng vốn lớn thông qua thị trường chứng khoán. Các công ty niêm yết thường có xu hướng phát hành cổ phiếu khi thanh khoản cổ phiếu cao nhằm tận dụng những cơ hội tốt để huy động nguồn vốn với chi phí thấp.

5. Kiểm định tính bền vững kết quả nghiên cứu

5.1. Kiểm định tính bền vững kết quả nghiên cứu dựa trên FEM

Mô hình (1) bao gồm ảnh hưởng cố định ngành, ảnh hưởng đặc thù công ty cũng như ảnh hưởng cố định năm nhằm kiểm soát ảnh hưởng chi phối của đặc thù ngành, đặc thù công ty cũng như đặc thù năm đến sự biến động cấu trúc vốn. Tuy nhiên, trong dữ liệu tài chính thường xuất hiện hiện tượng tự tương quan chuỗi bắt nguồn từ sự tương tác của phần dư và tương quan chéo dẫn đến sai số chuẩn có thể bị chệch và giá trị thống kê t rất lớn (Petersen, 2009). Vì vậy, để giải quyết vấn đề tương quan chuỗi và tương quan chéo trong sai số, nghiên cứu này tiếp cận sai số chuẩn theo nhóm công ty để điều chỉnh sai số chuẩn. Hơn thế nữa, khung phân tích này cũng giải quyết vấn đề phương sai thay đổi bằng cách sử dụng sai số chuẩn robust (robust standard errors).

Bảng 5 báo cáo kết quả kiểm định tính bền vững của kết quả nghiên cứu khi khung phân tích này kiểm soát yếu tố ngành công nghiệp, yếu tố năm cũng như xử lý hiện tượng phương sai sai số không đồng nhất. Kết quả ước lượng cho thấy các hệ số đứng trước đo lường kém thanh khoản cổ phiếu mang dấu dương và hệ số đứng trước đo lường thanh khoản cổ phiếu mang dấu âm bất chấp biến phụ thuộc là giá trị sổ sách hay giá trị thị trường của cấu trúc vốn. Nhìn chung,

mối tương quan ngược chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn một lần nữa được khẳng định khi các yếu tố kiểm soát

thay đổi. Tuy nhiên, mức độ tác động kinh tế của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn thay đổi.

Bảng 5: Kết quả ước lượng từ FEM

Biến	Mô hình							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
AMI	0.020*** (0.003)	0.017*** (0.002)						
PES			0.098*** (0.009)	0.088*** (0.009)				
PRS					0.100*** (0.011)	0.091*** (0.009)		
TURN							-0.309*** (0.047)	-0.227*** (0.041)
TA	0.075*** (0.007)	0.069*** (0.005)	0.094*** (0.006)	0.089*** (0.005)	0.099*** (0.007)	0.093*** (0.005)	0.053*** (0.006)	0.051*** (0.006)
MB	0.003 (0.012)	0.156*** (0.009)	0.006 (0.011)	-0.168*** (0.008)	0.003 (0.012)	-0.170*** (0.008)	-0.002 (0.013)	-0.159*** (0.010)
ROA	1.131*** (0.075)	1.075*** (0.104)	1.026*** (0.087)	-0.966*** (0.103)	-1.001*** (0.085)	-0.942*** (0.098)	-1.284*** (0.089)	-1.202*** (0.112)
PPE	-0.053 (0.048)	-0.037 (0.045)	-0.039 (0.051)	-0.017 (0.043)	-0.042 (0.049)	-0.020 (0.042)	-0.053 (0.049)	-0.037 (0.046)
DEP	0.093 (0.059)	0.071 (0.067)	0.042 (0.068)	0.015 (0.072)	0.045 (0.066)	0.017 (0.070)	0.082 (0.057)	0.063 (0.066)
Hằng số	0.764*** (0.044)	0.748*** (0.040)	1.076*** (0.051)	1.026*** (0.046)	1.155*** (0.074)	1.101*** (0.063)	0.683*** (0.042)	0.676*** (0.004)
Số quan sát	4,023	4,025	2,553	2,555	2,553	2,555	4,024	4,026
Ý nghĩa mô hình	0.314	0.481	0.379	0.564	0.386	0.569	0.294	0.468
Số ngành công nghiệp	7	7	7	7	7	7	7	7

