

Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên tỷ suất sinh lợi ở các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam

The effects of leverage on profitability in Vietnamese shipping listed companies

Phạm Bích Hồng, Đoàn Thị Hường*

Trường Đại học Giao thông vận tải Thành phố Hồ Chí Minh

*Tác giả liên hệ: huongdt@ut.edu.vn

Ngày nhận bài: 12/6/2023; Ngày chấp nhận đăng bài: 14/7/2023

Tóm tắt:

Trước bối cảnh kinh tế trong nước và thế giới có nhiều biến động, việc xem xét ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến tỷ suất sinh lợi của các công ty vận tải thủy tại Việt Nam là cần thiết. Nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS), dữ liệu thu thập từ báo cáo tài chính của 25 công ty đang hoạt động, niêm yết trên 03 sàn chứng khoán là HOSE, HNX, UPCoM trong giai đoạn 2014 - 2022. Các biến trong mô hình gồm: Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), tổng nợ trên tổng tài sản (DA), quy mô (SIZE), tăng trưởng (GROWTH), tài sản cố định vô hình (INTANG), tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn (LIQ). Kết quả cho thấy mức độ sử dụng nợ có quan hệ nghịch biến với tỷ suất sinh lợi, khi công ty sử dụng nhiều nợ hơn thì hiệu quả hoạt động sẽ kém hơn. Ngoài ra, các công ty hoạt động lâu năm sẽ có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn, các công ty có tài sản cố định vô hình cao có tỷ lệ nợ thấp hơn.

Từ khóa: GLS; Đòn bẩy tài chính; Hiệu quả hoạt động; Vận tải thủy.

Abstract:

In order to identify whether “The financial leverage has an impact on the profitability of shipping enterprises or not?” we will have recommendations, to ensure financial safety and sustainable development for shipping enterprises. This research uses the generalized least squares method (GLS) to verify the relationship between the finance's leverage (DA) and the operating performance (ROA). Panel data from 25 listed companies on 3 stock exchanges in Vietnam, namely HOSE, HNX, and UPCoM, which are operating in shipping, from 2014 to 2022. The variables of this paper are return on assets (ROA), total debt to total assets (DA), company size (SIZE) and company growth (GROWTH), intangible fixed assets (INTANG), and short-term assets/short-term earnings (LIQ). Research results show that the ratio of financial leverage has a negative relationship with ROA, and if a business uses more debt, it has bad results in its business performance. In addition, long-term businesses will have a higher financial leverage ratio.

Keywords: GLS; Financial leverage; Operational performance; Shipping.

1. Giới thiệu

Việt Nam là quốc gia có đường bờ biển dài 3.200 km, vị trí địa lý thuận lợi cho giao thương hàng hải khu vực Đông Nam Á và thế giới, cùng với hệ thống sông ngòi nội địa dày đặc với khoảng 2.360 con sông và kênh lớn nhỏ có tổng chiều dài khoảng 41.900 km.

Theo số liệu thống kê của Tổng cục Thống kê, tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển thông qua cảng biển Việt Nam năm 2022 ước đạt 733,18 triệu tấn, tăng 4% so với năm 2021. Đặc biệt, khối lượng hàng container thông qua cảng biển năm 2022 ước đạt 25,09 triệu TEUs, tăng 5% so với năm 2021. Ngành vận tải, logistics được dự báo

đạt tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2018 - 2025 là 15 - 20%/năm, đóng góp 8 - 10% GDP.

Ngành vận tải thủy Việt Nam hiện được đánh giá có nhiều tiềm năng do hưởng lợi từ tăng trưởng tiêu dùng, sản xuất trong nước và giao thương quốc tế. Theo tính toán của Viện Chiến lược và chính sách tài chính, phí vận tải đường thủy nội địa chỉ bằng 1/4 vận tải đường bộ và bằng 1/2 đường sắt. Bên cạnh đó, trong bối cảnh xu hướng các doanh nghiệp đang tiết giảm chi phí, các chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, giảm lạm phát trong điều kiện Fed tăng lãi suất thì tiết kiệm chi phí logistics sẽ được các doanh nghiệp tính đến, và với năng lực hiện tại, tiềm năng phát triển trong tương lai của vận tải bằng đường thủy là khá cao.

Với đặc thù của ngành vận tải thủy, nhằm tài trợ các dự án kinh doanh đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn. Để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động, chi tiêu vốn và tài trợ đầu tư, các doanh nghiệp vận tải thủy phải tính toán đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý, ví dụ như, nên sử dụng vốn nội bộ, lợi nhuận giữ lại hay vốn vay từ tổ chức tín dụng, phát hành trái phiếu, cổ phiếu. Từ đó, doanh nghiệp có thể tiếp cận và đạt được cấu trúc vốn tối ưu, tối thiểu chi phí sử dụng vốn, giảm rủi ro hoạt động và nâng cao giá trị cho doanh nghiệp.

