



Original Article

Testing the impact of market timing  
on the capital structure of firms listed  
on the Vietnamese stock market

Vu Thi Loan\*, Ha Bao Tram

*VNU University of Economics and Business*

*No. 144 Xuan Thuy Road, Cau Giay District, Hanoi, Vietnam*

Received: July 25, 2023

Revised: December 25, 2023; Accepted: February 25, 2024

**Abstract:** This study examines the impact of market timing theory on the capital structure of firms listed on the Vietnamese stock market in the period 2015-2022 by using the following methods: panel data regression. The independent variable representing market timing is the weighted average market-to-book ratio of equity financing (M/B EWA), which is a new measurement method compared to studies in Vietnam. In addition, the control variables used in the model include Profitability (PROP), Firm Size (SIZE) and Tangible Assets (TANG). The test results show that there is evidence for the existence of market timing behavior in capital structure decision of listed companies in Vietnam.

**Keywords:** Market timing theory, capital structure, leverage, panel data model.

\* Corresponding author

E-mail address: [loanvu.ktn@vnu.edu.vn](mailto:loanvu.ktn@vnu.edu.vn)

<https://doi.org/10.57110/jebvn.v3i1.236>

Copyright © 2024 The author(s)

Licensing: This article is published under a CC BY-NC 4.0 license.

# Kiểm định tác động của lý thuyết định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Vũ Thị Loan\*, Hà Bảo Trâm

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội  
Số 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 25 tháng 7 năm 2023

Chỉnh sửa ngày 25 tháng 12 năm 2023; Chấp nhận đăng ngày 25 tháng 2 năm 2024

**Tóm tắt:** Nghiên cứu này kiểm định tác động của lý thuyết định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2022 bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng. Biến độc lập đại diện cho yếu tố định thời điểm thị trường là tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách bình quân gia quyền với trọng số là nguồn tài trợ vốn cổ phần trong quá khứ (M/B EWA) - đây là một cách thức đo lường mới so các nghiên cứu ở Việt Nam. Ngoài ra, các biến kiểm soát được sử dụng trong mô hình gồm khả năng sinh lời (PROP), quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tài sản hữu hình (TANG). Kết quả kiểm định cho thấy có bằng chứng về sự tồn tại của hành vi định thời điểm thị trường trong quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam.

**Từ khóa:** Lý thuyết định thời điểm thị trường, cấu trúc vốn, đòn bẩy tài chính, mô hình dữ liệu bảng.

## 1. Đặt vấn đề

Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện vẫn đang trong giai đoạn phát triển, gặp nhiều vấn đề về thông tin bất cân xứng và đây là một thị trường không hoàn hảo. Đặc biệt trong năm 2021, thị trường chứng khoán đã xảy ra một loạt sai phạm làm sụt giảm thanh khoản thị trường và gây xáo trộn tâm lý thị trường. Tiếp đó, năm 2022 là năm bùng nổ của nhiều thông tin thất thiệt khiến cho thị trường chứng khoán có những giai đoạn liên tục đỏ lửa. Những điều này đã gây ảnh hưởng lớn đến giá cổ phiếu và khả năng cao về việc giá chứng khoán bị định giá sai. Do đó, việc kiểm định lý thuyết định thời điểm thị trường là yêu cầu cấp thiết.

Nghiên cứu này được tiến hành nhằm giúp các doanh nghiệp Việt Nam xác định rõ những tác động của biến động trên thị trường vốn đến quyết định lựa chọn nợ và vốn chủ sở hữu để tài

trợ cho hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt là ảnh hưởng của xác định thời điểm thị trường đến quyết định cấu trúc vốn. Kết quả của nghiên cứu mang ý nghĩa quan trọng trong việc hỗ trợ doanh nghiệp có định hướng tạo ra một cấu trúc vốn hiệu quả, từ đó tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Đồng thời, nhóm tác giả bổ sung kết quả thực nghiệm và đóng góp kết quả nghiên cứu gồm: (1) Vai trò của lý thuyết định thời điểm thị trường trong quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp; (2) Khẳng định rằng có tồn tại hành vi định thời điểm thị trường trong quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Các nghiên cứu ở nước ngoài đã cung cấp các bằng chứng thực nghiệm hỗn hợp về tác

\* Tác giả liên hệ.

Địa chỉ email: loanvu.kttm@vnu.edu.vn

<https://doi.org/10.57110/jebvn.v3i1.236>

Bản quyền © 2024 (Các) tác giả

Bài báo này được xuất bản theo CC BY-NC 4.0 license.

