

Các nhân tố quyết định sự lựa chọn cơ cấu vốn tại một số nước ASEAN

NGUYỄN THU THỦY

Hầu hết các lý thuyết về cơ cấu vốn được phát triển cho các doanh nghiệp trong các nền kinh tế tiên tiến. Đồng thời, các nghiên cứu thực nghiệm cũng có điều kiện phát triển hơn tại các nước này nhờ hệ thống thông tin và dữ liệu đầy đủ và đáng tin cậy. Cho tới nay, có rất ít nghiên cứu tương tự dành cho các nước đang phát triển, đặc biệt là các nghiên cứu so sánh đối chiếu giữa nhiều nước.

Trong bài viết này, chúng tôi nghiên cứu sự lựa chọn cơ cấu vốn ở một số nước ASEAN, tập trung vào các vấn đề chủ yếu sau đây:

- Các khung cơ sở lý thuyết dành cho các nước phát triển có thể giải thích được sự lựa chọn cơ cấu vốn doanh nghiệp của các nước ASEAN hay không?

- Các nhân tố vĩ mô có thể giúp giải thích được phần nào sự lựa chọn cơ cấu vốn doanh nghiệp của các nước ASEAN nói riêng và các nước đang phát triển nói chung hay không?

I. CƠ SỞ LÝ LUẬN

1. Các nhân tố vĩ mô quyết định cơ cấu vốn

Theo mô hình tĩnh xem xét các lợi ích bù trừ (static trade-off framework), doanh nghiệp được xem là đã xác định được một tỷ lệ mục tiêu về số nợ trên tổng tài sản, và từng bước tiến tới đạt được mục tiêu đó. Cụ thể là cơ cấu vốn sẽ dịch chuyển tới các mục tiêu phản ánh thuế suất, tính chất tài sản sở hữu, rủi ro kinh doanh, khả năng sinh lợi và chi phí phá sản. Trên thực tế, doanh nghiệp đang cân bằng các chi phí và lợi ích của việc đi vay, trong điều kiện tổng tài sản và kế hoạch đầu tư không đổi¹.

Chi phí quản lý đại diện (agency costs) bao gồm các chi phí cho cả việc phát hành nợ và vốn cổ phần. Các chi phí liên quan vốn cổ phần bao gồm: (i) chi phí kiểm soát của các chủ sở hữu; (ii) chi phí chấp hành của người quản lý; (iii) phần giá trị lợi ích suy giảm do sự khác biệt trong quyết định thực tế của người quản lý và các quyết định tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu. Bên cạnh đó, phát hành nợ sẽ làm tăng động lực cho người quản lý-chủ sở hữu công ty đầu tư vào các dự án rủi ro cao, những dự án mà nếu thành công sẽ mang lại lợi ích rất lớn cho một mình nhà quản lý-chủ sở hữu công ty, nhưng lại làm tăng khả năng thua lỗ cho các chủ nợ vì dự án rủi ro cao cũng rất dễ thất bại, (nghĩa là chủ nợ sẽ chịu thêm rủi ro, và họ sẽ yêu cầu lãi suất nợ cao hơn). Do đó, chi phí quản lý đại diện của các khoản nợ bao gồm chi phí cơ hội do tác động của nợ lên các quyết định đầu tư của doanh nghiệp; chi phí kiểm soát và chấp hành của chủ nợ và nhà quản lý-chủ công ty; và chi phí liên quan đến phá sản và tái tổ chức cơ cấu.² Do cả vốn cổ phần và các khoản nợ ít nhiều đều phải chịu loại chi phí này, nên tỷ lệ nợ - vốn cổ phần tối ưu cần phải cân nhắc sự đánh đổi giữa 2 loại chi phí liên quan.

Xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông - chủ sở hữu vốn, lần đầu tiên được đề cập bởi Jensen và Meckling (1976), bắt nguồn từ việc tách rời quyền sở hữu và quyền kiểm soát. Loại hình xung đột lợi ích này có nhiều dạng. Thứ nhất, nhà quản lý

Nguyễn Thu Thủy, Đại học Ngoại Thương, Hà Nội; NCS tại RSM Erasmus University, Rotterdam.

1. Myers, 1984, tr.577

2. Nhiều nghiên cứu đã đề cập đến chi phí này, có thể xem ví dụ đại diện như Hunsaker (1999).

luôn muốn mức độ hưởng thụ cao mà công sức bỏ ra ít, với điều kiện là họ không phải mất đi lợi ích nào khác (ví dụ như lương thấp đi hay thị giá phần cổ phiếu cá nhân của họ bị giảm sút).³ Thứ hai, nhà quản lý có thể ưa thích các dự án ngắn hạn hơn là các dự án dài hạn với khả năng sinh lợi cao hơn, bởi vì các dự án ngắn hạn có thể mang lại kết quả nhanh chóng và cũng nhanh chóng tăng cường uy tín của bản thân họ.⁴ Thứ ba, nhà quản lý có xu hướng chọn các dự án đầu tư ít rủi ro, lợi nhuận thấp, và một tỷ lệ nợ thấp để làm giảm xác suất bị phá sản.⁵ Thứ tư, nhà quản lý mong muốn tối thiểu hóa khả năng bản thân bị sa thải, mà khả năng này sẽ tăng cao nếu có thay đổi trong quyền kiểm soát công ty, ban giám đốc công ty sẽ thường chống đối các đề nghị sát nhập, mua lại công ty, bất kể lợi ích của các cổ đông có bị ảnh hưởng hay không.⁶ Thứ năm, nhà quản lý và cổ đông có thể không nhất trí với nhau về quyết định hoạt động của công ty: thông thường nhà quản lý muốn tiếp tục cho công ty hoạt động cho dù quyết định thanh lý công ty có thể mang lại lợi ích cao hơn và là điều mong muốn của các cổ đông chủ sở hữu; hoặc nhà quản lý muốn đầu tư toàn bộ số vốn hiện có cho sản xuất kinh doanh trong khi các cổ đông lại muốn được thanh toán cổ tức.⁷

Một trường hợp đặc biệt của xung đột lợi ích nêu trên là vấn đề đầu tư thái quá (overinvestment problem), một khái niệm được bàn luận lần đầu tiên trong nghiên cứu của Jensen (1986), trong đó ban quản lý mong muốn tăng quy mô doanh nghiệp trong khi các cổ đông lại muốn tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, do vậy nhà quản lý có xu hướng làm cho doanh nghiệp tăng trưởng hơn cả mức tối ưu và chấp nhận cả những dự án có giá trị hiện tại ròng (net present value - NPV) nhỏ hơn 0. Jensen lập luận rằng xung đột này có thể được giảm nhẹ nếu điều chỉnh cơ cấu vốn bằng cách tăng thêm nợ, và vai trò của nợ được xem là một công cụ kỷ luật. Hunsaker (1999) chỉ ra rằng tăng tỷ lệ nợ cũng làm tăng khả năng phá

sản, do đó giúp hạn chế sự tiêu dùng từ tài sản công ty một cách thái quá của nhà quản lý.

Xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ cũng là hiện tượng phổ biến. Tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn tăng lên có thể làm trầm trọng thêm xung đột này. Một trường hợp cụ thể của loại hình xung đột này là vấn đề đầu tư không hợp lý (underinvestment problem).⁸ Một phần quan trọng của tài sản công ty là tài sản vô hình dưới dạng cơ hội đầu tư trong tương lai. Một công ty với nhiều khoản nợ phải trả sẽ có xu hướng loại bỏ các dự án có NPV thấp nếu việc chấp nhận đầu tư vào dự án đó chỉ đem lại lợi ích cho chủ nợ. Đặc biệt những doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính sẽ bỏ qua những dự án có NPV thấp, mà ưu tiên cho những dự án rủi ro cao với NPV cao, gây ra tình trạng đầu tư sai mục đích, sai đối tượng, hoặc đầu tư quá ít.⁹ Một cách để tối thiểu hóa các xung đột này là các hãng có nhiều cơ hội phát triển nên áp dụng cơ cấu vốn có tỷ lệ nợ cao hơn và sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn so với các hãng thuộc các ngành đã phát triển bão hòa.

Ngoài ra còn phải kể đến một loại xung đột lợi ích nữa, đó là xung đột với những người có lợi ích gián tiếp liên quan đến công ty, ví dụ như khách hàng hay nhân công. Titman (1984) lập luận rằng việc thanh lý một công ty có thể tạo ra nhiều chi phí cho khách hàng và nhân công, do vậy họ sẽ yêu cầu gia tăng sự đền bù rủi ro trên sản phẩm tiêu thụ hoặc mức lương, và chi phí đó lại chuyển đến các cổ đông. Vì thế, các hãng có chi phí thanh lý cao, đứng trên góc độ lợi ích của khách hàng và nhân công, sẽ thường có tỷ lệ nợ thấp hơn.

Thông tin không đối xứng (asymmetric information) là một vấn đề khác ảnh hưởng

3. Jensen và Meckling, 1976.

4. Masulis, 1988.

5. Hunsaker, 1999.

6. Garvey và Hanka, 1999.

7. Harris và Raviv, 1990.

8. Myers, 1977.

9. Smith và Warner, 1979.

đến cơ cấu vốn của công ty. Nhà quản lý thường biết rõ về triển vọng, rủi ro và giá trị của công ty hơn là các nhà đầu tư bên ngoài. Thông tin không đối xứng như vậy có thể làm cho giá cổ phiếu của công ty trên thị trường bị đánh giá thấp hơn giá trị thực, do vậy cũng có thể làm hạ giá những cổ phiếu mới phát hành dùng để tài trợ cho các dự án đầu tư mới. Tác động cuối cùng sẽ là: các nhà đầu tư mới thu được lợi ích cao hơn từ dự án mới so với các cổ đông trước đó, điều này có thể làm cho dự án sẽ không được chấp nhận thực hiện cho dù nó có NPV lớn hơn 0. Để tránh tình trạng này, các hãng thường lựa chọn thứ tự ưu tiên sử dụng các loại vốn đầu tư vào các dự án mới. Họ thường thích sử dụng vốn tự có của công ty hơn là vốn từ bên ngoài, thích tận dụng vay nợ hơn là phát hành cổ phiếu mới. Đây là một giả thiết lập luận nổi tiếng có tên là pecking-order do Myers (1984) đưa ra, mà sau đó Narayanan (1988), và Heinkel & Zechner (1990) cũng thu được kết luận tương tự từ nghiên cứu của mình.

Một số mô hình lý thuyết dựa trên giả thuyết rằng các nhà quản lý-chủ sở hữu công ty đều không ưa thích rủi ro (managerial risk aversion), do vậy tỷ lệ nợ công ty sẽ phụ thuộc vào mức độ không ưa thích đó. Ngoài ra các lý thuyết khác cho rằng các hãng có uy thế và chất lượng cao sẽ có xu hướng tăng thêm nợ trong cơ cấu vốn như là một cách báo hiệu với thị trường về chất lượng của mình.

2. Các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến cơ cấu vốn

Tăng trưởng kinh tế và lạm phát thường phản ánh mức độ ổn định của nền kinh tế, và điều này cũng có ảnh hưởng chung đến các công ty. Theo nghiên cứu của Booth và các tác giả khác (2001), tốc độ tăng trưởng kinh tế thực tế cao sẽ làm cho cơ cấu nợ của các công ty tăng thêm, trong khi lạm phát cao lại có tác động ngược lại. Điều này chỉ ra rằng, các công ty vay thêm nợ trên cơ sở các cơ hội đầu tư thực tế chứ không phải dựa

vào triển vọng tăng trưởng danh nghĩa. Sự tích lũy tư bản từ lâu cũng đã được xem là động lực của tăng trưởng, nó cũng có tiềm năng tích cực thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế nói chung và từng hãng nói riêng.

Mức độ bảo hộ của chính phủ ảnh hưởng quyết định đến mức độ cạnh tranh trong nền kinh tế. Mức độ mở cửa của nền kinh tế, dưới ảnh hưởng của sự bảo hộ và can thiệp của chính phủ, cũng phần nào thể hiện sự cạnh tranh trên thị trường sản phẩm của các công ty trong nước với các đối thủ nước ngoài. Nền kinh tế có thị trường mở sẽ đối mặt với tính cạnh tranh gay gắt hơn. Với sự tự do hóa thương mại, mức độ cạnh tranh cao sẽ ảnh hưởng tới các công ty nội địa thông qua việc làm giảm tỷ suất lợi nhuận và làm tăng tính bất ổn của dòng tiền khi đầu tư. Trong các nền kinh tế mở, các hãng sẽ được chính phủ bảo hộ ít hơn và họ phải đối mặt nhiều hơn với nguy cơ bị phá sản nếu hoạt động kém hiệu quả.

Khu vực tài chính của một nền kinh tế có vai trò quan trọng trong việc cung cấp và điều hòa các nguồn tài chính cho công ty. Sự phát triển và tự do hóa trong khu vực này có thể thấy được thông qua sự hoạt động của các thị trường vốn và tính hiệu quả của hệ thống ngân hàng.

Mức độ phát triển của hệ thống ngân hàng có thể cải thiện môi trường tài chính cho các doanh nghiệp. Theo các nghiên cứu truyền thống về tài chính, một trong những vai trò thiết yếu của ngân hàng là làm giảm bớt các vấn đề phát sinh. Các vấn đề này có thể là do các chủ nợ thiếu thông tin về người đi vay (như mức độ rủi ro tài chính, thu nhập, cơ hội đầu tư), hay do không kiểm soát hoặc quan sát được các hành vi của người đi vay. Các cải cách ngân hàng, đặc biệt là ở các nước đang phát triển, tạo động lực cho các ngân hàng trở nên nhạy bén hơn với các rủi ro tín dụng và thu nhập, do đó thúc đẩy họ phải xử lý thông tin về người đi vay và kiểm soát kết quả hoạt động của họ.

Thêm vào đó, một trong các lợi thế của ngân hàng là có thể giải quyết được những vấn đề phát sinh do thông tin không đối xứng và xung đột lợi ích, do đó góp phần giảm bớt các hạn chế về tính thanh khoản cho các doanh nghiệp, đặc biệt là trong các thời kỳ suy thoái, khó khăn về tài chính. Nếu các ngân hàng tham gia vào các mối quan hệ cho vay, họ sẽ tiếp tục cung cấp tín dụng ổn định cho những doanh nghiệp thể hiện nhiều thông tin cho dù khả năng sinh lợi của công ty là tương đối thấp trong thời gian trước. Điều này sẽ giúp các công ty điều chỉnh cơ cấu vốn của mình một cách hợp lý để đủ khả năng tài trợ cho nhu cầu đầu tư của mình. Đối với các nước đang phát triển, quá trình cải cách trong khu vực ngân hàng có thể bao gồm việc giảm kiểm soát lãi suất, giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, cải cách việc cho vay ưu tiên, bỏ kiểm soát các rào cản gia nhập, tăng cường việc giám sát thận trọng, tái cơ cấu và tư nhân hóa trên các thị trường chứng khoán, v.v.

