

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

Nguyễn Thị Huyền Trang*, Trần Văn Tuyên**, Nguyễn Văn Điệp***

Ngày nhận: 12/4/2015

Ngày nhận bản sửa: 26/6/2015

Ngày duyệt đăng: 25/02/2016

Tóm tắt:

Nghiên cứu này phân tích tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của 202 doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 - 2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu trung bình của các doanh nghiệp này là 99,04%. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy việc thâm hụt và thặng dư nguồn vốn khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao hay thấp hơn so với mục tiêu có tác động đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp này.

Từ khóa: Cấu trúc vốn mục tiêu, thặng dư và thâm hụt vốn, tốc độ điều chỉnh, tỷ lệ nợ cao hay thấp

The speed of adjustment to the target capital structure of listed firms in Vietnam

Abstract:

Using a panel of 202 firms over the period 2008 – 2012, this paper studies capital structure adjustment speeds of Vietnamese listed enterprises. The estimation results show that the firm's speed of adjustment to the target average debt ratio is 99,04%. Moreover, the study finds that the adjustments occur when firms have above-target debt with a financial surplus or when they have below-target debt with a financial deficit. The results imply that firms move toward the target capital structure when they face a financial deficit/surplus.

Keywords: Target capital structure; financial surplus and deficit; speed of adjustment; high or low debt ratio.

1. Giới thiệu

Cấu trúc vốn là một trong những vấn đề cốt lõi trong lĩnh vực quản trị tài chính vì nó không chỉ tác động đến giá trị công ty mà còn ảnh hưởng đến các hoạt động khác của công ty và đã có rất nhiều nghiên cứu học thuật nhằm cung cấp, bổ sung và phát triển lý thuyết nhất là từ sau công trình nghiên cứu của Modigliani & Miller (1958). Nhiều lý thuyết về sự lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu cho công ty đã được xây dựng và hầu hết các nghiên cứu tập trung vào ba nhóm lý thuyết: lý thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn, lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ và lý thuyết định thời điểm thị trường của cấu trúc vốn.

Tuy nhiên, lý thuyết nào phản ánh tốt nhất quyết định về sự lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu của công ty vẫn là một vấn đề đang gây nhiều tranh cãi. Chẳng hạn, nghiên cứu của Flannery & 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 của Fama & French (2002), Kayhan & Titman (2007), Huang & Ritter (2009) thì cho thấy tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu là 7-17%/năm. Tuy nhiên, hạn chế của những nghiên cứu trên 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 cùng với sự thặng dư và thâm hụt vốn của doanh nghiệp cũng tác động đến tốc độ điều

chính tỷ lệ nợ về mức mục tiêu. Tại Việt Nam, nghiên cứu về cấu trúc vốn cũng đã được thực hiện khá nhiều. Nhưng đa phần các nghiên cứu này đều tiếp cận theo phương pháp phân tích mô hình cấu trúc vốn tĩnh hoặc đơn thuần chỉ xem xét các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn (nghiên cứu của Lê Đạt Chí, 2013) và chưa có nhiều nghiên cứu về vấn đề điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu tại Việt Nam. Vì thế, nghiên cứu này được thực hiện nhằm cung cấp thêm bằng chứng định lượng về quyết định lựa chọn cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu sẽ xem xét tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu cũng như phân tích sự điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu của các doanh nghiệp được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2008 - 2012.

2. Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết đánh đổi được đưa ra bởi Bradley và cộng sự (1984) cho rằng những doanh nghiệp có tài sản hữu hình an toàn và khả năng sinh lợi cao thì nên có tỷ lệ nợ mục tiêu cao. Ngược lại, các doanh nghiệp mà khả năng sinh lợi thấp và tài sản vô hình là chủ yếu thì nên lựa chọn một cấu trúc vốn với tỷ lệ nợ thấp.