động của lý thuyết định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn. Graham và Harvey (2001) sử dụng bằng chứng khảo sát để chỉ ra rằng thời điểm thị trường chứng khoán có ảnh hưởng rõ rệt đến các quyết định tài trợ. Sự phù hợp của lý thuyết định thời điểm thị trường đã được xác minh trong các bối cảnh thể chế khác nhau. Một số nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa thước đo thời gian tiếp thị và đòn bẩy như De Bie và De Haan (2007), Bougatef và Chichti (2010). Một số nghiên cứu chỉ ra rằng các quyết định phát hành chứng khoán ở các nước đang phát triển được thúc đẩy bởi lý thuyết định thời điểm thị trường (Henderson và cộng sự, 2006; Bo và cộng sự, 2011).

Baker và Wurgler (2002), Huang và Ritter (2009) đã tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về các tác động dài hạn và nhận thấy việc xác định thời điểm thị trường chứng khoán có ảnh hưởng dài hạn hơn 10 năm đối với đòn bẩy công ty ở Hoa Kỳ. Yang và cộng sự (2019) cũng đưa ra kết luận tương tự rằng định thời điểm thị trường vẫn duy trì tác động bền vững đáng kể đối với cấu trúc vốn.

Tuy nhiên, các phát hiện của Alti (2006), Mahajan và Tartaroglu (2008) đã xác nhận sự tồn tại của thời điểm thị trường để phát hành chứng khoán, chỉ ra tác động của hành vi định thời điểm thị trường đến tỷ lệ nợ của doanh nghiệp là ngắn hạn. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu cũng xác minh tác động định thời điểm thị trường ngắn hạn đối với cấu trúc vốn, nhưng không kiểm tra được liệu có tác động trong dài hạn hay không (Dittmar & Thakor, 2007; Elliott và cộng sự, 2008).

Tại Việt Nam, những năm gần đây, lý thuyết định thời điểm thị trường là một đề tài ngày càng được quan tâm nghiên cứu. Tuy nhiên, các kết luận về ảnh hưởng của lý thuyết này còn nhiều mâu thuẫn. Nhut (2015) cho rằng lý thuyết định thời điểm thị trường là phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam và có tác động bền vững với cấu trúc vốn. Tuy nhiên, An và cộng sự (2017) chỉ tìm thấy bằng chứng tác động của việc định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn trong ngắn hạn. Ngược lại, Tra và cộng sự (2017) kết luận rằng không tìm thấy tác động của lý thuyết định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nguyên nhân dẫn đến mâu thuẫn trong nghiên cứu là do các nghiên cứu sử dụng các cách thức đo lường khác nhau, mẫu dữ

liệu khác nhau về không gian và thời gian, từ đó dẫn đến kết quả nghiên cứu có sự trái ngược.

Tóm lại, tác động của lý thuyết định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam còn chưa rõ ràng, khoảng thời gian tiến hành kiểm định chưa có tính cập nhật và chưa sử dụng phương pháp mới. Do đó, nghiên cứu này được tiến hành nhằm bù đắp khoảng trống trên.

### 3. Cơ sở lý thuyết

#### 3.1. Lý thuyết định thời điểm thị trường

Lý thuyết định thời điểm thị trường do Baker và Wurgler (2002) khởi xướng. Lý thuyết định thời điểm thị trường (cửa sổ cơ hội) về cấu trúc vốn giả định rằng các doanh nghiệp xác định thời điểm phát hành vốn cổ phần, theo đó họ sẽ phát hành cổ phiếu mới khi giá cổ phiếu được coi là định giá quá cao và mua lại cổ phiếu của họ khi bị định giá thấp (Luigi & Sorin, 2009; Mostafa & Boregowda, 2014; Baker & Wurgler, 2002). Kết quả là, sự biến động của giá cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đến quyết định của doanh nghiệp về cấu trúc vốn.

Có hai phiên bản của lý thuyết định thời điểm thị trường chứng khoán. Phiên bản đầu tiên, theo Myers và Majluf (1984), tập trung vào các nhà quản lý và nhà đầu tư lý trí. Theo đó, các nhà quản lý dự kiến sẽ phát hành cổ phiếu trực tiếp sau khi công bố thông tin tích cực, nhằm giảm thiểu vấn đề của thông tin bất cân xứng giữa ban quản trị và cổ đông. Khi thông tin bất đối xứng giảm, giá cổ phiếu tăng và tài trợ bằng vốn cổ phần gia tăng (Luigi & Sorin, 2009). Lý thuyết này cho thấy các doanh nghiệp nắm bắt thời điểm thuận lợi để tài trợ dự án của mình (Luigi & Sorin, 2009).

Phiên bản thứ hai của lý thuyết định thời điểm thị trường liên quan đến nhà đầu tư (hoặc nhà quản lý) không hợp lý và định giá sai thay đổi theo thời gian (hoặc nhận thức về việc định giá sai). Theo đó, các nhà quản lý sẽ phát hành cổ phiếu khi tin rằng chi phí vốn cổ phần thấp một cách không hợp lý và mua lại cổ phiếu khi tin rằng chi phí vốn cổ phần cao một cách không hợp lý (Baker & Wurgler, 2002; Luigi & Sorin, 2009). Phiên bản này không đòi hỏi thị trường là không hiệu quả thực sự và cũng không đòi hỏi

các nhà quản lý phải dự đoán lợi nhuận của cổ phiếu một cách chính xác. Tuy nhiên, không có sự phân biệt rõ ràng ngay từ đầu giữa hai phiên bản của lý thuyết định thời điểm thị trường (Luigi & Sorin, 2009).