Sự tự do hóa và phát triển các thị trường vốn có thể tác động đến sự lựa chọn cơ cấu vốn của các công ty. Điều này cho phép công ty huy động được vốn với ít chi phí hơn từ thị trường tư bản và góp phần đa dạng hóa tài chính công ty. Sự phát triển của các dịch vụ và sản phẩm tài chính cũng cho công ty có nhiều lựa chọn hơn trong huy động vốn, có thêm sự linh hoạt để điều chỉnh cơ cấu vốn đạt mức tối ưu. Sự gia tăng hoạt động trên các thị trường chứng khoán, đặc biệt là trong các nền kinh tế đang phát triển, có thể làm giảm bớt gánh nặng nợ nần trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp. Mặc dù sự phát triển của thị trường cổ phiếu thường được đo bằng sự gia tăng tư bản hóa thị trường này hoặc bằng số lượng các công ty được niêm yết, song điều này không nhất thiết có nghĩa là thị trường cổ phiếu phải chín muồi và hiệu quả để nó có thể góp phần cải thiện tính minh bạch của thông tin trên thị trường. Đối với các nền kinh tế đang phát triển, sự tăng trưởng trong tư bản hóa thị trường cổ phiếu có quan hệ mật thiết với các

chính sách của chính phủ, nhằm thiết lập các điều kiện ổn định và đáng tin cậy cho các giao dịch tư nhân và cách chương trình tư nhân hóa.

II. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM, PHƯƠNG PHÁP LUẬN VÀ SỐ LIỆU

1. Các nghiên cứu thực nghiệm ở các nước

Hầu hết các nghiên cứu đều thực hiện với bối cảnh là các công ty của Mỹ, và ở một mức độ thấp hơn là các nước công nghiệp phát triển. Bên cạnh đó, rất khó tìm thấy các nghiên cứu so sánh tương đối giữa nhiều nước, có thể kể ra đây một số ít các nghiên cứu khá điển hình. Rajan và Zingales (1995) xem xét cơ cấu vốn ở các nước G-7, Bancel và Mittoo (2002) tìm bằng chứng ở các doanh nghiệp thuộc 16 nước châu Âu, song còn rất hạn chế, và cuối cùng là Wanzenried (2002) nghiên cứu tác động của các đặc điểm thị trường và thể chế khác nhau đến quyết định về cơ cấu vốn của 167 doanh nghiệp thuộc châu Âu.

Đặc biệt, vẫn còn thiếu nghiêm trọng các nghiên cứu về cơ cấu vốn tại các nước đang phát triển. Có một vài quốc gia đơn lẻ đã từng được nghiên cứu là Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc, Thái Lan. Và càng khó hơn nữa nếu muốn tìm một nghiên cứu so sánh giữa các nước đang phát triển với nhau. Singh và Hamid (1992) thấy rằng doanh nghiệp của các nước đang phát triển nhìn chung phụ thuộc rất nhiều vào các nguồn vốn bên ngoài, hoặc phát hành thêm cổ phiếu để tài trợ cho sự gia tăng tài sản ròng. Sau đó, Singh (1995) bước đầu so sánh sơ bộ cấu trúc tài chính doanh nghiệp ở các nước công nghiệp và bán công nghiệp, mở rộng hơn so với nghiên cứu năm 1992 nêu trên. Gần đây hơn là nghiên cứu của Booth và các tác giả khác (2001) về 10 nước đang phát triển, trong đó kết quả cho thấy quy mô hàng có quan hệ tỷ lệ thuận với tỷ lệ nợ, còn tính sinh lợi có quan hệ tỷ lệ nghịch.

Trong nghiên cứu của mình, chúng tôi mong muốn tìm thêm bằng chứng từ việc so

sánh sự lựa chọn về cơ cấu vốn giữa các nước trên cơ sở mẫu nghiên cứu là một số nước thuộc ASEAN. Nghiên cứu này có thể phát triển hơn nữa để so sánh tương đối giữa các nước phát triển và đang phát triển.

2. Phương pháp luận và các giả định

Trong khuôn khổ bài viết, chúng tôi sẽ kiểm tra các giả định sau đây:

* Đối với các nước đang phát triển nói chung:

Giả định 1 (H1): các công ty vay nợ trên cơ sở cơ hội đầu tư thực tế, chứ không phải dựa trên các triển vọng tăng trưởng danh nghĩa.

Giả định 2 (H2): thu nhập giữ lại dưới dạng tích lũy tư bản của các nước làm giảm tỷ lệ nợ nói chung.

Giả định 3 (H3): mức độ tự do thương mại làm giảm tỷ lệ nợ tổng thể của nền kinh tế.

Giả định 4 (H4): tự do hóa thị trường chứng khoán làm giảm nợ trong cơ cấu vốn doanh nghiệp, đặc biệt trong giai đoạn đầu của sự phát triển thị trường vốn.

* Đối với các nước ASEAN trong mẫu nghiên cứu:

Giả định 5 (H5): các công ty có khả năng sinh lời cao hơn sẽ có ít nợ hơn, theo sự giải thích của lý thuyết “pecking-order”.

Giả định 6 (H6): tỷ lệ nợ công ty tăng theo lợi ích do thuế suất mang lại, và giảm theo mức độ rủi ro trong kinh doanh.

Giả định 7 (H7): tài sản hữu hình có thể đóng vai trò là vật thế chấp giúp giảm rủi ro của người cho vay, do vậy có quan hệ tỷ lệ thuận với tỷ lệ nợ. Ngoài ra, cơ cấu vốn của công ty có quan hệ tỷ lệ nghịch với cơ hội tăng trưởng.

Giả định 8 (H8): các hãng lớn hơn có khả năng đáp ứng một tỷ lệ nợ cao hơn vì các hãng này thường có mức độ đa dạng hóa cao và có dòng tiền ổn định hơn, trong khi xác suất bị phá sản của các hãng nhỏ lại lớn hơn.

Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng 2 cách thể hiện khác nhau về cơ cấu vốn: tỷ

lệ tổng nợ trên tổng tài sản, và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản.

Về các nhân tố vi mô ảnh hưởng đến cơ cấu vốn doanh nghiệp của một nước, chúng tôi sử dụng các biến đại diện sau đây. Trước hết, *tốc độ tăng trưởng GDP và lạm phát* được sử dụng để làm biến đại diện cho mức độ ổn định kinh tế, trong đó biến thứ nhất có quan hệ tỷ lệ thuận với cơ cấu vốn tổng thể của một nước, và biến thứ hai có quan hệ tỷ lệ nghịch (H1). Một biến khác biểu hiện sự phát triển kinh tế tiềm năng là *tổng tích lũy tư bản*, dự kiến có quan hệ tỷ lệ nghịch với cơ cấu vốn (H2). Tiếp theo, chúng tôi sử dụng *tổng giá trị nhập khẩu và xuất khẩu trên tổng GDP* để đại diện cho mức độ mở của nền kinh tế (H3), và biến *tổng giá trị trao đổi trên thị trường chứng khoán trên tổng GDP* là đại diện cho sự tự do hóa trên thị trường tư bản các nước (H4).