Nguồn: tính toán của tác giả

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%

Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc đơn

5.2. Kiểm định tính bền vững kết quả nghiên cứu trong sự tồn tại khủng hoảng

Để đạt được bức tranh toàn diện hơn về mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Nghiên cứu này kiểm định tính bền vững của mối quan hệ này dưới tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu. Cơ bản, khủng hoảng tài chính toàn cầu ảnh hưởng lên cả nền kinh tế nói chung và ảnh hưởng lên cả thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn nói riêng. Vì vậy, nhiều khả năng ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính lên cấu trúc vốn khác biệt so với ảnh hưởng của

khủng hoảng tài chính lên thanh khoản cổ phiếu cả ở mức độ kinh tế cũng như chiều hướng tác động. Theo đó, khủng hoảng toàn cầu có thể làm thay đổi mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn.

Bảng 6 báo cáo sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn trong sự ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính. Mô hình (1), (3), (5) và (7) báo cáo kết quả kiểm định tính bền vững kết quả nghiên cứu khi giá trị số sách của cấu trúc vốn được sử dụng như biến phụ thuộc. Trong khi đó, mô hình (2), (4), (6) và (8) cung cấp kết quả kiểm định tính bền vững kết quả nghiên cứu trong

trường hợp biến phụ thuộc là giá trị thị trường của cấu trúc vốn.

Biến giải thích được quan tâm hơn cả là biến tương tác giữa đo lường thanh khoản cổ phiếu và biến giả khủng hoảng. Cụ thể, biến tương tác giữa đo lường kém thanh khoản Amihud và biến giả khủng hoảng báo cáo trong mô hình (1) và (2). Trong khi đó, mô hình (3) và (4) chi tiết hệ số đứng trước biến

tương tác giữa chênh lệch giá hiệu lực và khủng hoảng. Kết quả ảnh hưởng của khủng hoảng lên mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn được chi tiết trong mô hình (5) và (6). Cuối cùng, mô hình (7) và (8) trình bày kiểm định tính bền vững kết quả nghiên cứu trong trường hợp biến thanh khoản khối lượng giao dịch.

Bảng 6: Kết quả kiểm định tính bền vững kết quả nghiên cứu trong sự tồn tại khủng hoảng

Biến	Mô hình							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
AMI	0.005*** (0.001)	0.004** (0.002)						
AMICRI	-0.015 (0.019)	-0.007 (0.019)						
PES			0.977*** (0.157)	0.855*** (0.156)				
PESCRI			0.055 (0.406)	0.230 (0.387)				
PRS					0.815*** (0.133)	0.700*** (0.139)		
PRSCRI					0.404 (0.430)	0.550 (0.411)		
TURN							-0.165*** (0.028)	-0.147*** (0.035)
TURNCRI							0.186*** (0.071)	0.127* (0.075)
CRI	-0.004 (0.013)	-0.006 (0.013)	-0.021 (0.017)	-0.022 (0.017)	-0.045*** (0.016)	-0.042*** (0.015)	-0.021 (0.013)	-0.016 (0.013)
TA	0.082*** (0.010)	0.085*** (0.011)	0.134*** (0.016)	0.129*** (0.016)	0.135*** (0.016)	0.130*** (0.016)	0.081*** (0.010)	0.085*** (0.010)
MB	0.033*** (0.008)	-0.082*** (0.008)	0.051*** (0.009)	-0.126*** (0.008)	0.050*** (0.009)	-0.127*** (0.009)	0.037*** (0.008)	-0.080*** (0.008)
ROA	-0.287*** (0.054)	-0.187*** (0.054)	-0.456*** (0.061)	-0.407*** (0.057)	-0.455*** (0.061)	-0.407*** (0.056)	-0.285*** (0.054)	-0.182*** (0.053)
PPE	0.035* (0.019)	0.050** (0.016)	0.024 (0.018)	0.0317 (0.020)	0.023 (0.018)	0.030 (0.020)	0.031* (0.019)	0.046*** (0.016)
DEP	-0.028 (0.028)	-0.025 (0.025)	-0.016 (0.030)	-0.019 (0.031)	-0.014 (0.030)	-0.017 (0.032)	-0.025 (0.028)	-0.023 (0.025)
Hàng số	0.642*** (0.048)	0.929*** (0.033)	0.772*** (0.036)	0.762*** (0.037)	0.800*** (0.036)	0.787*** (0.036)	0.661*** (0.046)	0.947*** (0.032)
Số quan sát	4,023	4,025	2,553	2,555	2,553	2,555	4,024	4,026
Số công ty	550	550	417	417	417	417	550	550

