

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

Trần Hùng Sơn

Trường Đại học Kinh tế - Luật, ĐHQG-HCM

(Bài nhận ngày 04 tháng 02 năm 2012, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 10 tháng 03 năm 2012)

TÓM TẮT: Nghiên cứu này với mục tiêu phân tích các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp tác động đến việc điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy các lợi nhuận của doanh nghiệp, tỷ lệ tài sản cố định, quy mô doanh nghiệp và các cơ hội tăng trưởng tác động đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp này. Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đã đưa ra một số gợi ý cho các doanh nghiệp trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu hướng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Từ khóa: Cấu trúc vốn mục tiêu, lý thuyết các lợi ích bù trừ của nợ vay (TOT), lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ (POT), mô hình điều chỉnh riêng phần, thặng dư/thâm hụt nguồn vốn, trở ngại tài chính.

1. GIỚI THIỆU

Cấu trúc vốn là một trong những vấn đề cốt lõi trong lĩnh vực quản trị tài chính doanh nghiệp 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 về cấu trúc vốn tập trung vào ba lý thuyết, lý thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn (TOT), lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ (POT) và lý thuyết định thời điểm thị trường của cấu trúc vốn (the market timing theory). Lý thuyết TOT đưa ra khái niệm cấu trúc vốn mục tiêu (cấu trúc vốn tối ưu) mà tại đó doanh nghiệp cân bằng được chi phí (chi phí phá sản) và lợi ích (lợi ích thuế từ nợ vay) của việc tài trợ bằng nợ vay. 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. Lý thuyết POT thì cho rằng khi tài trợ cho hoạt động của mình thì doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại trước, nếu phải huy động vốn thì sẽ sử dụng nợ vay rồi mới đến vốn chủ sở hữu. Lý thuyết định thời điểm thị trường của cấu trúc vốn cho rằng quyết định cấu trúc vốn doanh nghiệp dựa trên việc xem xét định thời điểm thị trường theo đó các doanh nghiệp sẽ định thời điểm thuận lợi của thị trường để phát hành cổ phiếu. Một điểm quan trọng đó là lý thuyết POT và lý thuyết định thời điểm của cấu trúc vốn không xem xét cấu trúc vốn mục tiêu và sự điều chỉnh của doanh nghiệp về cấu trúc vốn mục tiêu. Vì vậy, hầu hết các nghiên cứu

đều tập trung vào lý thuyết TOT và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của doanh nghiệp.

Các nghiên cứu gần đây 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 cho thấy tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp là 7-17%/năm (Fama và French (2002), Leary và Roberts (2005) và Huang và Ritter (2009)). Tuy nhiên, một trong những hạn chế của các nghiên cứu này đó là giả định các doanh nghiệp đều có chung một tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu duy nhất. Nghiên cứu của Byoun (2008) cho thấy chi phí của việc lệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu (cost of deviation from target leverage) nghĩa là mức nợ thực tế cao/thấp hơn mức nợ mục tiêu và sự chênh lệch nguồn vốn của doanh nghiệp nghĩa là nguồn vốn thặng dư/thâm hụt (financial deficit/surplus) của doanh nghiệp cũng tác động đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu. Ngoài ra, tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ không chỉ chịu tác động của của việc tỷ lệ nợ lệch khỏi mục tiêu và vấn đề thặng dư hay thâm hụt vốn mà còn bị tác động bởi các yếu tố khác ảnh hưởng đến chi phí điều chỉnh tỷ lệ nợ (Fischer, Heinkel và Zechner (1989), và Leary và Roberts (2005)). Các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp (firm characteristics) như: lợi nhuận (profitability), tốc độ tăng trưởng (growth opportunities), và quy mô (firm size) đại diện cho chi phí của việc lệch khỏi cấu trúc mục tiêu, chi phí của việc điều chỉnh cấu trúc vốn và các trở ngại tài chính (financial constraints) cũng có thể ảnh hưởng đến việc

điều chỉnh về tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp (Korajczyk và Levy, 2003 và Drobetz, W (2006)). Vì thế, trong nghiên cứu này, chúng sẽ kết hợp hai hướng nghiên cứu trên trong việc phân tích các yếu tố tác động đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn về mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Cụ thể là chúng tôi phân tích tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư/thâm hụt vốn và/hoặc doanh nghiệp đó có tỷ lệ nợ cao/ thấp và/hoặc các mức độ trở ngại tài chính cũng như các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp tác động đến việc điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu của doanh nghiệp như thế nào? Kết quả nghiên cứu có thể giúp ích cho các nhà đầu tư và các nhà quản lý ra quyết định cấu trúc vốn hợp lý hơn nhằm đạt được mục tiêu quản trị tài chính. Đây cũng là nghiên cứu đầu tiên phân tích sự điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Nghiên cứu này sẽ trả lời cho hai câu hỏi:

(1) Các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp tại Việt Nam có cấu trúc vốn mục tiêu không?

(2) Các trở ngại tài chính và yếu tố đặc thù của doanh nghiệp tác động đến việc điều chỉnh cấu trúc vốn về mục tiêu của các doanh nghiệp như thế nào? Kết cấu của nghiên cứu như sau: phần 2 trình bày về mô hình nghiên cứu và phương pháp luận. Phần 3 trình bày mô tả số liệu, phần 4 giải thích kết quả nghiên cứu thực nghiệm, phần 5 là kết luận.

2. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn riêng phần (Partial Adjustment model)

Mô hình điều chỉnh riêng phần tổng quát xem xét quá trình điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu cố định như sau:

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

D_{it} : Tổng nợ tại thời điểm t ; D_{it}^* : Mức nợ mục tiêu (tối ưu) tại thời điểm t ; β : Hệ số tốc độ điều chỉnh; ε_{it} Phần sai số

Khi các doanh nghiệp điều chỉnh tỷ lệ nợ của mình về mức mục tiêu thì họ sẽ xem xét cả hai yếu tố chi phí – chi phí của việc lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu và chi phí điều chỉnh tỷ lệ nợ. Mục tiêu của doanh nghiệp là tối thiểu hóa các chi phí này. Giả sử nếu hàm chi phí của việc lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu và chi phí điều chỉnh tỷ lệ nợ có dạng bậc hai, thì hàm tổng chi phí có dạng như sau:

$$\ell = \phi (D_{it} - D_{it}^*)^2 + \varphi (D_{it} - D_{it-1})^2 \quad (2)$$

Vé đầu tiên ϕ là chi phí của việc lệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu, và vé thứ hai, φ là chi phí của việc điều chỉnh cấu trúc vốn. Để tối thiểu hóa các chi phí này thì đạo hàm bậc một của phương trình (2) bằng không.

$$\frac{\partial \ell}{\partial D_{it}} = 2\phi (D_{it} - D_{it}^*) + \varphi (D_{it} - D_{it-1}) = 0$$

$$(D_{it} - D_{it-1}) = \frac{\phi}{\phi + \varphi} (D_{it}^* - D_{it-1})$$

$$D_{it} - D_{it-1} = \beta (D_{it}^* - D_{it-1}) \quad (3)$$

Trong đó β là tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu. Cộng thêm hằng số và phần sai số ε_{it} vào phương trình (3), chúng ta sẽ có mô hình điều chỉnh riêng phần như phương trình (1), hoặc dạng rút gọn như sau:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta Dev_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Trong đó, $Dev_{it} = D_{it}^* - D_{it-1}$. Trong phương trình (4) này, D_{it}^* là tỷ lệ nợ mục tiêu không thể quan sát trực tiếp được, D_{it}^* là giá trị tiên lượng (fitted value) được xác định từ hàm số các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp tác động đến cấu trúc vốn như sau:

$$D_{it} = \lambda X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Trong đó D_{it} là tỷ lệ nợ của doanh nghiệp, X_{it} là vector tập hợp các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Sau đây là phần mô tả các biến phụ thuộc và biến giải thích.

