

TỐC ĐỘ ĐIỀU CHỈNH CẤU TRÚC VỐN MỤC TIÊU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

ThS. Trần Hùng Sơn
Trường ĐH Kinh tế - Luật

Nghiên cứu này phân tích tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn (CTV) mục tiêu của doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc thâm hụt và thặng dư nguồn vốn, doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hay thấp hơn so với tỷ lệ nợ mục tiêu có tác động đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp này. Kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp điều chỉnh CTV mục tiêu nhanh khi thiếu hụt nguồn vốn và khi có tỷ lệ nợ cao hơn tỷ lệ nợ mục tiêu.

Từ khóa: Cấu trúc vốn (CTV) mục tiêu, thặng dư và thâm hụt nguồn vốn, tỷ lệ nợ cao hay thấp.

Giới thiệu

CTV là một trong những vấn đề cốt lõi trong lĩnh vực quản trị tài chính và đã thu hút rất nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu nhất là từ sau công trình nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958). Hầu hết các nghiên cứu tập trung vào ba nhóm lý thuyết, lý thuyết đánh đổi của CTV (Trade-off theory), lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ (Pecking Order theory) và lý thuyết định thời điểm thị trường của CTV (the market timing theory). Lý thuyết đánh đổi của CTV đưa ra khái niệm CTV mục tiêu¹ mà tại đó doanh nghiệp cân bằng được chi phí và lợi ích của việc tài trợ bằng nợ vay (Kraus và Litzenberger, 1973). Theo đó, các doanh nghiệp sẽ điều chỉnh tỷ lệ nợ của mình về tỷ lệ nợ mục tiêu nhằm mục đích cân bằng lợi ích và chi phí để hướng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Có hai lý do chính để thực hiện nghiên cứu này: (i) Nghiên cứu của Flanery và Rangan (2006) cho thấy các doanh nghiệp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu hơn 30%/năm,

trong khi đó các nghiên cứu khác thì tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu là 7-17%/năm (Fama và French, 2002; Huang và Ritter, 2009). Tuy nhiên, hạn chế của các nghiên cứu này là giả định các doanh nghiệp đều có chung một tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu duy nhất. Byoun (2008) cho thấy khi tỷ lệ nợ thực tế cao hay thấp hơn tỷ lệ nợ mục tiêu và sự không cân bằng của dòng tiền của doanh nghiệp, nghĩa là sự thặng dư và thâm hụt vốn (financial deficit/surplus) của doanh nghiệp cũng tác động đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu; (ii) Vấn đề nghiên cứu về CTV cũng đã được thực hiện ở Việt Nam trong các năm gần đây. Tuy nhiên, đa phần các nghiên cứu này đều tiếp cận theo phương pháp phân tích mô hình CTV tĩnh, chưa có nghiên cứu nào phân tích mô hình điều chỉnh CTV mục tiêu tại Việt Nam.

Vì thế, nghiên cứu này sẽ phân tích tốc độ điều chỉnh CTV mục tiêu của doanh nghiệp và đây cũng là nghiên cứu đầu tiên phân tích sự điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

¹ Theo lý thuyết đánh đổi của CTV, thuật ngữ CTV mục tiêu và tỷ lệ nợ mục tiêu được dùng thay thế qua lại.

Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn riêng phần

Mô hình điều chỉnh CTV riêng phần về mục tiêu có dạng như sau (Flanery và Rangan, 2006):

$$D_{it} - D_{it-1} = \alpha + \beta (D_{it}^* - D_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó: D_{it} là tổng nợ tại thời điểm t, D_{it}^* là tỷ lệ nợ mục tiêu tại thời điểm t, β là tốc độ điều chỉnh, ε_{it} là sai số.

Phương trình (1) có dạng rút gọn như sau:

$$\Delta D_{it} - \alpha + \beta Dev_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó: $Dev_{it} = D_{it}^* - D_{it-1}$; D_{it}^* là giá trị ước lượng (fitted value) được xác định từ hàm số các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp tác động đến CTV như sau:

$$D_{it} - \lambda X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó: D_{it} CTV của doanh nghiệp là sự kết hợp giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu và được đo lường bằng tỷ lệ nợ vay của doanh nghiệp, X_{it} là tập hợp các yếu tố tác động đến CTV của doanh nghiệp.