Phần lớn các nghiên cứu trước đã sử dụng mô hình hồi quy để đánh giá ảnh hưởng của định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn, phù hợp với mục tiêu nghiên cứu và đảm bảo hiệu quả tính toán cho kiểm định này (Baker & Wurgler, 2002; Mahajan & Tartaroglu, 2008; Zavertiaeva & Nechaeva, 2017; Tra và cộng sự, 2017; An và cộng sự, 2017; Yang và cộng sự, 2019).

Nhóm tác giả đưa ra các giả thuyết nghiên cứu nhằm phát hiện có hành vi định thời điểm thị trường trong quyết định tài trợ của doanh nghiệp gồm:

*H0: Thuộc đo thời điểm thị trường không có ảnh hưởng đến tỷ lệ đòn bẩy.*

*H1: Thuộc đo thời điểm thị trường có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ đòn bẩy.*

### 3.2. Vai trò của định thời điểm thị trường trong quyết định cấu trúc vốn

Từ nghiên cứu của Dahlan (2004), Kusumawati và Danny (2006), lý thuyết định thời điểm thị trường cho thấy ý nghĩa của việc lựa chọn phương án tài trợ bằng nợ hoặc vốn chủ sở hữu tại một số thời điểm quan trọng hơn so với việc xác định đòn bẩy tối ưu.

Baker và Wurgler (2002) cũng khẳng định rằng, định thời điểm thị trường là yếu tố tiếp theo phải xem xét trong quyết định cơ cấu vốn doanh nghiệp, nhưng các doanh nghiệp nhìn chung không quan tâm đến việc dùng nợ hay vốn cổ phần, họ thường chọn lựa hình thức tài trợ nào mà trong một thời điểm việc chọn hình thức đó mang lại giá trị nhiều hơn.

Từ đó có thể thấy, lý thuyết định thời điểm thị trường phản ánh tác động của những biến động trong định giá thị trường hay biến động của giá cổ phiếu đến cấu trúc vốn. Đồng thời, lý thuyết này cũng cung cấp chỉ dẫn cho các nhà quản lý trong lựa chọn giữa nợ và vốn cổ phần để tài trợ cho doanh nghiệp trong điều kiện thị trường không hoàn hảo - điều này thực tế hơn so với những lý thuyết trước đây với giả định thị trường là hoàn hảo.

### 3.3. Các yếu tố quyết định cấu trúc vốn

Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã chỉ ra rằng lợi nhuận, tính hữu hình, quy mô, thuế, tầm chắn thuế phi nợ, cơ hội tăng trưởng, tính không ổn định... ảnh hưởng đến cấu trúc vốn (Huang & Song, 2006; Chi, 2014).

Trong các yếu tố nói trên, khả năng sinh lời, tài sản hữu hình và quy mô doanh nghiệp là những yếu tố được sử dụng phổ biến trong nhiều nghiên cứu khi xét trong mối tương quan với cấu trúc vốn (Baker & Wurgler, 2002; Frank & Goyal, 2009; Mahajan & Tartaroglu, 2008; Zavertiaeva & Nechaeva, 2017; An và cộng sự, 2017; Tra và cộng sự, 2017).

## 4. Phương pháp nghiên cứu

### 4.1. Mô hình nghiên cứu

Đa số các nghiên cứu trước đều sử dụng mô hình hồi quy để kiểm định tác động của định thời điểm thị trường đến cấu trúc vốn. Vì vậy, nghiên cứu này xây dựng mô hình hồi quy như sau:

$$\left(\frac{D}{A}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{M}{B} (EWA)_{i,t-1} + \beta_2 \text{PROF}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{i,t} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:  $i$  – số doanh nghiệp = {1;200};  $t$  – thời gian = {1;8}

Nghiên cứu loại trừ các doanh nghiệp thiếu dữ liệu về tổng tài sản và vốn hóa thị trường giữa lần quan sát đầu tiên và lần quan sát cuối cùng của họ, tiếp tục xóa các doanh nghiệp thiếu các vốn chủ sở hữu sổ sách và các yếu tố để tính toán biến trong mô hình (như được xác định ở mục sau). Nghiên cứu cũng loại trừ những năm doanh nghiệp có đòn bẩy cao hơn 1 (Mahajin & Tartaroglu, 2008) và giới hạn tỷ lệ thị trường trên giá trị sổ sách ở mức dưới 10,0 (Baker & Wurgler, 2002).

