
TÁC ĐỘNG CỦA THANH KHOẢN CỔ PHIẾU ĐẾN TỐC ĐỘ ĐIỀU CHỈNH CẤU TRÚC VỐN: TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI

Võ Thị Thúy Anh

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

Email: vothuyanh@due.edu.vn

Phan Trần Minh Hưng

Đại học Hoa Sen

Email: Hung.phantranminh@hoasen.edu.vn

Mã bài: JED - 171220

Ngày nhận: 17/12/2020

Ngày nhận bản sửa: 18/01/2021

Ngày duyệt đăng: 02/12/2021

Tóm tắt:

Nghiên cứu này đánh giá sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, sử dụng phương pháp ước lượng mô men tổng quát hệ thống (SGMM) với bộ dữ liệu các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội từ năm 2007 đến 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối tương quan cùng chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra vai trò tích cực của thanh khoản cổ phiếu trong cải thiện thông tin bất cân xứng và chất lượng quản trị công ty.

Từ khóa: Tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, cấu trúc vốn, thanh khoản cổ phiếu, mô hình động.

Mã JEL: C58, G3, O16.

Stock liquidity and the speed of capital structure adjustment: The case of listed firms on Vietnamese stock exchanges

Abstract:

This study investigates the relationship between stock liquidity and the speed of capital structure adjustment for firms listed on the Hanoi Stock Exchange. Based on using the system generalized method of moments (SGMM) estimator with a comprehensive data set of stocks listed in Vietnam from 2007 to 2017, the results indicate the positive relationship between stock liquidity and the speed of capital structure adjustment. It implies the important role of stock liquidity in improving information asymmetry and corporate governance quality.

Keywords: Capital structure, dynamic model, stock liquidity, the adjustment speed of capital structure.

JEL code: C58, G3, O16.

1. Giới thiệu

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn tĩnh (Myers, 1984) cho rằng các công ty luôn hoạt động tại cấu trúc vốn mục tiêu. Tuy nhiên, trong điều kiện thực tiễn, cấu trúc vốn mục tiêu thường xuyên biến động và sự điều chỉnh cấu trúc vốn phụ thuộc vào kỳ vọng và chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động (Fischer & cộng sự, 1989) chỉ ra sự tồn tại cấu trúc vốn mục tiêu và các công ty có xu hướng điều chỉnh cấu trúc vốn trong điều kiện tồn tại chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn. Chính vì vậy, từ sau sự ra đời của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động, vấn đề tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn được quan tâm nhiều hơn.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã xem xét các nhân tố tác động đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn như chất lượng quản trị công ty, truyền thông đại chúng (Morellec & cộng sự, 2012; Dang & cộng sự, 2019). Nhìn

chung, các nghiên cứu này đã chỉ ra lợi ích đạt được từ hành vi điều chỉnh cấu trúc vốn và chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn. Theo đó, chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn được xem như là nhân tố trung gian và có nhiệm vụ kết nối sự tác động của các nhân tố đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Cụ thể, các chi phí này có thể là: chi phí đại diện (Morellec & cộng sự, 2012), chi phí lựa chọn đối nghịch (Dang & cộng sự, 2019)...

Trên nền tảng vai trò tích cực của thanh khoản cổ phiếu trong giảm chi phí lựa chọn đối nghịch (Butler & cộng sự, 2005) và chi phí đại diện (Edmans & Manso, 2011), Ho & cộng sự (2020) chỉ ra mối tương quan đồng biến giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn trong bối cảnh đa quốc gia. Tuy nhiên, sự khác biệt về pháp lý, thể chế, điều kiện kinh tế vĩ mô có thể tạo ra sự khác biệt đáng kể trong mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, thậm chí không tồn tại, trên các quốc gia khác nhau (Udomsirikul & cộng sự, 2011). Cho đến nay, chưa có một nghiên cứu nào tập trung làm rõ mối quan hệ này trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Chính vì vậy, nghiên cứu này đặt ra sự nghi ngờ liệu có tồn tại mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn đối với các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội hay không?

2. Giả thuyết nghiên cứu

Hành vi điều chỉnh cấu trúc vốn được biết đến như là kết quả của sự đánh đổi giữa lợi ích đạt được và chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn. Theo đó, các công ty điều chỉnh cấu trúc vốn khi họ nhận thấy lợi ích đạt được lớn hơn so với chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn. Các nhà quản trị thường quan tâm đến các đặc thù công ty như chất lượng quản trị công ty, truyền thông đại chúng (Morellec & cộng sự, 2012; Dang & cộng sự, 2019) để từ đó điều chỉnh cấu trúc vốn. Tuy nhiên, các nghiên cứu vẫn chưa quan tâm đúng mức đến vai trò của thanh khoản cổ phiếu trong điều chỉnh cấu trúc vốn. Vì vậy, ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn chưa có nền tảng lý thuyết vững chắc. Nghiên cứu này kỳ vọng rằng nếu gia tăng tính thanh khoản của cổ phiếu làm cho chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn trở nên thấp (cao) hơn hoặc lợi ích đạt được từ hành vi điều chỉnh cấu trúc vốn trở nên lớn (nhỏ) hơn, các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản cao sẽ điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh (chậm) hơn so với các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản thấp.

