

NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC CÔNG TY LOGISTICS NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Khoa Kinh tế và Kế toán, Trường Đại học Quy Nhơn*

Nhận: 09/05/2022

Biên tập: 10/05/2022

Duyệt đăng: 21/05/2022

Tóm tắt

Nghiên cứu này được thực hiện nhằm điều tra ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp (DN) của các công ty logistics niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, giai đoạn 2016 - 2020. Kết quả nghiên cứu cho thấy, cấu trúc vốn có ảnh hưởng tích cực đến giá trị DN đại diện bởi cả ROE và Tobin's Q. Đối với các biến kiểm soát, quy mô DN được tìm thấy có ảnh hưởng tiêu cực đến cả ROE và Tobin's Q, tốc độ tăng trưởng chỉ có ảnh hưởng tích cực đến ROE, cấu trúc tài sản chỉ có ảnh hưởng tích cực đến Tobin's Q còn tỷ số thanh toán ngắn hạn không có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc.

Từ khóa: *cấu trúc vốn, công ty logistics, giá trị DN.*

Abstract

This research is conducted to investigate the impact of capital structure on firm value of logistics firms listed on Vietnam stock market during the period from 2016 – 2020. The findings of the study revealed that the positive relationship between capital structure and firm value measured by ROE and Tobin's Q. Besides, among control variables, firm size affects negatively ROE and Tobin's Q, while growth and asset structure have the positive effect on ROE and Tobin's Q, respectively. The result also shows that there is no significant relationship between current ratio and firm value.

Key words: *capital structure, logistics companies, firm value.*

JEL: *M11, M40, M49, M55.*

1. Đặt vấn đề

Hai năm vừa qua, đại dịch Covid-19 đã làm thiệt hại nặng nề cho nền kinh tế các quốc gia, nhiều ngành nghề bị ảnh hưởng nghiêm trọng, trong đó có ngành logistics. Theo Báo cáo logistics Việt Nam 2020, các biện pháp kiểm soát dịch bệnh và tình trạng lao động phải làm việc ở nhà, đã khiến các hoạt động logistics ở nhiều nơi bị ngưng trệ. Bên cạnh đó, những khó khăn khác là hệ lụy của đại dịch như sự thiếu hụt nghiêm trọng về nguồn nhân lực, cước vận tải biển tăng cao hay tình trạng khan hiếm hàng hóa, đặc biệt là nguồn nguyên liệu đầu vào... rất dễ khiến các DN logistics Việt Nam bị tê liệt, nếu không có sự chuẩn bị tốt. Đứng trước tình hình đó, những DN có quy mô lớn, giá trị DN cao, tiềm lực kinh tế mạnh mới có thể trụ vững và vượt qua đại dịch. Bên cạnh các chính sách về con người, về chi phí, về công nghệ thì chính sách tài chính – kế toán mà nhất là chính sách cấu trúc vốn hợp lý là vô cùng cần thiết, để các DN logistics Việt Nam phát huy sức mạnh nội tại của mình, biến nguy cơ thành thời cơ để vươn lên bứt phá, khẳng định vị trí trên thương trường logistics đầy khó khăn và khốc liệt như hiện nay. Xuất phát từ thực tế đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm điều tra ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị DN của các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam. Từ đó, đề xuất một số kiến nghị nhằm nâng cao giá trị DN cho các công ty logistics.

2. Phát triển các giả thuyết nghiên cứu

2.1. Cấu trúc vốn và giá trị DN

Với lập luận nợ phải trả giúp giảm thông tin bất cân xứng, lý thuyết đại diện kết luận rằng tăng nợ sẽ làm tăng giá trị DN Jensen, (1986), cũng kết luận nợ có thể giúp kiểm soát việc sử dụng dòng tiền vượt quá của cấp quản lý và do vậy tránh được đầu tư vô ích, từ đó nâng cao giá trị DN. Nhiều nghiên cứu ở các quốc gia đang phát triển và thị trường mới nổi cũng có kết quả ủng hộ lý thuyết đại diện như Hermuningsih, (2013); Farooq và Masood, (2016); Susanti và Restiana, (2018); Võ Minh Long, (2017);...