Lý thuyết trật tự phân hạng được đưa ra bởi Myers & Majluf (1984) chủ yếu dựa trên mối quan tâm về việc bất cân xứng thông tin ảnh hưởng lên quyết định đầu tư và tài trợ của doanh nghiệp. Bởi vì các nhà quản lý có nhiều thông tin hơn những nhà đầu tư bên ngoài, đứng ở vị thế của những nhà đầu tư đang hiện hữu thì những nhà đầu tư mới yêu cầu một mức chiết khấu cao khi doanh nghiệp phát hành chứng khoán và điều này dẫn đến việc chi phí cho các nguồn tài trợ bên ngoài thì khá đắt đỏ. Chính vì vậy, khi doanh nghiệp có nhu cầu về vốn, họ thường sử dụng nguồn tài trợ nội bộ (lợi nhuận giữ lại) đầu tiên, sau đó là chứng khoán nợ và phát hành cổ phần thường mới là lựa chọn cuối cùng.

Theo Fama & French (2002) cho rằng các doanh nghiệp thường nhắm tới cấu trúc vốn mục tiêu của mình, nhưng do có sự hiện hữu của các chi phí khi điều chỉnh cấu trúc vốn, các doanh nghiệp không phản ứng ngay lập tức với các thay đổi khiến họ xa rời cấu trúc vốn mục tiêu. Vì thế chúng ta có thể thấy các khác biệt ngẫu nhiên trong các doanh nghiệp có cùng tỷ lệ nợ mục tiêu. Nghiên cứu của Drobetz & Wanzenried (2004) thấy rằng những công ty tăng trưởng nhanh và những công ty lệch xa khỏi cấu trúc vốn mục tiêu có tốc độ điều chỉnh

nhấn hơn. Nghiên cứu của Byoun (2008) thấy rằng hầu hết điều chỉnh xảy ra khi các doanh nghiệp có nợ trên mục tiêu với thặng dư vốn hoặc khi có nợ dưới mục tiêu với thâm hụt vốn. Những kết quả này cho thấy các công ty di chuyển tới cấu trúc vốn mục tiêu khi phải đối mặt với thâm hụt hoặc thặng dư vốn nhưng không giống như trong lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ.

Lê Đạt Chí (2013) đã xem xét những nhân tố giữ vai trò quan trọng trong quyết định cấu trúc vốn của các công ty tại Việt Nam trong giai đoạn 2007 – 2010, ngoài những nhân tố kinh tế vĩ mô (thuế, lạm phát), những nhân tố bên trong công ty (lợi tức, tăng trưởng) hay nhân tố ngành (đòn bẩy ngành) thì hành vi nhà quản trị tài chính cũng có ảnh hưởng đáng kể đến quyết định tài trợ nợ. Nghiên cứu cũng tiến hành kiểm định lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng để bổ sung cho việc phân tích và giải thích các nhân tố có ảnh hưởng nhiều nhất đến quyết định cấu trúc vốn của các công ty. Kết quả cho thấy rằng, lý thuyết trật tự phân hạng có tồn tại trong việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính. Ngược lại, lý thuyết đánh đổi thì không được tìm thấy trong nghiên cứu này.

Cũng tại Việt Nam, Võ Thị Quý (2014) đã thực hiện kiểm định lý thuyết cấu trúc vốn qua hành vi tài chính của 31 công ty bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán Tp.HCM trong giai đoạn 2007 – 2011. Kết quả cho thấy rằng các công ty bất động sản sử dụng nhiều nợ ngắn hạn, đồng thời kết quả cũng cho thấy lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng cùng tồn tại và giải thích cho hành vi tài chính của các công ty bất động sản. Tuy nhiên, lý thuyết đánh đổi giải thích tốt hơn.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn riêng phần

Mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn riêng phần về mục tiêu có dạng như sau (Byoun, 2008):

$$D_{it} - D_{it-1} = \left[\frac{D}{A} \right]_{it}^* A_{it} - D_{it-1} \quad (1)$$

Trong đó: D_{it} là tổng nợ tại thời điểm t , A_{it} là tổng tài sản tại thời điểm t , $\left[\frac{D}{A} \right]_{it}^*$ là tỷ lệ nợ mục tiêu tại thời điểm t .