Giả thuyết nghiên cứu này được hình thành trên nền tảng tác động tích cực của thanh khoản cổ phiếu trong cải thiện vấn đề thông tin bất cân xứng giữa các nhà đầu tư tham gia giao dịch cổ phiếu và chất lượng quản trị công ty.

Thứ nhất, thanh khoản cổ phiếu cao ngụ ý rằng luôn tồn tại số lượng lớn người sẵn sàng mua và sẵn sàng bán để trao đổi vị thế của bất kỳ giao dịch cổ phiếu tại mức giá hiện hành. Mặc dù số lượng cũng như chất lượng thông tin liên quan đến giá trị công ty có sự khác biệt giữa người mua và người bán nhưng cả hai đều có xu hướng tận dụng lợi thế thông tin cá nhân để giao dịch cổ phiếu trên thị trường chứng khoán cho nên sử dụng thông tin cá nhân để giao dịch cổ phiếu đồng nghĩa cả người mua và người bán đang chuyển hóa thông tin liên quan đến giá trị công ty vào giá cổ phiếu. Vì vậy, giá của cổ phiếu có tính thanh khoản cao chứa đựng nhiều thông tin hơn và phản ánh chính xác giá trị nền tảng công ty. Lúc này, cả người mua và người bán đều sở hữu những thông tin gần như nhau liên quan đến giá trị công ty. Do đó, thanh khoản cổ phiếu cao cải thiện vấn đề thông tin bất cân xứng giữa người mua và người bán (Easley & cộng sự, 1996). Ngoài ra, Butler & cộng sự (2005) chỉ ra rằng chi phí phát hành cổ phiếu cao hơn đối với các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản thấp vì các ngân hàng đầu tư phải đối mặt với rủi ro hàng tồn kho và rủi ro lựa chọn đối nghịch liên quan đến thông tin bất cân xứng giữa các nhà đầu tư tham gia giao dịch cổ phiếu. Theo đó, các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản cao có thể ít đối mặt với chi phí lựa chọn đối nghịch cho phát hành cổ phiếu bổ sung hoặc/và mua lại cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ.

Thứ hai, thanh khoản cổ phiếu cao cho phép các nhà đầu tư bên ngoài dễ dàng giao dịch cổ phiếu để trở thành các cổ đông lớn (Maug, 1998). Các cổ đông lớn có điều kiện tốt hơn và có động lực hơn để theo dõi, giám sát hoạt động công ty nhằm cải thiện chất lượng quản trị công ty thông qua hành vi can thiệp vào hoạt động công ty bởi lợi ích đạt được liên quan mật thiết đến hiệu quả hoạt động công ty. Ngoài ra, quản trị công ty thông qua hành vi can thiệp vào hoạt động công ty và hành vi đe dọa rời khỏi công ty có chức năng bổ sung và thay thế cho nhau (McCahery & cộng sự, 2016). Vì vậy, các cổ đông lớn dễ dàng cải thiện chất lượng quản trị công ty thông qua hành vi can thiệp vào hoạt động công ty nếu hành vi can thiệp kèm theo hành vi đe dọa rời khỏi công ty (Hirschman, 1970). Điều này bởi vì hành vi tháo chạy khỏi công ty ảnh hưởng đến thù lao của nhà quản trị một khi thù lao gắn liền với giá cổ phiếu (Edmans & Manso, 2011). Theo

đó, các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản cao có thể đối mặt với chi phí đại diện thấp.

Nhìn chung, các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản thấp (cao) đối mặt chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn lớn (nhỏ), cho nên các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản thấp (cao) điều chỉnh cấu trúc vốn chậm (nhanh) hơn so với các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản cao (thấp), bởi các công ty có chất lượng quản trị công ty ít đối mặt với chi phí đại diện khi điều chỉnh cấu trúc vốn (Morellec & cộng sự, 2012). Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu về sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn được đề xuất như sau:

Thanh khoản cổ phiếu tác động cùng chiều đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Mô hình thực nghiệm

Tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn không thể quan sát trực tiếp mà phải được ước lượng. Do đó, mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn cũng không thể được ước lượng trực tiếp. Sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn được mô hình hóa thông qua hai bước: i) thứ nhất, mô hình hóa quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn; ii) thứ hai, mô hình hóa sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn.

3.1.1. Quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn

Quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn được mô hình hóa như sau:

$$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \alpha + \delta(LEV_{i,t+1}^* - LEV_{i,t}) + e_{i,t+1} \quad (1)$$

Trong đó:

α : tung độ góc,

$LEV_{i,t+1}^*$ và $LEV_{i,t+1}$ lần lượt là cấu trúc vốn mục tiêu và cấu trúc vốn thực tế của công ty i tại thời điểm $t+1$,

$LEV_{i,t}$: cấu trúc vốn thực tế của công ty i tại thời điểm t ,

$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t}$ là mức độ thay đổi cấu trúc vốn thực tế của công ty i từ thời điểm hiện tại t đến thời điểm tương lai $t+1$,

$LEV_{i,t+1}^* - LEV_{i,t}$ (DLEV) thể hiện sự điều chỉnh cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại hướng về cấu trúc vốn mục tiêu ở kỳ tương lai,

$e_{i,t+1}$: sai số ngẫu nhiên.