Tỷ lệ nợ: Trong các nghiên cứu trước, tỷ lệ nợ thường được đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản, cách đo lường này đại diện cho những gì thuộc về cổ đông trong trường hợp công ty thanh lý. Tuy nhiên, cách đo lường này bao gồm cả các khoản nợ hoạt động, vì thế cách đo lường này không đánh giá đúng các khoản nợ liên quan đến hoạt động tài trợ của doanh nghiệp. Cách thứ hai, tỷ lệ nợ đo lường bằng tổng nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn trên tổng vốn (total capital), tổng vốn bằng tổng nợ vay cộng vốn chủ sở hữu. Đây là cách đo lường tốt nhất, nó phản ánh hoạt động tài trợ của doanh nghiệp.

Một vấn đề đặt ra nữa đó là đo lường tỷ lệ nợ theo giá trị sổ sách hay theo giá trị thị trường. Theo Fama và French (2002) hầu hết các dự báo lý thuyết đều áp dụng cho giá trị sổ sách của nợ vay. Thies và Klock (1992) cho rằng sử dụng giá trị sổ sách của nợ vay sẽ phản ánh tốt hơn tỷ lệ nợ mục tiêu của doanh nghiệp, bởi vì giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu còn phụ

thuộc vào các yếu tố khác ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp, và có thể không đo lường chính xác tỷ lệ nợ. Ví dụ, nếu sử dụng giá trị thị trường, khi giá cổ phiếu giảm sẽ làm tăng tỷ lệ nợ mặc dù trong thực tế là mức nợ vay không đổi. Tại Việt Nam giá thị trường của cổ phiếu biến động mạnh, bị làm giá nên không phản ánh đúng thực tế của doanh nghiệp.

Từ những phân tích trên, trong nghiên cứu này tỷ lệ nợ được xác định bằng giá trị sổ sách tổng nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn trên tổng nguồn vốn.

Các biến giải thích bao gồm:

Lợi ích thuế phi nợ vay - NDTs (Non – debt tax shields): Lợi ích của việc sử dụng nợ vay là làm giảm thuế thu nhập công ty phải nộp. Nghiên cứu của DeAngelo và Masulis (1980) xem xét tác động của thuế đến quyết định tài trợ thông qua lợi ích thuế phi nợ vay. Theo đó, công ty có thể sử dụng cái yếu tố phi lãi vay như khấu hao, tín dụng ưu đãi thuế, nguồn quỹ hưu trí để làm giảm thuế thu nhập công ty phải trả. Do đó, công ty có tầm chắn thuế phi lãi vay càng cao thì càng ít sử dụng nợ (-). NDTs được đo lường bằng khấu hao/tổng tài sản.

Khả năng sinh lời - PRFT (profitability): Được đo lường bằng EBIT/tổng tài sản. Theo lý thuyết trật tự phân hạng thì các nhà quản lý thích tài trợ cho các dự án bằng nguồn vốn từ nội bộ hơn sau đó mới đến nguồn vốn từ bên ngoài. Ngoài ra, các công ty có lời không thích huy động thêm vốn chủ sở hữu nhằm tránh việc pha loãng quyền sở hữu. Điều này có nghĩa là các công ty có lời sẽ có tỷ lệ nợ vay thấp. Tuy nhiên, mô hình lý thuyết dựa trên thuế lại cho

rằng các công ty đang hoạt động có lời nên vay mượn nhiều hơn, khi các yếu tố khác không đổi, vì như vậy họ sẽ tận dụng được tầm chắn thuế nhiều hơn. Do vậy, về mặt lý thuyết lợi nhuận có tác động (+) hoặc (-) đến đòn bẩy tài chính.

Tài sản cố định hữu hình – TANG (Asset Tangibility): Được đo lường bằng tổng tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản. Theo các lý thuyết, tài sản cố định hữu hình có mối quan hệ tỷ lệ thuận (+) với đòn bẩy tài chính, bởi vì các chủ nợ thường đòi hỏi phải có thể chấp để đảm bảo cho các khoản vay. Hơn nữa, giá trị thanh lý của công ty cũng tăng lên khi có tài sản cố định hữu hình và làm giảm thiệt hại trong trường hợp công ty phá sản.

Thuế suất thực tế - Effective tax rate (Tax): Được đo lường bằng khoản thuế thu nhập công ty trên lợi nhuận hoạt động của công ty. Các công ty có mức thuế nộp cao sẽ sử dụng nhiều nợ vay để tận dụng tầm chắn thuế, do vậy thuế có quan hệ tỷ lệ thuận (+) với đòn bẩy tài chính.

Quy mô của công ty (Size): Được đo lường bằng giá trị logarith của doanh thu thuần. Theo Lý thuyết đánh đổi thì quy mô của công ty có mối quan hệ tỷ lệ thuận (+) với nợ vay, bởi vì các công ty lớn thường có rủi ro phá sản thấp và có chi phí phá sản thấp. Ngoài ra, các công ty lớn có chi phí vấn đề người đại diện của nợ vay (agency costs of debt) thấp, chi phí kiểm soát thấp, ít chênh lệch thông tin hơn so với các công ty nhỏ hơn, dòng tiền ít biến động, dễ dàng tiếp cận thị trường tín dụng, và sử dụng nhiều nợ vay hơn để có lợi nhiều hơn từ tầm

chấn thuế. Ngược lại, quy mô của doanh nghiệp có thể được xem như biến đại diện cho vấn đề chênh lệch thông tin giữa nhà quản lý và các nhà đầu tư bên ngoài. 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 (Rajan và Zingales, 1995). Điều này cho thấy giữa nợ vay và quy mô doanh nghiệp có quan hệ tỷ lệ nghịch (-).