Chia hai vế phương trình (1) cho A_{it} ta có:

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

Trong đó: $Dev_{it} = \left[\frac{D}{A} \right]_{it}^* - \frac{D_{it-1}}{A_{it}}$, β là tốc độ điều

chính, ε_{it} là sai số; $\left[\frac{D}{A}\right]_{it}^*$ là giá trị ước lượng được xác định từ hàm số các yếu tố đặc trưng của doanh nghiệp tác động đến cấu trúc vốn:

$$\left[\frac{D}{A}\right]_{it}^* = \lambda X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó: X_{it} là tập hợp các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Tỷ lệ nợ - LEV. Tỷ lệ nợ đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản. Đây là cách đo lường tốt nhất, phản ánh hoạt động tài trợ của doanh nghiệp (Thies & Klock, 1992).

Các biến giải thích bao gồm:

Tỷ lệ nợ trung bình ngành – MED. Theo Fama & French (2002), Byoun (2008) đòn bẩy trung bình ngành là nhân tố quan trọng của tỷ lệ đòn bẩy công ty. MED được đo lường bằng tỷ lệ nợ trung bình của mỗi ngành.

Thuế - TAX. 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 (Byoun, 2008). TAX được đo lường bằng: Thuế thu nhập doanh nghiệp/EBIT.

Khả năng sinh lời – PRFT. Nghiên cứu của Titman & Wessels (1988), Byoun (2008) 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 cấu trúc vốn lại cho rằng các công ty sinh lời cao nên vay mượn nhiều hơn để tận dụng được tấm chắn thuế nhiều hơn. PRFT được đo lường bằng: EBIT/Tổng tài sản.

Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản – MB. Theo lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với MB. Tuy nhiên, theo lý thuyết đánh đổi thì đòn bẩy tài chính có quan hệ dương (Fama & French, 2002). MB được đo lường: Giá trị thị trường / Giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Quy mô của công ty – SIZE. Theo lý thuyết đánh đổi, SIZE có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Ngược lại, theo lý thuyết trật tự phân hạng, 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. SIZE = Ln (Tổng tài sản)

Lợi ích thuế phi nợ vay – NDTs. NDTs được xem là hình thức thay thế cho lợi ích từ thuế của việc tài trợ bằng nợ vay. Theo DeAngelo & 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: Khấu hao/Tổng tài sản

Tài sản cố định - FA. Theo lý thuyết đánh đổi, FA có quan hệ tỷ lệ thuận với đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, Berger & Udell (1994) lại cho rằng doanh nghiệp có mối quan hệ thân thiết với các nhà tài trợ vốn thì có khả năng vay mượn mà không cần phải cung cấp nhiều bằng chứng thế chấp. Điều này hoàn toàn có thể xảy ra trong điều kiện thị trường của Việt Nam và các nước đang phát triển không có đủ minh bạch trên thị trường tài chính. FA được đo lường: Tài sản cố định/Tổng tài sản.

Đặc điểm riêng của doanh nghiệp – UNIQ. Theo Frank & Goyal (2007), các doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm riêng biệt hoặc hoạt động trong các ngành đặc thù sẽ sử dụng ít nợ vay. UNIQ có thể đo lường bằng tỷ lệ giá vốn hàng bán/tổng doanh thu thuần.

Tỷ lệ cổ tức – DIV. Theo Fama & French (2002), 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. DIV được đo lường bằng: Cổ tức/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. 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 (Huang & Ritter, 2009). Trong nghiên cứu này rủi ro được đo lường bằng: Lãi vay/EBIT.

3.2. 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 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 cấu trúc vốn mục tiêu như sau:

$$\frac{\Delta D_{it}}{A_{it}} = \alpha_1 + \beta_1 Dev_{it} D_{it}^a + \beta_2 Dev_{it} D_{it}^b + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Trong đó: 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.

