

ẢNH HƯỞNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRONG LĨNH VỰC VẬN TẢI - KHO BÃI

Trần Thị Kim Anh*
Đỗ Thành Trung**

Tóm tắt

Bài nghiên cứu nhằm lượng hóa mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trong lĩnh vực vận tải. Mô hình nghiên cứu được thực hiện thông qua việc phân tích 48 công ty niêm yết trong lĩnh vực này với 879 quan sát trong giai đoạn 2011- 2015. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng được hồi quy theo 3 phương pháp là Pooling, Fixed effect và Random effect và các kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tỷ lệ nợ lớn sẽ làm giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Ngoài ra nghiên cứu cũng tìm thấy mối quan hệ của tỷ trọng đầu tư tài sản cố định đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Từ khóa: cơ cấu vốn, dữ liệu bảng.

Mã số: 248. Ngày nhận bài: 01/04/2016. Ngày hoàn thành biên tập: /2016. Ngày duyệt đăng: /2016.

Abstract

.

Key words: .

Paper No.248. Date of receipt: 01/04/2016. Date of revision: . Date of approval: .

Sự phát triển của hệ thống các doanh nghiệp vận tải - kho bãi (còn gọi là ngành kho vận) luôn được xem là một trong những động lực phát triển nền kinh tế mới hiện nay. Để tiến hành hoạt động kinh doanh, các doanh nghiệp trong ngành thường có nhu cầu cao trong việc đầu tư mua sắm các tài sản cố định lớn như tàu, ô tô, bến cảng hay các cơ sở hạ tầng khác. Tài trợ cho các hoạt động trên doanh nghiệp chỉ có thể tiếp cận bằng nguồn vốn chủ sở hữu hoặc nợ phải trả. Trong đó phương thức

sử dụng nguồn tài trợ từ vay nợ thường được ưu tiên áp dụng nhằm giảm rủi ro mất quyền kiểm soát. Tuy nhiên, việc gia tăng đòn bẩy tài chính có dẫn đến gia tăng trong sức sinh lời của các công ty đại chúng trong lĩnh vực kho vận hay không? Tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn có ảnh hưởng khác nhau đến kết quả kinh doanh không? Bài viết sau nhằm tổng hợp lý thuyết và xây dựng mô hình nghiên cứu định lượng để lý giải cho vấn đề này.

*

1. Khái quát chung về các công ty cổ phần niêm yết trong lĩnh vực vận tải - kho bãi

Theo Điều 233, Luật thương mại năm 2005 thì Dịch vụ kho vận hay logistics là hoạt động thương mại, theo đó thương nhân tổ chức thực hiện một hoặc nhiều công việc bao gồm nhận hàng, vận chuyển, lưu kho, lưu bãi, làm thủ tục hải quan, các thủ tục giấy tờ khác, tư vấn khách hàng, đóng gói bao bì, ghi ký mã hiệu, giao hàng hoặc các dịch vụ khác có liên quan đến hàng hoá theo thoả thuận với khách hàng để hưởng thù lao. Mục tiêu của những hoạt động này là vận chuyển hàng hóa từ điểm khởi đầu đến điểm tiêu thụ nhằm đáp ứng nhu cầu khách hàng.

Việt Nam có vị trí khá thuận lợi trong khu vực với cơ sở hạ tầng vận tải đồ sộ. Cụ thể, Việt Nam hiện có tuyến bờ biển dài hơn 3.000 km, nắm giữ vị trí quan trọng trong vận tải hàng hải quốc tế; 49 cảng biển, chia thành sáu nhóm theo vị trí địa lý dọc bờ biển và 206 nghìn km đường bộ (Cục Hàng hải Việt Nam, 2013). Khi gia nhập vào Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) vào năm 2007, Việt Nam đã cam kết mở cửa một số phân khúc của ngành kho vận như: (i) dịch vụ xếp dỡ container; (ii) dịch vụ kho bãi; (iii) dịch vụ giao nhận vận tải; (iv) các dịch vụ khác (bao gồm: kiểm tra vận đơn; giám định hàng hóa, dịch vụ lấy mẫu và xác định trọng lượng; dịch vụ nhận hàng; dịch vụ chuẩn bị chứng từ vận tải). Do vậy có thể thấy bên cạnh những lợi thế về địa lý, cơ sở hạ tầng sẵn có, các doanh nghiệp trong nước đang phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt không ngừng gia tăng từ các công ty nước ngoài.