Các cơ hội tăng trưởng - GROWTH (Growth opportunities): Các công ty có triển vọng tăng trưởng trong tương lai thường dựa vào tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Điều này có thể giải thích bằng thuyết chi phí vấn đề người đại diện (agency costs). Theo Myers (1984), nếu một công ty có đòn bẩy tài chính cao thì các cổ đông của công ty có khuynh hướng không đầu tư nhiều vào các dự án của công ty bởi vì lợi nhuận từ các khoản đầu tư này sẽ có lợi cho các chủ nợ hơn là cho các cổ đông. Những chi phí như vậy rất đáng kể, và nếu như vậy các công ty tăng trưởng cao với nhiều dự án sinh lời thường dựa vào vốn chủ sở hữu nhiều hơn nợ vay. Do vậy, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ tỷ lệ nghịch (-) với cơ hội tăng trưởng.

Tuy nhiên, theo lý thuyết POT của Myers và Majluf (1984) và Myers (1984) giữa tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ nợ có quan hệ dương (+). Đối với các công ty tăng trưởng cao, nguồn vốn nội sinh có thể không đủ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư của mình vì thế các doanh nghiệp này phải huy động thêm vốn từ bên ngoài. Theo lý thuyết POT, nếu phải huy động thêm

vốn từ bên ngoài thì các doanh nghiệp sẽ huy động nợ vay. Các cơ hội tăng trưởng được đo lường bằng chỉ đầu tư tài sản cố định/tổng tài sản.

Rủi ro - DR (risk). Theo các lý thuyết về tài chính thì các công ty có rủi ro cao sẽ có 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 (Liquidity): Tính thanh khoản của doanh nghiệp có tác động hỗn hợp đến cấu trúc vốn doanh nghiệp. Thứ nhất, các doanh nghiệp có tỷ lệ thanh khoản cao có thể sẽ 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 hơn 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 (Uniqueness): Đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp được đo lường bằng tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần (số liệu từ bảng báo cáo thu nhập). Các doanh nghiệp có các sản phẩm riêng biệt sẽ sử dụng ít nợ vay bởi vì trong trường hợp doanh nghiệp bị phá sản thì các doanh nghiệp này sẽ gặp khó khăn trong việc thanh lý tài sản. Vì vậy đặc điểm riêng của

tài sản doanh nghiệp sẽ tỷ lệ nghịch với nợ vay (-).

Tỷ lệ chi trả cổ tức - DIV (Dividend payout): Theo Jensen và Meckling (1976), cổ tức và nợ vay có thể được sử dụng thay thế cho nhau trong việc làm giảm thiểu vấn đề mâu thuẫn lợi ích người chủ - nhà quản lý (agency problem). Vì vậy, giữa cổ tức và nợ vay có quan hệ tỷ lệ nghịch (-) với nhau.

2.2. Mô hình điều chỉnh riêng phần tác động của các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu

Chi phí điều chỉnh tỷ lệ nợ của doanh nghiệp không chỉ phụ thuộc vào độ lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu của doanh nghiệp và vấn đề thặng dư/thâm hụt vốn (Byoun2008) mà còn phụ thuộc vào các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp như: lợi nhuận, các cơ hội tăng trưởng, tài sản cố định hữu hình, và quy mô của doanh nghiệp. Những yếu tố này đại diện cho mức độ trở ngại tài chính của doanh nghiệp cũng như yếu tố chi phí của việc điều chỉnh cấu trúc vốn, do vậy chúng cũng tác động đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ. Ví dụ, các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao thì sẽ có mức độ linh hoạt tài chính cao nên sẽ không gặp các trở ngại tài chính, các doanh nghiệp này có tỷ lệ nợ thấp và dễ dàng đáp ứng các nghĩa vụ nợ. Vì thế các doanh nghiệp này sẽ có chi phí điều chỉnh nợ thấp và ít lo lắng về vấn đề lệch nợ khỏi mục tiêu, đồng thời cũng sẽ ít điều chỉnh tỷ lệ nợ của mình.

Trở ngại tài chính nội sinh (internal financial constraints): Theo lý thuyết về trở ngại tài chính, các doanh nghiệp có lợi nhuận

cao thường có nhiều nguồn vốn nội sinh vì thế các doanh nghiệp này không gặp phải các trở ngại tài chính nội sinh và có thể huy động vốn với chi phí thấp. Ngoài ra, các doanh nghiệp này cũng tận dụng được lợi ích thuế từ nợ vay và giảm thiểu tác động thay thế tài sản. Từ đó có thể thấy rằng các doanh nghiệp có lợi nhuận cao linh hoạt về tài chính và có nhiều lợi ích trong việc điều chỉnh cấu trúc vốn vì thế các doanh nghiệp có lợi nhuận cao sẽ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu nhanh. Ngược lại, các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp sẽ bị giới hạn về nguồn vốn nội sinh. Do vậy, các doanh nghiệp này sẽ không ổn định về tài chính và gặp trở ngại tài chính nội sinh. Ngoài ra, theo lý thuyết POT và TOT động các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp thường có tỷ lệ nợ cao (Myers và Majluf (1984) và Strebulaev (2007)). Vì vậy, các doanh nghiệp này sẽ có chi phí khốn khó tài chính cao (do tỷ lệ nợ cao), và chi phí lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu cao và bị áp lực phải bù đắp nguồn vốn thiếu hụt nên các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp sẽ có tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn nhanh hơn.

Trở ngại tài chính ngoại sinh (external financial constraints): Khi doanh nghiệp điều chỉnh cấu trúc vốn cần phải phát hành chứng khoán, chi phí của việc huy động vốn từ bên ngoài (external financing) tác động đến quyết định điều chỉnh tỷ lệ nợ. Chi phí huy động vốn càng cao (trở ngại tài chính ngoại sinh) thì tốc độ điều chỉnh càng chậm. Do chi phí huy động vốn từ bên ngoài biến động theo vấn đề chênh lệch thông tin và khả năng tiếp cận thị trường vốn nên yếu tố này tác động đến quá trình điều

chính cấu trúc vốn. Để đánh giá tác động của yếu tố trở ngại tài chính đến tốc độ điều chỉnh nợ, chúng tôi sử dụng hai biến đo lường yếu tố trở ngại tài chính ngoại sinh là *tài sản cố định* và *quy mô* của doanh nghiệp (Almeida (2005)).

Tài sản cố định (Asset tangibility): Các doanh nghiệp có nhiều tài sản cố định tiếp cận được nguồn vốn dễ dàng hơn do các tài sản này được sử dụng để thế chấp khi vay nợ, vì thế các doanh nghiệp này có tốc độ điều chỉnh nợ nhanh. Ngoài ra, các doanh nghiệp có nhiều tài sản cố định thì tỷ lệ nợ cũng sẽ cao, vì thế các doanh nghiệp này cũng sẽ bị áp lực phải điều chỉnh nợ về mức mục tiêu nhanh hơn đặc biệt là khi các doanh nghiệp này có tỷ lệ nợ cao hơn mức mục tiêu. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp cũng sẽ cố gắng duy trì mức nợ của mình gần mức nợ mục tiêu bởi vì nếu tỷ lệ nợ cao sẽ khiến cho chi phí vay mượn sẽ đắt đỏ hơn. Vì vậy tác động của tài sản cố định đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ là không rõ ràng (có thể âm hoặc dương).