3.3. 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 & Myers (1999), Frank & Goyal (2007) thì mức chênh lệch dòng tiền được xác định như sau:

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

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 cấu trúc vốn riêng phần trong trường hợp doanh nghiệp thặng dư và thâm hụt vốn:

$$\frac{\Delta D_{it}}{A_{it}} = \alpha_2 + \beta_3 Dev_{it} D_{it}^s + \beta_4 Dev_{it} D_{it}^d + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

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:

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

3.4. Mô hình điều chỉnh riêng phần tác động của thặng dư và thâm hụt vốn đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn

Theo Shyam-Sunder & Myers (1999), điều chỉnh

cấu trúc vốn mục tiêu bằng cách bù đắp thâm hụt hoặc thặng dư vốn từ nguồn vốn bên ngoài, và tốc độ điều chỉnh sẽ dựa vào nguồn tài chính bên ngoài hoặc thặng dư vốn hoặc khoảng cách giữa nợ hiện tại so với nợ mục tiêu. Phương trình xem xét điều chỉnh mục tiêu khi doanh nghiệp kiểm soát sự khác nhau giữa thâm hụt hoặc thặng dư vốn và lệch khỏi mục tiêu như sau:

$$\begin{aligned} \frac{\Delta D_{it}}{A_{it}} = & \alpha_5 + (\beta_9 D_{it}^s + \beta_{10} D_{it}^d) Dev_{it} D_{it}^a + (\beta_{11} D_{it}^s + \\ & + \beta_{12} D_{it}^d) Dev_{it} D_{it}^b + (\beta_{13} D_{it}^s D_{it}^a + \beta_{14} D_{it}^s D_{it}^b + \\ & + \beta_{15} D_{it}^d D_{it}^b) DIF_{it} D_{it}^{ev} + (\beta_{16} D_{it}^s D_{it}^a + \beta_{17} D_{it}^d D_{it}^a + \\ & + \beta_{18} D_{it}^d D_{it}^b) DIF_{it} D_{it}^{ef} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

Trong đó:

$$FDA_{it} = FD_{it}/A_{it}$$

$$FDA_{it} = Dev_{it} + (FDA_{it} - Dev_{it})$$

$$= Dev_{it} + DIF_{it} D_{it}^{ev} + DIF_{it} D_{it}^{ef}$$

$DIF_{it} = FDA_{it} - Dev_{it}$, đo lường thâm hụt hoặc thặng dư vốn vượt trội.

D_{it}^{ev} là biến giả bằng 1 nếu thâm hụt vốn vượt trội ($DIF_{it} > 0$) và ngược lại có giá trị bằng 0.

D_{it}^{ef} là biến giả bằng 1 nếu độ lệch vượt trội khỏi mục tiêu ($DIF_{it} < 0$) và ngược lại có giá trị bằng 0.

3.5. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện nghiên cứu này tác giả sử dụng phương pháp ước lượng hai bước: (a) Ước lượng phương trình (3) để tìm cấu trúc vốn mục tiêu của doanh nghiệp; (b) Ước lượng các phương trình (2), (4), (6), (7) và (8) để tìm tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mức mục tiêu.

Có hai phương pháp ước lượng tiếp cận dữ liệu bảng thường được sử dụng là: mô hình những tác động ngẫu nhiên – REM (Random Effect) và mô hình những ảnh hưởng cố định – FEM (Fixed Effect). Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng 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. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu phân tích được thu thập từ thông tin tài chính của 202 doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong 5 năm (2008 –