Về các nhân tố vi mô ở tầm công ty, chúng tôi sử dụng các biến *tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản*, được tính bằng tỷ lệ phần trăm của lợi nhuận trước thuế và tiền lãi so với tổng tài sản, làm đại diện cho khả năng sinh lợi của công ty (H5); *giá trị của các tài sản hữu hình* (gồm bất động sản, nhà xưởng, thiết bị) *trên tổng tài sản* làm đại diện cho tính chất tài sản hay mức độ hữu hình của tài sản công ty (H7). Bên cạnh đó, chúng tôi tính toán mức *thuế suất trung bình* từ số liệu về thu nhập trước và sau thuế và *độ lệch chuẩn* (standard deviation) của *thu nhập trước thuế* (trong thời kỳ nghiên cứu) làm biến đại diện cho mức độ rủi ro trong kinh doanh, để kiểm định giả thiết H6. Ngoài ra, quy mô của công ty được đại diện bằng biến *logarit của tổng doanh thu doanh nghiệp* (H8) và cơ hội tăng trưởng đại diện bằng *hệ số Tobin's Q* (trong nghiên cứu này được tính bằng tỷ lệ giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của tổng tài sản công ty) (H7).

Mô hình nghiên cứu trước hết được thiết lập để xác định mức độ ảnh hưởng của các nhân tố vi mô thông qua một phương trình hồi quy OLS:

$$AGRLEV_i = \beta_0 + \beta_1 GDPGROW_i + \beta_2 INF_i + \beta_3 CAP_i + \beta_4 IMEX_i + \beta_5 STOMKT_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Trong đó: $AGRLEV_i$ là mức độ cơ cấu vốn tổng thể trung bình của các doanh nghiệp thuộc nước i ; $GDPGROW_i$ là tốc độ tăng trưởng GDP trung bình của nước i ; INF_i là tốc độ lạm phát trung bình của nước i ; CAP_i là tổng tích lũy tư bản trung bình (tính bằng tỷ lệ phần trăm so với GDP) của nước i ; $IMEX_i$ là tổng giá trị nhập khẩu và xuất khẩu so với tổng GDP của nước i tính trung bình cho cả thời kỳ; $STOMKT_i$ là tổng giá trị trao đổi trên thị trường chứng khoán trên tổng GDP của nước i tính trung bình cho cả thời kỳ nghiên cứu.

Mô hình thứ 2 dùng để xác định ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô của công ty ảnh hưởng đến sự lựa chọn cơ cấu vốn. Mô hình này sẽ được áp dụng cho số liệu của từng nước ASEAN trong mẫu nghiên cứu.

$$LEV_i = \beta_0 + \beta_1 TAX_i + \beta_2 TANG_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 VOL_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 MTB_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Trong đó: LEV_i là cơ cấu vốn trung bình của hãng i trong giai đoạn nghiên cứu 1999-2000 (hai cách đo cơ cấu vốn sẽ được sử dụng: tổng nợ trên tổng tài sản và tổng nợ dài hạn trên tổng tài sản); TAX_i là thuế suất trung bình của hãng i trong thời kỳ trên; $TANG_i$ được tính bằng giá trị sổ sách của các tài sản hữu hình bao gồm bất động sản, nhà xưởng và trang thiết bị chia cho tổng tài sản của hãng i , và tính trung bình cho cả thời kỳ; $SIZE_i$ là dạng logarit của tổng doanh thu của hãng i tính trung bình trong thời kỳ 1999-2000; VOL_i tính bằng độ lệch chuẩn của thu nhập trước thuế trung bình của hãng i ; ROA_i là tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản của hãng i ; MTB_i là cơ hội tăng trưởng của hãng i trong thời kỳ nghiên cứu, được tính bằng tỷ lệ giá trị thị trường và giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Nguồn tài liệu cho nghiên cứu này là cơ sở dữ liệu COMPUSTAT Global và *World Development Indicators* của Ngân hàng Thế giới (WB). Giai đoạn nghiên cứu là 1999-2000. Số liệu được tính trung bình cho thời

kỳ này. Mẫu nghiên cứu cho các nhân tố ảnh hưởng vĩ mô gồm 5 nước ASEAN mà COMPUSTAT thu thập được dữ liệu, đó là Indônêxia, Malaixia, Philipin, Singapo và Thái Lan. Số hãng quan sát được trong mẫu nghiên cứu ban đầu cho các nước trên lần lượt là 209, 650, 109, 364 và 297 hãng. Nếu hãng nào không có đủ số liệu cần thiết cho tất cả các biến đại diện đã nêu ở trên sẽ bị loại khỏi mẫu nghiên cứu, ngoài ra chúng tôi cũng loại bỏ những hãng nào có số liệu về cơ cấu vốn bằng 0 trong cả 2 năm¹⁰, do vậy mẫu nghiên cứu cuối cùng còn lại là 96, 337, 58, 186 và 174 hãng cho từng nước kể trên.

Để có kết quả nghiên cứu thuyết phục hơn cho mô hình (1), chúng tôi bổ sung vào mẫu nghiên cứu 8 nước đang phát triển khác, đó là Brazil, Côlômbia, Hungary, Ấn Độ, Hàn Quốc, Mêxicô, Pakistan và Thổ Nhĩ Kỳ. Những nước này được chọn ngẫu nhiên, có tính đến việc dữ liệu của các nước đó được thu thập trong COMPUSTAT. Cơ cấu vốn tổng thể trung bình của các nước này cũng được tính toán theo các tiêu chí đã nêu trên, với mẫu nghiên cứu bao gồm 56, 16, 15, 205, 105, 53, 33, và 33 hãng cho từng nước theo thứ tự tương ứng.

III. KẾT QUẢ TRÊN CÁC MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

1. Ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đối với cơ cấu vốn của các nước đang phát triển

Nhìn chung, các nước trong mẫu nghiên cứu không khác biệt quá lớn về điều kiện kinh tế vĩ mô (bảng 1). Chỉ có Côlômbia có tốc độ tăng GDP âm trong thời kỳ nghiên cứu. Thổ Nhĩ Kỳ có xu hướng có mức độ lạm phát cao hơn cả. Một số nước như Hàn Quốc và Singapo có thị trường chứng khoán phát triển hơn.

10. Những hãng này có thể mới hoạt động trong thời gian quá ngắn, hoặc quy mô tài sản hoặc hoạt động quá nhỏ nên không cần đến nguồn vốn vay nợ. Cách loại bỏ các hãng này có thể giúp giảm khả năng nghiên cứu sẽ quá ưu tiên chú trọng đến các hãng nhỏ mới thành lập.

Các nhân tố ...

Một đặc điểm đáng chú ý là sự khác biệt rất lớn giữa tỷ lệ tổng nợ và tỷ lệ nợ dài hạn ở tất cả các nước. Những nước như Hàn Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ và hầu hết các nước ASEAN trong mẫu nghiên cứu này đều có tỷ

lệ tổng nợ cao hơn gấp đôi so với tỷ lệ nợ dài hạn. Điều này cho thấy doanh nghiệp của các nước đang phát triển phụ thuộc rất lớn vào các khoản nợ ngắn hạn và tín dụng thương mại trong hoạt động của mình.

BẢNG 1: Các nhân tố kinh tế vĩ mô của các nước giai đoạn 1999-2000

Tỷ lệ nợ tổng thể tính toán trên số liệu từ COMPUSTAT Global. Các số liệu khác được trích dẫn hoặc tính toán trên cơ sở các dữ liệu trong World Development Indicator files do Ngân hàng Thế giới công bố. Tất cả số liệu được tính trung bình trong thời kỳ nghiên cứu.