Ngành vận tải - kho vận là một trong những ngành có nhu cầu vốn huy động cao do phải đầu tư vào cơ sở hạ tầng như kho, cảng, bến bãi, phương tiện vận tải, truyền dẫn... Trong số 48 doanh nghiệp niêm yết được phân tích trên tổng số khoảng 1200 doanh nghiệp vận

tải - kho vận trên cả nước cho thấy tổng nợ trung bình cao gần bằng tổng vốn chủ sở hữu. Phần lớn các doanh nghiệp đều có tỷ trọng tài sản dài hạn lớn hơn so với tài sản ngắn hạn và tỷ trọng đầu tư vào tài sản cố định cao. Một số công ty có tỷ trọng đầu tư vào tài sản cố định duy trì ở mức khoảng 90% trên tổng tài sản như Công ty cổ phần Hàng hải Đông Đô (DDM), Công ty Cổ phần Ánh Dương Việt Nam (VNS) và Công ty cổ phần vận tải biển Vinaship (VNA). Công ty cổ phần vận tải dầu khí (PVT) và Công ty cổ phần Gemadept (GMD) là các doanh nghiệp dẫn đầu về quy mô với tổng tài sản tương ứng lên tới 9728 tỷ đồng và 8918 tỷ đồng. Như vậy, các doanh nghiệp trong ngành đều có đặc điểm chung là tỷ lệ nợ cao, nhu cầu về vốn đầu tư lớn, đặc biệt là đầu tư vào tài sản cố định. Do đó, những thay đổi về quy mô vốn, cơ cấu nguồn vốn hay tỷ trọng đầu tư vào tài sản cố định cũng có thể có những ảnh hưởng khác biệt đến hiệu quả kinh doanh của những doanh nghiệp này.

2. Tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trong lĩnh vực vận tải - kho bãi

2.1. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Cơ cấu vốn, hay cấu trúc nguồn vốn, của doanh nghiệp (capital structure/ leverage/ financial structure) được tính bằng tỷ lệ giữa Nợ phải trả (có thể là tổng nợ, nợ ngắn hạn hoặc nợ dài hạn) và vốn chủ sở hữu (hoặc Tổng vốn đầu tư) của một doanh nghiệp (Nguyễn Thu Thủy, 2011). Với mỗi một nguồn vốn, doanh nghiệp sẽ phải bỏ ra những chi phí nhất định để sử dụng chúng. Với nợ vay thì đó là chi phí lãi vay phải trả, với vốn chủ sở hữu thì sẽ là tỷ lệ sinh lời kỳ vọng của cổ đông. Việc lựa chọn cơ cấu vốn như thế nào sẽ ảnh hưởng đến các quyết định sản xuất kinh doanh mà chủ sở hữu sẽ đưa ra trên cơ sở đánh giá rủi ro của các dự án đầu tư và đánh giá giá trị mà họ và bên chủ

nợ sẽ được hưởng nếu đầu tư vào dự án đó. Do vậy, cơ cấu vốn cũng ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Đã có rất nhiều lý thuyết nghiên cứu về mối quan hệ này trên thế giới như lý thuyết M&M, lý thuyết chi phí quản lý đại diện, lý thuyết trade-off hay lý thuyết về trật tự phân hạng.

Lý thuyết M&M

Công trình đầu tiên trình bày về cấu trúc vốn có thể kể đến là nghiên cứu của (Modigliani & Miller, 1958), sau này được gọi là lý thuyết M&M (1958). Lý thuyết này cho rằng cơ cấu vốn của một công ty không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết luận của M&M (1958) dựa trên một tập hợp các giả định về thị trường hoàn hảo không đạt được trong thực tiễn, đặc biệt là không xuất hiện thuế trong mô hình.