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

	LEV	MED	TAX	PRFT	MB	SIZE	NDTS	FA	UNIQUE	DIV	DR
Trung bình	0,50	0,50	0,13	0,11	0,94	27,41	0,03	0,28	0,77	0,03	2,25
Trung vị	0,53	0,49	0,12	0,10	0,89	27,31	0,02	0,24	0,82	0,02	0,16
Lớn nhất	0,94	0,71	0,92	0,75	3,01	30,58	0,26	0,97	3,91	0,76	2.044,28
Nhỏ nhất	0,00	0,08	-0,27	-0,51	0,23	21,87	0,00	0,00	-3,03	0,00	-22,51
Độ lệch chuẩn	0,21	0,10	0,10	0,10	0,33	1,09	0,03	0,21	0,23	0,05	64,33

Nguồn: Tính toán của các tác giả

2012) với tổng số quan sát là 1010. Các trị số thống kê cơ bản của các biến được mô tả ở Bảng 1.

Tỷ lệ nợ trung bình của các công ty (LEV) là 49,6%, trong đó có giá trị cao nhất là 93,6%. Tỷ lệ tài sản cố định bình quân của các doanh nghiệp này là 28%. Khả năng sinh lời bình quân của các doanh nghiệp này là 11,2%. Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần bình quân là 77,5%. Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản bình quân là 93,9%. Quy mô doanh nghiệp tại Việt Nam có giá trị trung bình là 27,41. Cuối cùng đó là mức thuế suất thực tế của các doanh nghiệp này là 13%. Tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp được quan sát từ năm 2008–2012 cho thấy rằng có rất nhiều doanh nghiệp có tỷ lệ nợ trong khoảng 0,5 – 0,7. Như vậy, có nhiều doanh nghiệp tại Việt Nam nghiêng về tài trợ bằng nợ hơn vốn cổ phần.

5. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

5.1. 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 cấu trúc vốn mục tiêu được trình bày ở phương trình (3) (Bảng 2). Kết quả kiểm định Hausman (p -value = 0,00 < 0,05) cho thấy phương pháp ước lượng ảnh hưởng cố định là phù hợp.

Tỷ lệ nợ trung bình ngành (MED). Giữa MED và tỷ lệ nợ có quan hệ tỷ lệ thuận, có ảnh hưởng tích cực đến tỷ lệ nợ của doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy tỷ lệ nợ trung bình ngành đóng vai trò quan trọng trong việc đi vay nợ tại Việt Nam.

Thuế (TAX). Thuế và tỷ lệ nợ có quan hệ tỷ lệ nghịch, điều này ngược với lập luận của lý thuyết đánh đổi. Điều này có thể giải thích một phần là do thuế suất thực tế của các doanh nghiệp là 13% thấp hơn rất nhiều so với mức thuế chính thức là 25%.

Khả năng sinh lời (PRFT). Giữa PRFT 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

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

	Dấu kỳ vọng	Hệ số (Coefficient)	P-value
Hằng số		-0,5903*	0,0013
MED	+	0,8218*	0,0000
TAX	+	-0,1061*	0,0011
PRFT	+/-	-0,2009*	0,0000
MB	+/-	0,0372*	0,0005
SIZE	+/-	0,0241*	0,0006
NDTS	-	-0,0391	0,8212
FA	+/-	0,0170	0,5995
UNIQUE	-	0,0218	0,1408
DIV	-	-0,0932	0,2165
DR	-	4,76E-05	0,2542
Adjusted R ²		0,8694	
F-statistic (P-value)		32,8233	0,0000

tránh vấn đề đầu tư không hợp lý.

Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của tổng tài sản (MB). Giữa MB và tỷ lệ nợ có quan hệ dương với mức ý nghĩa thống kê 1%. Điều này có thể giải thích, khi các doanh nghiệp có MB tăng thì có nhiều khả năng vay nợ hơn.

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 Việt Nam phụ thuộc vào quy mô của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì càng dễ dàng trong việc vay mượn.

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

Tài sản cố định (FA). Giữa tài sản cố định và tỷ lệ nợ có quan hệ tỷ lệ thuận, tuy nhiên biến này không có ý nghĩa về thống kê.