Nguồn: tính toán của tác giả

Ghi chú: ***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%

Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc đơn

Kết quả từ mô hình (1), (3) và (5) bảng 6 cho thấy hệ số đứng trước biến tương tác giữa các đo lường kém thanh khoản cổ phiếu và khủng hoảng toàn cầu không có ý nghĩa

thống kê. Tương tự, khi biến phụ thuộc là giá trị thị trường của cấu trúc vốn, hệ số đứng trước biến tương tác từ mô hình (2), (4) và (6) không có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó,

hệ số đứng trước biến tương tác giữa khối lượng giao dịch và khủng hoảng có ý nghĩa thống kê trong mô hình (7) và (8) chứng minh rằng ít nhiều khủng hoảng ảnh hưởng đến cả thanh khoản cổ phiếu, cấu trúc vốn cũng như mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Nhưng nhìn chung, kết quả nghiên cứu này chứng minh mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn không chịu tác động bởi khủng hoảng lần ất hơn so với kết quả mối quan hệ thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn chịu tác động bởi khủng hoảng. Vì vậy, mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn bị ảnh hưởng không đáng kể bởi khủng hoảng. Có lẽ trong giai đoạn nghiên cứu cả thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn ít nhiều đều bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng tài chính. Cơ bản, khủng hoảng tài chính ảnh hưởng không chỉ đến cả nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán và công ty nói riêng. Tuy nhiên, tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu vẫn chưa đủ mạnh để thay đổi đáng kể mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn.

Trong điều kiện thực tiễn Việt Nam, thị trường tài chính biến động đáng kể trong giai đoạn khủng hoảng. Cụ thể, cả chỉ số VN-index và HNX-index⁵ biến động mạnh mẽ theo chiều hướng xấu đã dẫn đến những khó khăn cho công ty khi huy động nguồn vốn. Ngoài ra, thanh khoản cổ phiếu cũng có lẽ là vấn đề cần quan tâm trong khủng hoảng khi mà những giao dịch chứng khoán phức tạp hơn để thực hiện. Vì vậy, trong giai đoạn khủng hoảng, thanh khoản cổ phiếu kém đi và không tạo động lực để công ty huy động vốn chủ sở hữu trên thị trường chứng khoán thậm chí vai trò của thanh khoản cổ phiếu có thể biến mất trong giai đoạn khủng hoảng. Hơn thế nữa, đặc thù với nền kinh tế dựa vào

ngân hàng, trong giai đoạn khủng hoảng các công ty Việt Nam nói chung và công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán nói riêng có xu hướng tận dụng mối quan hệ thân thiết với ngân hàng để vay vốn nhằm đáp ứng cho nhu cầu đầu tư và thanh khoản. Trong khi đó, chỉ một phần rất nhỏ các công ty hướng đến phát hành cổ phiếu khi thanh khoản cổ phiếu thị trường thấp.

6. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu bảng không cân bằng với 4.029 quan sát năm công ty được niêm yết trên cả hai sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội để đánh giá sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn. Khung phân tích này cung cấp bằng chứng thực nghiệm liên quan đến sự tác động ngược chiều của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn sau khi kiểm soát các yếu tố được xem như là nguồn chính có khả năng gây ra mối quan hệ chệch và không đồng nhất giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn như ảnh hưởng đặc thù công ty, ảnh hưởng năm và ngành công nghiệp. Ngoài ra, sự tác động ngược chiều của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn tiếp tục duy trì sau khi kiểm soát hiện tượng phương sai sai số không đồng nhất và tự tương quan. Cuối cùng, mặc dù sự tác động này đôi khi làm ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn, tuy nhiên sự tác động ngược chiều của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn nhìn chung duy trì khá ổn định trong giai đoạn khủng hoảng.

