

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC KỲ HẠN NỢ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VẬN TẢI NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

FACTORS AFFECTING THE DEBT MATURITY STRUCTURE OF TRANSPORT ENTERPRISES LISTED ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET

Chu Thị Thúy Hằng^{1,*}

DOI: <http://doi.org/10.57001/huiv5804.2025.087>

TÓM TẮT

Mục đích của nghiên cứu là đo lường các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tác giả đã vận dụng một số cơ sở lý thuyết và thu thập dữ liệu từ các báo cáo tài chính theo quý đã công bố của 56 công ty trong ngành vận tải niêm yết trên sở giao dịch Hà Nội và sở giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ quý I năm 2019 đến quý IV đến năm 2022, sử dụng phần mềm Stata 14 để phân tích số liệu. Kết quả nghiên cứu cho thấy có 5 nhân tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là: Kỳ hạn tài sản, tính thanh khoản, tỷ lệ nợ, quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời trên doanh thu. Kết quả nghiên cứu này sẽ góp phần giúp các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam xây dựng được cấu trúc kỳ hạn nợ hợp lý, phù hợp với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Từ khóa: Kỳ hạn nợ, cấu trúc vốn, doanh nghiệp vận tải.

ABSTRACT

The purpose of the study is to measure the factors affecting the debt maturity structure of transport enterprises listed on the Vietnamese stock market. The author applied some theoretical bases and collected data from published quarterly financial reports of 56 transport companies listed on the Hanoi Stock Exchange and the Ho Chi Minh City Stock Exchange in the period from the first quarter of 2019 to the fourth quarter of 2022, using Stata 14 software to analyze the data. The research results show that there are 5 factors affecting the debt maturity structure of transport enterprises listed on the Vietnamese stock market: asset maturity, liquidity, debt ratio, enterprise size, and profitability on revenue. The results of this research will help transport enterprises listed on the Vietnamese stock market build a reasonable debt maturity structure, suitable for their business activities.

Keywords: Debt term, capital structure, transportation business.

¹Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: chuhang0504.hauvi@gmail.com

Ngày nhận bài: 08/01/2015

Ngày nhận bài sau phản biện: 20/3/2025

Ngày chấp nhận đăng: 25/4/2025

1. GIỚI THIỆU

Để tiến hành được các hoạt động sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp trong ngành vận tải nói riêng đều cần phải có nguồn vốn kinh doanh. Nguồn vốn này được hình thành từ hai nguồn chính đó là vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Nguồn vốn chủ

sở hữu có thể lấy từ vốn góp ban đầu, lợi nhuận giữ lại, phát hành cổ phiếu. Ưu điểm của nguồn vốn chủ sở hữu là doanh nghiệp có thể chủ động trong việc sử dụng vốn. Tuy nhiên không phải doanh nghiệp nào cũng có sẵn vốn chủ sở hữu để sử dụng hay theo luật doanh nghiệp Việt Nam 2020 chỉ có loại hình doanh nghiệp cổ phần được

phép phát hành cổ phiếu. Lựa chọn vốn đầu tư từ nợ thông qua một số hình thức như tín dụng ngân hàng, tín dụng thương mại, phát hành trái phiếu... làm phát sinh chi phí nợ phải trả cho doanh nghiệp nhưng bù lại chi phí nợ này sẽ được khấu trừ thuế. Việc lựa chọn kỳ hạn nợ tối ưu, phù hợp với doanh nghiệp sẽ giúp doanh nghiệp giảm được chi phí, có nhiều cơ hội và khả năng thành công trong kinh doanh. Nếu sử dụng nợ kỳ hạn dài doanh nghiệp sẽ phải trả chi phí lớn nhưng tính thanh khoản, khả năng tái đầu tư sẽ tăng cao. Với các khoản nợ kỳ hạn ngắn thì tiết kiệm được chi phí sử dụng vốn tuy nhiên doanh nghiệp lại rất bị động và dễ gặp rủi ro khi tiến hành các hoạt động đầu tư. Cũng giống như các doanh nghiệp nói chung, các doanh nghiệp vận tải cũng cần lựa chọn được cấu trúc nợ phù hợp với quy mô doanh nghiệp, tình hình phát triển của doanh nghiệp trong mỗi thời kỳ. Chính vì vậy, nghiên cứu sẽ tập trung phân tích, tìm hiểu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ đó, tác giả đề xuất một số giải pháp nhằm giúp cho các doanh nghiệp này xây dựng được một cấu trúc nợ hợp lý.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