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 cổ tức (DIV). Tỷ lệ cổ tức và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có quan hệ âm nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Rủi ro (DR). Rủi ro và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có quan hệ dương. Kết quả hoàn toàn trái ngược với lý thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn. Tuy nhiên, kết quả này có thể giải thích giai đoạn nghiên cứu 2008-2012 Chính phủ có các biện pháp kích cầu để phục hồi nền kinh tế sau khủng hoảng thời kỳ 2008-2009 nên các doanh nghiệp vay mượn được nhiều hơn

nhưng biến này lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

5.2. Mô hình điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu

Kết quả ước lượng theo phương trình (2) và (4) tại bảng 3. Kết quả ở phương trình (2) cho biết tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu là 99,04% và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ này cao phù hợp với tình hình thị trường của các doanh nghiệp tại Việt Nam khi mà các doanh nghiệp nghiêng về tài trợ bằng nợ hơn vốn cổ phần, điều này có nghĩa là quá trình điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu của các doanh nghiệp mất khoảng 1 năm. Qua thống kê mô tả và kết quả nghiên cứu bảng 3, các doanh nghiệp tại Việt Nam nhận thấy rằng việc đi vay dễ dàng hơn nhiều việc điều động nguồn vốn bên. Kết quả kiểm định Hausman ($p\text{-value} = 0,7198 > 0,05$) nên chọn phương pháp ước lượng ngẫu nhiên.

5.3. 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) tại bảng 3. Kết quả kiểm định Hausman ($p\text{-value} = 0,0002 < 0,05$) cho thấy phương pháp ước lượng ảnh hưởng cố định là phù hợp. 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 (1,1294 và 0,8416).

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.

Bảng 3: Tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu

Phương trình	(2)	(4)
	Hệ số	Hệ số
Hằng số	0,0007	0,0010
Dev _{it}	0,9904*	
Dev _{it} .D ^a		1,1294*
Dev _{it} .D ^b		0,8416*
Adjusted R ²	0,8400	0,8217
F-statistic [(2) và (4)]	5296,964	23,9072
(P-value)	(0,0000)	(0,0000)
Durbin – Watson	1,4171	1,4649

Ghi chú: * có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

5.4. 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) tại Bảng 4. Kết quả cột tại phương trình (6) cho thấy doanh nghiệp thâm hụt vốn có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu (0,9958) nhanh hơn so với doanh nghiệp thặng dư vốn (0,9625). Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp thâm hụt vốn bị áp lực trong việc điều chỉnh tỷ lệ nợ so với các doanh nghiệp thặng dư vốn. Kết quả kiểm định Hausman (p-value = 0,8456 > 0,05) nên chọn phương pháp ước lượng ngẫu nhiên.

Kết quả phương trình (7) của Bảng 4 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 tỷ lệ nợ (1,1221) thấp hơn so với doanh nghiệp thâm hụt vốn (1,1306) 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 thặng dư vốn (0,8353) chậm hơn so với doanh nghiệp thâm hụt vốn (0,8432) và có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F [(3) và (4)].

Ngoài ra, kết quả ở phương trình (7) 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 (1,1221) nhanh hơn 28,7% so với doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu (0,8353) 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, doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu (1,1306) nhanh hơn doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp (0,8432) và có ý nghĩa về mặt thống kê (kiểm định F [(2) và (4)]. Các giá trị p-value của kiểm định Hausman cho thấy các hệ số có ý nghĩa thống kê và mô hình ước lượng ảnh hưởng cố định là phù hợp.