Quy mô doanh nghiệp (firm size): Các doanh nghiệp lớn thường có vấn đề chênh lệch thông tin thấp nên sẽ tiếp cận thị trường vốn dễ hơn, điều này có nghĩa là chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn sẽ thấp hơn các doanh nghiệp nhỏ, vì vậy các doanh nghiệp này sẽ có tốc độ điều chỉnh nợ nhanh hơn các doanh nghiệp nhỏ. Mặt khác, các doanh nghiệp lớn thường có dòng tiền ổn định, chi phí khốn khó tài chính thấp, và các doanh nghiệp lớn thường có các khoản nợ dài (nợ trái phiếu) nên sẽ tốn kém chi phí và gặp khó khăn trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ hơn so với các doanh nghiệp nhỏ chủ yếu vay

nợ ngân hàng, Vì vậy, các doanh nghiệp lớn ít có động lực và không bị áp lực từ bên ngoài trong việc phải điều chỉnh cấu trúc vốn nên tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục thấp (Flannery và Rangan (2006)).

Yếu tố đặc trưng cuối cùng của doanh nghiệp có tác động đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của doanh nghiệp là *các cơ hội tăng trưởng (growth opportunities)* được đo lường bằng tỷ lệ chi đầu tư tài sản cố định/tổng tài sản. Các doanh nghiệp có ít cơ hội tăng trưởng thường là các doanh nghiệp lâu đời, hoạt động ổn định và có dòng tiền tự do nhiều. Những doanh nghiệp này dễ dàng tiếp cận thị trường vốn bởi vì ít bị vấn đề chênh lệch thông tin, nên các doanh nghiệp này dễ dàng thay đổi cấu trúc vốn của mình với chi phí thấp. Ngoài ra để kiểm soát vấn đề dòng tiền tự do, các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng thấp thường có khuynh hướng sử dụng nhiều nợ vay, điều này khiến cho chi phí khốn khó tài chính của doanh nghiệp tăng lên và các doanh nghiệp này bị áp lực phải điều chỉnh về tỷ lệ nợ mục tiêu. Do vậy, các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng thấp sẽ có tốc độ điều chỉnh nợ về mục tiêu nhanh hơn. Từ phương trình (3) và (4), với những phân tích ở trên, mô hình phân tích các yếu tố đặc trưng tác động đến tốc độ điều chỉnh nợ của doanh nghiệp có dạng như sau:

$$\Delta D_{it} = \gamma_1 + a_1 Dev_{it} D_{it}^H + a_2 Dev_{it} D_{it}^L + v_{it} \quad (6)$$

$$\Delta D_{it} = \gamma_2 + (b_1 D_{it}^L + b_2 D_{it}^H) Dev_{it} D_{it}^a + (b_3 D_{it}^L + b_4 D_{it}^H) Dev_{it} D_{it}^b + \psi_{it} \quad (7)$$

$$\Delta D_{it} = \gamma_3 + (b_5 D_{it}^L + b_6 D_{it}^H) Dev_{it} D_{it}^s + (b_7 D_{it}^L + b_8 D_{it}^H) Dev_{it} D_{it}^d + \omega_{it} \quad (8)$$

Trong đó: D_{it}^L là biến giả có giá trị bằng 1 nếu công ty i tại thời điểm $t-1$ có khả năng sinh lời thấp, tỷ lệ chi trả cổ tức thấp, tốc độ tăng trưởng thấp, tỷ lệ tài sản cố định thấp và có quy mô nhỏ, ngược lại có giá trị bằng 0. D_{it}^H là biến giả có giá trị bằng 1 nếu công ty i tại thời điểm $t-1$ có khả năng sinh lời cao, tỷ lệ chi trả cổ tức cao, tốc độ tăng trưởng thấp, tỷ lệ tài sản cố định cao và có quy mô lớn, ngược lại có giá trị bằng 0¹. D_{it}^a 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_{it}^b 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.

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.

Theo Shyam-Sunder và Myers (1999) và Frank và Goyal (2003), mức thặng dư và thâm hụt vốn của doanh nghiệp được xác định như sau:

$$CF_{it} = DIV_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} - OCF_{it} = ND_{it} + NE_{it} \quad (10)$$

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.

3. MÔ TẢ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP ƯỚC LƯỢNG MÔ HÌNH

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu phân tích được thu thập từ thông tin tài chính của 187 doanh nghiệp sản xuất công nghiệp (không bao gồm các doanh nghiệp sản xuất cung cấp điện, nước, và khí đốt) niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong 4 năm từ 2007 đến 2010. Dữ liệu quan sát có dạng bảng với số liệu 187 doanh nghiệp trong bốn năm (2007-2010), bộ dữ liệu có tổng là 748 quan sát. Bảng 1 bên dưới khái quát thông kê về cấu trúc vốn và các nhân tố ảnh hưởng. Tỷ lệ nợ vay trung bình của các công ty sản xuất công nghiệp niêm yết là 35,1%, tuy nhiên tỷ lệ nợ tương đối khác biệt giữa các doanh nghiệp với độ biến thiên của nợ tương đối lớn với độ lệch chuẩn là 26,1%. Tỷ lệ tài sản cố định của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết là 23,3%. Khả năng sinh lời bình quân của các doanh nghiệp Việt Nam 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 (đo lường rủi ro) bình quân là 18%. Cuối cùng đó là mức thuế suất thực tế của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết là 10,3%, thấp hơn rất nhiều so với mức thuế thu nhập doanh nghiệp chính thức là 25%, điều này có nghĩa là các doanh nghiệp này đang được hưởng các ưu đãi về thuế.

¹ Chúng tôi sử dụng các biến đặc trưng của doanh nghiệp có độ trễ bậc 1 để tránh tình huống các biến này tác động đến cấu trúc vốn mục tiêu của doanh nghiệp ở bước ước lượng thứ nhất (phương trình (5)), điều này tạo ra vấn đề nội lập (endogeneity) khi ước lượng các mô hình (6), (7) và (8).

Bảng 1. Khái quát thống kê mô tả tỷ lệ nợ và các nhân 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

Một vấn đề thường gặp phải trong việc ước lượng mô hình hồi quy bội đó là đa cộng tuyến (multicollinearity). Nếu tồn tại đa cộng tuyến sẽ làm cho kết quả ước lượng không còn chính xác. Để phát hiện vấn đề đa cộng tuyến, quy tắc kinh nghiệm là khi hệ số nhân tử phóng đại phương sai – VIF (variance – inflating factor) $> 10 \Leftrightarrow$ hệ số tương quan giữa các biến độc lập > 0.9 thì mức độ đa cộng tuyến được xem là cao. Giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình nằm trong khoảng 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.