Mô hình (1) là mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn từng phần và còn được xem như là kết quả của mô hình hóa quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn trong điều kiện tồn tại chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn. Hệ số chính là tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, đo lường khả năng công ty điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh hay chậm trong điều kiện tồn tại chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn. cao thể hiện tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh và ngược lại nhưng nó thường xuyên dao động trong khoảng $[0,1]$.

Ước lượng Công thức (1) là vấn đề khó khăn, phức tạp vì cấu trúc vốn mục tiêu không thể quan sát trực tiếp. Tuy nhiên, cấu trúc vốn mục tiêu được xác định như giá trị tối ưu của mô hình các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn, cụ thể như sau:

$$LEV_{i,t+1}^* = \theta'X_{i,t} + \mu_i \quad (2)$$

Trong đó:

$X_{i,t}$ là các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn,

θ : hệ số ước lượng của biến độc lập,

μ_i : ảnh hưởng cố định công ty i tại thời điểm t .

Cấu trúc vốn chịu sự tác động của các nhân tố đặc thù công ty (Rajan & Zingales, 1995) và ảnh hưởng cố định công ty (Lemmon & cộng sự, 2008). Ngoài ra, theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động, cấu trúc vốn mục tiêu của công ty thường xuyên thay đổi và sự điều chỉnh cấu trúc vốn thực tế kỳ hiện tại hướng về cấu trúc vốn mục tiêu trong tương lai phụ thuộc vào cấu trúc vốn thực tế kỳ hiện tại. Vì vậy, mô hình nghiên cứu

các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn bổ sung thêm giá trị hiện tại của cấu trúc vốn thực tế. Hơn thế nữa, cấu trúc vốn chịu sự tác động của các yếu tố môi trường vĩ mô (Korajczyk & Levy, 2003), do vậy nghiên cứu này kiểm soát ảnh hưởng cố định năm trong mô hình nghiên cứu. Thêm vào đó, để loại bỏ chệch do bỏ sót biến, nghiên cứu này bổ sung yếu tố thanh khoản cổ phiếu vào mô hình nghiên cứu. Cuối cùng, nghiên cứu này chỉ quan tâm đến tác động một chiều từ các nhân tố đặc thù công ty đến cấu trúc vốn. Vì vậy, để hạn chế vấn đề nội sinh liên quan đến mối quan hệ nhân quả giữa biến độc lập và biến phụ thuộc mà có thể dẫn đến chệch trong ước lượng hệ số, nghiên cứu sử dụng toàn bộ biến độc lập là biến được quan sát ở kỳ hiện tại (Bellemare & cộng sự, 2017). Dựa vào Flannery & Rangan (2006), Lemmon & cộng sự (2008), Lipson & Mortal (2009), các biến tác động đến cấu trúc vốn bao gồm: quy mô công ty, cơ hội phát triển, khả năng sinh lời, tài sản hữu hình đảm bảo thuế phi nợ và thanh khoản cổ phiếu.

Thay thế giá trị cấu trúc vốn mục tiêu trong công thức (2) vào công thức (1) và sắp xếp lại, sự tác động của các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn được mô hình hóa như sau:

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + (1 - \delta)LEV_{i,t} + v'X_{i,t} + \mu_i + e_{i,t+1} \quad (3)$$

Trong đó:

$$v' = \delta\theta'$$

α : tung độ gốc,

$LEV_{i,t+1}$: cấu trúc vốn của công ty i tại thời điểm $t+1$,

v' : hệ số ước lượng của biến độc lập,

μ_i : ảnh hưởng cố định công ty i ,

$e_{i,t+1}$: sai số ngẫu nhiên có phân phối chuẩn của công ty i tại thời điểm $t+1$.

Ước lượng Mô hình (3) xác định các hệ số ước lượng của các yếu tố đặc thù công ty, ảnh hưởng cố định công ty và cấu trúc vốn thực tế. Từ các hệ số ước lượng đã được xác định trước đó, cấu trúc vốn mục tiêu được xác định như giá trị phù hợp (fitted value) của Mô hình (3).

3.1.2. Sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn

Sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn được thể hiện thông qua mô hình sau:

$$\delta_{i,t} = \beta'LIQ_{i,t} + \gamma'Z_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó:

β' : hệ số ước lượng của các biến thanh khoản cổ phiếu,

$LIQ_{i,t}$: thanh khoản cổ phiếu của công ty i tại thời điểm t ,

$Z_{i,t}$: biến kiểm soát của công ty i tại thời điểm t ,

Thay thế công thức (4) vào công thức (1), mô hình xem xét sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn theo cách tiếp cận ước lượng hai bước¹ có dạng như sau:

$$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \alpha + (\beta'LIQ_{i,t} + \gamma'Z_{i,t})DLEV_{i,t} + e_{i,t+1} \quad (5)$$

Để đơn giản hóa, công thức (5) được sắp xếp lại như sau:

$$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \alpha + \beta'(LIQ \times DLEV)_{i,t} + \gamma'(Z \times DLEV)_{i,t} + e_{i,t+1} \quad (6)$$

Mối quan tâm trong công thức (6) nằm ở hệ số ước lượng của biến tương tác giữa LIQ và DLEV (biến thanh khoản cổ phiếu và chệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu).