Tóm lại, kết quả ước lượng phương trình (6) và

Bảng 4: Tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư và thâm hụt vốn

Phương trình	(6)	(7)
	Hệ số	Hệ số
C (Hệ số chặn)	0,0006	0,0010
Dev _{it} .D ^s (1)	0,9625*	
Dev _{it} .D ^d (2)	0,9958*	
Dev _{it} .D ^a .D ^s (1)		1,1221*
Dev _{it} .D ^a .D ^d (2)		1,1306*
Dev _{it} .D ^b .D ^s (3)		0,8353*
Dev _{it} .D ^b .D ^d (4)		0,8432*
Adjusted R ²	0,8399	0,8213
F-statistic [(1) và (2)]	2648,870	5,9805
(P-value)	0,0000	0,0000
F-statistic [(3) và (4)]		2,4919
(P-value)		0,0000
F-statistic [(1) và (3)]		1,6648
(P-value)		0,0000
F-statistic [(2) và (4)]		11,4850
(P-value)		0,0000

Ghi chú: * có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

Bảng 5: Tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu khi doanh nghiệp thặng dư hoặc thâm hụt vốn và lệch khỏi mục tiêu

Phương trình	(8)
	Hệ số
Hằng số	0,0174
$Dev_{it}.D^a.D^s$	1,1179*
$Dev_{it}.D^a.D^d$	1,1339*
$Dev_{it}.D^b.D^s$	0,9417*
$Dev_{it}.D^b.D^d$	1,1305*
$DIF_{it}.D^a.D^s.D^{ev}$	-0,0877
$DIF_{it}.D^b.D^s.D^{ev}$	0,2738*
$DIF_{it}.D^b.D^d.D^{ev}$	0,2294*
$DIF_{it}.D^a.D^s.D^{ef}$	0,1763*
$DIF_{it}.D^a.D^d.D^{ef}$	0,4397*
$DIF_{it}.D^b.D^d.D^{ef}$	0,0252
Adjusted R ²	0,8730
F-statistic	33,8689
P-value	0,0000

Ghi chú: * có ý nghĩa thống kê ở mức 1%

(7) phù hợp với giả thuyết 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. 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. 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 vốn chủ sở hữu để bù đắp nguồn vốn thiếu hụt.

Kết quả kiểm định Hausman ($p\text{-value} < 0,05$) cho thấy phương pháp ước lượng ảnh hưởng cố định là phù hợp. Hệ số của $Dev_{it}.D^a.D^s$ là 1,1179 và hệ số của $Dev_{it}.D^b.D^d$ là 1,1305. So sánh với kết quả phương trình (7) tại Bảng 4, tốc độ điều chỉnh của doanh nghiệp có tỷ lệ cao và thặng dư vốn giảm 0,42%, trong khi đó doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp và thâm hụt vốn thì tăng tốc độ điều chỉnh lên đến 28,7% và R² hiệu chỉnh tăng lên 5,17%. Những kết quả này cho thấy rằng doanh nghiệp điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu như tăng nhu cầu vốn để đạt tỷ lệ nợ mục tiêu và bù đắp thâm hụt vốn. Tuy nhiên họ phải xem xét tỷ lệ nợ mục tiêu để nhu cầu vốn phù hợp.

Hệ số ước lượng $DIF_{it}.D^b.D^d.D^{ev}$ (tỷ lệ nợ thấp

hơn mục tiêu và thâm hụt vốn vượt trội) là 0,2294 và $DIF_{it}.D^a.D^s.D^{ef}$ (tỷ lệ nợ cao hơn mục tiêu và thặng dư vốn vượt trội) là 0,1763 cho thấy rằng khi lệch khỏi mục tiêu thì doanh nghiệp thâm hụt vốn và tỷ lệ nợ thấp điều chỉnh nhanh hơn là trên mục tiêu và thặng dư vốn.

6. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu trung bình của các doanh nghiệp tại Việt Nam trong giai đoạn 2008 – 2012 là 99,04%. Kết quả 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 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 có tốc độ điều chỉnh chậm hơn so với doanh nghiệp thâm hụt vốn (mức chênh lệch tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ là 0,85%). Khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn mục tiêu và thâm hụt vốn thì có tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu nhanh hơn so với doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp và thặng dư vốn. Vì 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 vốn chủ sở hữu để bù đắp nguồn vốn thiếu hụt khi có tỷ lệ nợ trên mục tiêu và sử dụng nợ để bù đắp thâm hụt khi có nợ dưới mục tiêu. Theo kết quả nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp tại Việt Nam chưa thật sự chú ý đến tốc độ điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu. Do đó, qua nghiên cứu này, tác giả mong muốn các doanh nghiệp nên chủ động điều chỉnh nợ vay và vốn chủ sở hữu để đạt đến tỷ lệ nợ mục tiêu.