### 4.2. Các biến của mô hình và cách thức đo lường

#### 4.2.1. Biến phụ thuộc

Nghiên cứu sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính làm biến đại diện cho cấu trúc vốn trong mô hình, dựa theo các nghiên cứu của Chen (2004), Delcoure (2007), Russel và Hung (2013). Công thức tính tỷ lệ đòn bẩy tài chính như sau:

$$\left(\frac{D}{A}\right)_t = \left(\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}\right)_t$$

#### 4.2.2. Biến độc lập

Baker và Wurgler (2002) đã sử dụng tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (M/B) để đo lường các cơ hội thời điểm thị trường. Tỷ lệ này cho thấy sự khác biệt giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của một doanh nghiệp và do đó, mức độ định giá sai của doanh nghiệp được định nghĩa là tổng giá trị thị trường chia cho tổng tài sản. Tuy nhiên, việc sử dụng biến này làm thước đo thời điểm thị trường chứng khoán không hoàn toàn phù hợp vì nhiều lý do. Thứ nhất, tỷ lệ thị trường trên giá trị sổ sách có thể phản ánh không chỉ việc định giá sai của thị trường mà còn cả các cơ hội đầu tư và tăng trưởng (Baker & Wurgler, 2002; Frank & Goyal, 2009). Thứ hai, nó không nắm bắt được sự biến động của giá cổ phiếu thị trường theo thời gian (Zavertiaeva & Nechaeva, 2017).

Thay vào đó, nghiên cứu sử dụng tỷ lệ giá trị thị trường trên sổ sách trung bình có trọng số là tài trợ bên ngoài trong quá khứ (M/B EFWA) làm đại diện cho thời điểm thị trường chứng khoán, nhằm nắm bắt các tác động tích lũy của các nỗ lực xác định thời điểm thị trường chứng khoán (Baker & Wurgler, 2002; Zavertiaeva & Nechaeva, 2017). Biến này phản ánh ảnh hưởng của cả giá thị trường trước đây và định giá sai của thị trường hiện tại, bên cạnh đó nó có tính nhất quán và ổn định hơn tỷ lệ giá trị thị trường trên sổ sách (M/B).

Tuy nhiên, các nghiên cứu trước thể hiện ý một số nhược điểm của phương pháp này. Đầu tiên, M/B EFWA không phân biệt giữa tác động của việc tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và tài trợ bằng nợ; do đó, nó có thể xác định sai thực tiễn về thời điểm thị trường chứng khoán. Thứ hai, phương pháp này chỉ hữu ích khi so sánh, vì vậy giá trị tuyệt đối của nó không cung cấp bằng chứng về thời điểm thị trường chứng khoán. Cuối cùng, nếu một doanh nghiệp thay đổi tỷ lệ vốn chủ sở hữu và vốn vay nhưng tổng vốn huy động vẫn giữ nguyên, M/B EFWA sẽ không chỉ ra thời điểm thị trường.

Để loại bỏ một số vấn đề với thước đo thời điểm thị trường vốn cổ phần, nghiên cứu này sử dụng tài chính vốn cổ phần thay vì tổng tài chính bên ngoài như một trọng số cho tỷ lệ thị trường trên giá trị sổ sách (M/B EWA) làm biến đại diện cho sự tác động của hành vi định thời điểm thị

trường đến cấu trúc vốn (Mahajan & Tartaroglu, 2008; Zavertiaeva & Nechaeva, 2017).

$$\left(\frac{M}{B}\right)_{\text{ewa},i(t-1)} = \sum_{s=0}^{t-1} \frac{e_{is}}{\sum_{r=0}^{t-1} e_{ir}} \times \left(\frac{M}{B}\right)_{is}$$

Trong đó:  $e_s$  - Phát hành vốn chủ sở hữu ròng trong năm  $s$  được định nghĩa là hiệu giữa thay đổi trong vốn chủ sở hữu trên sổ sách và thay đổi trong thu nhập giữ lại, chia cho tổng tài sản.

#### 4.2.3. Biến kiểm soát

##### Khả năng sinh lời

Theo cách tiếp cận của Rajan và Zingales (1995) và Nivorozhkin (2004), nghiên cứu đã sử dụng tỷ lệ thu nhập trước lãi vay và thuế trên tổng tài sản làm đại diện cho khả năng sinh lời và dự đoán mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và khả năng sinh lời. Công thức tính toán:

$$\begin{aligned} \text{PROF}_t &= \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{TA}}\right)_t \\ &= \left(\frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}\right)_t \end{aligned}$$

##### Quy mô doanh nghiệp

Quy mô công ty được tìm thấy trong nhiều nghiên cứu có liên quan tích cực đến đòn bẩy. Công thức tính quy mô doanh nghiệp như sau:

$$\text{SIZE}_t = \text{Log}(\text{Doanh thu thuần})$$

Nghiên cứu sử dụng logarit tự nhiên của doanh thu thuần thay vì của tổng tài sản như các nghiên cứu khác nhằm tránh tạo ra một mối quan hệ giả mạo trong mô hình hồi quy (Tra và cộng sự, 2017; Mahajan & Tartaroglu, 2008). Nhiều nghiên cứu cho rằng có một mối quan hệ tích cực giữa quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính (Neelakantan và cộng sự, 2006).