3.2. Phương pháp ước lượng mô hình

Để thực hiện nghiên cứu này chúng tôi sử dụng phương pháp ước lượng hai bước. Bước thứ nhất, chúng tôi ước lượng phương trình (5) để tìm cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp. Sau đó, tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu của các doanh nghiệp sẽ được ước lượng thông qua các phương trình (6), (7), (8). Phương pháp ước lượng cho dữ liệu bảng được sử dụng là phương pháp bình phương tối thiểu (OLS), mô hình những tác động ngẫu nhiên - REM (random effect model) và mô

hình những ảnh hưởng cố định - FEM (fixed effects model). Tuy nhiên, do dữ liệu bảng sử dụng trong nghiên cứu này gồm có dữ liệu của 187 doanh nghiệp trong 4 năm. Do số liệu chuỗi thời gian quá ngắn so với dữ liệu bảng chéo, kết quả ước lượng tác động cố định sẽ phụ thuộc vào tác động cố định nên kết quả có thể không thích hợp. Vì thế, trong nghiên cứu này chúng tôi sử dụng phương pháp ước lượng tác động ngẫu nhiên 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.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

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

Bảng 2 bên dưới trình bày kết quả ước lượng mô hình các tác động ngẫu nhiên cho mô hình các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn mục tiêu đã trình bày ở phương trình (5). Kết quả kiểm định F (p-value = 0) và kiểm định Hausman (p-value = 1 $> 0,05$) cho thấy mô hình có ý nghĩa thống kê và phương pháp ước lượng các tác động ngẫu nhiên là phù hợp. Kết quả ước lượng cho thấy tất cả các biến giải thích đều có ý nghĩa thống kê trừ hai biến lợi ích từ thuế phi

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.

nợ vay (NDTS) và biến đặc điểm riêng của doanh nghiệp (UNIQU).

Tài sản cố định (TANG): Kết quả ước lượng cho thấy 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 điều phù hợp với các kết luận của lý thuyết TOT, POT và lý thuyết người chủ - người quản lý (Agency theory) về vai trò của tài sản cố định trong việc vay nợ.

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 TOT là các doanh nghiệp có lợi ích từ thuế phi nợ vay lớn thì tỷ lệ nợ sẽ thấp, tuy nhiên biến này là 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 POT là để tránh vấn đề đầu tư không hợp lý (underinvestment).

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Quy mô của doanh nghiệp được đo lường bằng logarithm của doanh thu có quan hệ dương với tỷ lệ nợ vay với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả này phù hợp với lý thuyết TOT, điều này cho thấy khả năng vay mượn của các doanh nghiệp sản phẩm tại Việt Nam phụ thuộc vào rủi ro phá sản của doanh nghiệp. Kết quả này ủng hộ cho quan điểm các doanh nghiệp lớn khả năng phá sản thấp nên dễ dàng đi vay hơn.

Rủi ro (DR): Kết quả cho thấy giữa rủi ro và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có quan hệ dương với mức ý nghĩa thống kê 1%. Kết quả này phù hợp với lập luận của Hsia (1981) và hoàn toàn

trái ngược với lý thuyết TOT. Tuy nhiên, kết quả này có thể giải thích giai đoạn nghiên cứu (2007-2010) là giai đoạn chính phủ có các biện pháp kích cầu để phục hồi nền kinh tế sau khủng hoảng.

Thuế (TAX): Thuế và tỷ lệ nợ có quan hệ tỷ lệ nghịch, điều này ngược với lập luận của lý thuyết TOT 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%. Kết quả này khẳng định giả thiết các doanh nghiệp có nhiều tài sản thanh khoản cao sẽ sử dụng các tài sản này để tài trợ cho các hoạt động của mình. Tuy nhiên, hệ số này lại không cao (gần bằng không), 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 (UNIQU): 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 các nghiên cứu trước.

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.

Bảng 2. Tác động của các nhân tố đến cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết (phương trình (5))

	Dấu kỳ vọng	Hệ số (Coefficient)
C (Hệ số chặn)		-0.306**
TANG	+	0.105*
NDTS	-	-0.063
PRFT	+/-	-0.604**
SIZE	+/-	0.057**
DR	-	0.012**
TAX	+	-0.269**
LIQ	-/+	-0.00076**
UNIQUE	-	0.010
DIV	-	-0.195*
GROWTH	-/+	0.105**
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%.

4.2. Tác động các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu: Trong phần này chúng tôi sẽ trình bày kết quả ước lượng ba phương trình (6), (7) và (8) về tác động của độ lệch tỷ lệ nợ mục tiêu, thặng dư/thâm hụt vốn và các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết.

4.2.1. Trở ngại tài chính nội sinh và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ: Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng phương trình (6), (7) và (8) tốc độ

điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu khi doanh nghiệp có lợi nhuận cao hoặc thấp. Kết quả cột (1) cho thấy các doanh nghiệp có lợi nhuận cao có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ (0,75) nhanh hơn so với các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp (0.652). Kết quả này phù hợp với luận cứ trở ngại tài chính là các doanh nghiệp có lợi nhuận cao sẽ linh hoạt về tài chính, có chi phí giao dịch thấp nên tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu sẽ nhanh hơn các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp. Kết quả này ngược với giả thiết chúng tôi đề cập ở trên, các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp thường có khuynh hướng sử dụng nhiều nợ và tỷ lệ nợ nhiều khả năng sẽ cao nên chi phí khôn khó tài chính sẽ cao nên các doanh nghiệp này sẽ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu nhanh.

Cột (2) trình bày cơ chế điều chỉnh tỷ lệ nợ khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao/thấp và/hoặc có lợi nhuận cao/thấp. Trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mục tiêu, doanh nghiệp có lợi nhuận cao có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ (0,818) nhanh hơn so với doanh nghiệp có lợi nhuận thấp (0,693) và có ý nghĩa thống kê (kiểm định F [(1) và (2)]). Kết quả này cho thấy khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao thì các doanh nghiệp có lợi nhuận cao sẽ điều chỉnh giảm nợ dễ dàng hơn so với các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp. Ngược lại, trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp thì tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ giữa doanh nghiệp có lợi nhuận cao và thấp là không khác nhau (kiểm định F [(3) và (4)]). Điều này có thể giải thích là do khi các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp thì họ không bị áp lực về việc điều chỉnh tỷ lệ nợ bất kể tình trạng lợi nhuận của mình như thế nào.