Lý thuyết M&M do Modigliani và Miller [1] viết vào năm 1963 cũng đã chỉ ra rằng do thị trường vốn không hoàn hảo, chi phí lãi vay được khấu trừ thuế, giá trị công ty sẽ tăng lên khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay cao hơn. Tuy nhiên, tăng đòn bẩy tài chính cũng sẽ dẫn đến tăng khả năng phá sản. Do đó, cấu trúc vốn tối ưu là tỷ lệ nợ cân bằng giữa chi phí phá sản và lợi ích của việc sử dụng nợ.

Chính vì vậy, việc nghiên cứu về ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên tỷ suất sinh lợi của các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam là cần thiết. Tuy nhiên, trong quá trình nghiên cứu, nhóm tác giả nhận thấy chưa có nghiên cứu xem xét đến tác động của cấu trúc vốn tới hiệu quả tài chính của các công ty ngành vận tải thủy đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Qua đó, nghiên cứu được thực hiện với bộ dữ liệu bảng

của 25 doanh nghiệp vận tải thủy có niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2022.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả kiểm tra tác động của đòn bẩy tài chính (DA), và một số đối tượng nghiên cứu khác như LIQ, AGE, INTANG, SIZE, GROWTH tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty (ROA). Để tiến hành nghiên cứu, nhóm tác giả đã tổng hợp các lý thuyết giải thích xu hướng quyết định sử dụng nợ thay cho dùng vốn chủ sở hữu để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của công ty.

Nghiên cứu của Modigliani và Miller [2] vào năm 1958, kiểm định dựa trên một số giả định: Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân, không có chi phí giao dịch, không có chi phí phá sản và chi phí khó khăn tài chính, cá nhân và công ty đều có thể vay tiền ở mức lãi suất như nhau, thị trường vốn là thị trường hoàn hảo. Kết quả nghiên cứu được nêu trong 02 mệnh đề:

(i) Tỷ lệ nợ vay trong cấu trúc vốn không tác động đến giá trị của công ty. Khả năng tạo ra thu nhập trong tương lai sẽ là yếu tố quyết định đến giá trị công ty, trong điều kiện không có thuế, giá trị của một công ty có vay nợ và công ty không vay nợ là như nhau. Vì vậy, không có cơ cấu vốn nào là tối ưu và công ty cũng không thể n tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn;

(ii) Lợi nhuận trên vốn cổ phần có mối quan hệ đồng biến với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính.

Lý thuyết M&M [1] thực hiện xem xét thêm yếu tố thuế thu nhập công ty, kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị công ty vay nợ bằng giá trị công ty không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế. Do các khoản thanh toán lãi làm giảm số thuế thu nhập doanh nghiệp, từ đó, dòng tiền của chảy vào các nhà đầu tư sẽ nhiều hơn. Nói cách khác, việc khấu trừ thuế của các khoản thanh toán lãi sẽ bảo vệ thu nhập trước thuế của công ty. Giá trị công ty tăng lên và chi phí sử dụng vốn trung bình giảm xuống khi công ty gia tăng mức độ sử dụng nợ. Điều này ngụ ý rằng công ty nên sử dụng nợ càng nhiều càng

tốt. Tuy nhiên, lý thuyết M&M đã không tính đến động thái của công ty trên thực tế. Một số tác giả khác biện luận rằng, trên thực tế, không phải giá trị công ty tăng mãi khi tỷ số nợ gia tăng, bởi vì khi tỷ số nợ gia tăng làm phát sinh chi phí kiệt quệ tài chính, giảm đi sự gia tăng giá trị của công ty có vay nợ. Theo kết quả nghiên cứu của Malm và Roslund [3], khi gia tăng mức nợ đạt đến một mức nào đó, chi phí kiệt quệ tài chính sẽ vượt qua lợi ích của lá chắn thuế hay chi phí sử dụng vốn cao hơn mức lợi từ lá chắn thuế mang lại. Khi ấy giá trị công ty có vay nợ bắt đầu giảm dần, chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty bắt đầu tăng lên, rủi ro vỡ nợ tăng.

Tuy nhiên, theo Myers [4], chi phí nợ tăng lên khi công ty gia tăng mức độ sử dụng nợ, hậu quả là sự gia tăng chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí đại diện, nợ tăng sẽ làm tăng gánh nặng trả gốc và lãi trong tương lai, qua đó, tăng khả năng doanh nghiệp rơi vào tình trạng giảm điểm xếp hạng tín dụng, rủi ro vỡ nợ tăng.