3.2. Phương pháp ước lượng

Những phương pháp ước lượng truyền thống như phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), ảnh hưởng cố định (FE) không có khả năng xử lý vấn đề chệch và không thống nhất hệ số ước lượng trong mô hình dữ liệu bảng động. Thật vậy, OLS có thể dẫn đến ước lượng chệch vì ảnh hưởng cố định công ty có mối tương quan với các biến độc lập khác (Hsiao, 1985). Ngoài ra, mối tương quan giữa ảnh hưởng cố định công ty

và cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại dẫn đến ước lượng không thống nhất (Bond, 2002). Trong khi đó, FE quan tâm đến ảnh hưởng cố định công ty. Tuy nhiên, FE có thể dẫn đến ước lượng chệch vì FE không thể giải quyết mối tương quan giữa sai phân của sai số ngẫu nhiên và sai phân của biến cấu trúc vốn thực tế sau khi chuyển thể các biến hồi quy sang sai phân bậc nhất nhằm triệt tiêu hoàn toàn ảnh hưởng cố định công ty (Nickell, 1981). Phương pháp ước lượng mô men tổng quát hệ thống (SGMM) có khả năng xử lý vấn đề chệch trong mô hình dữ liệu bảng động tốt hơn so với các phương pháp ước lượng truyền thống. SGMM tận dụng điều kiện moment có sẵn nhằm tạo ra các điều kiện trực giao để giải quyết mối tương quan giữa sai phân của sai số ngẫu nhiên và sai phân của cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại trong mô hình sai phân, và mối tương quan giữa sai số ngẫu nhiên và cấu trúc vốn thực tế ở kỳ hiện tại trong mô hình cơ sở. Vì vậy, SGMM và FE lần lượt được sử dụng để ước lượng Công thức (3) và Công thức (6).

3.3. Xây dựng biến

3.3.1. Cấu trúc vốn

Các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn sử dụng cả giá trị thị trường và giá trị sổ sách để đo lường cấu trúc vốn như: Flannery & Ragan (2006); Dang & cộng sự (2019). Tương tự, tại Việt Nam, phần lớn các bằng chứng thực nghiệm cấu trúc vốn có xu hướng chọn cấu trúc vốn giá trị sổ sách như biến phụ thuộc (Trần Hùng Sơn, 2013). 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 (Võ Thị Thúy Anh & Phan Trần Minh Hưng, 2019).

Dựa vào biến cấu trúc vốn được sử dụng trong Flannery & Ragan (2006), Dang & cộng sự (2019), nghiên cứu 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.

3.3.2. Thanh khoản cổ phiếu

Nghiên cứu này hướng đến các đo lường thanh khoản cổ phiếu liên quan đến chi phí do tác động giá. Đo lường thanh khoản cổ phiếu Amihud là đo lường chi phí do tác động giá tốt nhất (Goyenko & cộng sự, 2009). Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng đo lường thanh khoản cổ phiếu Amihud như đo lường chính cho tính thanh khoản của cổ phiếu. Các đo lường thanh khoản cổ phiếu dựa vào chênh lệch giá không phù hợp trong điều kiện thực tiễn Việt Nam (Batten & Vo, 2014). Tuy nhiên, các đo lường thanh khoản cổ phiếu này

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

Biến	Viết tắt	Mô tả
<i>A. Cấu trúc vốn</i>		
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).
<i>B. Thanh khoản cổ phiếu</i>		
Đo lường thanh khoản cổ phiếu Amihud	AMI	Được đề xuất bởi Amihud (2002), được tính toán như giá trị tuyệt đối của tỷ suất sinh lời chia khối lượng cổ phiếu giao dịch. Đo lường này được chuyển thể dưới dạng logarithm.
Chênh lệch giá hiệu lực	PES	Chênh lệch giá hiệu lực được xác định như hai lần chênh lệch giữa giá giao dịch cổ phiếu và giá hỏi mua và giá chào bán trung bình được điều chỉnh bởi giá hỏi mua và giá chào bán trung bình. Đo lường này được chuyển thể dưới dạng logarithm.
Chênh lệch giá tương đối	PRS	Chênh lệch giá tương đối được xác định chênh lệch giữa giá hỏi mua và giá chào bán và được hiệu chỉnh bởi trung bình giá hỏi mua và giá chào bán. Đo lường này được chuyển thể dưới dạng logarithm.
<i>C. Biến đặc thù công ty khác</i>		
Quy mô công ty	TA	Logarithm tự nhiên của tổng tài sản.
Cơ hội phát triển	MB	Logarithm tự nhiên của giá trị 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.
Tâm chấn thuế phi nợ	DEP	Khấu hao tài sản cố định trên giá trị sổ sách tổng tài sản.