	Số lượng doanh nghiệp	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (mức độ tổng thể cho nền kinh tế) (%)	Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (mức độ tổng thể cho nền kinh tế) (%)	Tốc độ tăng GDP (%/năm)	Tốc độ lạm phát (%/năm)	Giá trị nhập khẩu và xuất khẩu (% GDP)	Tổng tích lũy tư bản (% GDP)	Giá trị trao đổi trên thị trường chứng khoán (% GDP)
Brazil	56	27,72	47,58	2,6	5,95	22,73	21	16,74
Côlômbia	16	12,42	19,98	-0,73	10,35	38,36	13,31	0,65
Hungary	15	16,12	26,62	4,66	9,91	117,5	29,8	28,02
Ấn Độ	205	29,6	40,7	5,03	4,34	28,76	23,25	87,08
Hàn Quốc	105	24,6	52,85	10,11	1,54	82,17	27,44	217,36
México	53	26,95	37,7	5,13	13,04	63,63	23,47	7,66
Pakistan	33	28,12	52,81	3,95	4,25	33,31	15,79	45,1
Thổ Nhĩ Kỳ	33	12,92	34,26	1,33	59,89	53,22	23,93	67,07
Indônêxia	96	26,37	45,1	2,84	12,1	68,52	12,99	11,81
Malaixia	337	12,92	35,38	7,19	2,14	223,58	24,63	63,13
Philippin	58	21,18	38,17	3,7	5,52	104,62	18,02	18,21
Singapo	186	15,32	39,18	8,6	0,69	328,78	31,74	108,61
Thái Lan	174	17,89	37,95	4,53	0,93	114,78	21,61	26,66

Qua bảng 2, ta thấy hệ số “adjusted-R²” khá cao, cao hơn nhiều so với những nghiên cứu cùng loại trước đây, phần nào khẳng định ta có lý do để đưa các yếu tố về tích lũy tư bản và tự do thương mại vào mô hình nghiên cứu để giải thích cơ cấu vốn doanh nghiệp tổng thể của nền kinh tế. Với một mẫu nghiên cứu khá hạn chế, chỉ có 13 quan sát, chúng tôi chỉ hy vọng thấy được xu hướng tác động của các biến vĩ mô. Tuy nhiên, chúng tôi đã thu được các hệ số có ý nghĩa thống kê cho biến tăng trưởng GDP (ở mức độ ý nghĩa 10%) và cho biến giá trị nhập khẩu và xuất khẩu (ở mức độ ý nghĩa 5%).

Theo các dấu của các hệ số, ngoại trừ hệ số của biến lạm phát tác động đến tỷ lệ tổng nợ, tất cả các giả thiết từ H1 đến H4 đều được khẳng định. Với độ lớn và ý nghĩa

thống kê của các hệ số, tăng trưởng GDP có xu hướng tác động rất tích cực đến tỷ lệ vay nợ của các hãng. Các doanh nghiệp của các nước đang phát triển sẽ vay nhiều hơn khi tăng trưởng và ổn định kinh tế được tăng cường, và vay ít hơn (đặc biệt là vay dài hạn) nếu nền kinh tế có nhiều rủi ro và bất ổn với mức lạm phát cao.

Tích lũy tư bản và sự phát triển của thị trường chứng khoán đều có quan hệ tỷ lệ nghịch với cơ cấu vốn tổng thể. Khi có sẵn nhiều nguồn vốn thay thế như thu nhập giữ lại (một phần quan trọng của tích lũy tư bản của một nước) và phát hành cổ phiếu (thêm nhiều chứng khoán được giao dịch trên thị trường), các hãng có xu hướng đi vay ít hơn. Tự do thương mại là một biến số quan trọng được đưa vào mô hình. Ý nghĩa thống kê của hệ số này (ít nhất là với tỷ lệ nợ dài hạn) góp

phần khăng định giả định 3, trong đó sự mở của của nền kinh tế đồng nghĩa với việc chính phủ bảo hộ và can thiệp ít hơn và cũng dẫn tới sự cạnh tranh khốc liệt hơn giữa các công ty trong nước với sự thâm nhập của các công ty nước ngoài. Kết quả là các công ty nội địa sẽ phải đối mặt với nguy cơ khó khăn tài chính hoặc thậm chí khả năng phá sản cao hơn, do vậy các hãng sẽ có xu hướng hạn chế đi vay.

BẢNG 2: Tác động của các nhân tố vĩ mô đến cơ cấu vốn tổng thể của các nước đang phát triển

Mẫu nghiên cứu bao gồm 5 nước ASEAN và 8 nước đang phát triển khác là Brazil, Côlômbia, Hungary, Ấn Độ, Hàn Quốc, Mêxicô, Pakistan, và Thổ Nhĩ Kỳ. P-values được để trong ngoặc đơn phía dưới các hệ số. Các ký hiệu ***, ** và * lần lượt chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (mức độ tổng thể trung bình cho nền kinh tế)	Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (mức độ tổng thể trung bình cho nền kinh tế)
Hệ số chặn (Intercept)	25,17199*** (0,0036)	46,66921*** (0,0019)
Tăng trưởng GDP	2,763382* (0,0712)	4,436731* (0,0778)
Lạm phát	-0,023813 (0,8570)	0,151594 (0,4946)
Tổng tích lũy tư bản/GDP	-0,293005 (0,4784)	-1,074566 (0,1404)
Nhập khẩu và xuất khẩu/GDP	-0,073362** (0,0113)	-0,050128 (0,2014)
Giá trị trao đổi thị trường chứng khoán/GDP	-0,052831 (0,2510)	-0,010293 (0,8868)
Số quan sát	13	13
Adjusted R2	0,713743	0,615538

Mô hình này hoàn toàn có thể mở rộng để xem xét tác động của các yếu tố vĩ mô phù hợp khác, đại diện cho các hoạt động của

khu vực ngân hàng, tổng quy mô tín dụng, nợ nước ngoài, chi tiêu chính phủ, v.v. Tất nhiên các nhân tố đó cần được cân nhắc kỹ càng để thể hiện được quan hệ thực sự với cơ cấu vốn doanh nghiệp tổng thể trong nền kinh tế. Về mặt thực nghiệm, tất cả các nước phát triển và đang phát triển, nếu có thể, nên được đưa vào mô hình để kiểm nghiệm kết quả.

2. Ảnh hưởng của các nhân tố ở tầm doanh nghiệp đối với sự lựa chọn cơ cấu vốn của các nước ASEAN

Cùng với sự phát triển kinh tế xã hội trong khu vực, khu vực doanh nghiệp của các nước thành viên ASEAN hiện đang ngày càng nhận được các điều kiện và môi trường thuận lợi về mặt thể chế, pháp luật, đầu tư, v.v. Khu vực doanh nghiệp cũng là một trong các động lực chính thúc đẩy kinh tế của các nước.

Qua bảng 3, ta thấy các nước trong khu vực có diễn biến cơ cấu vốn khá tương tự nhau, chỉ có một vài khác biệt nhỏ. Cơ cấu vốn nhìn chung thấp hơn nhiều so với các nước phát triển¹¹, đặc biệt là tỷ lệ nợ dài hạn rất hạn chế. Một lý do có thể là do sự phát triển còn yếu kém của các thị trường vốn. Ngoài Singapo, các nước đều gặp nhiều hạn chế trong tư bản hóa chứng khoán.