Sau này, trong nghiên cứu tiếp theo của mình, Modigliani & Miller (1963) đã đưa ra bằng chứng mới cho rằng chi phí vốn ảnh hưởng đến cơ cấu vốn và do đó ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Sử dụng nợ càng cao sẽ tạo ra lá chắn thuế làm giảm chi phí đi vay và dẫn đến tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết chi phí quản lý đại diện (Agency Cost)

Berle & Means (1932) đã đề cập đến chi phí quản lý đại diện trong mô hình công ty hiện đại. Lý thuyết này được phát triển lên bởi Jensen & Meckling (1976). Hai tác giả cho rằng sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền điều hành doanh nghiệp có thể ảnh hưởng xấu đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Để cắt giảm chi phí đại diện, Harris và Raviv (1991) cho rằng vay nợ như một cơ chế để giám sát và khuyến khích hoạt động của Ban giám đốc do mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ vay và những khó khăn tài chính của công ty. Công ty sẽ gần tới khả năng phá sản hơn nếu những khó

khăn tài chính gia tăng, thực tế này thúc đẩy các giám đốc tăng cường cải thiện hiệu suất hoạt động nếu họ không muốn mất việc làm hay để lại những tai tiếng xấu. Như vậy lý thuyết này ủng hộ mối quan hệ thuận chiều giữa vay nợ và hiệu quả kinh doanh.

Lý thuyết trade-off

Lý thuyết trade-off cho rằng có tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu để có thể gia tăng giá trị doanh nghiệp bằng việc đánh đổi những lợi ích của doanh nghiệp. Tức là, công ty có thể vay nợ cho đến khi lợi ích về thuế từ đi vay tương đương với chi phí giá tăng từ những khó khăn tài chính của công ty (Myers S. C., 1977). Do vậy, lý thuyết này cho rằng có mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ nợ vay và hiệu quả kinh doanh trong doanh nghiệp.

Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory)

Lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển bởi (Myers & Majluf, 1984), cho rằng các công ty ưu tiên lựa chọn vốn tự có hơn là nguồn vốn bên ngoài. Các doanh nghiệp trước hết sẽ sử dụng thu nhập giữ lại để đầu tư, sau đó mới phát hành trái phiếu, rồi cổ phiếu nếu cần. Khi cần thiết phải sử dụng nguồn vốn bên ngoài thì công ty thích tận dụng vốn vay nợ hơn là phát hành cổ phiếu mới. Trong trường hợp này các doanh nghiệp sinh lợi cao sẽ vay ít hơn. Do vậy, xu hướng chung sẽ là các công ty có khả năng sinh lời cao hơn sẽ có ít nợ hơn.

Bên cạnh các lý thuyết cũng có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp như:

Nghiên cứu “Cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của công ty” của Margaritis & Psillaki (2007) sử dụng mẫu của 12.240 công ty tại New Zealand từ năm 2004 đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ thuận chiều giữa

ơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra nhiều nghiên cứu của Abor (2005), Margaritis & Psillaki (2010) cũng ủng hộ quan điểm trên.

Seetanah và cộng sự (2014) thực hiện nghiên cứu “Cơ cấu vốn và kết quả kinh doanh: bằng chứng từ một nền kinh tế mới nổi” cho thấy cơ cấu vốn ảnh hưởng ngược chiều với kết quả kinh doanh hay những công ty có tỷ lệ nợ thấp thường là những công ty có kết quả hoạt động tốt hơn. Kết quả tương tự được tìm thấy trong nghiên cứu về các công ty tại Jordanian (Soumadi & Hayajneh, 2012).

Nghiên cứu của Abor, 2005 cũng chỉ ra tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) nhưng kết quả ngược lại được phát hiện với tỷ lệ nợ dài hạn.

Weill (2008) khi nghiên cứu các doanh nghiệp tại 7 nước Châu Âu đã cho thấy ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh là khác nhau giữa các nước, nếu như Tây Ban Nha, Ý cho thấy mối quan hệ thuận chiều thì Đức, Pháp, Bỉ và đặc biệt là Bồ Đào Nha lại thể hiện tác động ngược chiều.

Xem xét đặc thù đối với 29 doanh nghiệp ngành vận tải tại Trung Quốc, JingJing Fu (2014) đã đưa ra kết luận việc gia tăng tỷ lệ nợ sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn đầu và sau đó có tác động ngược lại. Tỷ lệ nợ cao cũng làm tăng mức độ rủi ro của doanh nghiệp.