##### Tài sản hữu hình

Tính hữu hình của hỗn hợp tài sản của một doanh nghiệp, thường được đo bằng tỷ lệ giữa tài sản cố định trên tổng tài sản, có liên quan tích cực đến đòn bẩy. Kết quả này phù hợp với một số cách giải thích trong các nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995), Frank và Goyal (2004). Có lẽ lý do cơ bản được trích dẫn phổ biến nhất là tài sản hữu hình bảo toàn giá trị của chúng tốt hơn trong thời gian vỡ nợ và do đó làm tăng tỷ lệ thu hồi của các chủ nợ. Công thức tính biến tài sản cố định hữu hình như sau:

$$\text{TANG}_t = \left(\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}\right)_t$$

### 4.3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu thu thập được từ báo cáo tài chính của 200 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX từ năm 2015-2022 (đã lọc dữ liệu). Sau khi thu thập dữ liệu, nhóm tác giả sử dụng phần mềm Microsoft Excel 2016 để tính toán các chỉ tiêu cần thiết. Dữ liệu bao gồm cả dữ liệu chéo và thời gian là dạng dữ liệu bảng.

Nghiên cứu tiến hành kiểm định tác động của lý thuyết định thời điểm thị trường bằng các bước được thực hiện theo trình tự trên phần mềm Stata 15.0 như sau:

- Đầu tiên thực hiện thống kê mô tả dữ liệu, phân tích tương quan kết hợp phân tích đa cộng tuyến giữa các biến để có cái nhìn tổng quát về các biến trong mô hình và đảm bảo tính chính xác của kết quả nghiên cứu.

- Tiếp theo, nhóm tác giả phân tích hồi quy đa biến các mô hình bằng mô hình bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), đồng thời sử dụng kiểm định Wald test và Hausman test để so sánh sự phù hợp giữa các mô hình nhằm lựa chọn mô hình tối ưu.

- Kiểm định các hiện tượng trong mô hình bao gồm: Hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan. Nghiên cứu khắc phục các hiện tượng này bằng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để có mô hình đáng tin cậy.

### 5. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Mô hình nghiên cứu gồm 5 biến là D/A, M/B EWA, PROF, SIZE, TANG, được thu thập số liệu theo thời gian từ năm 2015-2022. Theo kết quả thống kê mô tả (Bảng 1), trong giai đoạn 2015-2022, tỷ lệ đòn bẩy (D/A) của các doanh nghiệp trong mẫu quan sát có giá trị trung bình trong 8 năm là 0,4546, nghĩa là cứ 1 đồng nguồn vốn thì có 0,4546 đồng được tài trợ bằng nợ vay. M/B EWA ghi nhận giá trị trung bình là 0,6627.

Nghiên cứu tiếp tục tiến hành kiểm định sự tương quan giữa các biến trong mô hình. Bảng 2 cho thấy kết quả kiểm định sự tương quan các biến trong mô hình, hệ số tương quan giữa các cặp biến đều có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 0,5, điều này cho thấy không có hiện tượng tự tương quan giữa các biến, đồng thời không có hiện tượng đa cộng tuyến. Ngoài ra, hệ số nhân tố phóng đại phương sai (VIF) của các biến đều nhỏ hơn 10 nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 3 trình bày kết quả kiểm định cả ba mô hình OLS, FEM và REM đều có chỉ số thống kê F/Wald chi2 có giá trị P-value < 5% nên cả ba mô hình này đều có ý nghĩa.

Kết quả kiểm định Wald test lựa chọn giữa OLS hay FEM (Bảng 3) cho giá trị P-value < 5% nên chọn mô hình FEM. Để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM, nghiên cứu tiếp tục tiến hành kiểm định Hausman cho kết quả P-value < 5%, như vậy nghiên cứu tiếp tục chọn mô hình FEM và tiến hành phân tích tiếp theo.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy

Chỉ tiêu	D/A	M/B EWA	PROF	SIZE	TANG
Đơn vị	%	%	%	Tỷ đồng	%
Số lượng quan sát	1600	1600	1600	1600	1600
Giá trị trung bình	0,4546	0,6627	0,0840	6,4161	0,1806
Độ lệch chuẩn	0,2217	2,1164	0,0871	1,6183	0,1880
Giá trị max	0,9669	50,7692	0,9970	11,9163	0,8803
Giá trị min	0,0110	-9,8853	-1,0016	0,8060	0,0000

Nguồn: Số liệu tính toán.