Về mặt quy mô doanh nghiệp, tất cả các nước đều có mức trung bình tương tự nhau, trừ Philipin có quy mô nhỏ hơn đáng kể. Philipin cũng là nước kém phát triển nhất trong nhóm, và cũng là nước duy nhất có tỷ suất lợi nhuận trung bình thấp hơn 0. Khu vực doanh nghiệp của các nước đều có cơ hội tăng trưởng tích cực, trong đó Singapo có tỷ lệ MTB cao hơn cả. Điều này có thể giải thích bởi môi trường kinh tế xã hội, thể chế và đầu tư của Singapo ổn định và thuận lợi hơn cả. Các nước khác đều phải chịu hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính khu vực năm 1997, trong giai đoạn nghiên cứu, các nước đều đang hồi phục mạnh mẽ, nhưng ít

11. Xem Rajan và Zingales (1995).

Các nhân tố ...

nhất Singapo cũng đang có một điều kiện thuận lợi hơn cả trong phát triển kinh tế.

BẢNG 3: Khái quát thống kê về cơ cấu vốn và các nhân tố ảnh hưởng trong các doanh nghiệp của các nước ASEAN

Indônêxia

	LTD	TTD	TAX	TANG	SIZE	VOL	ROA	MTB
Mean	26,37	45,10	0,04	0,37	6,03	29635,7	6,37	1,79
Median	15,71	43,01	0,27	0,31	5,98	3879	5,14	1,36
Std-dev	27,81	35,84	1,49	0,22	1,38	197394,4	11,99	1,87
Obs.	96	96	96	96	96	96	96	96

Malaxia

	LTD	TTD	TAX	TANG	SIZE	VOL	ROA	MTB
Mean	12,92	35,38	0,76	0,41	5,28	10201	2,94	1,50
Median	6,09	27,77	0,14	0,40	5,14	1568	3,35	1,15
Std-dev	16,19	40,08	8,74	0,22	1,39	7179,8	7,58	1,80
Obs.	337	337	337	337	337	337	337	337

Philipin

	LTD	TTD	TAX	TANG	SIZE	VOL	ROA	MTB
Mean	21,18	38,17	0,165	0,45	0,27	0,29	-0,90	1,83
Median	17,47	34,78	0,14	0,46	0,68	0,00	0,38	0,52
Std-dev	20,41	27,02	0,72	0,22	2,32	1,00	8,52	6,40
Obs.	58	58	58	58	58	58	58	58

Singapo

	LTD	TTD	TAX	TANG	SIZE	VOL	ROA	MTB
Mean	15,32	39,18	1,19	0,36	5,07	15087,8	0,815	2,194
Median	11,65	34,33	0,15	0,35	4,89	859	1,89	1,28
Std-dev	15,64	41,11	11,00	0,21	1,51	9085,2	4,31	10,78
Obs.	186	186	186	186	186	186	186	186

Thái Lan

	LTD	TTD	TAX	TANG	SIZE	VOL	ROA	MTB
Mean	17,89	37,93	0,83	0,41	7,31	1354084	0,51	1,66
Median	9,48	33,99	0,04	0,40	7,35	2215	2,69	0,72
Std-dev	21,81	31,44	10,20	0,21	1,59	167043	10,98	7,27
Obs.	174	174	174	174	174	174	174	174

Chú ý: LTD là tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản, TTD là tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản. Các biến số khác đã được giải thích trong mô hình (2). Khác biệt lớn về VOL của Philipin so với các nước khác là do đơn vị đo có khác biệt trong cơ sở dữ liệu COMPUSTAT. Mean: trung bình số học; median: cá thể trung bình trong mẫu; std-dev: độ lệch chuẩn; obs.: số quan sát.

Bảng 4 với hai panel A và B trình bày kết quả ước lượng hồi quy của mô hình (2) với hai biến số thể hiện cơ cấu vốn đóng

vai trò là biến phụ thuộc, còn biến giải thích là các nhân tố ảnh hưởng ở tầm doanh nghiệp.

Các nhân tố ...

BẢNG 4: Tác động của các nhân tố vi mô đến lựa chọn cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ASEAN

Panel A: Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản

	Hệ số chặn	TAX	TANG	SIZE	VOL	ROA	MTB	Obs.	Adj-R ²
Indônêxia	4,00 (0,737)	-0,57 (0,724)	14,45 (0,203)	3,51 (0,074)	+0,00 (0,238)	-1,28 (0,000)	2,80 (0,045)	96	0,34
Malaixia	-11,41 (0,003)	-0,16 (0,101)	13,70 (0,000)	3,54 (0,000)	-0,00 (0,070)	-0,66 (0,000)	2,16 (0,000)	337	0,22
Philippin	3,69 (0,532)	7,10 (0,018)	33,38 (0,002)	4,51 (0,001)	-2,33 (0,303)	-0,86 (0,009)	0,81 (0,693)	58	0,42
Singapo	5,92 (0,292)	-0,12 (0,267)	11,73 (0,041)	1,17 (0,186)	+0,00 (0,162)	-0,23 (0,100)	0,07 (0,904)	186	0,02
Thái Lan	-14,36 (0,094)	-0,13 (0,264)	18,89 (0,009)	2,45 (0,061)	0,91 (0,078)	-0,72 (0,000)	2,50 (0,084)	174	0,23

Panel B: Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản

	Hệ số chặn	TAX	TANG	SIZE	VOL	ROA	MTB	Obs.	Adj-R ²
Indônêxia	21,54 (0,176)	-1,56 (0,464)	-3,44 (0,819)	5,46 (0,037)	+0,00 (0,573)	-1,69 (0,000)	2,02 (0,272)	96	0,30
Malaixia	37,42 (0,000)	-0,15 (0,564)	-8,72 (0,404)	0,99 (0,563)	+0,00 (0,930)	-1,70 (0,000)	2,32 (0,069)	337	0,09
Philippin	24,24 (0,002)	4,43 (0,243)	20,98 (0,113)	6,10 (0,003)	3,76 (0,200)	-1,44 (0,000)	1,17 (0,658)	58	0,37
Singapo	-3,26 (0,846)	-0,18 (0,520)	34,12 (0,026)	7,85 (0,011)	-1,85 (0,099)	-1,75 (0,000)	-0,20 (0,939)	186	0,09
Thái Lan	7,63 (0,533)	-0,12 (0,509)	21,60 (0,049)	3,49 (0,020)	+0,00 (0,383)	-1,12 (0,000)	0,43 (0,851)	174	0,14

Chú ý: P-value được để trong ngoặc đơn dưới các hệ số. Các hệ số in đậm có ý nghĩa thống kê ở các mức độ ý nghĩa thông dụng.

Nhìn chung, tính phù hợp của mô hình được khẳng định ở tất cả các nước nhờ hệ số adjusted-R² đều ở mức khá, ngoài trường hợp của Singapo đối với cả 2 tỷ lệ nợ và của Malaixia đối với tỷ lệ tổng nợ. Chúng tôi cũng đã thử bỏ bớt một số biến (không có ý nghĩa thống kê) ra khỏi mô hình và chạy lại kết quả cho 2 nước trên, song kết quả vẫn tương tự. Xét về tác động cụ thể của các nhân tố ảnh hưởng, chúng tôi không tìm thấy sự khác biệt lớn giữa 2 tỷ lệ nợ đại diện cho cơ cấu vốn.