Sau khi nghiên cứu cơ sở nghiên cứu lý thuyết về cơ cấu vốn và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan, tác giả đưa ra giả thuyết thứ nhất:

H1: Tồn tại mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh.

Một số nghiên cứu cho thấy mối quan hệ thuận chiều nhưng một số nghiên cứu khác lại cho kết quả ngược lại, đặc biệt tại những nền

kinh tế mới nổi. Thời gian nghiên cứu từ năm 2011- 2015 là giai đoạn các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng nhiều từ chính sách tiền tệ của Nhà nước khi lãi suất cho vay ở mức rất cao, có thời điểm vượt quá 19%. Chi phí đi vay cao sẽ làm giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp, nhất là những doanh nghiệp có nhu cầu về vốn cao như ngành vận tải - kho bãi. Do vậy giả thuyết thứ hai được đưa ra:

H2: Cơ cấu vốn ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh.

2.1. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của 48 công ty niêm yết trong lĩnh vực kho vận trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn 2011 - 2015, với tổng cộng 879 quan sát tại các quý. Sau khi khảo sát cơ sở lý thuyết và những nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu và đo lường các biến liên quan. Mô hình đề xuất được dựa trên mô hình của tác giả Soumadi, Hayajneh (2012) và các tác giả Addae, Nyarko-Baas, Hughes (2013), theo đó ngoài biến về cơ cấu vốn, các biến về quy mô công ty, tỷ trọng tài sản cố định và mức tăng trưởng doanh thu cũng được đưa vào mô hình như biến kiểm soát. Cụ thể:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 Size + \beta_3 Tangibility + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Quarter_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 Size + \beta_3 Tangibility + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Quarter_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 Size + \beta_3 Tangibility + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Quarter_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

Trong đó:

it = Biến quan sát của công ty i tại thời điểm t

i = 1, 2, 3, 4, ..., 48 và t = 1, 2, 3, ..., 20 (Quý 1 năm 2011 đến quý 4 năm 2015)

Khái niệm và cách đo lường các biến được trình bày trong Bảng 1.

Bảng 1: Bảng mô tả các biến đo lường được sử dụng trong nghiên cứu

Tên biến	Định nghĩa	Cách đo lường
Biến phụ thuộc ROA	Tỷ suất sinh lời trên tài sản	Lợi nhuận trước thuế chia tổng tài sản bình quân của công ty.
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế chia vốn chủ sở hữu bình quân của công ty.
Tobin's Q	Cơ hội tăng trưởng của công ty	Giá trị thị trường của tài sản chia giá trị sổ sách của tài sản
Biến giải thích LEV	Đòn bẩy tài chính	
- SDTA	Tỷ lệ nợ ngắn hạn	Tổng nợ ngắn hạn chia tổng tài sản
- LDTA	Tỷ lệ nợ dài hạn	Tổng nợ dài hạn chia tổng tài sản
- DTA	Tỷ lệ nợ	Tổng nợ chia tổng tài sản
Biến kiểm soát Size	Quy mô công ty	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
Growth	Tăng trưởng doanh thu thuần (DT)	$\frac{DT_n - DT_{n-1}}{DT_{n-1}} \times 100\%$
Tangibility	Tỷ trọng tài sản cố định	Giá trị còn lại của TSCĐ chia tổng tài sản
Quarter	Quý	Biến giả quý

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến quan sát

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
ROA	0.013	0.029	-0.183	0.158
ROE	0.016	0.106	-1.842	0.417
Tobin's Q	0.362	0.330	0.008	2.553
DTA	0.481	0.257	0.010	1.514
SDTA	0.282	0.175	0.010	1.511
LDTA	0.198	0.225	-0.0002	1.377
SIZE	12.963	1.274	10.580	16.091
Growth	0.080	0.636	-0.964	11.643
Tangibility	0.476	0.265	0	0.941

Nguồn: Kết quả tính toán từ chương trình STATA

Mô hình nghiên cứu có sử dụng dữ liệu bảng (panel data), là dữ liệu kết hợp giữa chuỗi thời gian và các quan sát chéo. Theo đó, mô hình sẽ được hồi quy theo 3 cách: Pooled OLS, Fixed effect (hiệu ứng cố định) và Random effect (hiệu ứng ngẫu nhiên).