phản ánh chi phí do tác động giá tốt hơn so với các đo lường thanh khoản cổ phiếu khác như tỷ lệ ngày giao dịch có tỷ suất lợi nhuận bằng không, khối lượng giao dịch. Vì vậy, để đạt bức tranh toàn cảnh hơn về tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, nghiên cứu này còn quan tâm đến hai đo lường thanh khoản cổ phiếu khác liên quan đến chi phí do tác động giá là chênh lệch giá hiệu lực và chênh lệch giá tương đối. Ở góc độ thực nghiệm, Amihud (2002), Lipson & Mortal (2009), Ho & cộng sự (2020) đã sử dụng chỉ số kém thanh khoản Amihud để đo lường thanh khoản cổ phiếu. Trong khi đó, chênh lệch giá tương đối và chênh lệch giá hiệu lực cũng đã được sử dụng để đo lường thanh khoản cổ phiếu (Lipson & Mortal, 2009, Võ Thị Thúy Anh & Phan Trần Minh Hưng, 2019). Các biến thanh khoản cổ phiếu được chi tiết trong Bảng 1.

3.3.3. Biến kiểm soát

Để đánh giá tác động thuần của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, nghiên cứu này sử dụng những biến kiểm soát đặc thù công ty thường xuyên được sử dụng trong các nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn (Flannery & Ragan, 2006; Morellec & cộng sự, 2012; Dang & cộng sự, 2019), nhưng vẫn đảm bảo phù hợp với bối cảnh dữ liệu Việt Nam như tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của nợ, tầm chắn thuế phi nợ, quy mô công ty, tài sản hữu hình. Các biến kiểm soát được chi tiết trong Bảng 1.

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thứ cấp được cung cấp bởi Stoxplus từ năm 2007 đến 2017 bao gồm các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Những công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính và tiện ích được loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Ngoài ra, những công ty thiếu bất kỳ quan sát năm nào liên quan đến thanh khoản cổ phiếu, cấu trúc vốn và biến kiểm soát thì quan sát năm đó được loại bỏ khỏi mẫu hồi quy. Hơn nữa, mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các công ty có ít nhất 2 năm quan sát. Sau khi xử lý, dữ liệu dùng để hồi quy là dữ liệu bảng động không cân bằng với 332 công ty và 3.185 quan sát năm. Ngoài ra, để hạn chế tác động ngoại lai làm ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu, kỹ thuật winsor phân vị ở mức 1% và 99% cho tất cả các biến liên tục.

4. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 2 cung cấp thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu. Giá trị sổ sách của cấu trúc vốn dao động từ 0,0309 đến 0,9195. Trong khi đó, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của cấu trúc vốn thị trường là 0,0340 và 0,9678. Theo đó, những con số này thể hiện rằng độ lệch chuẩn của giá trị sổ sách của cấu trúc vốn (0,2329), thấp hơn độ lệch chuẩn giá trị thị trường của cấu trúc vốn (0,2635). Đo lường thanh khoản cổ phiếu Amihud có mức độ biến động lớn nhất với độ lệch chuẩn (2,6051) cho thấy mức độ ổn định của đo lường này kém nhất. Trong khi đó, độ lệch chuẩn của chênh lệch giá hiệu lực và chênh lệch giá tương đối lần lượt là 0,7080 và 0,8079. Giá trị trung bình luôn lớn hơn giá trị trung vị trong cả ba đo lường thanh khoản cổ phiếu nhưng sự khác

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Trung vị	Giá trị lớn nhất
BLEV	3.183	0,5097	0,2329	0,0309	0,5383	0,9195
MLEV	3.172	0,5620	0,2635	0,0340	0,5956	0,9678
AMI	2.749	-1,9254	2,6051	-8,9557	-1,2754	2,0711
PES	2.729	-3,3655	0,7008	-5,2204	-3,1988	-2,1536
PRS	2.729	-3,2980	0,8079	-5,2965	-3,1752	-1,9373
TA	3.185	-1,3792	1,2906	-4,0853	-1,4608	2,4564
MB	3.170	-0,2885	0,7143	-1,9334	-0,2437	1,4905
ROA	3.182	0,0499	0,0716	-0,2433	0,0415	0,2663
PPE	3.185	0,3341	0,2633	0,0005	0,2714	0,9559
DEP	3.185	0,1171	0,1362	0,0000	0,0615	0,6242

Nguồn: tính toán của nhóm tác giả.

biệt không thật sự lớn cho thấy sự phân bố của biến đo lường thanh khoản cổ phiếu là gần như đối xứng.