Thuế: tác động của thuế suất trung bình đến lựa chọn cơ cấu vốn của công ty chưa

được làm rõ trong nghiên cứu của chúng tôi vì không có hệ số liên quan nào có ý nghĩa thống kê, trừ trường hợp duy nhất của tỷ lệ nợ dài hạn của Philippin. Dấu âm của các hệ số thống nhất cho 4 trong tổng số 5 nước nghiên cứu. Trường hợp ngoại lệ là của Philippin, khi hệ số cho nhân tố thuế là số dương (mặc dù chỉ có ý nghĩa thống kê với tỷ lệ nợ dài hạn). Với kết quả thiếu nhất quán như vậy, chúng tôi không có đủ bằng chứng để bác bỏ phần đầu của giả định 6, nhưng nhìn chung có thể nói thuế suất không ảnh hưởng nhiều đến cơ cấu vốn trong mẫu nghiên cứu của chúng tôi. Tuy nhiên, như

MacKie-Mason (1990) đã nhận xét rằng, lý do tại sao nhiều nghiên cứu không tìm thấy tác động của thuế đến cơ cấu vốn là do tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu là kết quả tích lũy của nhiều quyết định riêng biệt qua nhiều năm, và các lợi ích về thuế nhìn chung là tương tự nhau giữa các hãng.

Mức độ rủi ro: hầu hết các hệ số của biến này đều rất gần giá trị 0. Tuy nhiên, chỉ có 3 trong số 10 có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, như vậy phần thứ 2 trong giả định 6 được khẳng định cho tỷ lệ nợ dài hạn của Malaixia và tỷ lệ tổng nợ của Singapo, trong khi đó lại bị bác bỏ với tỷ lệ nợ dài hạn của Thái Lan. Các hãng có tỷ lệ nợ cao có xu hướng đầu tư vào các dự án rủi ro hơn. Các nghiên cứu trước đây cũng thường thấy một kết quả đối nghịch như vậy cho cả các nước phát triển và đang phát triển. Nghiên cứu cho một thời kỳ dài hơn có thể sẽ cho những bằng chứng xác đáng hơn.

Khả năng sinh lợi: đây là một nhân tố có tính thống nhất cao trong các nước nghiên cứu. Nhân tố này có ý nghĩa thống kê cao và tỷ lệ nghịch với tất cả các tỷ lệ nợ. Hầu hết (8/10) hệ số đều có ý nghĩa ở mức 1%. Một phần trăm tăng thêm trong tỷ suất lợi nhuận có thể mang lại 0,23-1,75 (thường là hơn 1) phần trăm giảm sút trong cả tỷ lệ tổng nợ và tỷ lệ nợ dài hạn. Bằng chứng này khẳng định giả định 5, thống nhất với lý thuyết "pecking-order" trong đó các hãng trước hết sẽ sử dụng thu nhập giữ lại để đầu tư và sau đó là vốn đi vay, cuối cùng mới phát hành cổ phiếu nếu cần, và trong trường hợp này các hãng có tính sinh lời cao sẽ ít vay nợ hơn.

Đồng thời, bằng chứng thực nghiệm của chúng tôi cũng không thống nhất với lý thuyết dựa trên quan hệ chủ sở hữu và người đại diện, trong đó vay nợ được sử dụng như một công cụ kỷ luật để đảm bảo rằng nhà quản lý dùng lợi nhuận để trả nợ chứ không phải để hưởng thụ, và với các hãng có lượng lớn dòng tiền tự do hay nói cách khác là tính sinh lợi cao, tỷ lệ nợ cao

sẽ hạn chế phần nào quyền tự do hoạt động của ban quản lý.

Quy mô doanh nghiệp: về mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và cơ cấu vốn, chúng ta có thể thấy kết quả thống nhất ở tất cả các nước, góp phần khẳng định giả thiết 8. Hệ số dương khá cao và nhất quán cho thấy vai trò quan trọng của quy mô doanh nghiệp trong việc quyết định cơ cấu vốn. 8 trong số 10 hệ số có ý nghĩa về mặt thống kê, ngoại trừ các hệ số của Singapo (cho tỷ lệ nợ dài hạn) và Malaixia (cho tỷ lệ tổng nợ). Các hãng lớn không chỉ có mức độ đa dạng hóa cao hơn và dòng tiền ổn định hơn, mà quy mô lớn của họ còn thể hiện chi phí và khả năng phá sản thấp hơn. Do đó, các hãng lớn sẽ có khả năng thích ứng được với tỷ lệ nợ cao hơn.

Như vậy bằng chứng thực nghiệm của chúng tôi không ủng hộ cho giả thuyết rằng, quy mô doanh nghiệp có thể là một biến đại diện cho lượng thông tin mà các nhà đầu tư bên ngoài có thể có được. Rajan và Zingales (1995) từng lập luận rằng các hãng lớn có xu hướng bộc lộ nhiều thông tin ra bên ngoài hơn so với các hãng nhỏ, và nhìn chung các hãng lớn ít gặp vấn đề về thông tin không đối xứng nên sẽ thường có nhiều vốn chủ sở hữu hơn là nợ, do đó cơ cấu vốn thấp hơn.

Tính hữu hình của tài sản và cơ hội tăng trưởng: phù hợp với các cơ sở lý luận cho phần đầu của giả định 7, tính hữu hình của tài sản trong hầu hết các doanh nghiệp ASEAN có mối quan hệ tỷ lệ thuận với cả tỷ lệ tổng nợ và nợ dài hạn. 6 trong số 10 hệ số là số dương và có ý nghĩa thống kê. Indônêxia là trường hợp duy nhất chúng tôi không tìm thấy mối tương quan có ý nghĩa, thậm chí một trong hai hệ số còn là số âm. Indônêxia cũng là nước có các tỷ lệ nợ cao nhất trong nhóm, kèm theo đó là giá trị chứng khoán trao đổi trên thị trường thấp nhất (11,81% GDP). Nhìn chung, số liệu của các nước ASEAN phù hợp với lý thuyết của Jensen và Meckling (1976), theo đó chi phí quản lý đại diện của các khoản vay nợ

làm cho các hãng chuyển sang đầu tư vào các dự án rủi ro hơn sau khi phát hành nợ, và chuyển giao lợi ích về tài sản từ chủ nợ sang cổ đông để tận dụng bản chất của nợ là giống loại chứng khoán quyền chọn. Nếu tính hữu hình của tài sản công ty tăng lên, các tài sản sẽ được dùng để thế chấp vay nợ, làm giảm rủi ro của người cho vay. Do vậy, tỷ lệ tài sản hữu hình cao thường đi kèm với tỷ lệ nợ cao hơn. Williamson (1988) và Harris & Raviv (1990) cho rằng tỷ lệ nợ nên tăng cùng với giá trị thanh lý công ty, cả hai nghiên cứu này cũng đều dự đoán cơ cấu vốn có quan hệ tỷ lệ thuận với tính hữu hình của tài sản công ty, và điều này một lần nữa được khẳng định trong nghiên cứu của chúng tôi.

Tuy nhiên, với phần thứ hai của giả định 7, tỷ lệ giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của tổng tài sản (MTB) lại có quan hệ tỷ lệ thuận với cơ cấu vốn, chỉ có một hệ số mang dấu âm (tỷ lệ tổng nợ của Singapo) nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này dường như nghiêng về ủng hộ quan hệ tỷ lệ thuận giữa cơ hội tăng trưởng và cơ cấu vốn. Cơ hội tăng trưởng có xu hướng đóng vai trò quan trọng hơn với tỷ lệ nợ dài hạn. Điều này có thể giải thích một phần là do các nước đang phát triển phụ thuộc nhiều hơn vào nợ ngắn hạn và tín dụng thương mại, mà các khoản nợ này có thể có các nhân tố ảnh hưởng khác so với nợ dài hạn.