Theo nghiên cứu của Myers [4] và Jensen [5], khi doanh nghiệp tăng tỉ lệ nợ trên vốn cổ phần, lợi ích của lá chắn từ thuế sẽ tăng. Mức độ đòn bẩy cao cũng thúc đẩy hiệu quả hoạt động của công ty thông qua việc giảm mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý liên quan đến chiến lược đầu tư tối ưu và dòng tiền tự do.

Nghiên cứu của Myers [6] đã đối chiếu lý thuyết “sự đánh đổi tĩnh” và “trật tự phân hạng” về sự lựa chọn cấu trúc vốn của các tập đoàn. Trong lý thuyết đánh đổi tĩnh, cấu trúc vốn tối ưu (điểm cân bằng) khi giá trị hiện tại của lợi thế từ tấm chắn thuế bởi nợ bằng với chi phí kiệt quệ tài chính hay chi phí sử dụng nợ vay. Và khi doanh nghiệp tiếp tục tăng tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần và vượt quá điểm cân bằng, giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính sẽ lớn hơn giá trị hiện tại của tấm chắn thuế từ nợ, làm cho giá trị của doanh nghiệp bị giảm.

Trong lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty thiên về sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại hơn nguồn tài trợ từ bên ngoài, và nếu có nhu cầu sử dụng tài trợ từ bên ngoài, họ ưu tiên sử dụng nợ hơn là nguồn từ vốn chủ sở hữu.

Myers [6] đã xem xét các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến hai lý thuyết kể trên. Kết quả nghiên cứu nhận thấy rằng một công ty tuân theo lý thuyết đánh đổi sẽ xây dựng một mức độ sử dụng nợ trên giá trị của công ty mục tiêu và dần điều chỉnh tỷ lệ nợ về mục tiêu và đạt cấu trúc vốn tối ưu. Tỷ lệ mục tiêu này được quyết định bằng cách cân bằng lợi ích qua việc sử dụng đòn bẩy tài chính và chi phí kiệt quệ tài chính.

Theo nghiên cứu của Myers và Majluf [7] đã nhận thấy rằng các công ty có thể từ chối phát hành cổ phiếu, do đó, có thể bỏ qua các cơ hội đầu tư có giá trị. Mô hình giải thích cho một số khía cạnh của hành vi tài chính doanh nghiệp, bao gồm xu hướng dựa vào các nguồn vốn nội bộ và ưu tiên vay nợ hơn vốn chủ sở hữu nếu cần tài trợ bên ngoài.

Vào năm 2003, Jordan và cộng sự công bố tác phẩm Các nguyên tắc cơ bản của tài chính doanh nghiệp [8], đã cho thấy sự thay đổi trong cấu trúc vốn mang lại lợi ích cho các cổ đông khi giá trị của công ty tăng và ngược lại. Do đó, công ty nên chọn cấu trúc vốn mang lại giá trị công ty cao nhất.

Với nghiên cứu của Nunkoo và Boateng [9] đã sử dụng mô hình hồi quy động nghiên cứu các công ty tại Canada giai đoạn 1996 - 2004, kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời có tương quan dương, trong khi đòn bẩy tài chính có tương quan âm với cơ hội tăng trưởng và quy mô. Cheng và cộng sự [10] đã áp dụng phương pháp tổng quát về thời điểm (GMM) để ước tính tác động của đòn bẩy đối với giá trị công ty và các biến bối cảnh ảnh hưởng đến mối quan hệ này. Sử dụng 645 công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Đài Loan (TSE) từ năm 2000 đến năm 2009. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy: Nếu không xem xét xác suất phá sản thì giá trị của công ty có đòn bẩy lớn hơn giá trị của công ty không có đòn bẩy. Nếu xem xét đồng thời lợi ích và chi phí của nợ vay, đòn bẩy có quan hệ đồng biến với giá trị công ty trước khi đạt đến cấu trúc vốn tối ưu của công ty. Và tác động tích cực của đòn bẩy tài chính đến giá trị công ty có xu hướng mạnh hơn khi chất lượng tài chính của công ty tốt hơn.

Caneghem và cộng sự [11] đã nghiên cứu thực nghiệm kiểm tra các doanh nghiệp vừa và nhỏ của Bỉ chỉ ra rằng đòn bẩy có tương quan cùng chiều với cấu trúc tài sản, triển vọng tăng trưởng và đòn bẩy trung bình ngành, tương quan ngược chiều với độ tuổi công ty và khả năng sinh lời.