Mô hình Pooled OLS là mô hình đơn giản

nhất khi không xem xét tới sự khác biệt giữa các công ty nghiên cứu, mô hình này ít khi được sử dụng.

Mô hình Fixed effect phát triển thêm từ Pooled khi có đưa thêm sự khác nhau về các công ty, và có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và các biến độc lập.

Mô hình Random effect cũng giống như mô hình Fixed về sự khác nhau giữa các công ty nhưng không mối quan hệ nào giữa phần dư và các biến độc lập của mô hình.

Để lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong các mô hình trên, tác giả sử dụng kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier để lựa chọn mô hình Pooled effect hay Random effect và kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình Fixed effect hay Random effect.

Với mô hình nghiên cứu thực nghiệm, tác giả tiến hành thực hiện ước lượng thống kê mô tả, phân tích hồi quy và các kiểm định

bằng phần mềm kinh tế lượng Stata.

Thống kê mô tả

Các chỉ tiêu cơ bản được sử dụng trong bảng thống kê mô tả ở Bảng 2.

Từ bảng thống kê mô tả có thể thấy các công ty niêm yết trong lĩnh vực kho vận có tỷ lệ nợ khá cao. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản trung bình của ngành là 48.1%, trong đó giá trị cao nhất là 151.4%. Trong cơ cấu nợ chiếm chủ yếu là nợ ngắn hạn, với giá trị trung bình của nợ ngắn hạn trên tổng tài sản là 28.2%, trong khi tỷ lệ này của nợ dài hạn là 19.8%. Điều này được lý giải bởi lãi suất cho vay nợ ngắn

Bảng 3: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROA

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 Size + \beta_3 Tangibility + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Quarter_{it} + \varepsilon (1)$$

	STDA			LTDA			TDA		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
C	0.0562 (5.23)***	-0.0828 (-1.94)*	0.036 (1.63)	-0.0123 (-1.08)	-0.104 (-2.37)**	0.008 (-0.33)	0.0139 (1.45)	-0.152 (-3.57)***	-0.017 (-0.77)
Lev	-0.0491 (-8.28)***	-0.031 (-4.47)***	-0.034 (-3.81)***	-0.057 (-8.48)***	-0.0223 (-2.38)**	-0.033 (-3.87)***	-0.0512 (-13.42)***	-0.066 (-7.94)***	-0.061 (-9.06)***
Size	-0.0003 (-0.48)	0.008 (2.69)***	-0.0003 (0.14)	0.0035 (4.4)***	0.01 (2.9)***	0.0029 (1.55)	0.0029 (4.04)***	0.016 (4.72)***	0.0054 (3.03)***
Growth	0.0051 (1.41)	0.0054 (5.05)***	0.005 (2.03)**	0.0055 (1.63)	0.0057 (5.16)***	0.0057 (5.14)***	-0.005 (1.49)	0.0054 (5.11)***	0.0055 (5.16)***
Tangibility	-0.0474 (-13.45)***	-0.011 (-1.1)	-0.033 (-4.36)***	-0.010 (-1.94)*	-0.0001 (-0.01)	-0.014 (-1.8)*	-0.02 (-7)***	-0.0027 (-0.29)	-0.0146 (-2.06)***
R ²	0.2594	0.0083	0.2517	0.2409	0.0212	0.2627	0.3205	0.1237	0.3081
Quarter	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	879	879	879	879	879	879	879	879	879
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breusch & Pagan LM	Chibar ² = 1121.45***			Chibar ² = 1224.9***			Chibar ² = 1085.97***		
Hausman	Chi ² = 16.66 =>Random effect model			Chi ² =17.11 Prob>chi2 =>Random effect model			Chi ² = 12.22 =>Random effect model		

Ghi chú: *, **, * lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%; Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn.**

Nguồn: Kết quả tính toán từ chương trình STATA

hạn thường thấp hơn lãi suất vay nợ dài hạn và các doanh nghiệp thường chỉ sử dụng nợ dài hạn để tài trợ cho các dự án lớn, dài hạn.