Nhìn chung, khung phân tích này cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm liên quan đến mối tương quan nghịch giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn trong bối cảnh một quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Ngoài ra, mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn bị ảnh hưởng không đáng kể bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu. Hơn thế nữa, những tìm kiếm mới phù hợp

⁵ VN-index và HNX-index lần lượt là chỉ số thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội.

với dự đoán lý thuyết cũng như các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến sự tác động thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn. Cuối cùng, khung phân tích này còn cung cấp một nội hàm quan trọng liên quan đến vai trò trung gian của chi phí tài trợ vốn chủ sở hữu trong mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn. Cụ thể, sự tác động

của thanh khoản cổ phiếu đến cấu trúc vốn được hình thành từ hai mối tương quan: thứ nhất, tác động ngược chiều của thanh khoản cổ phiếu đến chi phí phát hành vốn chủ sở hữu; thứ hai, sự gia tăng cấu phần vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn là kết quả của sự giảm xuống trong chi phí vốn chủ sở hữu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56.
- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 59-92.
- Butler, A. W., Grullon, G., Weston, J. P. (2005). Stock market liquidity and the cost of issuing equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 331-348.
- Chang, Y.K., Robin, K.C. & Huang, T.H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: new evidence. *Journal of Banking & Finance*, 48, 374-385.
- Chung, K., Elder, J. and Kim, J. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 265-291.
- Dang, T. L., Ho, L., Lam, C. D., Tran, T. T., and Vo, X. V. (2019). Stock liquidity and capital structure: International evidence. *Cogent Economics & Finance*. 7(1), 58-78.
- Datar, V. (2001). Impact of liquidity on premia/discounts in closed-end funds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41(1), 119-135.
- Donaldson G. (1961). Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, Boston, division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Fama, E.F., French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Fang, V., Noe, T., Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94, 150-169.
- Fischer, E. O., Heinkel, R. and Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44, 19-40.
- Fong, K., Holden, C. & Trzcinka, C. (2017). What Are the Best Liquidity Proxies for Global Research?. *Review of Finance*, 21, 1335-1401.
- Frieder, L. and Martell, R. (2006). On capital structure and the liquidity of a firm's stock, Working paper at Purdue University.
- Goyenko, R., Holden, C. and Trzcinka, C. (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of Financial Economics*, 92, 153-181.
- Harford, J., Klasa, S. and Walcott, N. (2009). Do firms have leverage targets? Evidence

- from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 93, 1-4.
- Hovakimian, A., and Hutton, I. (2010). Merger-Motivated IPOs. *Financial Management*, 39(4), 1547-1573.
- Korajczyk, R. and Sadka, R. (2008). Pricing the commonality across alternative measures of liquidity. *Journal of Financial Economics*, 87, 45-72.
- Kraus, A. and Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 11-22.
- Lemmon, M. L., Roberts, M. R. and Zender, J. F. (2008). Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 63, 1575-1608.
- Lesmond, D. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77, 411-452.
- Lipson, M. L. and Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, 12, 611-644.
- Trương Đông Lộc, Nguyễn Thị Thu Vỹ, Võ Văn Dứt (2015). Mối quan hệ giữa thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn của công ty: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 117, 16–26.
- Phạm Tiến Minh và Nguyễn Tiến Dũng (2015). Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn từ mô hình tĩnh đến mô hình động: Nghiên cứu trong ngành bất động sản Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 26(6) 58-74.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Samarakoon, L.P. (2011). Stock market interdependence, contagion, and the U.S. financial crisis: The case of emerging and frontier markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 724-742.
- Sivathaasan N., Ali, S., Liu, B. and Haung, A. (2016). Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 216-234.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S. and Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 106-117.
- Võ Xuân Vinh, Trần Thị Yến Duyên (2015). Thanh khoản cổ phiếu và cấu trúc vốn công ty nghiên cứu thực nghiệm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 4, 33–42.
- Võ Thị Thúy Anh, Trần Khánh Ly, Lê Thị Nguyệt Ánh, Trần Thị Dung (2014). Nghiên cứu tác động của các nhân tố vĩ mô đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 207, 19-27.
- Wei, L. X., Clara C. S, and Joseph, J. F. (2012). The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia. *Emerging Market Review Journal*, 13, 465-477.