Agustiningsih [12] đã nghiên cứu thực nghiệm các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm và đồ uống được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia giai đoạn 2018 – 2020. Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu suất tài chính làm tăng giá trị công ty, bên cạnh đó, đòn bẩy và quy mô công ty đều ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Abuamsha và Shumali [13] nghiên cứu 41 doanh nghiệp tại Palestin và nhận thấy rằng đối với doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm, đầu tư và công nghiệp, khi sử dụng nợ dài hạn để trang bị tài sản thì ROA sẽ tăng và nợ ngắn hạn sẽ tác động tích cực lên ROA. Đối với các doanh nghiệp dịch vụ, nợ dài hạn tác động nghịch biến với ROA

Những kết quả nghiên cứu trên đây cho thấy sự không đồng nhất giữa các nhà nghiên cứu. Một số tác giả cho thấy rằng mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời của công ty là quan hệ đồng biến. Trong khi đó, một số nghiên cứu khác lại đưa ra kết quả ngược lại.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mục tiêu nghiên cứu

Sự không đồng nhất của những kết quả nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và tỷ suất sinh lợi ở các doanh nghiệp trong nước và quốc tế đã cho thấy tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả hoạt động của các công ty vẫn còn là một vấn đề gây tranh cãi và cần có những nghiên cứu cụ thể và sâu sắc hơn. Bên cạnh đó, trong quá trình nghiên cứu, nhóm tác giả thấy rằng chưa công trình nghiên cứu xem xét tác động của đòn bẩy tài chính lên tỷ suất sinh lợi với đặc thù của

những doanh nghiệp kinh doanh vận tải thủy ở Việt Nam.

Chính vì vậy, mục tiêu nghiên cứu được đặt ra: Xem xét tác động của tỷ lệ đòn bẩy tài chính (DA) đến hiệu quả hoạt động (ROA) của các công ty hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực vận tải thủy đang niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam.

3.2. Câu hỏi nghiên cứu

Câu hỏi nghiên cứu 1: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính có tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực vận tải thủy đang niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam?

Câu hỏi nghiên cứu 2: Mối quan hệ giữa tỷ lệ đòn bẩy tài chính và tỷ suất sinh lợi là đồng biến hay nghịch biến?

Câu hỏi nghiên cứu 3: Số năm hoạt động có ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ ở các doanh nghiệp vận tải thủy đang niêm yết ở Việt Nam? Doanh nghiệp kinh doanh lâu năm sẽ vay nợ nhiều hơn hay ít hơn?

Dựa trên lý thuyết M&M [1], lý thuyết về chu kỳ sống của doanh nghiệp [14], các giả thuyết nghiên cứu được đưa ra:

H1: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lợi của các công ty hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực vận tải thủy niêm yết;

H2: Số năm hoạt động có tác động tích cực đến tỷ lệ nợ ở các doanh nghiệp vận tải thủy.

3.3. Các biến sử dụng trong nghiên cứu

Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA), tỷ lệ đòn bẩy tài chính (DA), quy mô công ty (SIZE), tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản (GROW), mức độ thanh khoản của doanh nghiệp (LIQ), tỷ lệ tài sản cố định vô hình (INTANG), số năm hoạt động của doanh nghiệp (AGE).

Bảng 1. Các biến sử dụng trong nghiên cứu.

Tên biến	Ý nghĩa	Công thức tính
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	Tỷ lệ lợi nhuận ròng sau thuế trên bình quân tổng tài sản
DA	Tỷ lệ đòn bẩy tài chính	Tổng nợ chia tổng tài sản
SIZE	Quy mô công ty	Log (tổng tài sản)
GROW	Tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản	$\left[\frac{\text{Tổng tài sản (năm } t)}{\text{Tổng tài sản (năm } t - 1)} \right] - 1$
LIQ	Mức độ thanh khoản của doanh nghiệp	$\frac{\text{Tỷ lệ tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$
INTANG	Tỷ lệ tài sản cố định vô hình	$\frac{\text{Tỷ lệ tài sản cố định vô hình}}{\text{Tổng tài sản}}$
AGE	Số năm hoạt động của doanh nghiệp	Số năm hoạt động

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này là số liệu theo năm trong báo cáo tài chính của 25 doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam hoạt động liên tục trong giai đoạn 2014 – 2022 và có niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm 03 sàn HOSE, HNX, UPCoM.

3.5. Mô hình nghiên cứu

Để trả lời cho câu hỏi nghiên cứu (1) và (2), nghiên cứu sử dụng mô hình (1):

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

Để trả lời cho câu hỏi nghiên cứu (3), mô hình nghiên cứu (2) được sử dụng:

$$DA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INTANG_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Để có thể lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp, nghiên cứu đã thực hiện các bước như thống kê mô tả, xem xét hệ số tương quan giữa các biến, kiểm định các hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến, tự tương quan.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả của các biến trong mô hình

Bảng 2. Thống kê mô tả của các biến trong mô hình.