Sức sinh lời của doanh nghiệp không quá cao, cụ thể sức sinh lời trên tổng tài sản trung bình của ngành đạt được 1.3%, trên vốn chủ sở hữu đạt 1.6%. Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định khá cao, trung bình khoảng 47.6%, trong đó tỷ lệ cao nhất đạt 94.1%, thấp nhất là 0%. Như vậy có thể thấy bên cạnh một số doanh nghiệp có quy mô đầu tư tài sản cố định lớn, một số khác doanh nghiệp kho vận chỉ đứng ra làm trung gian tổ chức các khâu trong quy trình vận chuyển hoặc kinh doanh dựa vào các tài sản cố định thuê ngoài.

Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là ROA bằng 3 phương pháp Pooled OLS, Fixed effect model và Random effect model được thể hiện trong bảng 3.

Kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian Multiplier và kiểm định Hausman cho thấy mô hình hồi quy theo Random effect là phù hợp nhất trong ba mô hình được đưa ra. Kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ ngược chiều (mức ý nghĩa thống kê 1%) giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản, bao gồm cả tổng nợ phải trả, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA các công ty ngành kho vận. Kết luận này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ công ty, nghĩa là các công ty hoạt động có lợi nhuận nhiều sẽ có nhiều lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho các hoạt động của mình và sẽ ít sử dụng nợ vay hơn.

Bên cạnh đó cả ba mô hình còn cho thấy ảnh hưởng ngược chiều giữa tỷ lệ đầu tư tài sản cố định và hiệu quả kinh doanh tại mức ý nghĩa thống kê 1%. Mối quan hệ này được lý giải bởi một số công ty có kết quả kinh doanh kém thường do việc đầu tư lớn vào các

tài sản cố định được tài trợ bằng nguồn vốn vay, dẫn tới chi phí lãi vay tăng cao. Khả năng tăng trưởng về doanh thu của công ty cao cũng sẽ hạn chế tác động khi chi phí sản xuất kinh doanh biến động do đó ảnh hưởng tích cực tới khả năng sinh lời. Nhân tố quy mô công ty được cho rằng có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả kinh doanh trong mô hình nghiên cứu đòn bẩy tài chính là tổng nợ phải trả trên tổng tài sản. Cuối cùng, hệ số R^2 theo phương pháp Random effect nằm trong khoảng 25% đến 31% cho biết mức độ các biến trong mô hình giải thích được sự thay đổi của ROA.

Bảng 4 mô tả kết quả hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu ROE. Kết quả kiểm định các phương pháp cũng cho thấy mô hình phù hợp để nghiên cứu là mô hình Random effect.

Kết quả hồi quy một lần nữa khẳng định mối quan hệ ngược chiều giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh của các công ty đại chúng trong ngành kho vận. Vẫn ở mức ý nghĩa thống kê 1%, mô hình cho biết khi các yếu tố khác không đổi, doanh nghiệp kho vận niêm yết tăng mức nợ ngắn hạn/ tổng nợ trên tổng tài sản lên 1% thì ROE giảm xấp xỉ 17.3%, tỷ lệ này đối với nợ dài hạn và tổng nợ tương ứng là 13.8% và 18.1%.

Trong mô hình nghiên cứu tác động của chính sách nợ nói chung đến ROE, kết quả cũng còn cho thấy quy mô công ty (Size) tỷ lệ thuận với ROE và tỷ trọng đầu tư tài sản cố định tỷ lệ nghịch với khả năng sinh lời. Điều này cũng phù hợp với các nghiên cứu hiện có bởi doanh nghiệp có quy mô lớn có thể tận dụng được lợi thế kinh tế theo quy mô để kinh doanh hiệu quả hơn. Tuy nhiên mô hình cũng không cho thấy ảnh hưởng của mức tăng trưởng doanh thu (Growth) đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Bảng 4: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc ROE

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 Size + \beta_3 Tangibility + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Quarter_{it} + \varepsilon (2)$$