Các doanh nghiệp Việt Nam cần có chiến lược tổng thể trong việc xác định cấu trúc vốn tối ưu của mình. Có thể không tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu thực sự trong điều kiện của Việt Nam hiện tại. Cấu trúc vốn có thể thay đổi theo thời gian và xu thế hội nhập kinh tế, vì vậy các nhà quản trị tài chính nên

tham khảo nhiều lý thuyết khác nhau để có thể ứng dụng phù hợp với điều kiện nền kinh tế và của từng doanh nghiệp. Bên cạnh đó, chính phủ nên tạo điều kiện cho thị trường tài chính hoàn thiện và phát triển để doanh nghiệp có thể sử dụng các công cụ phù hợp và cần thiết trong quá trình hoạch định cấu trúc vốn.

Mặc dù nghiên cứu này đạt được những kết quả có giá trị giúp 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, 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

- Berger, A.N. & Udell, G.F. (1994), 'Did Risk-Based Capital Allocate Bank Credit and Cause a 'Credit Crunch' in the U.S.?', *Journal of Money, Credit, and Banking*, 26, 585-628.
- Bradley, M., Jarrell, G.A. & Kim, E.H. (1984), 'On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence', *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Byoun, S. (2008), 'How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?', *Journal of Finance*, Vol. LXIII, No. 6, pp. 3069-3098.
- DeAngelo, H. & Masulis, R.W. (1980), 'Optimal capital structure under corporate and personal taxation', *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Drobetz, W. & Gabrielle Wanzenried, G. (2004), 'What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?', Faculty of Business and Economics, University of Basel.
- Fama, E.F. & French, K.F. (2002), 'Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt', *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Flannery, J. & Rangan, R. (2006), 'Partial adjustment toward target capital structures', *Journal of Financial Economics*, 79, 469-506.
- Frank, M.Z., & Goyal, V.K. (2007), 'Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt', In Handbook of Empirical Corporate Finance: Vol. 2, B. E. Eckbo, ed. Amsterdam: Elsevier Science, pp. 135-202.
- Huang, R. & Ritter, J.R. (2009), 'Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237-271.
- Kayhan, A., & Titman, S. (2007), 'Firms' Histories and Their Capital Structures', *Journal of Financial Economics*, 83, 1-32.
- Lê Đạt Chí. (2013), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam', *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 9, 22-28.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital corporation finance and the theory of investment', *The American Economics Review*, Vol. XLVIII, No. 3, 261-297.
- 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, 187-221.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S.C. (1999), 'Testing static trade-off against pecking order models of capital structure',

Journal of Financial Economics, 51, 219-244.

Thies, C.F. & Klock, M.S. (1992), 'Determinants of Capital Structure', *Review of Financial Economics*, 1(2), 40-53.

Titman, S., & Wessels, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', *Journal of Finance*, 43, 1-19.

Võ Thị Quý (2014). 'Kiểm định lý thuyết cấu trúc vốn qua hành vi tài chính của các công ty bất động sản ở Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 96, 50-57.

Thông tin tác giả:

* **Nguyễn Thị Huyền Trang**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Công ty TNHH ASC (Việt Nam)

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài Chính, Ngân Hàng

- Địa chỉ Email: htrang_acca@yahoo.com

** **Trần Văn Tuyền**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Cao đẳng Kinh tế Đối ngoại

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính, Ngân hàng

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương*.

- Địa chỉ Email: tranvantuyenueh@gmail.com

*** **Nguyễn Văn Điệp**, Thạc sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Cao đẳng Kinh tế Đối ngoại

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, *Tạp chí Tài chính*.

- Địa chỉ Email: vandiep1302@gmail.com