	ROA	DA	SIZE	GROW
Mean	0.041	0.332	27.387	0.648
Median	0.035	0.329	27.243	0.061
Maximum	0.198	0.968	30.287	127.457
Minimum	-0.097	0.012	23.928	-0.850
Std. Dev.	0.036	0.209	1.222	8.496
Skewness	0.947	0.805	0.423	14.875
Kurtosis	6.467	3.799	2.989	222.518
Jarque-Bera	146.381	30.333	6.734	460065.5

	ROA	DA	SIZE	GROW
Probability	0.000	0.000	0.034	0.000
Sum	9.315	74.923	6162.26	145.907
Sum Sq. Dev.	0.296	9.862	334.497	16170.03
Observations	225	225	225	225

Kết quả thống kê mô tả cho thấy giá trị trung bình của ROA, DA, SIZE, GROW lần lượt là 0.0414, 0.3330, 27.3879 và 0.6485. Như vậy, ở các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam, tổng nợ tài trợ cho hơn 33% giá trị tổng tài sản. Các giá trị nhỏ nhất và cao nhất của ROA là -0.097 và 1.198, của DA là 0.013 và 0.968, của SIZE là 23.93 và 30.29, của GROW là -0.85 và 127.46

Các biến có độ lệch tiêu chuẩn rất khác nhau, ROA là 0.036, DA là 0.209, SIZE là 1.122 và GROW là 8.496. Có thể thấy giá trị của ROA và GROW thuộc một số doanh nghiệp là số âm trong vài năm ở giai đoạn 2014 – 2022. Điều này cho thấy những khoản lỗ ròng gây giảm giá trị doanh nghiệp, xuất phát từ tỷ suất sinh lợi trên doanh thu âm hay hiệu suất sử dụng tài sản thấp. Bên cạnh đó, giá trị trung bình của ROA ở mức thấp so với các ngành kinh doanh khác.

Nguyên nhân đến từ việc các doanh nghiệp vận tải thủy có giá trị tài sản đầu tư quá lớn, cước phí thấp trong khi các chi phí nhiên liệu và những chi phí đầu vào khác như lãi vay, nhân công đều tăng cao. Đồng thời, việc kết nối giữa vận tải

đường thủy với hệ thống giao thông đường bộ và các cảng biển chưa thuận lợi, chưa có chính sách hỗ trợ để thúc đẩy vận tải hàng container bằng đường thủy. Việt Nam có ưu thế là hệ thống sông ngòi dày đặc, vùng biển rộng, thuận lợi cho hoạt động giao thương quốc tế bằng đường biển. Thế nhưng, hệ thống bến bãi vận tải thủy nội địa phần lớn vẫn còn thô sơ, các dịch vụ hỗ trợ chưa phát triển nên vận tải thủy khó phát huy lợi thế, chưa đáp ứng được hình thức vận tải đa phương thức. Luồng tuyến giao thông thủy dày đặc nhưng không đồng cấp, nhất là về độ sâu, chiều rộng. Trong khi các quốc gia khác trên thế giới đã bắt đầu áp dụng công nghệ cao vào việc quản lý hệ thống vận tải đường thủy, tuy nhiên, ở Việt Nam, việc sử dụng hệ thống báo hiệu hay công nghệ định vị hỗ trợ vận tải thủy vào ban đêm vẫn còn nhiều khó khăn [15].

Một vấn đề khác, đó là khá nhiều doanh nghiệp vận tải thủy ở Việt Nam có tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước cao, nên việc thay đổi, thanh lý các tài sản cố định có giá trị lớn, lỗi thời, gặp nhiều khó khăn và mất thời gian dài. Phân tích hệ số tương quan giữa các biến được trình bày tại bảng 3.

Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình (1).

Correlation		DA	SIZE	GROW
Probability	ROA			
ROA	1.000			

DA	-0.37292	1.000		
	0.000	----		
SIZE	-0.02914	0.42338	1.000	
	0.6637	0.000	----	
GROW	-0.05571	0.20078	0.08758	1.000
	0.4056	0.0025	0.1906	----

Kết quả phân tích hệ số tương quan giữa các biến cho thấy DA có tương quan âm với ROA ở mức ý nghĩa 1%.

Trong khi đó, mối tương quan giữa SIZE, GROW với ROA không có ý nghĩa thống kê.

4.2. Kết quả hồi quy mô hình

Do sự xuất hiện của hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong bộ dữ liệu, phương

pháp GLS (generalized least squares) cho dữ liệu bảng được sử dụng để thực hiện hồi quy xem xét mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập trong mô hình (1). Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu bằng phương pháp GLS được thể hiện trong bảng 4.

Bảng 4. Kết quả hồi quy mô hình (1).