2.1. Các lý thuyết nền tảng

Lý thuyết của Modigliani và Miller (M&M): Là lý thuyết đầu tiên nghiên cứu về cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Lý thuyết này cho rằng, một thị trường hoàn hảo, cơ cấu vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Mệnh đề M&M1 cho rằng, bất kỳ lựa chọn tài chính như thế nào của doanh nghiệp, dù sử dụng vốn chủ sở hữu hay sử dụng nợ ngắn hạn hoặc nợ dài hạn thì giá trị của doanh nghiệp không thay đổi [1]. Mệnh đề M&M2 là một sự phát triển của M&M1 cho rằng các cá nhân và doanh nghiệp đều được hưởng một mức lãi suất vay chung trên thị trường, không tính đến lợi ích của lá chắn thuế. Cả hai mệnh đề của Modigliani và Miller (M&M) đều tỏ ra phi thực tế khi giả định thị trường vốn là cạnh tranh hoàn hảo, không có sự tồn tại của thuế, không có chi phí giao dịch cũng như chi phí phá sản. Tuy nhiên, hai mệnh đề này cũng đã đóng góp những tiền đề phát triển các lý thuyết về cấu trúc vốn của doanh nghiệp sau này.

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn: Được khởi nguồn từ lý thuyết M&M, dựa trên giả định doanh nghiệp sẽ đạt được mức cân bằng giữa chi phí biên và lợi ích biên khi đưa ra quyết định lựa chọn cấu trúc vốn. Lý thuyết này đã tập trung giải thích lý do tại sao các doanh nghiệp thường được tài trợ bằng một phần vốn chủ sở hữu và một phần nợ vay và nghiên cứu cấu trúc vốn vay/vốn chủ sở hữu

của doanh nghiệp là bao nhiêu cho phù hợp để cân bằng các chi phí và lợi ích [2]. Việc sử dụng nợ có tác dụng tạo lá chắn thuế cho doanh nghiệp nhưng đồng thời cũng phát sinh rất nhiều chi phí như chi phí lãi vay, chi phí kiệt quệ tài chính do việc phá sản có thể xảy ra khi lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) nhỏ hơn tiền lãi phải trả. Điểm xác định cấu trúc vốn được coi là tối ưu khi mà tại đó, mỗi lượng nợ tăng thêm thì chi phí của tấm chắn thuế đúng bằng chi phí kiệt quệ tài chính. Vì vậy cần xác định cấu trúc kỳ hạn nợ sao cho phù hợp.

Lý thuyết chi phí đại diện: Lý thuyết chi phí đại diện được đề cập đầu tiên trong nghiên cứu của Fama và Miller năm 1972. Về sau lý thuyết này được phát triển sâu hơn trong nghiên cứu của Jensen và Meckling năm 1976, sau đó là nghiên cứu của Jensen năm 1986. Lý thuyết này giải thích vì sao các công ty lớn, có dòng tiền tự do càng nhiều thì càng có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn trong cơ cấu vốn của mình, đặc biệt là các khoản nợ ngắn hạn [3]. Những điều khoản trong hợp đồng nợ sẽ kiểm soát được phần nào hành vi của các nhà quản lý không hướng đến mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Chi phí đại diện là chi phí phát sinh khi xảy ra sự thiếu đồng thuận giữa mục đích của người quản trị và người sở hữu trong một công ty, giữa các cổ đông và người điều hành công ty, giữa cổ đông lớn và cổ đông thiểu số. Có hai loại chi phí đại diện: (1) Chi phí đại diện vốn cổ phần: Là chi phí phát sinh từ mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý doanh nghiệp do có sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Phía quản lý thường có động cơ tiến hành những hoạt động có lợi cho bản thân và có thể ảnh hưởng đến quyền lợi của cổ đông trong trường hợp cổ đông bị giới hạn hoặc mất quyền kiểm soát với người quản lý. Để giảm bớt sự mâu thuẫn, cổ đông chấp nhận bỏ ra một số chi phí đại diện như các khoản chi để giám sát hoạt động, chi kiểm toán, cấu trúc lại tổ chức...; (2) Chi phí đại diện của nợ phát sinh từ mâu thuẫn giữa trái chủ và cổ đông. Khi đó cổ đông có thể chiếm hữu tài sản của trái chủ bằng cách gia tăng rủi ro trong đầu tư. Trái chủ sẽ đòi hỏi mức lãi suất cao hơn và căn cứ vào các điều khoản hạn chế trong các hợp đồng vay vốn, sử dụng các công cụ giám sát doanh nghiệp để đảm bảo các điều khoản được tuân thủ. Các chi phí này sẽ được chuyển sang cổ đông dưới hình thức các khoản chi phí nợ vay cao hơn.