Tỷ lệ nợ. Tỷ lệ nợ đo lường bằng tổng nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn trên tổng vốn (tổng nợ vay cộng vốn chủ sở hữu). Đây là cách đo lường tốt nhất, phản ánh hoạt động tài trợ của doanh nghiệp (Thies và Klock, 1992)

Các biến giải thích bao gồm:

Lợi ích thuế phi nợ vay - NDTs. Lợi ích của thuế phi nợ vay được xem là hình thức thay thế cho lợi ích từ thuế của việc tài trợ bằng nợ vay. Theo DeAngelo và Masulis (1980) một trong những lợi ích từ thuế phi nợ vay là khấu hao, kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty có tấm chắn thuế phi lãi vay càng cao thì càng ít sử dụng nợ. Trong nghiên cứu này NDTs được đo lường bằng khấu hao/tổng tài sản.

Khả năng sinh lời - PRFT. Được đo lường bằng EBIT/tổng tài sản. Nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) cho thấy mối quan hệ tỷ lệ

nghịch giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận. Tuy nhiên, mô hình lý thuyết đánh đổi của CTV lại cho rằng các công ty sinh lời cao nên vay mượn nhiều hơn để tận dụng được tấm chắn thuế nhiều hơn.

Tài sản cố định hữu hình - TANG. Được đo lường bằng tổng tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản. Theo lý thuyết đánh đổi của CTV, tài sản cố định hữu hình có quan hệ tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính, bởi vì các chủ nợ thường đòi hỏi phải có thế chấp để đảm bảo cho các khoản vay.

Thuế. Được đo lường bằng chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp/EBIT của công ty. Các công ty có mức thuế nộp cao sẽ sử dụng nhiều nợ vay để tận dụng tấm chắn thuế, do vậy thuế có quan hệ tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính.

Quy mô của công ty. Được đo lường bằng giá trị logarit của doanh thu thuần. Theo lý thuyết đánh đổi, quy mô của công ty có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Ngược lại theo lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ, các công ty lớn ít gặp phải vấn đề chênh lệch thông tin hơn so với các công ty nhỏ, vì thế các công ty lớn có nhiều khả năng phát hành cổ phiếu hơn và ít sử dụng nợ vay hơn.

Các cơ hội tăng trưởng - GROWTH. Theo lý thuyết chi phí vấn đề người chủ - người quản lý của Jensen (1976), các công ty có triển vọng tăng trưởng cao thường dựa vào tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Do vậy, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với cơ hội tăng trưởng. Tuy nhiên, theo lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ, giữa các cơ hội tăng trưởng và tỷ lệ nợ có quan hệ dương. Các cơ hội tăng trưởng được đo lường bằng chi đầu tư tài sản cố định/tổng tài sản.

Rủi ro - DR. Theo các lý thuyết về tài chính, các công ty có rủi ro cao thì khả năng phá sản cao nên đòn bẩy tài chính sẽ thấp. Trong nghiên cứu này rủi ro được đo lường bằng tỷ lệ lãi vay/EBIT, đây là thước đo khả năng trả lãi

của doanh nghiệp, nếu khả năng trả lãi càng cao thì rủi ro sẽ thấp và ngược lại.

Tính thanh khoản – LIQ. Các doanh nghiệp có tỷ lệ thanh khoản cao có thể có tỷ lệ nợ tương đối cao hơn do khả năng trả nợ ngắn hạn cao hơn khi các khoản nợ đến hạn. Vì thế tính thanh khoản và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có quan hệ dương. Mặt khác, các doanh nghiệp có nhiều tài sản thanh khoản có thể sử dụng các tài sản này để tài trợ cho các khoản đầu tư. Vì thế giữa tính thanh khoản và tỷ lệ nợ có quan hệ âm. Tính thanh khoản được đo lường bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn.