Number of obs	=	225
Number of groups	=	25
Time periods	=	9
Wald chi2(3)	=	26.39
Prob > chi2	=	0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DA	-0.088	0.020	-4.32	0.000	-0.128	-0.048
SIZE	0.007	0.002	3.39	0.001	0.003	0.011
GROW	0.0003	0.0001	3.18	0.001	0.0001	0.0006
_cons	-0.118	0.052	-2.25	0.024	-0.221	-0.015

Hệ số P-value của các biến DA, SIZE, GROW đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Hệ số hồi quy đứng trước biến DA có giá trị âm cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ lệ đòn bẩy tài chính và tỷ suất sinh lợi ở các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam. Như vậy, khi doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ vay hơn, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ kém đi. Kết quả này trái ngược với một số lý thuyết như lý thuyết M&M với định đề khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Một lý thuyết khác khuyến khích việc sử dụng nợ đó là lý thuyết về tầm chắn thuế của nợ vay khi cho rằng sử dụng nợ vay doanh nghiệp sẽ chi trả thuế ít hơn. Hay ngay cả lý thuyết chi phí đại diện cũng cho rằng doanh nghiệp nên chi trả cổ tức khi dòng tiền tự do trong doanh nghiệp gia tăng, và nếu có một dự án tốt thì doanh nghiệp nên vay để tài trợ cho dự án

này. Thế nhưng, thực tế cho thấy, một vấn đề ở các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp vận tải thủy ở Việt Nam nói riêng sẽ phải đối mặt khi sử dụng đòn bẩy tài chính đó là áp lực trả nợ vay và lãi vay. Thậm chí, khi các khoản nợ quá lớn, các doanh nghiệp có thể chấp nhận đầu tư vào những dự án kém hiệu quả hoặc có rủi ro cao hơn. Điều kiện cước phí thấp, thời gian trả nợ vay ngắn, lãi suất cao, lịch thanh toán nợ vay chưa phù hợp với dòng tiền của doanh nghiệp, điều này làm giá trị doanh nghiệp giảm đi, tỷ suất sinh lợi thấp hơn, thậm chí là con số âm. Hệ số hồi quy đứng trước biến SIZE và GROW đều có giá trị dương, cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản lên tỷ suất sinh lợi của doanh nghiệp, vấn đề này cho thấy lợi thế theo quy mô ở các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam.

4.3. Số năm hoạt động ảnh hưởng lớn đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam

Để tiếp tục làm rõ hơn về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam, nghiên cứu phân tích một số yếu tố có ảnh hưởng đến tỷ lệ đòn

bẩy tài chính. Trong đó, số năm hoạt động là nhân tố ít được quan tâm trước đây sẽ được xem xét trong nghiên cứu này. Mô hình (2) được sử dụng như sau:

$$DA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INTANG_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bảng 5. Thống kê mô tả các biến trong mô hình (2).

	DA	INTANG	LIQ	AGE
Mean	0.332	0.015	3.849	19.960
Median	0.329	0.002	1.972	16.000
Maximum	0.968	0.159	34.850	65.000
Minimum	0.012	0.000	0.391	5.000
Std. Dev.	0.209	0.030	5.469	13.234
Skewness	0.805	2.693	3.182	1.689
Kurtosis	3.799	9.778	13.980	5.287
Jarque-Bera	30.333	702.750	1510.377	156.084
Probability	0.000	0.000	0.000	0.000
Sum	74.923	3.529	866.028	4491.000
Sum Sq.Dev.	9.862	0.208	6700.48	39236.64
Observations	225	225	225	225

Kết quả thống kê mô tả cho thấy các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam trong giai đoạn 2014 - 2022 có sự khác biệt rất lớn về số năm hoạt động và mức độ thanh khoản của doanh nghiệp. Độ lệch tiêu chuẩn của các biến AGE và LIQ là rất cao.

Giá trị trung bình của INTANG, LIQ, AGE lần lượt là 0.016, 3.849 và 19.960. Các giá trị nhỏ nhất

và cao nhất của INTANG là 0 và 0.16, LIQ là 0.391 và 34.85, AGE là 5 và 65. Phân tích hệ số tương quan giữa các biến được trình bày tại bảng 6. Kết quả phân tích hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình (2) cho thấy các biến INTANG, LIQ có tương quan âm với biến DA tại mức ý nghĩa 1%, trong khi đó, AGE có tương quan dương với DA ở mức ý nghĩa 1%.

Bảng 6. Phân tích hệ số tương quan giữa các biến.

Correlation		INTANG	LIQ	AGE
Probability	DA			
DA	1.0000			

INTANG	-0.2485	1.0000		
	0.0002	-----		
LIQ	-0.5278	0.0140	1.0000	
	0.0000	0.8336	-----	

Correlation		INTANG	LIQ	AGE
Probability	DA			
AGE	0.3296	0.0124	-0.1778	1.000000
	0.0000	0.8530	0.0075	-----

4.4. Kết quả hồi quy mô hình (2)

Do sự xuất hiện của hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong bộ dữ liệu, phương pháp GLS (generalized least squares) cho dữ liệu bảng

được sử dụng để thực hiện hồi quy xem xét mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập trong mô hình (2). Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu bằng phương pháp GLS được thể hiện trong bảng 7.