Mối quan hệ giữa các cặp biến được trình bày trong Bảng 3. Bảng này cho thấy tất cả các mối tương quan giữa các cặp biến độc lập đều nhỏ hơn 0,8. Theo quy tắc dựa vào kinh nghiệm (the rule of thumb) của Klein, nghiên cứu này kết luận hiện tượng đa cộng tuyến giữa các cặp biến độc lập trong mô hình nghiên cứu không

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	BLEV	MLEV	AMI	PES	PRS	TA	MB	ROA	PPE	DEI
BLEV	1									
MLEV	0,865***	1								
AMI	0,0882***	0,0507**	1							
PES	0,0408*	0,0026	0,807***	1						
PRS	0,0323	-0,0128	0,873***	0,896***	1					
TA	0,428***	0,383***	-0,496***	-0,455***	-0,458***	1				
MB	-0,0598**	-0,519***	0,014	0,0395*	0,0592**	-0,0361	1			
ROA	-0,268***	-0,394***	-0,109***	-0,0564**	-0,0923***	-0,123***	0,356***	1		
PPE	0,0316	0,0131	0,0558**	0,0235	-0,0137	-0,0803***	0,0560**	0,117***	1	
DEP	0,022	-0,0216	0,104***	0,0772***	0,0259	-0,172***	0,0886**	0,144***	0,704***	1

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

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

phải là vấn đề nghiêm trọng.

4.2. Kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Mô hình (1), (3) và (5) báo cáo kết quả ước lượng cho trường hợp tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn số sách. Trong khi đó, Mô hình (2), (4) và (6) trình bày kết quả ước lượng cho trường hợp tốc độ điều chỉnh

Bảng 4: Kết quả ước lượng sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn

Biến	AMI		PES		PRS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AMI*DLEV	-0,2369*** (0,0694)	-0,1623*** (0,0531)				
PES*DLEV			-0,3463*** (0,0674)	-0,3475*** (0,0687)		
PRS*DLEV					-0,2780*** (0,0536)	-0,2256*** (0,0527)
TA*DLEV	-0,4370*** (0,1255)	-0,2956*** (0,0971)	-0,1771*** (0,0327)	-0,0135 (0,0353)	-0,1838*** (0,0406)	-0,1400*** (0,0421)
MB*DLEV	-0,0794 (0,1265)	-0,0998 (0,0890)	-0,0849 (0,0608)	0,0214 (0,0726)	-0,0762 (0,0705)	-0,1012 (0,0710)
ROA*DLEV	-3,4211 (2,2713)	-0,8805 (1,5538)	0,8160 (0,8266)	-0,4256 (1,0718)	-0,9808 (1,1869)	1,7872* (1,0806)
PPE*DLEV	1,5209*** (0,5354)	1,1966*** (0,4338)	0,2530 (0,1771)	0,4493** (0,1933)	-0,1135 (0,1543)	-0,1411 (0,1731)
DEP*DLEV	-1,5699* (0,8877)	-1,2727* (0,6659)	-0,1130 (0,2594)	0,0552 (0,2522)	-0,3621 (0,2532)	-0,4197 (0,2580)
Hằng số	0,5377*** (0,1059)	0,5508*** (0,1145)	0,0165 (0,0170)	-0,3403*** (0,0461)	0,3462*** (0,0552)	0,2658*** (0,0529)
Kiểm soát	FY	FY	FY	FY	FY	FY
Số quan sát	2.342	2.344	2.296	2.298	2.296	2.298

Nguồn: tính toán của nhóm tác giả.

Ghi chú: F: ảnh hưởng cố định công ty; Y: ảnh hưởng cố định năm;

***, ** và * thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 1%, 5% và 10%;

Sai số chuẩn được báo cáo trong ngoặc đơn.

cấu trúc vốn thị trường. Nghiên cứu này quan tâm đến các hệ số ước lượng trên biến tương tác giữa chênh lệch cấu trúc vốn mục tiêu và thanh khoản cổ phiếu. Các biến đại diện cho thanh khoản cổ phiếu được sử dụng trong nghiên cứu này đo lường mức độ kém thanh khoản của cổ phiếu. Hay nói cách khác, gia tăng giá trị biến đại diện của thanh khoản cổ phiếu ngụ ý tính thanh khoản của cổ phiếu giảm. Vì vậy, với giả thuyết nghiên cứu mối tương quan cùng chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, nghiên cứu này kỳ vọng các hệ số ước lượng của biến tương tác giữa chênh lệch cấu trúc vốn mục tiêu và thanh khoản cổ phiếu âm và ý nghĩa thống kê.

Kết quả ước lượng từ Mô hình (1), (3) và (5) cho thấy các hệ số ước lượng của biến tương tác giữa thanh khoản cổ phiếu và chênh lệch cấu trúc vốn sổ sách mục tiêu duy trì âm và ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Cụ thể, hệ số ước lượng của biến tương tác giữa đo lường thanh khoản cổ phiếu Amihud và chênh lệch cấu trúc vốn sổ sách mục tiêu đạt giá trị -0,2369. Trong khi đó, hệ số ước lượng trên biến tương tác giữa chênh lệch giá hiệu lực và chênh lệch cấu trúc vốn sổ sách mục tiêu trong Mô hình (3) và biến tương tác giữa chênh lệch giá tương đối và chênh lệch cấu trúc vốn sổ sách mục tiêu trong Mô hình (5) lần lượt ghi nhận giá trị -0,3463 và -0,2780. Nhìn chung, các kết quả ước lượng chỉ ra rằng mối tương quan cùng chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn sổ sách.