Lý thuyết tín hiệu Flannery: Được xây dựng dựa trên những lập luận của lý thuyết trật tự phân hạng [4] với giả thuyết là có sự tồn tại bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư bên trong gồm người quản lý và cổ đông với nhà đầu tư bên ngoài tức là chủ nợ [5]. Từ đó giả định rằng nhà đầu tư bên trong có thông tin về các khoản thu nhập trong tương

lai tốt hơn các nhà đầu tư bên ngoài nên cũng sẽ có cơ hội đầu tư tốt hơn. Flannery cho rằng, các nhà đầu tư bên ngoài sẽ quy định mức phí cho các khoản vay dài hạn sao cho khoản lỗ kỳ vọng từ toàn bộ khoản cho vay dài hạn (gồm cả công ty tốt và công ty xấu) là bằng không. Do đó, nhà đầu tư bên ngoài sẽ đối xử với các công ty là như nhau dựa trên sự nhận thức của họ về chất lượng trung bình của các công ty. Khi đó, công ty tốt sẽ phải trả mức phí cao hơn khi vay dài hạn còn các công ty xấu thì ngược lại. Công ty tốt sẽ bị ảnh hưởng khi vay dài hạn vì giá trị thị trường của công ty sẽ thấp hơn nhiều so với giá trị thật của nó do mức phí cao. Ngược lại, giá trị thị trường của công ty xấu lại được đẩy lên cao. Công ty nắm giữ các thông tin tích cực (công ty có chất lượng tốt) sẽ phát hành nợ ngắn hạn để đạt được lợi ích từ những thông tin này. Công ty nắm giữ những thông tin tiêu cực sẽ ưu tiên vay nợ với kỳ hạn dài hơn để tránh rủi ro thanh khoản.

Như vậy, khi đưa ra quyết định về cấu trúc vốn, trong điều kiện bình thường, doanh nghiệp vẫn nên duy trì khả năng đảm bảo vay bên ngoài có thể sử dụng để thực hiện các cơ hội đầu tư tốt.

2.2. Tổng quan các công trình nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu [6] cho thấy, quy mô công ty, kỳ hạn của tài sản, khả năng thanh khoản, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ. Ngược lại, hiệu suất sử dụng tài sản, trái phiếu phát hành, độ biến động lợi nhuận ở các công ty cổ phần Việt Nam có mối tương quan ngược chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ.

Nghiên cứu [7] nhằm phân tích tác động của các nhân tố đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2007 - 2015, bao gồm các nhân tố nội tại và các nhân tố bên ngoài. Phương pháp hồi quy GMM hệ thống được sử dụng để kiểm định mô hình hồi quy. Kết quả nghiên cứu cho thấy kỳ hạn nợ của công ty chịu tác động của nhân tố như: Quy mô, cơ hội tăng trưởng, tỷ lệ nợ, tính thanh khoản, biến động thu nhập, tài sản hữu hình. Trong số các nhân tố nội tại có tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của công ty tại Việt Nam thì tài sản hữu hình có tác động mạnh nhất. Công ty càng có nhiều tài sản hữu hình thì càng có nhiều cơ hội vay nợ dài hạn. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, các công ty tại Việt Nam cũng sẽ vay nợ dài hạn nhiều hơn khi chênh lệch giữa tỷ suất sinh lời của trái phiếu Chính phủ và tín phiếu tăng lên, nền kinh tế tăng trưởng tốt hơn, công ty có nhiều cơ hội để đầu tư phát triển.

Nghiên cứu [8] trình bày về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty kinh doanh bất

động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tác giả đã thu thập các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 67 công ty kinh doanh bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010 - 2016. Thông qua việc sử dụng mô hình SYS-GMM, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính, quy mô công ty, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, biến động lợi nhuận là những yếu tố tác động cấu trúc kỳ hạn nợ của doanh nghiệp. Các yếu tố khác như cơ hội tăng trưởng, thuế thu nhập doanh nghiệp không có ý nghĩa.

Nghiên cứu [9] đã chỉ ra các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp trong các ngành kinh doanh niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2019. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của 485 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cho thấy, các yếu tố có tương quan cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ trong hầu hết các ngành là tài sản, khả năng thanh khoản, quy mô doanh nghiệp. Trong khi đó các yếu tố kinh tế vĩ mô bao gồm tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát, tốc độ tăng trưởng tín dụng chỉ tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của một số ngành nhất định. Căn cứ vào kết quả nghiên cứu, tác giả gợi ý một số khuyến nghị nhằm giúp doanh nghiệp vận tải được cấu trúc kỳ hạn nợ hợp lý.

Nghiên cứu [10] chỉ ra tác động của giới tính lãnh đạo đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Bằng việc sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết từ 2007 đến 2021. Kết quả nghiên cứu cho thấy, giới tính lãnh đạo có tác động đến kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp Việt Nam. Các doanh nghiệp có tổng giám đốc hoặc chủ tịch hội đồng quản trị là nữ giới thì có xu hướng lựa chọn các khoản nợ có kỳ hạn ngắn hơn so với các doanh nghiệp có tổng giám đốc hoặc chủ tịch hội đồng quản trị là nam giới. Ngoài ra, các yếu tố nội tại có quyết định đến lựa chọn kỳ hạn nợ của doanh nghiệp cũng khác nhau giữa hai nhóm doanh nghiệp có nữ lãnh đạo và nam lãnh đạo.