Đặc điểm riêng của doanh nghiệp - UNIQU. Theo Titman (1984), các doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm riêng biệt sẽ sử dụng ít nợ vay. Các doanh nghiệp hoạt động trong các ngành đặc thù có các tài sản đặc trưng nên chi phí phá sản cao bởi vì nếu doanh nghiệp bị phá sản thì các doanh nghiệp này sẽ gặp khó khăn trong việc thanh lý tài sản nên các doanh nghiệp này sử dụng ít nợ vay. Đặc điểm riêng của doanh nghiệp được đo lường bằng tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần (Frank và Goyal, 2007).

Tỷ lệ chi trả cổ tức - DIV. Theo Jensen và Meckling (1976), cổ tức và nợ vay có thể được sử dụng thay thế cho nhau nhằm làm giảm thiểu vấn đề mâu thuẫn lợi ích người chủ - nhà quản lý. Vì vậy, giữa cổ tức và nợ vay có quan hệ tỷ lệ nghịch với nhau. Tỷ lệ chia cổ tức xác định bằng cổ tức/lợi nhuận sau thuế.

Mô hình tác động của độ lệch tỷ lệ nợ mục tiêu đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu

Theo Byoun (2008), chi phí của việc lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu phụ thuộc vào việc doanh nghiệp đó có mức nợ vay cao hay mức nợ vay thấp. Theo đó, các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao sẽ có chi phí điều chỉnh tỷ lệ nợ thấp hơn so với các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp do các doanh nghiệp này điều chỉnh trở về tỷ lệ

nợ mục tiêu bằng cách giảm mức nợ của mình và việc này ít tốn chi phí hơn so với việc phát hành nợ.

Do vậy, mô hình tác động của độ lệch tỷ lệ nợ mục tiêu đến tốc độ điều chỉnh CTV mục tiêu như sau:

$$\Delta D_{it} = \alpha_1 + \beta_1 Dev_{it} D^a_{it} + \beta_2 Dev_{it} D^b_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Trong đó: D^a_{it} là biến giả có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao (tỷ lệ nợ cao hơn tỷ lệ nợ mục tiêu) và ngược lại có giá trị bằng 0. D^b_{it} là biến giả có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp (tỷ lệ nợ thấp hơn tỷ lệ nợ mục tiêu) và ngược lại có giá trị bằng 0.

Mô hình điều chỉnh riêng phần tác động của thặng dư và thâm hụt vốn đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu

Theo Byoun (2008), việc điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của doanh nghiệp còn bị tác động bởi việc thặng dư và thâm hụt vốn, sự mất cân đối của dòng tiền. Các doanh nghiệp thiếu hụt vốn bị áp lực phải bù đắp nguồn vốn thiếu hụt bằng cách phát hành nợ, vốn chủ sở hữu hoặc cả hai nên sẽ điều chỉnh về tỷ lệ nợ mục tiêu nhanh hơn. Ngược lại, các doanh nghiệp thặng dư vốn sẽ không bị áp lực phải điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu.

Theo Shyam-Sunder và Myers (1999), Frank và Goyal (2007) thì mức chênh lệch dòng tiền được xác định như sau:

$$CF_{it} - DIV_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} - OCF_{it} = ND_{it} + NE_{it} \quad (5)$$

Trong đó: OCF_{it} là dòng tiền ròng từ hoạt động sản xuất kinh doanh, I_{it} là đầu tư ròng của doanh nghiệp, ΔW_{it} đầu tư vốn lưu động và DIV_{it} là khoản tiền chi trả cổ tức của doanh nghiệp, ND_{it} và NE_{it} là mức tăng hoặc giảm ròng của nợ và vốn chủ sở hữu

Tương tự mô hình từ phương trình (4), chúng ta có mô hình điều chỉnh CTV riêng phần trong trường hợp doanh nghiệp thặng dư và thâm hụt vốn:

$$\Delta D_{it} = \alpha_2 + \beta_3 Dev_{it} D^s_{it} + \beta_4 Dev_{it} D^d_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Trong đó: D_{it}^s là biến giả có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp có thặng dư vốn và ngược lại có giá trị bằng 0. D_{it}^d là biến giả có giá trị là 1 nếu doanh nghiệp thâm hụt vốn và ngược lại có giá trị bằng 0.