Theo các lý luận về chi phí quản lý đại diện, các hãng có triển vọng cơ hội tăng trưởng tốt hơn sẽ giữ một tỷ lệ nợ thấp hơn để đảm bảo rằng họ sẽ không phải bỏ qua các dự án đầu tư có lợi, mà nguyên nhân là do sự chuyển giao lợi ích tài sản từ cổ đông sang chủ nợ. Như vậy, bằng chứng trong mẫu nghiên cứu của chúng tôi không nhất quán với các lý thuyết này.

IV. KẾT LUẬN

Như trong phần giới thiệu, nghiên cứu này nhằm trả lời hai vấn đề chính. Ở vấn đề

nghiên cứu thứ nhất, chúng tôi không có đủ cơ sở để ủng hộ quan điểm của các mô hình tĩnh xem xét các lợi ích bù trừ. Tuy vậy, điều này không đủ để khẳng định cơ sở lý luận đó là không phù hợp với các nước đang phát triển. Thêm vào đó, nếu coi quy mô doanh nghiệp là một biến đại diện đối nghịch cho chi phí phá sản thì tác động của nó lại rất phù hợp với lý luận trên. Ngoài ra, bằng chứng rõ rệt về quy mô doanh nghiệp khẳng định rằng, các hãng lớn ở các nước đang phát triển có khả năng đáp ứng một tỷ lệ nợ cao nhờ các lợi thế của mình trong đa dạng hóa kinh doanh và có các dòng tiền tương đối ổn định hơn.

Lý thuyết “pecking-order” có nhiều khả năng phù hợp trong việc giải thích lựa chọn cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ASEAN. Kết quả nghiên cứu về tác động của tính sinh lợi cho thấy lựa chọn này không thống nhất với các lý thuyết về chi phí quản lý đại diện. Tuy nhiên, các lý thuyết này lại hữu ích trong việc giải thích tác động của tài sản hữu hình đối với cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Các phương trình hồi quy với biến phụ thuộc là hai tỷ lệ nợ khác nhau nhìn chung có mang lại một số kết quả khác biệt về tác động của các nhân tố vi mô trong doanh nghiệp. Lý do có thể là do các doanh nghiệp của các nước đang phát triển phụ thuộc khá nhiều vào nợ ngắn hạn mà các khoản nợ này lại có các nhân tố quyết định khác biệt so với nợ dài hạn. Mô hình nghiên cứu khá phù hợp với hầu hết các nước ASEAN, ngoại trừ trường hợp của Singapo với hệ số adjusted-R² rất hạn chế. Trường hợp cụ thể này có thể cần được nghiên cứu chi tiết hơn để xác định rõ các nhân tố quyết định cơ cấu vốn doanh nghiệp.

Đối với vấn đề nghiên cứu thứ hai, chúng ta có thể thấy rằng các nhân tố vĩ mô có tác động nhất định đến cơ cấu vốn tổng thể của nền kinh tế các nước đang phát triển. Các đề xuất lý luận hầu hết đều có được kết quả tích cực. Do mẫu nghiên cứu còn hạn chế,

chúng tôi chưa thể làm rõ các mối quan hệ với đầy đủ ý nghĩa về mặt thống kê, song ít nhất một số nhân tố quan trọng như tăng trưởng GDP và tự do thương mại cũng đã bước đầu thu được kết quả khá rõ. Một điều đáng chú ý trong nghiên cứu này là thị trường chứng khoán của các nước đang phát triển mà chúng tôi xem xét không thể hiện được tác động mong đợi, trong đó mức độ tư bản hóa chứng khoán thường làm giảm tỷ lệ nợ doanh nghiệp. Một trong các lý do có thể là sự phát triển còn yếu kém của các thị trường này ở các nước đang phát triển. Nếu mẫu nghiên cứu được mở rộng, bao gồm cả các nước phát triển và đang phát triển, và xem xét thêm các nhân tố vĩ mô khác, ví dụ như tác động của hoạt động hệ thống ngân hàng, tổng quy mô tín dụng kinh tế, chi tiêu chính phủ, nợ nước ngoài, v.v., thì có thể chúng ta sẽ xây dựng được một mô hình mang tính toàn cầu hơn trong việc nghiên cứu đánh giá cơ cấu vốn tổng thể của các nước./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ang, J.S. and M. Jung, 1993, "An alternative test of Myers' pecking order theory of capital structure: the case of South Korean firms", *Pacific-Basin Finance Journal* 1, 31-46.
2. Bancel, F. and Mittoo, U., 2002, "The determinants of capital structure choice: A survey of European firms", *Working paper series*, SSRN.
3. Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V., 2001, "Capital structure in developing countries", *Journal of Finance* 56, 87-130.
4. Bradley, M., Jarrell, G. and Han Kim, E., 1984, "On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence", *Journal of Finance* 39, 857-878.
5. Cobham, D. and Subramaniam, R., 1998, "Corporate finance in developing countries: New evidence for India", *World Development* vol. 26, no. 6, 1033-1047.
6. De Jong, A. and Van Dijk, R., 2002, "Determinants of leverage and agency problems", *Research Paper*, Tilburg University.
7. De Jong, A., 2002, "The disciplining role of leverage in Dutch firms", *European Financial Review* 6, 31-62.
8. Frank, M. and Goyal, V., 2003, "Testing the pecking order theory of capital structure", *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
9. Harris, M. and Raviv, A., 1990, "Capital structure and the informational role of debt", *Journal of Finance* 45, 321-349.
10. Harris, M., and Raviv, A., 1991, "The theory of capital structure", *Journal of Finance* 46, 297-355.
11. Heinkel, R. and Zechner, J., 1990, "The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, pp. 1-24.
12. Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S., 2001, "The debt-equity choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 1-24.
13. Hovakimian, A., Hovakimian, G. and Tehranian, H., 2004, "Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues", *Journal of Financial Economics* 71, 517-540.
14. Hunsaker, J., 1999, "The role of debt and bankruptcy statutes in facilitating tacit collusion", *Managerial and Decision Economics* 20, pp. 9-24.
15. Jensen, M. and Meckling, W., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
16. Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76, 323-339.
17. Lang, L., Ofek, E. and Stulz, R., 1995, "Leverage, investment and firm growth", *Working paper no. 5165*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
18. Lee, J., Lee, Y., and Lee B., 2000, "The determination of corporate debt in Korea", *Asian Economic Journal* 14, 333-356.
19. Leland, H., and Pyle, D., 1977, "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance* 32, 371-388.
20. Li, H. and Cui, L., 2003, "Empirical study of capital structure on agency costs in Chinese listed firms", *Nature and Science* 1, 12-20.
21. MacKie-Mason, J., 1990, "Do taxes effect corporate financing decision?", *Journal of Finance* 45, pp. 1471-1495.
22. Masulis, R., 1988, *The Debt/Equity Choice*, Cambridge: Ballinger, Massachusetts.
23. McConnell, J.J. and H. Servaes, 1995, "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics* 39, 131-157.
24. Miller, M., 1977, "Debt and taxes", *Journal of Finance* 32, 261-275.