Kết quả ước lượng từ Mô hình (2), (4) và (6) cho thấy hệ số ước lượng trên biến tương tác giữa thanh khoản cổ phiếu và chênh lệch cấu trúc vốn thị trường mục tiêu âm và ý nghĩa thống kê ở mức thông lệ 1%. Cụ thể, hệ số ước lượng trên biến tương tác giữa đo lường thanh khoản cổ phiếu Amihud và chênh lệch cấu trúc vốn thị trường mục tiêu đạt giá trị -0,1623. Trong khi đó, hệ số ước lượng trên biến tương tác giữa chênh lệch giá hiệu lực và chênh lệch cấu trúc vốn thị trường mục tiêu ghi nhận giá trị -0,3475. Cuối cùng, ước lượng hệ số trên biến tương tác giữa chênh lệch giá tương đối và chênh lệch cấu trúc vốn thị trường mục tiêu đạt giá trị -0,2256. Nhìn chung, kết quả ước lượng chỉ ra rằng mối tương quan cùng chiều giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn thị trường.

Tóm lại, kết quả ước lượng cho thấy tất cả các hệ số ước lượng của biến tương tác giữa thanh khoản cổ phiếu và chênh lệch cấu trúc vốn mục tiêu âm, ý nghĩa thống kê cho cả hai trường hợp cấu trúc vốn thị trường và cấu trúc vốn sổ sách được sử dụng như biến phụ thuộc. Hay nói cách khác, mối tương quan giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn là cùng chiều.

Mối tương quan đồng biến giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn phù hợp với giả thuyết nghiên cứu cũng như bằng chứng thực nghiệm của Ho & cộng sự (2020). Kết quả nghiên cứu này chỉ ra vai trò tích cực của thanh khoản cổ phiếu trong cải thiện thông tin bất cân xứng giữa các nhà đầu tư tham gia giao dịch cổ phiếu và chất lượng quản trị công ty.

Những tìm kiếm này phù hợp với lập luận tính thanh khoản của cổ phiếu cao tương ứng thông tin liên quan đến giá trị công ty được kết chuyển vào giá cổ phiếu lớn và phản ánh chính xác giá trị nền tảng công ty (Holmström & Tirole, 1993). Vì vậy, tính thanh khoản của cổ phiếu cao (thấp) tương ứng với thông tin bất cân xứng thấp (cao), các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán dễ dàng giao dịch cổ phiếu với chi phí giao dịch thấp (cao) bởi rủi ro lựa chọn đối nghịch liên quan đến thông tin bất cân xứng về cổ phiếu mà các nhà đầu tư tham gia giao dịch cổ phiếu phải chịu thấp (cao). Hơn thế nữa, thông tin bất cân xứng cao làm cho việc giao dịch cổ phiếu mất nhiều thời gian hơn bởi các nhà đầu tư tham gia giao dịch cổ phiếu mất nhiều thời gian hơn cho thu thập, phân tích và đánh giá thông tin để quyết định giao dịch cổ phiếu hiệu quả nhất.

Mặt khác, những tìm kiếm này cũng ủng hộ lập luận tính thanh khoản của cổ phiếu cao cải thiện chất lượng quản trị công ty thông qua hành vi can thiệp vào hoạt động công ty của cổ đông lớn. Cổ phiếu có tính thanh khoản cao cho phép các cổ đông nhỏ, dễ dàng mua cổ phiếu bổ sung để trở thành các cổ đông lớn tại mức giá chưa phản ánh đầy đủ tác động của hành vi can thiệp vào hoạt động công ty của cổ đông lớn (Maug, 1998). Các cổ đông lớn can thiệp vào hoạt động công ty để tạo ra giá trị công ty, lợi ích từ hành vi can thiệp vào hoạt động công ty của các cổ đông lớn được phản ánh trong giá cổ phiếu (Faure-Grimaud & Gromb, 2004). Ngoài ra, các cổ đông lớn thu thập thông tin và bán cổ phiếu để tháo chạy khỏi công ty là nguyên nhân làm cho giá cổ phiếu giảm. Hệ quả, hành vi tháo chạy khỏi công ty ảnh hưởng đến thù lao của nhà quản trị, một khi thù lao của nhà quản trị gắn liền với giá cổ phiếu. Lúc này, nếu các nhà quản trị quan tâm đến giá cổ phiếu khi thu nhập của họ nhạy cảm với giá cổ phiếu hoặc hành vi đe dọa tiếp quản công ty họ sẽ tránh đối mặt với hành vi đe dọa rời khỏi công ty của các cổ đông lớn được thông báo. Hay nói cách

khác, dưới áp lực đe dọa rời khỏi công ty, các nhà quản trị có xu hướng tối đa hóa giá trị công ty (Edmans & Manso, 2011).