Bảng 7. Kết quả hồi quy mô hình (2).

Number of obs	=	3225
Number of groups	=	25
Time periods	=	9
Wald chi2(3)	=	36.70
Prob > chi2	=	0.0000

DA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
INTANG	-0.426	0.260	-1.64	0.101	-0.937 0.084
LIQ	-0.011	0.002	-4.80	0.000	-0.015 -0.006
AGE	0.007	0.002	3.19	0.001	0.003 0.012
_cons	0.217	0.053	4.09	0.000	0.112 0.321

Kết quả hồi quy mô hình bằng phương pháp GLS cho thấy sự phù hợp của mô hình nghiên cứu (2) với hệ số P- value của mô hình là 0.0000. Hệ số P-value của biến AGE có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1%. Hệ số hồi quy đứng trước biến AGE có giá trị dương cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa số năm hoạt động và tỷ lệ đòn bẩy tài chính ở các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam. Đây là bằng chứng thực nghiệm cho thấy rằng các doanh nghiệp vận tải thủy hoạt động lâu năm có tỷ lệ nợ cao hơn. Điều này cho thấy các doanh nghiệp vận tải thủy hoạt động lâu năm ở Việt Nam phần lớn xuất thân từ những xí nghiệp vận tải, công ty nhà nước, hoặc các

công ty cổ phần hoạt động lâu năm và có chỗ đứng trên thị trường, nên dễ dàng tiếp cận các khoản vay lớn từ các ngân hàng thương mại.

Hệ số hồi quy đứng trước các biến INTANG và LIQ đều có giá trị âm cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa tỷ lệ tài sản vô hình và mức độ thanh khoản đối với tỷ lệ nợ ở các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam. Kết quả này cho thấy những doanh nghiệp có thanh khoản tốt, uy tín cao, tài sản cố định vô hình cao, dòng tiền tự do cao sẽ ưu tiên sử dụng nguồn tiền nội bộ và hạn chế, giảm sử dụng nợ để tài trợ.

5. Kết luận

Trong bối cảnh Fed gia tăng lãi suất và các ngân hàng thương mại ở Việt Nam đều nâng lãi suất cho vay trong năm 2023. Áp lực trả nợ và lãi vay của các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam gia tăng. Điều này chắc chắn sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến các quyết định tài trợ, quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Mặc dù lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng ưu tiên bậc nhất để tài trợ cho các quyết định đầu tư trong hoạt động của doanh nghiệp là dòng tiền nội bộ, tiếp đến là nợ vay, cuối cùng là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, sự hấp dẫn của tấm chắn thuế từ vay nợ dường như đang giảm dần với những áp lực do lãi suất tăng. Đồng thời, doanh nghiệp có thể đưa ra những quyết định sai lầm trong lựa chọn dự án đầu tư khi áp lực vỡ nợ quá lớn, trong bối cảnh các doanh nghiệp không thể trả các khoản vay đến hạn trong khi chưa có các kế hoạch tái cơ cấu, hoặc chính sách hỗ trợ từ chủ nợ hay Nhà nước.

Bảng dữ liệu tài chính của 25 doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam hoạt động liên tục trong giai đoạn 2014 – 2022 và có niêm yết trên thị trường chứng khoán, nghiên cứu đã thực hiện hồi quy dữ liệu bằng phương pháp GLS. Kết quả cho thấy rằng tỷ lệ đòn bẩy tài chính có mối quan hệ nghịch biến với tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản của các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam. Khi doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ vay hơn, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ kém hơn. Kết quả từ nghiên cứu này đồng nhất với một số nghiên cứu trước đây như Malm và Roslund [3], Myers [4], Nunkoo và Boateng [9], Caneghem và cộng sự [11], và ngược lại với một số nghiên cứu như của Modigliani và Miller [1], Jensen [5], Cheng và Tzeng [10].

Đồng thời, nghiên cứu cũng đã đưa ra những bằng chứng thực nghiệm cho thấy doanh nghiệp vận tải thủy hoạt động lâu năm có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn. Các doanh nghiệp vận tải thủy lâu đời, có uy tín ở Việt Nam, phần lớn có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao, có chỗ đứng trên thị trường, dễ dàng tiếp cận các khoản vay hơn, do đó, sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn.