Phương trình xem xét tác động tương tác khi doanh nghiệp lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu với thặng dư và thâm hụt vốn của doanh nghiệp như sau:

$$\Delta D_{it} = \alpha_3 + (\beta_5 D_{it}^s + \beta_6 D_{it}^d) Dev_{it} D_{it}^s + (\beta_7 D_{it}^s + \beta_8 D_{it}^d) Dev_{it} D_{it}^d + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Phương pháp ước lượng mô hình

Để thực hiện nghiên cứu này chúng tôi sử dụng phương pháp ước lượng hai bước. (i) Ước lượng phương trình (3) để tìm CTV mục tiêu của các doanh nghiệp; (ii) Tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu sẽ được ước lượng thông qua các phương trình (2), (4), (6) và (7).

nghiệp đang niêm yết tại Việt Nam trong 4 năm (2007-2010) với tổng số quan sát là 748.

Tỷ lệ nợ vay trung bình của các công ty sản xuất công nghiệp niêm yết là 35,1%. Tỷ lệ tài sản cố định của các doanh nghiệp này là 23,3%. Khả năng sinh lời bình quân của các doanh nghiệp này là 11,1%. Tốc độ tăng trưởng bình quân là 8%. Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu bình quân là 81%. Tỷ lệ lãi vay/EBIT bình quân là 18%. Cuối cùng đó là mức thuế suất thực tế của các doanh nghiệp này là 10,3% (Bảng 1).

Một vấn đề thường gặp phải trong việc ước lượng mô hình hồi quy bội là đa cộng tuyến. Nếu tồn tại đa cộng tuyến sẽ làm cho kết quả ước lượng không còn chính xác. Nếu hệ số nhân tử phóng đại phương sai - $VIF > 10 \Leftrightarrow$ hệ số tương quan giữa các biến độc lập $> 0,9$ thì mức

Bảng 1: Khái quát thống kê mô tả tỷ lệ nợ và các nhân tố liên quan

	LEV	DIV	DR	TANG	GROWTH	LIQ	NDTS	PRFT	SIZE	TAX	UNIQUE
Mean	0.35	0.03	0.18	0.23	0.08	3.18	0.04	0.11	12.72	0.10	0.81
Median	0.35	0.02	0.15	0.20	0.05	1.61	0.03	0.10	12.81	0.09	0.83
Maximum	1.01	0.67	3.66	0.83	0.60	337.87	0.21	0.59	16.57	0.53	1.27
Minimum	0.00	-0.02	-30.10	0.01	-0.39	0.18	0.00	-0.37	8.50	-0.09	0.02
Std. Dev.	0.26	0.05	1.18	0.16	0.10	14.33	0.03	0.09	1.38	0.08	0.12

Ghi chú: Mean: trung bình số học, Median: trung vị, Std-Dev: độ lệch chuẩn.

Phương pháp ước lượng cho dữ liệu bảng được sử dụng là phương pháp bình phương tối thiểu, mô hình những tác động ngẫu nhiên - REM và mô hình những ảnh hưởng cố định - FEM. Tuy nhiên, do số liệu chuỗi thời gian quá ngắn so với dữ liệu bảng chéo nên phương pháp ước lượng tác động ngẫu nhiên là phù hợp và thực hiện kiểm định Hausman với giả thiết H_0 : ước lượng của FEM và REM không khác nhau; nếu giá trị p-value $< 0,05$ bác bỏ H_0 ; nếu bác bỏ H_0 , REM không hợp lý, nên sử dụng FEM và ngược lại.

Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu phân tích được thu thập từ thông tin tài chính của 187 doanh nghiệp sản xuất công

độ đa cộng tuyến được xem là cao (Phạm Trí Cao và Vũ Minh Châu, 2010). Giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình lớn nhất là $0,585 < 0,9$ vì vậy mức độ đa cộng tuyến giữa các biến là rất thấp nên sẽ không ảnh hưởng đến kết quả ước lượng mô hình².