Nghiên cứu [11] với mẫu nghiên cứu là các công ty tại Thái Lan, Malaysia, Singapore và Úc. Kết quả cho thấy các yếu tố tác động dương đến kỳ hạn nợ là quy mô công ty, tỷ lệ nợ, tính thanh khoản. Yếu tố cơ hội tăng trưởng không có ý nghĩa trong mô hình nghiên cứu. Các yếu tố gồm kỳ hạn tài sản, biến động thu nhập, lợi nhuận có tác động khác nhau ở các quốc gia khác nhau.

Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết tại thị trường Mỹ và Mỹ Latinh [12] cho thấy mặc dù có sự khác biệt về môi trường tài chính, môi trường kinh doanh giữa các quốc gia được

khảo sát nhưng kết quả chỉ ra rằng kỳ hạn nợ giữa các công ty niêm yết trên thị trường Mỹ và Mỹ Latinh là tương tự nhau. Nghiên cứu đã chỉ ra các yếu tố tác động cùng chiều với kỳ hạn nợ như tỷ lệ nợ, kỳ hạn tài sản, tính thanh khoản. Các yếu tố tác động ngược chiều đến kỳ hạn nợ như thuế, cơ hội tăng trưởng. Các yếu tố như quy mô công ty, lợi nhuận, tài sản hữu hình không có ảnh hưởng đến kỳ hạn nợ.

Trên cơ sở các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ ở các công ty khác nhau, các quốc gia khác nhau cũng có nhiều sự khác biệt. Tại Việt Nam, việc nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán còn ít, đây chính là lý do để tác giả lựa chọn làm nội dung nghiên cứu.

3. GIẢ THUYẾT VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Tỷ lệ nợ

Theo nghiên cứu [13, 14] dựa trên lý thuyết tín hiệu thì tỷ lệ nợ có tác động cùng chiều đến kỳ hạn nợ. Trong khi mối quan hệ giữa hai yếu tố này có thể là cùng chiều hoặc ngược chiều [8].

Giả thuyết 1: Tỷ lệ nợ có tác động cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Khả năng sinh lời

Hiệu quả tài chính được đo lường bằng nhiều thước đo khác nhau tùy vào mục đích nghiên cứu. Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời là các thước đo phổ biến được các nhà nghiên cứu sử dụng trong các nghiên cứu về hiệu quả tài chính. Trong nghiên cứu này, biến tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA), khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và khả năng sinh lời trên doanh thu (ROS) được sử dụng để đo lường hiệu quả tài chính của các công ty.

Theo lý thuyết tín hiệu, chất lượng hoạt động của công ty được đo lường bằng lợi nhuận sẽ có tác động âm đến kỳ hạn nợ. Công ty có lợi nhuận cao, có nhiều cơ hội tăng trưởng có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn [15]; công ty sẽ sử dụng nhiều nợ dài hạn khi công ty có kỳ hạn tài sản là dài hoặc công ty có quy mô lớn. Tuy nhiên, mức độ tác động và chiều hướng tác động có sự khác nhau giữa quốc gia và giữa bối cảnh nghiên cứu khác nhau.

Giả thuyết 2: Khả năng sinh lời có tác động cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tính thanh khoản

Khi xem xét tình hình tài chính của doanh nghiệp, ngoài việc quan tâm đến tỷ suất sinh lời thì tính thanh

khoản cũng là yếu tố không thể bỏ qua. Các công ty có tính thanh khoản cao thường có thể sử dụng nhiều nợ vay với các kỳ hạn khác nhau do công ty có thể trả các khoản nợ vay khi đến hạn. Tính thanh khoản có tương quan dương với cấu trúc kỳ hạn nợ. Kết quả này được ủng hộ bởi nghiên cứu [8, 16] kết luận về mức độ tác động không đáng kể của yếu tố thanh khoản trên cơ cấu kỳ hạn nợ.

Giả thuyết 3: Tính thanh khoản có tác động ngược chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kỳ hạn tài sản

Cấu trúc tài sản và kỳ hạn tài sản có ý nghĩa rất quan trọng đối với việc vay nợ của các doanh nghiệp. Chủ nợ thường xem tài sản thế chấp là yếu tố tốt nhất và chủ yếu để quyết định có cung cấp tín dụng hay không. Sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và kỳ hạn của tài sản không chỉ giúp công ty giảm thiểu rủi ro thiếu hụt tiền mặt thanh toán [17, 18] mà còn có thể giúp công ty giảm thiểu các vấn đề đầu tư dưới mức [19]. Có thể nói, sự phù hợp giữa kỳ hạn của nợ và kỳ hạn của tài sản là rất quan trọng và nó được chấp nhận rộng rãi vì nó giúp công ty kiểm soát rủi ro và chi phí khánh kiệt tài chính [20].