Bảng 2: Kết quả kiểm định tương quan và đa cộng tuyến

	D/A	M/B EWA	PROF	SIZE	TANG	VIF
D/A	1					
M/B EWA	-0,1117***	1				1,02
PROF	-0,2872***	0,1198***	1			1,04
SIZE	0,291***	-0,0142	0,1559***	1		1,06
TANG	0,011	-0,0269	0,0644***	0,1886***	1	1,04

Ghi chú: \*p < 0,1, \*\*p < 0,05, \*\*\*p < 0,01.

Nguồn: Số liệu tính toán.

Bảng 3: Kết quả hồi quy mô hình OLS, FEM và REM

Các biến	OLS	FEM	REM
	D/A	D/A	D/A
M/B EWA	-0,0071*** (-3,02)	-0,0026** (-2,10)	-0,0029** (-2,40)
PROF	-0,843*** (-14,51)	-0,348*** (-9,01)	-0,380*** (-10,02)
SIZE	0,0477*** (15,14)	0,0513*** (10,66)	0,0496*** (11,87)
TANG	-0,0415 (-1,55)	0,0378 (1,05)	0,0144 (0,44)
Hằng số	0,232*** (11,34)	0,149*** (4,77)	0,168*** (5,64)
Độ phù hợp mô hình	F (4, 1595)	F (4, 1396)	Wald chi2 (4)
Thống kê F/Wald chi2	101,97***	40,38***	203,08***
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh/Độ phù hợp sau điều chỉnh	20,16%	15,30%	16,38%
Kiểm định Wald test			
(Wald test) F (199, 1396)	35,41***		
Kiểm định Hausman test			
(Hausman test) (chi2(4))	22,89***		

Ghi chú: \*p < 0,1, \*\*p < 0,05, \*\*\*p < 0,01; thống kê t/z trong ngoặc ().

Nguồn: Số liệu tính toán.

Theo kết quả kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan (Bảng 4) đều cho giá trị P-value < 5% nên kết luận rằng có xảy ra cả hai hiện tượng trên trong mô hình. Nghiên cứu tiến hành khắc phục các hiện tượng trong mô hình bằng phương pháp

ước lượng khắc phục mô hình Feasible Generalized Least Squares (FGLS). Theo đó, kết quả thu được từ ước lượng hiệu chỉnh mô hình FGLS từ mô hình FEM (Bảng 5) ghi nhận các M/B EWA, PROF, SIZE có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn (D/A).

Bảng 4: Kết quả kiểm định các hiện tượng trong mô hình

Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi	Chibar2	Prob > chibar2
Modified Wald test (chi2 (200))	30552,85	0,0000
Kiểm định hiện tượng tự tương quan	F (1, 199)	Prob > F
Wooldridge test	84,267	0,0000

Nguồn: Số liệu tính toán

Bảng 5: Kết quả khắc phục mô hình bằng phương pháp FGLS

Các biến	D/A		
	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê z
M/B EWA	-0,0019**	0,0011	-1,76
PROF	-0,5021***	0,0339	-14,80
SIZE	0,0471***	0,0031	15,34
TANG	-0,0350	0,0226	-1,54
Hằng số	0,2015**	0,0206	9,76
Wald chi2(4)		387,85	
Prob > chi2		0,0000	

Ghi chú: \*p < 0,1, \*\*p < 0,05, \*\*\*p < 0,01.

Nguồn: Số liệu tính toán.

## 6. Kết luận và hàm ý khuyến nghị

### 6.1. Kết luận

Mục đích của nghiên cứu này là kiểm tra xem các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể hiện hành vi định thời điểm thị trường hay không. Bằng mô hình hồi quy dữ liệu bảng mà nghiên cứu xây dựng, các kết quả ước tính cho thấy rằng lý thuyết định thời điểm thị trường mô tả hành vi tài chính của các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2015-2022 trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

Nghiên cứu kết luận rằng có tồn tại hành vi định thời điểm thị trường trong quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp thông qua biên đại diện của lý thuyết này (M/B EWA), đồng thời chấp nhận giả thuyết H1. Từ kết quả của mô hình hồi quy, thước đo thời điểm thị trường của nghiên cứu có quan hệ tiêu cực với cấu trúc vốn ở mức ý nghĩa thống kê 5%. Theo đó, khi M/B EWA tăng một độ lệch chuẩn sẽ làm giảm hệ số nợ 0,19%. Kết luận của nghiên cứu này cũng đồng tình với nghiên cứu của Nhut (2015), An và cộng sự (2017). Điều này giúp các doanh nghiệp tận dụng điều kiện thuận lợi trên thị trường vốn, khi xây dựng cấu trúc vốn nên xem xét đến cả thời điểm thị trường để có được một kết hợp vốn hiệu quả làm giảm chi phí vốn, từ đó tăng lợi nhuận kinh tế ròng và cuối cùng giúp tăng giá trị doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và biến khả năng sinh lời (PROF) có mối tương quan ngược chiều ở mức ý nghĩa thống kê 1%, kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng rằng lợi nhuận doanh nghiệp tăng sẽ làm giảm sự lệ thuộc vào nguồn vốn vay (Allini và cộng sự, 2017; Bougataf & Chichti, 2010). Ngược lại, biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) lại có mối tương quan cùng chiều, với mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy doanh nghiệp càng lớn,