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Mô hình phân tích các nhân tố tác động đến tỷ lệ nợ mục tiêu

Kết quả ước lượng mô hình các nhân tố tác động đến CTV mục tiêu đã trình bày ở phương trình (5) (Bảng 2). Kết quả kiểm định F và

² Tác giả không trình bày bảng hệ số tương quan ở đây, tác giả có thể cung cấp bảng hệ số này riêng theo yêu cầu.

kiểm định Hausmen ($p\text{-value} = 1 > 0,05$) cho thấy phương pháp ước lượng các tác động ngẫu nhiên là phù hợp.

toàn trái ngược với lý thuyết đánh đổi của CTV. Tuy nhiên, kết quả này có thể giải thích giai đoạn nghiên cứu (2007-2010) Chính

Bảng 2: Tác động của các nhân tố đến CTV mục tiêu (phương trình (3))

	Dấu kỳ vọng	Hệ số (Coefficient)	P-value
C (Hệ số chặn)		-0.306**	0.0099
TANG	+	0.105*	0.0967
NDTS	-	-0.063	0.8718
PRFT	+/-	-0.604**	0.000
SIZE	+/-	0.057**	0.000
DR	-	0.012**	0.0064
TAX	+	-0.269**	0.000
LIQ	-/+	-0.00076**	0.0089
UNIQUE	-	0.010	0.7106
DIV	-	-0.195*	0.0978
GROWTH	-/+	0.105**	0.0092
Adjusted R2		0.178	
F-statistic (P-value)		17.27	0.000
Hausman test (P-value)		0	1.000

Các ký hiệu **, * lần lượt chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và 10%.

Tài sản cố định (TANG). Giữa tài sản cố định và tỷ lệ nợ có quan hệ tỷ lệ thuận và có ý nghĩa thống kê bởi. Kết quả này cho thấy tài sản cố định đóng vai trò quan trọng trong việc đi vay nợ tại Việt Nam và phù hợp với các kết luận của lý thuyết đánh đổi của CTV.

Lợi ích từ thuế phi nợ vay (NDTS). Lợi ích từ thuế phi nợ vay có quan hệ âm với tỷ lệ nợ, kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi của CTV, tuy nhiên biến này không có ý nghĩa về thống kê.

Lợi nhuận (PRFT). Giữa lợi nhuận và tỷ lệ nợ có quan hệ âm, kết quả này phù hợp với các kết luận của lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ là để tránh vấn đề đầu tư không hợp lý.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE). Quy mô của doanh nghiệp có quan hệ dương với tỷ lệ nợ vay. Kết quả này cho thấy khả năng vay mượn của các doanh nghiệp sản niêm yết tại Việt Nam phụ thuộc vào quy mô của doanh nghiệp.

Rủi ro (DR). Rủi ro và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có quan hệ dương. Kết quả này hoàn

phủ có các biện pháp kích cầu để phục hồi nền kinh tế sau khủng hoảng nên các doanh nghiệp vay mượn được nhiều hơn.

Thuế (TAX). Thuế và tỷ lệ nợ có quan hệ tỷ lệ nghịch, điều này ngược với lập luận của lý thuyết đánh đổi của CTV là các doanh nghiệp có tỷ lệ thuế cao thì sẽ sử dụng nhiều nợ để tận dụng lợi ích từ thuế. Điều này có thể giải thích một phần là do thuế suất thực tế của các doanh nghiệp là 10,3% thấp hơn rất nhiều so với mức thuế chính thức là 25%.

Tính thanh khoản (LIQ). Tính thanh khoản và tỷ lệ nợ có quan hệ tỷ lệ nghịch với mức ý nghĩa thống kê 1%. Tuy nhiên, hệ số này lại không cao, điều này cho thấy tính thanh khoản không ảnh hưởng nhiều đến quyết định tài trợ của doanh nghiệp.

Đặc điểm riêng của doanh nghiệp (UNIQUE). Đặc điểm riêng của doanh nghiệp có quan hệ dương với tỷ lệ nợ nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Tỷ lệ chia cổ tức (DIV). Tỷ lệ chia cổ tức tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có quan hệ âm với mức ý nghĩa thống kê 10%. Kết quả này phù hợp với lập luận của Jensen (1976).