	STDA			LTDA			TDA		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
C	0.075 (1.13)	-0.707 (-3.39)***	0.081 (1.14)	0.117 (2.04)	-0.44 (-2.03)**	0.093 (-1.16)	-0.014 (-0.33)	-0.923 (-4.14)***	-0.073 (-1.03)
Lev	-0.117 (-2.36)**	-0.279 (-5.81)***	-0.173 (-4.8)***	-0.198 (-3.5)***	0.081 (1.28)	-0.138 (-2.29)***	-0.139 (-3.44)***	-0.238 (-4.85)***	-0.181 (-6.02)***
Size	0.003 (0.95)	0.066 (4.09)***	-0.005 (-0.94)	0.015 (3.02)***	0.038 (2.23)**	0.014 (2.2)**	0.011 (2.27)	0.083 (4.7)	0.017 (3.0)***
Growth	0.007 (1.06)	0.006 (1.18)	-0.007 (1.27)	0.0077 (1.45)	0.007 (1.39)	0.008 (1.47)	0.007 (1.11)	0.007 (1.3)	0.007 (1.38)
Tangibility	-0.139 (-4.5)***	-0.066 (-1.37)	-0.158 (-6.02)***	-0.021 (-0.95)	-0.038 (-0.74)	-0.06 (-1.83)*	-0.077 (-6.33)***	0.005 (0.11)	-0.077 (-2.99)***
R ²	0.1107	0.0018	0.1067	0.1228	0.0036	0.1178	0.1423	0.014	0.1394
Quarter	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	850	555	555	850	850	850	850	850	850
Prob>F	0.1140	0.0000	0.0000	0.0000	0.0022	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breusch & Pagan LM test	Chibar ² = 144.48***			Chibar ² = 104.07***			Chibar ² = 119.74***		
Hausman	Chi ² = 10.46 Random effect model			Chi ² = 7.57 Random effect model			Chi ² = 0.39 Random effect model		

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%; Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả tính toán từ chương trình STATA

Mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả hoạt động trên thị trường được thể hiện như trong bảng 5. Mô hình được lựa chọn là mô hình Random model effect. Nghiên cứu cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả hoạt động trên thị trường của các doanh nghiệp trong ngành. Ở mức ý nghĩa 5%, mô hình thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa mức tăng trưởng doanh thu thuần và giá trị thị trường của các doanh nghiệp. Kết quả này là khác biệt khi so sánh với mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là ROA và ROE cho thấy mức tăng trưởng doanh

thu không đảm bảo gia tăng giá trị vốn hóa thị trường. Ngoài ra sự không ổn định của thị trường chứng khoán Việt Nam, đặc biệt sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 cũng là nguyên nhân ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động trên thị trường của các doanh nghiệp.

3. Kết luận

Nghiên cứu định lượng trong phạm vi các doanh nghiệp niêm yết ngành kho vận giai đoạn 2011 - 2015 cho thấy bên cạnh ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô trên thị trường, quyết định về cơ cấu vốn trong doanh nghiệp có ảnh hưởng

Bảng 5: Kết quả hồi quy với biến phụ thuộc Tobin's Q

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEV}_{it} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Tangibility} + \beta_4 \text{Growth}_{it} + \beta_5 \text{Quarter}_{it} + \varepsilon (2)$$

	STDA			LTDA			TDA		
	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random	Pool	Fixed	Random
C	0.971 (11.26)***	0.863 (2.25)**	1.026 (4.29)***	0.16 (1.44)	0.657 (1.6)	0.602 (2.13)**	0.332 (3.97)***	-0.266 (-0.73)	0.105 (0.44)
Lev	-0.819 (-10.0)***	-0.528 (-8.66)***	-0.565 (-9.59)***	0.552 (-9.43)***	-0.237 (-2.74)***	-0.303 (-3.65)***	-0.714 (-16.9)***	-1.035 (-14.52)***	-0.979 (-15.41)***
Size	-0.0165 (-2.75)***	-0.038 (-1.28)	-0.041 (-2.24)**	0.023 (2.8)***	-0.034 (-1.09)	0.024 (-1.09)	0.029 (4.12)***	0.072 (2.54)**	0.045 (2.38)**
Growth	-0.028 (-2.2)**	-0.022 (-2.23)**	-0.023 (-2.37)**	-0.021 (-1.52)	-0.019 (-1.84)*	-0.02 (-1.93)*	-0.025 (-2.23)**	-0.023 (-2.52)**	-0.023 (-2.54)**
Tangibility	-0.568 (-13.7)***	0.049 (0.54)	-0.175 (-2.4)**	-0.154 (-2.85)***	0.198 (2.05)**	0.063 (0.77)	-0.173 (-5.9)***	0.2 (2.36)**	0.01 (1.43)
R2	0.4397	0.2330	0.3651	0.3121	0.1498	0.2384	0.4759	0.3949	0.4387
Quarter	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	862	862	862	862	862	862	862	862	862
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test	Chibar2 = 2102.79***			Chibar2 = 2694.95***			Chibar2 = 2486.49***		
Hausman	Chi2 = 21.07 Random effect model			Chi2 = 11.34 Random effect model			Chi2 = 8.75 Random effect model		

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%; Thống kê t được trình bày trong ngoặc đơn.