5. Kết luận và hàm ý

Khung phân tích này sử dụng dữ liệu bảng động không cân bằng với 3.185 quan sát công ty năm từ các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội để đánh giá sự tác động của thanh khoản cổ phiếu đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Sử dụng phương pháp ước lượng SGMM, nghiên cứu này cho thấy mối tương quan đồng biến giữa thanh khoản cổ phiếu và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Theo đó, các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản cao điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh hơn so với các công ty sở hữu cổ phiếu có tính thanh khoản thấp. Điều này hàm ý rằng các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội đã tận dụng vai trò tích cực của thanh khoản cổ phiếu để phát hành vốn chủ sở hữu với chi phí phát hành thấp để điều chỉnh cấu trúc vốn thực tế hướng về cấu trúc vốn mục tiêu. Ngoài ra, nghiên cứu này còn hàm ý rằng thanh khoản cổ phiếu góp phần cải thiện thông tin bất cân xứng và chất lượng quản trị công ty.

Ghi chú:

1. Mối tương quan này cũng có thể được ước lượng theo cách tiếp cận ước lượng một bước. Theo đó, cách tiếp cận này gộp tất cả mô hình liên quan vào với nhau, và do vậy sai số ước lượng trong Mô hình (3) được kết chuyển vào Mô hình (6). Trong khi đó, cách tiếp cận ước lượng hai bước sử dụng sai số ước lượng của Mô hình (3) để xác định cấu trúc vốn mục tiêu. Vì vậy, cách tiếp cận ước lượng hai bước ít đối mặt với sai số ước lượng hơn so với cách tiếp cận ước lượng một bước.

Tài liệu tham khảo:

- Amihud, Y. (2002), 'Illiquidity and stock returns: cross section and time-series effects', *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56.
- Batten, J.A. & Vo, X.V. (2014), 'Liquidity and return relationships in an emerging market', *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(1), 5-21.
- Bellemare, M.F., Masaki, T. & Pepinsky, T.B. (2017), 'Lagged explanatory variables and the estimation of causal effect', *The Journal of Politics*, 79(3), 949-963.
- Bond, S.R. (2002), 'Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice', *Portuguese Economic Journal*, 1(2), 141-162.
- 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.
- Dang, T.L., Dang, V.A., Moshirian, F., Nguyen, L. & Zhang, B. (2019), 'Media coverage and corporate leverage adjustments', *Journal of Banking & Finance*, 109(C), 1-22.
- Easley, D., Kiefer, N.M., O'hara, M. & Paperman, J.B. (1996), 'Liquidity, information, and infrequently traded stocks', *Journal of Finance*, 51(4), 1405-1436.
- Edmans, A. & Manso, G. (2011), 'Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders', *Review of Financial Studies*, 24, 2395-2428.
- Faure-Grimaud, A. & Gromb, D. (2004), 'Public trading and private incentives', *Review of Financial Studies*, 17(4), 985-1014.
- Fischer, E.O., Heinkel, R. & Zechner, J. (1989), 'Dynamic capital structure choice: Theory and tests', *Journal of Finance*, 44, 19-40.
- Flannery, M.J. & Rangan, K.P. (2006), 'Partial adjustment toward target capital structures', *Journal of Financial Economics*, 79, 469-506.
- Goyenko, R., Holden, C. & Trzcinka, C. (2009), 'Do liquidity measures measure liquidity?', *Journal of Financial Economics*, 92, 153-181.
- Hirschman, A.O. (1970), *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*, Harvard

University Press, Cambridge.

- Ho, L., Lu, Y. & Bai, M. (2020), 'Liquidity and speed of leverage adjustment', *Australian Journal of Management*, 46(1), 76-109.
- Holmström, B. & Tirole, J. (1993), 'Market liquidity and performance monitoring', *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- Hsiao, C. (1985), 'Benefits and limitations of panel data', *Econometric Reviews*, 4(1), 121-174.
- Korajczyk, R.A. & Levy, A. (2003), 'Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints', *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75-109.
- Lemmon, M.L., Roberts, M.R. & Zender, J.F. (2008), 'Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure', *Journal of Finance*, 63, 1575-1608.
- Lipson, M.L. & Mortal, S. (2009), 'Liquidity and capital structure', *Journal of Financial Markets*, 12, 611-644.
- Maug, E. (1998), 'Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?', *Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- McCahery, J.A., Sautner, Z. & Starks, L.T. (2016), 'Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors', *Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012), 'Corporate governance and capital structure dynamics', *Journal of Finance*, 67, 803-848.
- Myers, S.C. (1984), 'The capital structure puzzle', *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Nickell, S. (1981), 'Biases in dynamic models with fixed effects', *Econometrica*, 49, 1417-1426.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995), 'What do we know about capital structure? Some evidence from international data', *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Trần Hùng Sơn (2013), 'Mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp chưa niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 89, 37-44.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S. & Jiraporn, P. (2011). 'Liquidity and capital structure: The case of Thailand', *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 106-117.
- Võ Thị Thúy Anh & Phan Trần Minh Hưng (2020), 'Ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu lên cấu trúc vốn của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Kinh tế*, 7(04), 75-99.