Cơ hội tăng trưởng (GROWTH). Cơ hội tăng trưởng đo lường bằng đầu tư tài sản cố định có quan hệ dương với tỷ lệ nợ với mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này có thể giải thích, khi các doanh nghiệp đầu tư mua sắm tài sản cố định phục vụ cho các cơ hội tăng trưởng trong tương lai của mình thì tài sản thế chấp để vay nợ nhiều hơn nên giữa cơ hội tăng trưởng và tỷ lệ nợ có quan hệ dương.

Mô hình điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu

Kết quả ước lượng theo phương trình (2) và (4) (Bảng 4). Kết quả ở cột (1) cho biết tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu là 70,6%, điều này có nghĩa là quá trình điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết mất khoảng 1,4 năm. Kết quả kiểm định F và kiểm định Hausman (p-value = 0,052 > 0,05) cho thấy phương pháp ước lượng các tác động ngẫu nhiên là phù hợp. Kết quả nghiên cứu này là một minh chứng mạnh ủng hộ cho lý thuyết đánh đổi của cấu trúc.

Mô hình điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao và thấp hơn so với mục tiêu

Kết quả ước lượng phương trình (4) (Bảng 3). Theo đó, các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn tỷ lệ nợ mục tiêu sẽ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu nhanh hơn so với doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn so với mục tiêu (0,758 và 0,619).

Kiểm định F và kết quả kiểm định Hausman cho thấy phương pháp ước lượng các tác động ngẫu nhiên là phù hợp.

Kết quả này cho thấy như tác giả đã lập luận ở trên, các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao sẽ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ nhanh hơn các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp do chi phí lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu cao và chi phí của điều chỉnh tỷ lệ nợ là thấp.

Mô hình điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư và thâm hụt vốn

Kết quả ước lượng phương trình (6) và (7) (Bảng 4). Kết quả cột (1) cho thấy doanh nghiệp thâm hụt vốn có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu (0,753) nhanh hơn so với doanh nghiệp thặng dư vốn (0,644). Điều này

Bảng 3: Tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu (phương trình (2) và (4))

	(1)	(2)
	Hệ số	Hệ số
C (Hệ số chặn)	0.004	0.004
Dev_{it}	0.706*	
$Dev_{it}.D^a$		0.758*
$Dev_{it}.D^b$		0.619*
Adjusted R2	0.451	0.455
F-statistic (P-value)	461.71 (0.000)	234.98 (0.000)
	3.775	0
Hausman test (P-value)	(0.0520)	2,023

Các ký hiệu * chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

có nghĩa là các doanh nghiệp thâm hụt vốn bị áp lực hoặc có nhiều lợi ích hơn trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ so với các doanh nghiệp thặng dư vốn.

Cột thứ (2) của Bảng 4 ước lượng tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ của doanh nghiệp trong trường hợp doanh nghiệp thặng dư và thâm hụt hoặc có tỷ lệ nợ cao hay thấp hơn so với tỷ lệ nợ mục tiêu. Kết quả cho thấy, trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn so với mục tiêu thì doanh nghiệp thặng dư vốn có tốc độ điều chỉnh nợ (0,754) cao hơn so với doanh nghiệp thâm hụt vốn (0,739) và có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F [(1) và (2)]). Trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu thì tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp thâm hụt vốn và doanh

nh nghiệp thặng dư vốn không có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F [(3) và (4)]). Điều này có nghĩa là khi các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp thì tình hình tài chính của doanh nghiệp không ảnh hưởng đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu.

Ngoài ra, kết quả ở cột (2) cũng cho thấy trong trường hợp thặng dư vốn, doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mức mục tiêu có tốc độ điều chỉnh (0,754) nhanh hơn 28,9% so với doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu (0,465) và có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F [(1) và (3)]). Điều này có nghĩa là, khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao và thặng dư vốn thì doanh nghiệp sẽ sử dụng vốn thặng dư để trả bớt nợ vay. Cuối cùng, trong điều kiện thâm hụt vốn, doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao có tốc

Bảng 4: Tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư và thâm hụt nguồn vốn (phương trình (6) và (7))