Bảng 3. Lợi nhuận và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu (phương trình (6), (7) và (8))

	(1)	(2)	(3)
	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)
C (Hệ số chặn)	0.0042	0.016	0.006
$Dev_{it}.D^{LP}$ (1)	0.652 [*]		
$Dev_{it}.D^{HP}$ (2)	0.750 [*]		
$Dev_{it}.D^a. D^{LP}$ (1)		0.693 [*]	
$Dev_{it}.D^a. D^{HP}$ (2)		0.818 [*]	
$Dev_{it}.D^b. D^{LP}$ (3)		0.578 [*]	
$Dev_{it}.D^b. D^{HP}$ (4)		0.648 [*]	
$Dev_{it}.D^s. D^{LP}$ (1)			0.564 [*]
$Dev_{it}.D^s. D^{HP}$ (2)			0.694 [*]
$Dev_{it}.D^d. D^{LP}$ (3)			0.710 [*]
			(13.39)
$Dev_{it}.D^d. D^{HP}$ (4)			0.802 [*]
Adjusted R2	0.454	0.462	0.463
F-statistic [(1) và (2)]	232	82.28	214
(p- value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
F-statistic [(3) và (4)]		2.27	0.316
(p- value)		(0.133)	(0.574)
F-statistic [(1) và (3)]		72.38	144
(p- value)		(0.000)	(0.000)
F-statistic [(2) và (4)]		0.67	20.37
(p- value)		(0.413)	(0.000)
Hausman test (P-value)	5.37	0.00	0.00
	(0.0683)	(1.000)	(1.000)

Các ký hiệu * chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. D^{LP} (D^{HP}) là biến giả có giá trị bằng 1 nếu lợi nhuận năm trước nhỏ hơn (lớn hơn) giá trị trung vị của lợi nhuận. Kiểm định F trình bày kết quả kiểm định với giả thiết là các hệ số ước lượng trong từng cặp tình huống là bằng nhau.

Cột (3) xem xét tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư/thâm hụt vốn và/hoặc có lợi nhuận cao/thấp. Trong trường hợp thâm hụt vốn, doanh nghiệp có lợi nhuận cao và thấp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu không khác nhau (kiểm định F [(3) và (4)]). Ngược lại, trong trường hợp thặng dư vốn, doanh nghiệp có lợi nhuận cao có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu (0,694) nhanh hơn so với doanh nghiệp có lợi nhuận thấp (0,594) và có ý nghĩa thống kê (kiểm định F [(1) và (2)]). Kết quả này cho thấy, trong trường hợp thâm hụt vốn thì các doanh nghiệp bị áp lực phải điều chỉnh tỷ lệ nợ của mình bất kể tình hình lợi nhuận của mình như thế nào. Trong

trường hợp thặng dư vốn thì các doanh nghiệp ít bị áp lực hơn trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu vì thế lợi nhuận có tác động đáng kể và có ý nghĩa thống kê đến tốc độ điều chỉnh nợ. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy phương pháp ước lượng mô hình tác động ngẫu nhiên là phù hợp. Tóm lại, kết quả trên cho thấy lợi nhuận đóng vai trò quan trọng trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp, trong đó doanh nghiệp có lợi nhuận cao sẽ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ nhanh hơn so với doanh nghiệp có lợi nhuận thấp. Tuy nhiên, trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp và thâm hụt nguồn vốn

thì tác động của lợi nhuận đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ là không đáng kể.

4.2.2. Trở ngại tài chính ngoại sinh và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ

4.2.2.1. Tài sản cố định

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng phương trình (6), (7) và (8) tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu khi doanh nghiệp có tài sản cố định cao hoặc thấp. Kết quả cột (1) phù hợp với giả thiết các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp sẽ quan tâm nhiều đến độ lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu, theo đó các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu (0,741) nhanh hơn so với các doanh nghiệp có tài sản cố định cao (0,676). Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Flannery và Rangan (2006), các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp sẽ quan tâm đến độ lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu do các doanh nghiệp này chịu mức lãi vay cao hơn và doanh nghiệp này sẽ có giá trị thấp khi bị thanh lý. Điều này giải thích tại sao các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp lại nhanh chóng điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu. Tuy nhiên, kết quả này không phù hợp với lập luận của giả thiết trở ngại tài chính mà theo đó các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp sẽ khó tiếp cận với thị trường vốn nên sẽ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ chậm.

Kết quả ở cột (2) cho thấy trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mục tiêu thì doanh nghiệp có tài sản cố định thấp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ (0,803) nhanh hơn so với doanh nghiệp có tài sản cố định cao (0,717) và có ý nghĩa thống kê (kiểm định F [(1) và (2)]). Ngược lại, trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu thì không có sự khác biệt thống kê về tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ giữa 2 nhóm doanh nghiệp có tài sản cố định cao và thấp (kiểm định F [(3) và (4)]). Tóm lại, kết quả này cho thấy rằng các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp thường điều chỉnh tỷ lệ nợ của mình về mục tiêu nhanh hơn bất kể độ lệch tỷ lệ nợ của mình như thế nào. Khi doanh nghiệp thặng dư vốn, kết quả cột (3) cho thấy tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có tài sản cố định thấp (0,672) nhanh hơn so với doanh nghiệp có tài sản cố định cao (0,623) và có ý nghĩa thống kê (kiểm định F [(1) và (2)]). Tương tự như vậy trong trường hợp thâm hụt vốn, doanh nghiệp có tài sản cố định thấp có tốc độ điều chỉnh nhanh (0,787) hơn doanh nghiệp có tài sản cố định cao (0,719) và có ý nghĩa thống kê (kiểm định F [(3) và (4)]). Kết quả kiểm định Hausman cho thấy phương pháp ước lượng mô hình tác động ngẫu nhiên là phù hợp.

Bảng 4. Tài sản cố định và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu (phương trình (6), (7) và (8))

	(1)	(2)	(3)
	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)
C (Hệ số chặn)	0.004	0.014	0.005
$Dev_{it} D^{LTANG}$ (1)	0.741*		
$Dev_{it} D^{HTANG}$ (2)	0.676*		
$Dev_{it} D^a D^{LTANG}$ (1)	(10.18)	0.803*	

$Dev_{it}.D^a. D^{HTANG}$ (2)		0.717*	
$Dev_{it}.D^b. D^{LTANG}$ (3)		0.63*	
$Dev_{it}.D^b. D^{HTANG}$ (4)		0.608*	
$Dev_{it}.D^s. D^{LTANG}$ (1)			0.672*
$Dev_{it}.D^s. D^{HTANG}$ (2)			0.623*
$Dev_{it}.D^d. D^{LTANG}$ (3)			0.787*
$Dev_{it}.D^d. D^{HTANG}$ (4)			0.719*
Adjusted R2	0.451	0.455	0.459
F-statistic [(1) và (2)]	231	61.82	140
(p- value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
F-statistic [(3) và (4)]		0.254	102
(p- value)		(0.614)	(0.000)
F-statistic [(1) và (3)]		84.54	174
(p- value)		(0.000)	(0.000)
F-statistic [(2) và (4)]		0.977	18.26
(p- value)		(0.323)	(0.000)
Hausman test (P-value)	0.00	0.00	0.00
	(1.000)	(1.000)	(1.000)

Các ký hiệu * chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. D^{LTANG} (D^{HTANG}) là biến giả có giá trị bằng 1 nếu giá trị tài sản cố định năm trước nhỏ hơn (lớn hơn) giá trị trung vị của tài sản cố định. Kiểm định F trình bày kết quả kiểm định với giả thiết là các hệ số ước lượng trong từng cặp tình huống là bằng nhau.