Kết quả nghiên cứu đã đi sâu vào việc phân tích tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt

động ở các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam. Đồng thời, nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của số năm hoạt động đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam. Đây là những điểm mới khi những nghiên cứu trước đây chưa thực hiện, cũng như bổ sung thêm những kết quả khác biệt. Nhóm tác giả đề cập những bằng chứng thực nghiệm hữu ích cho nhà điều hành và cổ đông ở các doanh nghiệp trong việc ra quyết định tài trợ và các quyết định đầu tư để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, nâng cao tỷ suất sinh lợi. Các doanh nghiệp vận tải thủy Việt Nam nên hạn chế việc vay nợ do áp lực lãi suất và rủi ro phá sản. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp vận tải thủy hoạt động lâu năm, có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao, dẫn đến hiệu quả hoạt động kém. Những doanh nghiệp này cần phải có các biện pháp cơ cấu nợ, xử lý nợ hợp lý bằng các hoạt động thu hút vốn đầu tư nước ngoài, hoặc thậm chí M&A, phát hành thêm cổ phiếu để thu hút thêm nguồn lực đầu tư, giảm bớt gánh nặng nợ vay. Đồng thời phải đưa ra các quyết định đầu tư, tài trợ phù hợp với cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp và bối cảnh vĩ mô cũng như tốc độ tăng trưởng của ngành nghề. Các công ty có tài sản vô hình cao có vốn vay thấp, cho thấy các công ty chú trọng trong công tác nâng cao uy tín thương hiệu, đầu tư vào phần mềm để tiệm cận với vận tải quốc tế, giảm sử dụng nợ và nâng cao giá trị cho công ty. Với nghiên cứu này, nhóm tác giả chưa thực hiện đánh giá tác động của các cú sốc do khủng hoảng tài chính hoặc đại dịch COVID – 19 gây ra. Đây sẽ là hướng nghiên cứu kế tiếp trong tương lai nhóm dự kiến thực hiện.

Tài liệu tham khảo

- [1] F. Modigliani, M. H. Miller; “Income Taxes and the Cost of Capital”. *The American Economic Review*. 1963; 53(3):433–443. Available: <https://www.jstor.org/stable/1809167>. Accessed on: 6 May 2023.
- [2] F. Modigliani, M. H. Miller; “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. *The American Economic Review*. 1958; 48(3), 261–97, 1958. Available: <https://www.jstor.org/stable/1809766>. Accessed on: 6 May 2023.
- [3] S. Malm, E. Roslund; “The Bond-to-Total Debt Ratio and its Impact on Firms' Performance”.

- Master Thesis, Umeå University, Umeå, Sweden; 2013.
- [4] S. C. Myers; “Determinants of corporate borrowing”. *Journal of Financial Economics*. 1977; 5(2):147-175. DOI:10.1016/0304-405X(77)90015-0.
- [5] M. C. Jensen; “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*. 1986; 76(2):323-329.
- [6] S. C. Myers; “The Capital Structure Puzzle”. *Journal of Finance*. 1984; 39(3):574-592. DOI:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.
- [7] S. C. Myers, N. S. Majluf; “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *Journal of Financial Economics*. 1984; 13(2):187-221. DOI:10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- [8] B. D. Jordan, S. A. Ross, R. W. Westerfield; “Fundamentals of Corporate Finance”. Sixth Edition”. NY, USA:McGraw Hill; 2003.
- [9] P. K. Nunkoo, A. Boateng; “The empirical determinants of target capital structure and adjustment to long-run target: Evidence from Canadian firms”. *Applied Economics Letters*. 2010; 17(10):983-990. DOI:10.1080/17446540802599671.c.
- [10] M. -C. Cheng, Z. -C. Tzeng; “The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect”. *World Journal of Management*. 2011; 3(2):30-53.
- [11] T. V. Caneghem, G. V. Campenhout; “Quantity and quality of information and SME financial structure”. *Small Business Economics*. 2012; 39(2):341-358. DOI:10.1007/s11187-010-9306-3.
- [12] W. Agustini Sih; “The Effect of Financial Performance , Leverage and Company Size on Company Value in the Food and Beverage Manufacturing Sector”. *International Journal of Asian Business and Management*. 2023; 2(3):289-308. DOI:10.55927/ijabm.v2i3.4162.
- [13] M. Abuamsha, S. Shumali; “Debt structure and its impact on financial performance: An empirical study on the Palestinian stock exchange”. *Journal of International Studies*. 2022; 15(1):211-229. DOI:10.14254/2071-8330.2022/15-1/14.
- [14] E. Black; “Usefulness of financial statement components in valuation: An examination of start-up and growth firms”. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 2003; 5(1):47-69. DOI:10.1080/136910603200006722.
- [15] T. Hà và nhóm phóng viên kinh tế; “Đánh thức tiềm năng vận tải thủy”; *Báo Nhân dân*; Available: <https://special.nhandan.vn/thu-hut-dau-tu-phat-trien-giao-thong/index.html>. Ngày truy cập: 6/5/2023.