tận dụng lợi thế về độ tín nhiệm tín dụng và vị thế đàm phán với các chủ nợ nên càng có khả năng vay nợ cao, đồng thời phù hợp với lý thuyết đánh đổi (Tra và cộng sự, 2017; Yang, 2019). Ngoài ra, biến tài sản cố định hữu hình (TANG) không có ý nghĩa trong mô hình, chứng tỏ cấu trúc vốn của doanh nghiệp không được giải thích thông qua mức tài sản hữu hình cao hay thấp trong cấu trúc tài sản của chính doanh nghiệp.

### 6.2. Một số khuyến nghị cho các doanh nghiệp và nhà đầu tư

Bằng chứng thực nghiệm từ nghiên cứu sẽ có hàm ý hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách tài chính của doanh nghiệp trong việc nhận diện và quản trị chính sách tài trợ - quyết định về cấu trúc vốn cho doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy bằng chứng rằng có sự tồn tại hành vi định thời điểm thị trường tại Việt Nam, từ đó các nhà quản trị tài chính có thể xem xét về lý thuyết này khi đưa ra quyết định trong huy động vốn cổ phần. Sau đây, nghiên cứu đưa ra một số đề xuất đối về quyết định cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Thứ nhất, các doanh nghiệp nên xem xét lại cách doanh nghiệp tự định giá cổ phiếu của chính mình trong các giai đoạn đã hợp lý hay chưa.

Thứ hai, đối với các doanh nghiệp có dự định huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu, doanh nghiệp nên chú ý đến diễn biến giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, các biến động của nền kinh tế, đồng thời kết hợp với các bên tư vấn tài chính để đưa ra quyết định hợp lý. Một kết hợp vốn hiệu quả sẽ làm giảm chi phí vốn, từ đó làm tăng lợi nhuận kinh tế ròng, cuối cùng làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, đối với các nhà đầu tư khi phân tích cơ cấu vốn của doanh nghiệp, việc đưa ra



quyết định mua hay không mua cổ phiếu phát hành thêm lúc giá cao phụ thuộc vào chiến lược đầu tư cũng như khẩu vị rủi ro và kỳ vọng về cổ

phiếu đó của nhà đầu tư, từ đó đưa ra quyết định mua hay không mua cổ phiếu.

### Tài liệu tham khảo

- Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00886.x>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Bo, H., Huang, Z., & Wang, C., (2011). Understanding seasonal equity offering of Chinese firms. *Journal of Banking & Finance*, 35, 1143-1157. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.09.025>
- Chen, J., (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5)
- Dahlan, I. O. (2004). Marketing timing and study capital structure in non-financial companies listed on the Jakarta Stock Exchange. Jakarta: PSIM University of Indonesia.
- Delcours, N., (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance*, 16(3), 400-415. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2005.03.005>
- Dittmar, A. K. & Thakor, A. V. (2007). Why do firms issue equity? *Journal of Finance*, 62 (1), 1-64. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01200.x>
- 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.
- Elliott, W. B., Koeter-Kant, J., & Warr, R. S., (2008). Market timing and debt-equity choice. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 175-197. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.05.002>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Frank, M., & Goyal, V., (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 1(1), 47-55. [https://doi.org/10.1016/S1544-6123\(03\)00005-9](https://doi.org/10.1016/S1544-6123(03)00005-9)
- Graham, J. R., & Campbell, R. H. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Henderson, B. J., Jegadeh, N., & Weisbach, M. S. (2006). World markets for raising new capital. *Journal of Financial Economics*, 82, 63-101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.08.004>
- Huang, R., & Ritter, J., (2005). Testing the market timing theory of capital structure. *University of Florida Working Paper*.
- An, H. T., & Tho, T. N. (2017). The impact of market timing on the capital structure of listed companies in Vietnam. Master's thesis in Economics, University of Economics, Ho Chi Minh City.
- Kusumawati, D. & Danny, F. (2006). Persistence of capital structure in non-financial public companies listed on the IDX: Market timing approach and optimal capital structure theory. *Jurnal Ekonomi STEI*, 15(32), 1-24.
- Luigi, P., & Sorin, V. (2009). A review of the capital structure theories. *Annals of Faculty of Economics*, 3(1), 315-320.
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). Equity market timing and capital structure: International evidence. *Journal of Banking và Finance*, 32(5), 754-766. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.05.007>
- Zavertiaeva, M. & Nechaeva, I. (2017). Impact of market timing on the capital structure of Russian companies. *Journal of Economics and Business*, 92, 10-28. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.04.001>
- Mostafa, H. T., & Boregowda, S., (2014). A brief review of capital structure theories. *Research Journal of Recent Sciences*, 3(10), 113-118.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Tra, N. T., Tuyen, T. V. & Diep, N. V. (2017). The impact of market timing on the capital structure of companies listed on the Vietnamese stock market. *Journal of Science and Technology Development*, 20, Q3 - 2017
- Nhut, N. H. H. (2015). Market timing and the choice between debt and equity of companies on the Vietnamese stock market. *Development & Integration Magazine*, 22(32), 05-06/2015
- Nguyen, T. D., & Neelakantan, R. (2006). Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam. *ASEAN Econ Bull* 2006, 23, 192-211.
- Huong, N. T. Q. (2019). Financing decisions, market timing theory, and real investment theory. Master's thesis in Economics, Ho Chi Minh City University