Kỳ hạn của tài sản được xác định bởi tổng tỷ trọng tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản của công ty.

Giả thuyết 4: Kỳ hạn tài sản có tác động cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Quy mô doanh nghiệp

Nhiều nhà nghiên cứu khẳng định mối quan hệ tích cực có ý nghĩa giữa quy mô và thời hạn nợ trong khi một số khác đã kết luận về các mối quan hệ tiêu cực đáng kể. Tại Việt Nam, thông tin thị trường thường là không hoàn hảo và bất cân xứng, chính vì vậy nhà đầu tư khó có thể nắm bắt thông tin của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp ngành vận tải nói riêng một cách đầy đủ và chính xác. Nhà đầu tư, chủ nợ thường quan tâm đến yếu tố quy mô doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có quy mô lớn thường được xem là có uy tín và độ tin cậy cao hơn. Vì vậy các doanh nghiệp có quy mô lớn thường có khả năng vay nợ nhiều hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

Giả thuyết 5: Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Lạm phát

Tồn tại mối quan hệ giữa cấu trúc kỳ hạn nợ và các chỉ số kinh tế như tăng trưởng kinh tế, lạm phát [21]. Ngược lại, khi lạm phát và cung tiền tăng thì doanh nghiệp lại sử dụng nhiều nợ ngắn hạn [8].

Giả thuyết 6: Lạm phát có tác động ngược chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ được xây dựng trong nghiên cứu này, mô hình được minh họa như sau:

$$CTV_{it} = \beta_0 + \beta_1 * TSNH_{it} + \beta_2 * ROA_{it} + \beta_3 * ROE_{it} + \beta_4 * ROS_{it} + \beta_5 * CR_{it} + \beta_6 * DA_{it} + \beta_7 * SIZE_{it} + \beta_8 * Lamphat_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bảng 1. Định nghĩa các biến số

Biến số	Ký hiệu	Đo lường
Cấu trúc kỳ hạn nợ	CTV	Nợ ngắn hạn/tổng nợ phải trả
Khả năng sinh lời tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
Khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu
Khả năng sinh lời trên doanh thu	ROS	Lợi nhuận sau thuế/doanh thu
Kỳ hạn của tài sản	TSNH	Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản
Tỷ lệ nợ	DA	Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn
Tính thanh khoản	CR	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn
Quy mô công ty	SIZE	Logarit của tổng tài sản
Lạm phát	Lamphat	Chỉ số lạm phát

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Trước hết, tác giả thực hiện thống kê mô tả các biến và xem xét liệu có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Tiếp theo, để ước lượng ảnh hưởng của các biến độc lập lên biến phụ thuộc, tác giả thực hiện hồi quy và thực hiện các kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp. Kiểm tra phương sai thay đổi, tự tương quan của mô hình được lựa chọn. Nếu có vấn đề về phương sai thay đổi hay tự tương quan, dùng mô hình bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) để khắc phục.

Tác giả thu thập dữ liệu từ các báo cáo tài chính theo quý đã công bố của 56 công ty trong ngành vận tải niêm yết trên sàn giao dịch Hà Nội và sàn giao dịch Thành phố Hồ Chí Minh trong khoảng thời gian từ quý I năm 2019 đến quý IV năm 2022. Dữ liệu bao gồm bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh theo quý của các công ty. Các báo cáo này cung cấp các thông tin về doanh thu, chi phí, lợi nhuận, tài sản và nguồn vốn của công ty. Từ các thông tin này, tác giả tính toán các chỉ tiêu đo lường các biến số trong mô hình nghiên cứu. Nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata 14 để xử lý, thống kê mô tả và hồi quy.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả của các biến được đưa vào mẫu nghiên cứu.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Các biến số	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CTV	896	0,6704471	0,26775	0,0397353	1
TSNH	896	0,439894	0,2398406	0,0638439	1,262628
ROA	896	0,0131687	0,0309638	-0,2189581	0,2991681
ROE	896	0,0325041	0,162704	-0,3244102	3,747.924
ROS	896	0,3674239	12,84912	-109,9444	365,6316
CR	896	2,794.595	3,604.195	0,0398093	39,75878
DA	896	0,4632256	0,4500789	0,0311049	3,917207
Lamphat	896	0,0285	0,0064149	0,0184	0,0354
SIZE	896	13,48568	1,176518	10,69251	16,37929

(Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata)

Kết quả thống kê mô tả cho thấy, kỳ hạn nợ trung bình của các doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu đạt 0,6704471 cho thấy, đa số các khoản đi vay của doanh nghiệp vận tải là các khoản vay ngắn hạn. Bên cạnh đó, giá trị cao nhất là 1 cho thấy có những doanh nghiệp không sử dụng nợ dài hạn mà hoàn toàn là nợ ngắn hạn, giá trị thấp nhất của cấu trúc kỳ hạn nợ là 0,0397353 nghĩa là có doanh nghiệp vận tải sử dụng ít nhất 4% là nợ ngắn hạn và 96% là nợ dài hạn trong cơ cấu nợ. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp này cũng chủ yếu tài trợ hoạt động kinh doanh dựa vào nguồn vốn ngắn hạn.

Đối với các nhân tố nội tại phản ánh đặc điểm của công ty, cụ thể đối với quy mô doanh nghiệp, giá trị trung bình là 13,48568, trong khi giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất tương ứng là 10,69251 và 16,37929. Đối với biến kỳ hạn tài sản, giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất là 0,439894; 0,0638439 và 1,262628. Tính thanh khoản giá trị trung bình là 2,794595. Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời như ROA ROE, ROS có giá trị trung bình lần lượt là: 0,0131687; 0,0325041; 0,3674239

Các công ty có tỷ lệ nợ trung bình là 0,4632256, tức là khoảng 46,3% tài sản của các doanh nghiệp trong ngành vận tải được tài trợ bằng nợ vay, nhưng kỳ hạn nợ của những công ty này chủ yếu là nợ ngắn hạn, chiếm khoảng 67% trong tổng nợ của công ty. Đối với biến vĩ mô là lạm phát có giá trị trung bình là 0,0285.

Để có thể kết luận chính xác hơn, tác giả sử dụng hệ số VIF để đo lường theo bảng 3.

Bảng 3. Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến với nhân tử phóng đại phương sai VIF

Variable	VIF	1/VIF
ROA	1,69	0,59331
CR	1,64	0,610251
ROE	1,47	0,680038
TSNH	1,4	0,715293
DA	1,31	0,763335
ROS	1,17	0,853101
SIZE	1,07	0,932918
Lamphat	1,01	0,987579
Mean VIF	1,34	

(Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata)

Hệ số VIF - một chỉ tiêu dùng để nhận biết hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Theo [22], quy tắc chung là $VIF > 10$ là dấu hiệu đa cộng tuyến. Kết quả kiểm định bằng phần mềm Stata 14 trong bảng 3 cho thấy hệ số phóng đại phương sai VIF rất nhỏ, từ 1,01 đến 1,69 đều nhỏ hơn 2, cho thấy các biến độc lập này không có quan hệ chặt chẽ với nhau nên mô hình không tồn tại đa cộng tuyến.

4.2. Kết quả ước lượng

Kết quả kiểm định Ftest trong bảng 4 cho thấy, mô hình tác động cố định là khác 0, do vậy cần thực hiện tiếp kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả kiểm định Hausman cho thấy mô hình FEM là mô hình phù hợp cho nghiên cứu.

Tiến hành các kiểm định để đánh giá xem liệu rằng mô hình FEM có tồn tại các khuyết tật hay không. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi (Wald test) cho thấy mô hình FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Kết quả kiểm định tự tương quan (Wooldridge test) cho thấy mô hình FEM không có hiện tượng tự tương quan. Do vậy, để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi, phương pháp ước lượng FGLS (ước lượng bình phương bé nhất tổng quát khả thi) đã được lựa chọn để hồi quy.

Bảng 4. Kết quả ước lượng

Biến độc lập	RE	FE	GLS
TSNH	0,6843***	0,6792***	0,6567***
ROA	-0,4045***	-0,3773**	-0,1461
ROE	0,0281	0,0280	0,0108
ROS	0,0008***	0,0008***	0,0005**
CR	-0,0158***	-0,0161***	-0,0114***
DA	0,0992***	0,1310***	-0,1067***
Lamphat	-1,7443***	-1,8034***	0,3465

SIZE	-0,1416***	-0,2283***	-0,0490***
_cons	2,3305***	3,4901***	1,1353***
N	896	896	896
F test	Prob > F = 0,0000		
Hausman Test	Prob>chi2 = 0,0000		
Wald test	Prob>chi2 = 0,0000		
Wooldridge test	Prob>chi2 = 0,0000		

Ghi chú: Kí hiệu***/**/* cho biết các tham số ước lượng có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa tương ứng là 1%, 5% và 10%.

(Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata)

Thứ nhất, yếu tố kỳ hạn của tài sản có hệ số hồi quy là 0,6567 và mức ý nghĩa thống kê cao (1%), chứng tỏ kỳ hạn của tài sản có tác động cùng chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp ngành vận tải niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Các doanh nghiệp có nhiều tài sản dài hạn thì có xu hướng sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn. Ngược lại, các doanh nghiệp có nhiều tài sản ngắn hạn thì ưa thích sử dụng nợ ngắn hạn.

Thứ hai, đối với yếu tố khả năng sinh lời trên doanh thu (ROS), hệ số hồi quy là 0,0005 và mức ý nghĩa thống kê là 0,05 chứng tỏ khả năng sinh lời trên doanh thu có tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam và sự tác động này là cùng chiều. Các yếu tố như khả năng sinh lời của tài sản (ROA), khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE) không có ý nghĩa thống kê chứng tỏ không có tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Thứ ba, yếu tố tính thanh khoản là yếu tố phản ánh khả năng thanh toán của công ty. Công ty có tính thanh khoản càng cao càng dễ dàng tiếp cận và huy động được nhiều vốn dài hạn. Hệ số hồi quy bằng -0,0114, mức ý nghĩa thống kê là 0,01 nên tác động của yếu tố thanh khoản đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là ngược chiều. Nghĩa là các doanh nghiệp có khả năng thanh khoản tốt lại có xu hướng sử dụng ít nợ ngắn hạn trong cấu trúc vốn.

Thứ tư, yếu tố đòn bẩy có quan hệ ngược chiều với cấu trúc kỳ hạn nợ do hệ số hồi quy âm (-0,1067***) và mang ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu [11, 12, 14, 20, 23]. Theo lý thuyết tín hiệu, công ty khi vay nợ nhiều sẽ có xu hướng sử dụng ít nợ ngắn hạn mà thay vào đó sử dụng nhiều nợ dài hạn nhằm để phòng xác suất về rủi ro thanh khoản, từ đó giảm nguy cơ phá sản [18].

Thứ năm, yếu tố quy mô doanh nghiệp có hệ số hồi quy âm (-0,0490) và giá trị P-value nhỏ hơn 5% nên quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến cấu trúc kỳ hạn nợ và mang ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Như vậy, công ty có quy mô lớn, sẽ thực hiện chính sách nợ với kỳ hạn dài chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nợ thay vì nợ ngắn hạn. Kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết đặt ra và phù hợp với nghiên cứu [8].

Các kết quả nghiên cứu được chỉ ra hoàn toàn phù hợp với thực trạng các doanh nghiệp vận tải Việt Nam hiện nay. Việt Nam hiện có khoảng 30.000 doanh nghiệp đăng ký hoạt động trong lĩnh vực logistics. Theo hiệp hội doanh nghiệp dịch vụ logistics Việt Nam, thị trường logistics Việt Nam có khoảng 5.000 doanh nghiệp cung cấp dịch vụ logistics 3PL, trong đó có 1% là doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài, 10% là các doanh nghiệp liên doanh và 89% là doanh nghiệp trong nước. Tuy nhiên thị phần của các doanh nghiệp Việt Nam chỉ chiếm khoảng 30% do chủ yếu các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, hạn chế về vốn và nhân lực, kinh nghiệm quốc tế, chưa có sự liên kết giữa khâu trong chuỗi cung ứng Logistics và giữa doanh nghiệp logistics với các doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Những bất định của nền kinh tế thế giới, rủi ro lạm phát liên quan đến giá nhiên liệu và hàng hóa nhập khẩu tăng gây áp lực lớn đến các doanh nghiệp liên quan đến việc sử dụng kỳ hạn nợ, gia nhập hoặc rút khỏi thị trường.

5. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Tác giả đã trình bày khung lý thuyết liên quan đến lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết tín hiệu kết hợp với các nghiên cứu trước có liên quan, các yếu tố tác động đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các doanh nghiệp vận tải đã được đề xuất. Trên cơ sở sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng (FGLS), tác giả đã xác định 4 biến mang ý nghĩa thống kê ở mức 1%, bao gồm kỳ hạn tài sản, tính thanh khoản, tỷ lệ nợ và quy mô doanh nghiệp và một biến mang ý nghĩa thống kê ở mức 5% là khả năng sinh lời trên doanh thu. Từ kết quả nghiên cứu trên, tác giả đề xuất một số khuyến nghị cho các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam như sau:

Thứ nhất: Đối với các nhà quản trị. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, nợ ngắn hạn chiếm tới 67% trong tổng nợ của các doanh nghiệp vận tải niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên việc điều chỉnh cấu trúc kỳ hạn nợ chậm có thể làm gia tăng chi phí đại diện. Chính vì vậy, các doanh nghiệp vận tải cần xem xét đặc điểm của doanh nghiệp mình để xây dựng cấu trúc kỳ hạn nợ hợp lý.