4.2.2.2. Quy mô doanh nghiệp

Bảng 5 trình bày tác động của quy mô doanh nghiệp đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ. Kết quả cột (1) cho thấy ngược với lập luận của giả thiết trở ngại tài chính là các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu nhanh hơn các doanh nghiệp nhỏ bởi vì các doanh nghiệp lớn tiếp cận thị trường vốn dễ hơn và có chi phí điều chỉnh thấp hơn. Tuy nhiên, kết quả này phù hợp với giả thiết chúng tôi đưa ra ở trên là các doanh nghiệp lớn có lợi nhuận ổn định và chi phí phá sản thấp. Ngoài ra, các doanh nghiệp lớn cũng sẽ gặp khó khăn trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ nếu các doanh nghiệp này có các khoản nợ đại chúng (qua phát hành trái phiếu) (Flannery và Rangan (2006)).

Kết quả ở cột (2) cho thấy trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mục tiêu thì doanh nghiệp có quy mô nhỏ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ (0,603) nhanh hơn so với doanh nghiệp có tài sản cố định thấp (0,573) và có ý

nghĩa thống kê (kiểm định F [(1) và (2)]).

Ngược lại, trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu thì không có sự khác biệt thống kê về tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ giữa 2 nhóm doanh nghiệp có quy mô lớn và nhỏ (kiểm định F [(3) và (4)]).

Cột (3) trình bày tác động của quy mô doanh nghiệp đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư/thâm hụt vốn. Trong trường hợp doanh nghiệp thặng dư vốn thì doanh nghiệp có quy mô nhỏ có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ nhanh hơn so với doanh nghiệp có quy mô lớn và có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F [(1) và (2)]). Kết quả ước lượng cũng tương tự như vậy trong trường hợp doanh nghiệp thâm hụt vốn. Tóm lại, kết quả này cho thấy các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và thâm hụt vốn thường có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ nhanh nhất trong bốn nhóm công ty. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy phương pháp ước lượng mô hình tác động ngẫu nhiên là phù hợp.

Bảng 5. Quy mô doanh nghiệp và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu (phương trình (6), (7) và (8))

	(1)	(2)	(3)
	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)
C (Hệ số chặn)	0.008	0.023	0.009
$Dev_{it} \cdot D^{LSIZE}$ (1)	0.548*		
$Dev_{it} \cdot D^{HSIZE}$ (2)	0.47*		
$Dev_{it} \cdot D^a \cdot D^{LSIZE}$ (1)		0.603*	
$Dev_{it} \cdot D^a \cdot D^{HSIZE}$ (2)		0.573*	
$Dev_{it} \cdot D^b \cdot D^{LSIZE}$ (3)		0.435*	
$Dev_{it} \cdot D^b \cdot D^{HSIZE}$ (4)		0.351*	
$Dev_{it} \cdot D^c \cdot D^{LSIZE}$ (1)			0.46*
$Dev_{it} \cdot D^c \cdot D^{HSIZE}$ (2)			0.434*
$Dev_{it} \cdot D^d \cdot D^{LSIZE}$ (3)			0.635*
$Dev_{it} \cdot D^d \cdot D^{HSIZE}$ (4)			0.486*
Adjusted R2	0.323	0.332	0.334
F-statistic [(1) và (2)] (p- value)	135 (0.000)	91.46 (0.000)	1069 (0.000)
F-statistic [(3) và (4)] (p- value)		0.973 (0.324)	44.49 (0.000)
F-statistic [(1) và (3)] (p- value)		119 (0.000)	55.25 (0.000)
F-statistic [(2) và (4)] (p- value)		1.212 (0.271)	13.94 (0.000)
Hausman test (P-value)	0.13 (0.934)	0.00 (1.000)	0.00 (1.000)

Các ký hiệu * chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. D^{LSIZE} (D^{HSIZE}) là biến giả có giá trị bằng 1 nếu quy mô năm trước nhỏ hơn (lớn hơn) giá trị trung vị của quy mô. Kiểm định F trình bày kết quả kiểm định với giả thiết là các hệ số ước lượng trong từng cặp tình huống là bằng nhau.

4.2.3. Cơ hội tăng trưởng và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ

Bảng 6 trình bày kết quả ước lượng tác động của cơ hội tăng trưởng đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp. Kết quả cột (1) cho thấy các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng thấp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ (0,712) nhanh hơn so với các doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng cao (0,698). Kết quả này phù hợp với giả thiết các doanh nghiệp tăng trưởng thấp thường là các doanh nghiệp lâu đời, có thể tiếp cận thị trường vốn dễ dàng nên chi phí điều chỉnh nợ thấp. Kết quả ở cột (2) cho thấy trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mục tiêu thì doanh nghiệp tăng trưởng thấp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ (0,783) nhanh hơn

so với doanh nghiệp tăng trưởng cao (0,731) và có ý nghĩa thống kê (kiểm định F[(1) và (2)]). Ngược lại, trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu thì không có sự khác biệt thống kê về tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ giữa 2 nhóm doanh nghiệp tăng trưởng cao và thấp (kiểm định F [(3) và (4)]). Kết quả này cho thấy trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu thì cơ hội tăng trưởng không tác động đến việc điều chỉnh tỷ lệ nợ. Cột (3) trình bày tác động của cơ hội tăng trưởng đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư/thâm hụt vốn. Trong trường hợp doanh nghiệp thặng dư vốn thì doanh nghiệp tăng trưởng thấp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ thấp hơn so với doanh nghiệp

tăng trưởng cao và có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F[(1) và (2)]). Điều này cho thấy, khi doanh nghiệp thặng dư vốn thì cơ hội tăng trưởng không tác động đến vấn đề điều chỉnh tỷ lệ của doanh nghiệp. Trong trường hợp doanh nghiệp thâm hụt vốn thì kết quả kiểm định F (3) và (4) cho thấy không có sự khác biệt trong tỷ lệ điều chỉnh nợ của 2 nhóm doanh nghiệp

tăng trưởng cao và thấp. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy phương pháp ước lượng mô hình tác động ngẫu nhiên là phù hợp.

Tóm lại, kết quả này cho thấy cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của doanh nghiệp trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn so với mức mục tiêu.