- of Economics.
- Russel, P. & Hung, K. (2013). Does market timing affect capital structure? Evidence for Chinese firms. *Chinese Business Review*, 12(6), 395-400.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from International Data. *Journal of Finance*, Vol 50, 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- De Bie, T. & De Haan, L. (2007). Market timing and capital structure: Evidence for Dutch firms. *De Economist*, 155(2), 183-206. <https://doi.org/10.1007/s10645-007-9054-1>
- Yang, Z., Cheng-Few, L., & Min-the, Y. (2019). Does equity market timing have a persistent impact on capital structure? Evidence from China. *The British Accounting Review*, 52(1), 100838. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2948193>

- Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00892.x>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Bo, H., Huang, Z., & Wang, C. (2011). Understanding seasonal equity offerings of Chinese firms. *Journal of Banking and Finance*, 35, 1143-1157. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.015>
- Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2004.05.001>
- Dahlan, I. O. (2004). Market timing dan struktur modal: Studi pada perusahaan non keuangan tercatat di BEI. (Unpublished Thesis). Jakarta: PSIM University of Indonesia.
- Delcours, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance*, 16(3), 400-415. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2006.06.003>
- Dittmar, A. K., & Thakor, A. V. (2007). Why do firms issue equity? *Journal of Finance*, 62(1), 1-64. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01205.x>
- 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.
- Elliott, W. B., Koeter-Kant, J., & Warr, R. S. (2008). Market timing and debt-equity choice. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 175-197. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.07.001>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01037.x>
- Frank, M., & Goyal, V. (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 1(1), 47-55. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2004.07.001>
- Graham, J. R., & Campbell, R. H. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Henderson, B. J., Jegadeh, N., & Weisbach, M. S. (2006). World markets for raising new capital. *Journal of Financial Economics*, 82, 63-101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.003>
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2005). Testing the market timing theory of capital structure. *University of Florida Working Paper*.

- An, H. T., & Tho, T. N. (2017). The impact of market timing on the capital structure of listed companies in Vietnam. *Master's thesis in Economics*, University of Economics, Ho Chi Minh City.
- Kusumawati, D., & Danny, F. (2006). Persistensi struktur modal pada perusahaan publik non keuangan yang tercatat di BEI: Pendekatan market timing dan teori struktur modal optimal. *Jurnal Ekonomi STEI*, 15(32), 1-24.
- Luigi, P., & Sorin, V. (2009). A review of the capital structure theories. *Annals of Faculty of Economics*, 3(1), 315-320.
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). Equity market timing and capital structure: International evidence. *Journal of Banking and Finance*, 32(5), 754-766.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.004>
- Zavertiaeva, M., & Nechaeva, I. (2017). Impact of market timing on the capital structure of Russian companies. *Journal of Economics and Business*, 92, 10-28.  
<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.05.001>
- Mostafa, H. T., & Boregowda, S. (2014). A brief review of capital structure theories. *Research Journal of Recent Sciences*, 3(10), 113-118.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Tra, N. T., Tuyen, T. V., & Diep, N. V. (2017). The impact of market timing on the capital structure of companies listed on the Vietnamese stock market. *Journal of Science and Technology Development*, 20, Q3 - 2017.
- Nhut, N. H. H. (2015). Market timing and the choice between debt and equity of companies on the Vietnamese stock market. *Development & Integration Magazine*, 22(32), 05-06/2015.
- Nguyen, T. D., & Neelakantan, R. (2006). Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 23, 192-211.
- Huong, N. T. Q. (2019). Financing decisions, market timing theory, and real investment theory. *Master's thesis in Economics*, Ho Chi Minh City University of Economics.
- Russel, P., & Hung, K. (2013). Does market timing affect capital structure? Evidence for Chinese firms. *Chinese Business Review*, 12(6), 395-400.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

De Bie, T., & De Haan, L. (2007). Market timing and capital structure: Evidence for Dutch firms. *De Economist*, 155(2), 183-206. <https://doi.org/10.1007/s10645-007-9055-3>

Yang, Z., Cheng-Few, L., & Min-the, Y. (2019). Does equity market timing have a persistent impact on capital structure? Evidence from China. *The British Accounting Review*, 52(1), 100838. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2018.08.004>