	(1)	(2)
	Hệ số	Hệ số
C (Hệ số chặn)	0.005	0.019
$Dev_{it}.D^s$ (1)	0.644*	
$Dev_{it}.D^d$ (2)	0.753*	
$Dev_{it}.D^a.D^s$ (1)		0.754*
$Dev_{it}.D^a.D^d$ (2)		0.739*
$Dev_{it}.D^b.D^s$ (3)		0.465*
$Dev_{it}.D^b.D^d$ (4)		0.714*
Adjusted R2	0.456	0.466
F-statistic [(1) và (2)]	235.78	152.33
(p- value)	(0.00)	(0.00)
F-statistic [(3) và (4)]		3.16
(p- value)		(0.076)
F-statistic [(1) và (3)]		37.37
(p- value)		(0.00)
F-statistic [(2) và (4)]		3.96
(p- value)		(0.047)
Hausman test (P-value)	0 (1.000)	0 (1.000)

Các ký hiệu * chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

độ điều chỉnh nợ về mục tiêu (0,739) nhanh hơn doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp (0,714) và có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F [(2) và (4)]). Các giá trị p-value Hausman cho thấy các hệ số có ý nghĩa thống kê và mô hình ước lượng là phù hợp.

Tóm lại, kết quả ước lượng phương trình (6) và (7) phù hợp với giả thiết các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mức mục tiêu hoặc thâm hụt vốn có nhiều lợi ích hơn và bị áp lực hơn trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu nhanh hơn.

Kết luận và gợi ý nghiên cứu

Nội dung chính của nghiên cứu này là đo lường tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu trung bình của các doanh nghiệp này là 70,6%. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu nhanh hơn so với các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp.

Tuy nhiên, khi xem xét tác động của vấn đề thâm hụt và thặng dư nguồn vốn đến tốc độ

điều chỉnh tỷ lệ nợ thì các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mức mục tiêu và thặng dư vốn không sẵn lòng giảm nợ nhiều hơn so với doanh nghiệp thâm hụt vốn (mức chênh lệch tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ là 1,5%). Khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu thì tình hình tài chính của doanh nghiệp không ảnh hưởng đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu. Khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao và thặng dư vốn thì doanh nghiệp sẽ sử dụng vốn thặng dư để trả bớt nợ vay. Cuối cùng là khi thâm hụt vốn thì các doanh nghiệp có khuynh hướng sử dụng cả nợ vay và vốn chủ sở hữu trong đó chủ yếu là sử dụng vốn chủ sở hữu để bù đắp nguồn vốn thiếu hụt.

Mặc dù nghiên cứu này đạt được những kết quả có giá trị giúp cho các nhà khoa học, các nhà quản trị doanh nghiệp có được bằng chứng thực nghiệm về tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp trong từng tình huống khác nhau như thế nào, tuy nhiên nghiên cứu này còn hạn chế là chưa xem xét cơ chế điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu nghĩa là các doanh nghiệp nên trả bớt nợ vay hoặc phát hành, mua lại cổ phiếu. Hạn chế này cũng là gợi ý cho các nghiên cứu tiếp theo[■]

Tài liệu tham khảo

1. Byoun (2008). *How and When Do Firms Adjust their Capital Structures toward Targets?* *Journal of Finance*, 3069-3098.
2. Fama & French (2002). *Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*. *Review of Financial Studies*, 1-33.
3. Flannery & Hankins (2007). *A Theory of Capital Structure Adjustment Speed*. University of Florida.
4. Flannery & Rangan (2006). *Partial Adjustment toward Target Capital Structures*. *Journal of Financial Economics*, 79, 469-506.
5. Frank, M. & Goyal, V. (2007). *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*. Working paper.
6. Frank, M. & Goyal, V. (2008). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. Working paper.
7. Huang & Ritter (2009). *Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 237-271.
8. Phạm Trí Cao và Vũ Minh Châu (2010). *Kinh tế lượng ứng dụng*, NXB Thống kê.
9. Shyam-Sunder & Myers, S. (1999). *Testing Static Tradeoff against the Pecking Order Models of Capital Structure*. *Journal of Financial Economics*, 51, pp 219-244.