Bảng 6. Cơ hội tăng trưởng và tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu (phương trình (6), (7) và (8))

	(1)	(2)	(3)
	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)	Hệ số (Coefficient)
C (Hệ số chặn)	0.004	0.016	0.005
$Dev_{it}.D^{LGROWTH}$ (1)	0.712*		
$Dev_{it}.D^{HGROWTH}$ (2)	0.698*		
$Dev_{it}.D^a. D^{LGROWTH}$ (1)		0.783*	
$Dev_{it}.D^a. D^{HGROWTH}$ (2)		0.731*	
$Dev_{it}.D^b. D^{LGROWTH}$ (3)		0.613*	
$Dev_{it}.D^b. D^{HGROWTH}$ (4)		0.623*	
		(8.65)	
$Dev_{it}.D^c. D^{LGROWTH}$ (1)			0.637*
$Dev_{it}.D^c. D^{HGROWTH}$ (2)			0.652*
$Dev_{it}.D^d. D^{LGROWTH}$ (3)			0.764*
$Dev_{it}.D^d. D^{HGROWTH}$ (4)			0.731*
Adjusted R2	0.451	0.454	0.454
F-statistic [(1) và (2)]	230	132	250
(p- value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
F-statistic [(3) và (4)]		0.763	1.89
(p- value)		(0.382)	(0.169)
F-statistic [(1) và (3)]		37.25	71.63
(p- value)		(0.000)	(0.000)
F-statistic [(2) và (4)]		3.71	37.27
(p- value)		(0.055)	(0.000)
Hausman test (P-value)	0.00	0.00	0.00
	(1.000)	(1.000)	(1.000)

Các ký hiệu * chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. $D^{LGROWTH}$ ($D^{HGROWTH}$) là biến giả có giá trị bằng 1 nếu cơ hội đầu tư năm trước nhỏ hơn (lớn hơn) giá trị trung vị của cơ hội đầu tư. Kiểm định F trình bày kết quả kiểm định với giả thiết là các hệ số ước lượng trong từng cặp tình huống là bằng nhau.

Các kết quả nghiên cứu ở trên cho thấy các yếu tố lợi nhuận, tài sản cố định, quy mô của doanh nghiệp và các cơ hội tăng trưởng tác động đến việc điều chỉnh cấu trúc vốn của các doanh nghiệp, tuy nhiên, cho kết quả nghiên cứu không thống nhất với luận cứ của lý thuyết trở ngại tài chính. Cụ thể là, các yếu tố đặc trưng này của doanh nghiệp làm cho tốc độ

điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp chậm hơn. Khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hoặc thặng dư vốn thì tác động của các yếu tố này đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ là có ý nghĩa và phù hợp về mặt lý thuyết. Tuy nhiên, tác động của các yếu tố này đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp là không rõ ràng hoặc không có ý nghĩa thống kê.

5. KẾT LUẬN

Nội dung chính của nghiên cứu này là đo lường tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của các doanh nghiệp là khác nhau và phụ thuộc vào các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp đại diện cho chi phí của độ lệch khỏi tỷ lệ nợ mục tiêu và chi phí điều chỉnh tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp này. Theo đó, các doanh nghiệp có lợi nhuận cao, tài sản cố định thấp, quy mô lớn và tăng trưởng trưởng thấp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu nhanh, tuy nhiên, một số kết quả này trái ngược với lập luận của lý thuyết trở ngại tài chính. Khi xem xét tương tác các yếu tố này với tình hình nợ của doanh nghiệp (cao/thấp hơn tỷ lệ nợ mục tiêu) và tình hình tài chính của doanh nghiệp (thặng dư/thâm hụt vốn) thì kết quả cho thấy tác động của các yếu tố đặc thù này có ý nghĩa thống kê trong các trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hơn mục tiêu và/hoặc doanh nghiệp thặng dư vốn (doanh nghiệp có dòng tiền dương), còn trường hợp tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu và/hoặc thiếu hụt vốn (doanh nghiệp có dòng tiền âm) thì kết quả ít có nghĩa hơn. Tóm lại, kết quả này cho thấy khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao và thặng dư vốn cùng các yếu tố đặc thù của doanh nghiệp có tác động quan trọng đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của doanh nghiệp. Nhìn chung, kết quả này phù hợp với lý thuyết động về các lợi ích bù trừ của nợ vay.

Từ kết quả nghiên cứu trên, chúng tôi đưa ra một số gợi ý như sau: - Kết quả nghiên cứu cho thấy khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp thì tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ giữa doanh nghiệp có lợi nhuận cao và thấp không có sự khác biệt. Vì thế, trong trường hợp khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp nhưng có mức sinh lời cao thì doanh nghiệp nên mạnh dạn tăng tỷ lệ nợ vay lên để tận dụng lợi ích từ thuế của nợ vay. Tương tự như vậy trong trường hợp doanh nghiệp thiếu hụt vốn thì tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ giữa doanh nghiệp có lợi nhuận cao và thấp không có sự khác biệt, vì vậy khi thiếu hụt vốn thì các doanh nghiệp có lợi nhuận cao nên tích cực vay nợ để tài trợ nguồn vốn thiếu hụt do các doanh nghiệp này tiếp cận vốn vay dễ hơn. - Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy trong trường hợp tỷ lệ nợ thấp và thiếu hụt vốn thì tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ giữa các doanh nghiệp có tài sản cố định nhiều và quy mô lớn với các doanh nghiệp có tài sản cố định thấp và quy mô nhỏ là không khác nhau. Vì thế trong trường hợp này, các doanh nghiệp này nên tích cực sử dụng nợ vay để tận dụng lợi ích thuế từ nợ vay nhiều hơn do các doanh nghiệp này không gặp trở ngại trong việc đi vay mượn. - Cuối cùng trong trường hợp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp và thâm hụt vốn thì các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao và thấp có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu không khác nhau. Vì thế gợi ý trong trường hợp này là các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao cần nhiều vốn nên tích cực sử dụng nợ vay để tài trợ cho nhu cầu mua sắm mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

**FIRM CHARACTERISTICS AND PARTIAL ADJUSTMENT TOWARD TARGET
CAPITAL STRUCTURE**

Tran Hung Son

University of Economics and Law, VNU-HCM

ABSTRACT: *The principal objective of this article is to investigate the adjustment process toward target capital structure and analyze the impact of well-know firm characteristic variables on the speed of adjustment toward target debt ratio. Specifically, firms that tend to undertake quick adjustment have high profitability, low growth opportunities, limited tangible assets and small size, and then suggest some implication for the target to maximize firm value.*

Key words: *Target capital structure, Trade off theory, pecking order theory, partial adjustment model, financial surplus/deficit, and financial constraint.*

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Byoun, S. *How and When Do Firms Adjust their Capital Structures toward Targets?*, Journal of Finance, 63 (2008), 3069-3098.
- [2]. Drobetz, W.; P. Pensa; and G. Wanzenried. *Firm Characteristics and Dynamic Capital Structure Adjustment*. Unpublished Manuscript, University of Hamburg (2006).
- [3]. Fama, E., and K. French. *Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*. Review of Financial Studies, 15 (2002), 1-33.
- [4]. Flannery, M., and K. Hankins. *A Theory of Capital Structure Adjustment Speed*. Unpublished Manuscript, University of Florida (2007).
- [5]. Flannery, M., and K. Rangan. *Partial Adjustment toward Target Capital Structures*. Journal of Financial Economics, 79 (2006), 469-506.
- [6]. Huang, R., and J. Ritter, 2009. *Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44 (2009), 237-271.
- [7]. Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal. *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*. Working paper 2007
- [8]. Shyam-Sunder, L. and S. Myers (1999). *Testing Static Tradeoff against the Pecking Order Models of Capital Structure*. Journal of Financial Economics, 51, pp 219-244.