Thứ hai: Khi xây dựng cấu trúc kỳ hạn nợ, doanh nghiệp vận tải cần chú ý đến các yếu tố như kỳ hạn tài sản, tính

thanh khoản, tỷ lệ nợ, quy mô doanh nghiệp hay khả năng sinh lời trên doanh thu. Nếu doanh nghiệp có quy mô lớn, tính thanh khoản tốt, khả năng sinh lời trên doanh thu cao thì có thể lựa chọn nợ dài hạn để chủ động về tài chính trong xây dựng các kế hoạch đầu tư dài hạn. Trong trường hợp nhà lãnh đạo doanh nghiệp kỳ vọng tỷ suất sinh lời cao hơn và chấp nhận rủi ro thì việc lựa chọn nợ ngắn hạn cũng là một giải pháp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Modigliani F., Miller M. H., "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," *The American Economic Review*, 48(3), 261-297, 1958.
- [2]. Anila Cekrezi, "A literature review of the trade-off theory of capital structure," *Kolejji ILIRIA and Felix-Verlag*. 2013.
- [3]. Jensen M. C., Meckling W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360, 1976.
- [4]. Myers S. C., Majluf N. S., "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221, 1984. doi: 10.1016/0304-405x(84)90023-0
- [5]. Flannery M. J., "Asymmetric information and risky debt maturity choice," *Journal of Finance*, 41(1), 19-37, 1986.
- [6]. Trịnh Thị Hoạt, *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty niêm yết - bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam*. Luận văn thạc sỹ, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, 2015.
- [7]. Trần Thị Thùy Linh, "Nghiên cứu cấu trúc kì hạn nợ của công ty tại Việt Nam," *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 28(2), 20-43, 2017.
- [8]. Phạm Thị Vân Trinh, "Cấu trúc kỳ hạn nợ của các công ty kinh doanh bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam," *Tạp chí khoa học Đại học mở thành phố Hồ Chí Minh*, 13(1), 38-50, 2018.
- [9]. Đỗ Thị Vân Trang, "Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ giữa các ngành kinh doanh," *Tạp chí khoa học thương mại*, 152, 57-64, 2021.
- [10]. Phan Quỳnh Trang, Trần Thị Thu Yến, "Giới tính nữ và cấu trúc kỳ hạn nợ: Bằng chứng thực nghiệm từ Việt Nam," *HCMCOUJS - Kỷ yếu*, 17(3), 77-91, 2022.
- [11]. Deesomsak R., Paudyal, K., Pescetto, G., "Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis," *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 26-42, 2009. doi: http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2008.03.001
- [12]. Terra P. R. S., "Determinants of Corporate Debt Maturity in Latin America," *European Business Review*, 23(1), 45-70, 2011.

[13]. Tesfaye T Lemma, Minga Negash, "Debt maturity choice of a firm: evidence from African countries," *Journal of Business and Policy Research - World Business Institute*, 7(2), 60-92, 2012.

[14]. Correia S., Brito P., Brandão E., *Corporate Debt Maturity An International Comparison of Firm Debt Maturity Choice*. School of Economics and Management, University of Porto, 2014.

[15]. Ozkan A., "The determinants of corporate debt maturity structure: Evidence from UK firms," *Applied Financial Economics*, 12, 19-24, 2002.

[16]. Al Taleb G. Al Shubiri F., "Capital Structure Decision and Debt Maturity structure : An Empirical Evidence From Jordan," *Journal of Commerce*, 3(4), 49-60, 2011.

[17]. Morris J. R., *Factors affecting the maturity structure of corporate debt* (Working Paper). College of business and administration, University of Colorado, Denver, 1992.

[18]. Stohs M. H., Mauer D. C., "The determinants of corporate debt maturity structure," *Journal of Business*, 69(3), 279-312, 1996.

[19]. Myers S. C., "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*. 5, 146-176, 1977.

[20]. Lemma T., Negash M., "Debt maturity choice of a firm: Evidence from African countries," *Journal of Business and Policy Research*, 7(2), 60-92, 2012.

[21]. Wang Y., Sun Y., Lv Q., "Empirical study on the debt maturity structure based on macroeconomic variables," *International Journal of Business and Management*, 5(12), 135-140, 2010.

[22]. Hoàng Trọng, Chu Nguyễn Mộng Ngọc, *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*. NXB Thống kê, 2005.

[23]. Antoniou A., Guney Y., Paudyal K., "The determinants of debt maturity structure: evidence from France," *Germany and the UK. European Financial Management*, 12(2), 161-194, 2006.

AUTHOR INFORMATION

Chu Thi Thuy Hang

Hanoi University of Industry, Vietnam