đáng kể đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ngành vận tải - kho bãi tại Việt Nam. Xem xét trong bối cảnh lãi suất cho vay ở mức cao, đặc biệt là giai đoạn cuối năm 2011 khi mức lãi suất cho vay lên tới 17-19%/năm cho thấy doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao và tỷ trọng đầu tư vào tài sản cố định lớn sẽ phải chịu mức chi phí cao hơn dẫn tới kết quả kinh doanh bị suy giảm. Để nâng cao hiệu quả hoạt động của mình, các doanh nghiệp cần điều chỉnh cơ cấu vốn, trong đó chú trọng hơn nữa kênh huy động vốn chủ sở hữu.

Nguồn: Kết quả tính toán từ chương trình STATA

Với tình hình phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn ngắn hạn hơn so với nguồn vốn dài hạn, kết quả nghiên cứu còn cho thấy các doanh nghiệp trong lĩnh vực kho vận muốn nâng cao hiệu quả kinh doanh thì cần kiểm soát hơn nữa nguồn vốn vay ngắn hạn này.

Ngành vận tải - kho bãi là một trong những lĩnh vực trong yếu được ưu tiên phát triển nhưng đến nay chưa có nhiều nghiên cứu về cơ cấu vốn trong lĩnh vực này. Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động khác biệt với nhóm ngành vận tải tại thị trường Trung Quốc, đã

một lần nữa khẳng định tính đa dạng về ảnh hưởng cơ cấu vốn giữa các nước.

Mô hình nghiên cứu vẫn còn tồn tại một số hạn chế như phạm vi nghiên cứu mới chỉ tập trung trong các doanh nghiệp ngành kho vận, chưa nghiên cứu ảnh hưởng của yếu tố sở hữu,

ảnh hưởng của giá dầu, của lãi suất vay hay sự khác biệt giữa các công ty có mức độ tăng trưởng cao và thấp. Đồng thời, nghiên cứu mới chỉ dừng lại ở việc phân tích mối quan hệ tuyến tính trong khi có thể tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa các biến. □

Tài liệu tham khảo

1. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6 (5), 438 - 445.
2. Addae, A. A., Nyarko-Baas, M., & Hughes, D. (2013). The Effects of Capital Structure on Profitability of Listed Firms in Ghana. *European Journal of Business and Management*, 5, 215-229.
3. Blancas, L. C., Isbell, J., Isbell, M., Tan, H. J., & Tao., W. (2014). *Efficient Logistics: A key to Vietnam's competitiveness*. Worldbank.
4. Cục Hàng hải Việt Nam. (2013). *Danh sách cảng biển*.
5. Harris, M. &. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 297-355.
6. JingJing Fu (2014). The Empirical Research of the Relationship of Transportation Listed Company's Capital Structure with Enterprise Value, *Advanced Materials Research*, 1638-1641.
7. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1447-1469.
8. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking and Finance*, 621-632.
9. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction. *The American Economic Review*, 53, 433-443.
10. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.
11. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 147-175.
12. 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(2), 187-221.
13. Seetanah, B., Seetah, K., Appadu, K., & Padachi, K. (2014). Capital structure and firm performance. *The Business & Management Review*, 4, 185-196.
14. Soumadi, M. M., & Hayajneh, O. S. (2012). Capital structure and corporate performance empirical study on the public Jordanian shareholding firms listed in the Amman Stock market. *European Scientific Journal*, 8, 175-189.
15. Nguyễn Thu Thủy. (2011). *Giáo trình Quản trị tài chính doanh nghiệp*. NXB Lao động.
16. Weill, L. (2008). Leverage and Corporate Performance: Does Institutional Environment Matter? *Small Business Economics*, 30, 251-265.