Đáng chú ý, Dang và Do, (2021), phát hiện rằng, trong cùng giai đoạn nghiên cứu, cấu trúc vốn có tác động tích cực đến giá trị DN trong ngành thực phẩm và đồ uống nhưng lại có tác động tiêu cực đến giá trị DN trong ngành thương mại bán buôn, ngành xây dựng và bất động sản. Hai tác giả lập luận rằng, theo lý thuyết đánh đổi, ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị DN là tùy thuộc vào mức độ nợ. Ở đây, tỷ lệ nợ trung bình của ngành thực phẩm và đồ uống là xấp xỉ 47,73%, thấp nhất trong bốn nhóm ngành. Mức nợ thấp hàm ý các DN ngành thực phẩm và đồ uống có thể chưa đạt cấu trúc vốn tối ưu, nên việc tăng nợ vẫn còn có thể gia tăng giá trị DN. Ủng hộ quan điểm của Dang và Do, (2021), cũng như lý thuyết đại diện và lý thuyết trật tự phân hạng, chúng tôi lập luận rằng trong trường hợp các công ty logistics niêm yết ở Việt Nam, cấu trúc vốn có tác động tích cực đến giá trị DN do trung bình các DN logistics chỉ sử dụng 43,83% nợ trong cấu trúc vốn, Lương Thị Thúy Diễm và cộng sự, (2020), thấp hơn cả bốn nhóm ngành được đề cập đến trong Dang và Do, (2021).

Do đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

Giả thuyết H1: Cấu trúc vốn có tác động tích cực đến giá trị DN của các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam

Bên cạnh cấu trúc vốn, một số biến kiểm soát liên quan đến đặc điểm nội tại của DN cũng được bổ sung vào mô hình, để tăng thêm mức độ giải thích cho mô hình.

2.2. Quy mô DN giá trị DN

Võ Minh Long, (2017), lập luận rằng, các DN có quy mô lớn sẽ tạo được thương hiệu và uy tín trên thị trường nên chi phí đại diện thấp hơn, khả năng cạnh tranh cao hơn, dễ dàng thực hiện các hoạt động như huy động vốn, bán hàng... Từ đó, nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh và giá trị DN. Nguyen & cộng sự, (2020), cũng cho rằng, các DN có quy mô lớn có nhiều khả năng thu hút các nhà đầu tư hơn nên có thể có sự đột biến trong giá cổ phiếu, khi nâng cao giá trị tài sản của mình. Do đó, quy mô có tác động tích cực đến giá trị DN. Vì vậy, chúng tôi đưa ra giả thuyết H2 như sau:

Giả thuyết H2: Quy mô DN có tác động tích cực đến giá trị DN của các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam

2.3. Tốc độ tăng trưởng và GTDN

Theo Cheng & cộng sự (2010), tốc độ tăng trưởng càng lớn thì giá trị DN càng cao. Hermuningsih (2013) cũng kết luận rằng, cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng tích cực đến giá trị DN trong các công ty niêm yết ở Indonesia. Trương tự, Chadha và Sharma, (2015), cũng tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa tốc độ tăng trưởng và giá trị DN đối với các công ty sản xuất niêm yết ở Ấn Độ. Tại Việt Nam, Võ Minh Long, (2017), cho thấy tốc độ tăng trưởng cao thực sự có thể cải thiện giá trị DN của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Kế thừa kết quả từ những nghiên cứu trước, tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu tiếp theo như sau:

Giả thuyết H3: Tốc độ tăng trưởng có tác động tích cực đến giá trị DN của các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam

2.4. Cấu trúc tài sản và giá trị DN

Akintoye, (2009), nhấn mạnh rằng, một DN sẽ có chi phí kiệt quệ tài chính nhỏ hơn nếu họ giữ lại các khoản đầu tư lớn vào tài sản hữu hình hơn là những khoản đầu tư dựa vào tài sản vô hình. Võ Minh Long, (2017) kết luận rằng, tỷ trọng tài sản cố định hữu hình có tác động tích cực đến giá trị DN. Tương tự, Dang & Do, (2021) dựa vào lý thuyết đại diện đưa ra lập luận rằng, khi một công ty có tỷ trọng tài sản cố định cao sẽ giúp họ giảm được sự bất cân xứng thông tin, vì vậy tồn tại mối quan hệ tích cực giữa tính hữu hình của tài sản và giá trị DN. Từ đó, chúng tôi tiếp tục đưa ra giả thuyết sau:

Giả thuyết H4: Cấu trúc tài sản có tác động tích cực đến giá trị DN của các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam

2.5. Tỷ số thanh toán ngắn hạn và giá trị DN

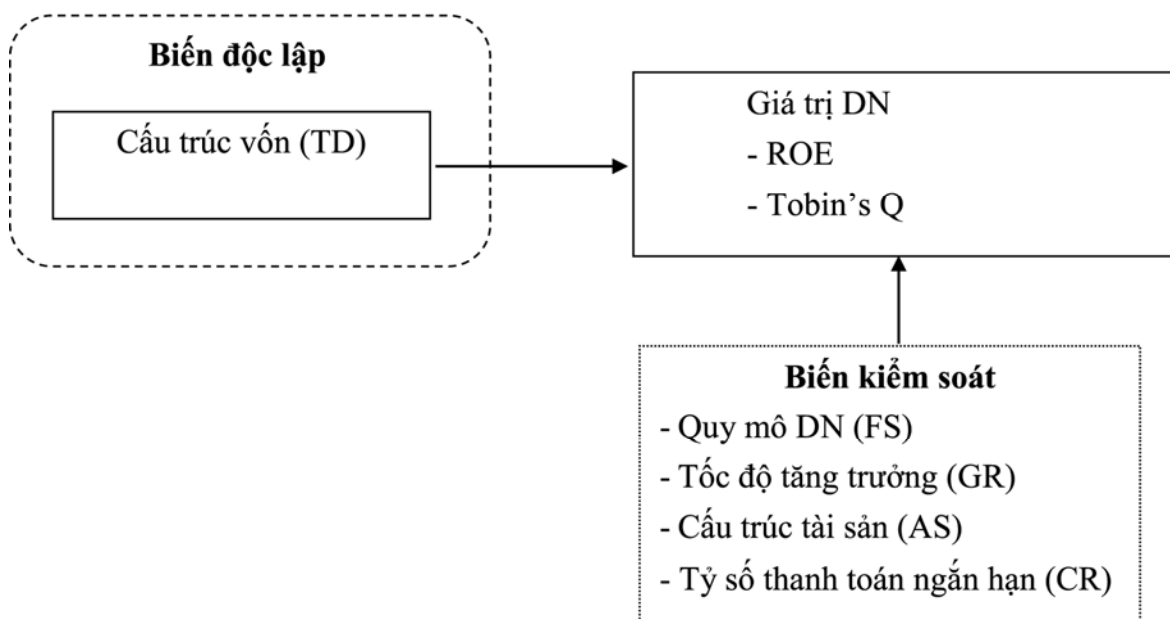
Trong các nghiên cứu nước ngoài, tỷ số thanh toán ngắn hạn thường được kết luận là có tác động tích cực đến giá trị DN. Tuy nhiên, các nghiên cứu tại Việt Nam lại cho kết quả ngược lại. Võ Minh Long, (2017), chỉ ra khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động tiêu cực với giá trị DN. Tác giả giải thích rằng, việc DN duy trì một lượng tài sản ngắn hạn tương đối cao nhưng lại quản lý không hiệu quả là một trong những nguyên nhân làm giảm hiệu quả hoạt động và gián tiếp làm giảm giá trị DN. Dang & Do, (2021) cũng kết luận tỷ số thanh toán ngắn hạn có tác động tiêu cực đáng kể đến GTDN trong ngành thương mại bán buôn, xây dựng và bất động sản. Nguyen và cộng sự, (2020) cũng đưa ra kết luận tương tự.

Do đó, tác giả phát triển giả thuyết cuối cùng như sau:

Giả thuyết H5: Tỷ số thanh toán ngắn hạn có tác động tiêu cực đến giá trị DN của các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam

3. Mô hình nghiên cứu

Hình 1: Sơ đồ mô hình nghiên cứu tổng quát của đề tài



(Nguồn: nhóm tác giả xây dựng)

Mô hình của chúng tôi bao gồm 01 biến phụ thuộc là giá trị DN, 01 biến độc lập là cấu trúc vốn được đại diện bởi hệ số nợ và 4 biến kiểm soát.

Đối với biến phụ thuộc, chúng tôi sử dụng cả hai chỉ tiêu là ROE và Tobin's Q để đại diện cho giá trị DN. Đầu tiên, chúng tôi đo lường giá trị DN bằng ROE bởi chỉ tiêu này rất được quan tâm từ nhà đầu tư, vì nó phản ánh khả năng sinh lợi trên mỗi đồng vốn chủ sở hữu mà nhà đầu tư bỏ ra. Tuy nhiên, ROE được coi là chỉ tiêu phản ánh giá trị sổ sách của DN, do chỉ được tính từ lợi nhuận trên bảng cân đối kế toán. Do vậy, chúng tôi sử dụng thêm chỉ tiêu Tobin's Q để đại diện cho giá trị DN, vì đây là chỉ tiêu kết hợp cả giá trị sổ sách và giá trị thị trường của DN. Theo Võ Minh Long, (2017), Tobin's Q phản ánh được sự kỳ vọng tương lai của nhà đầu tư trong khi các chỉ tiêu khác phản ánh kết quả quá khứ. Từ đó, chúng tôi xây dựng được 02 mô hình nghiên cứu sau:

Mô hình 1: Giá trị DN đại diện bởi ROE:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * TD + \beta_2 * FS + \beta_3 * GR + \beta_4 * AS + \beta_5 * CR + \varepsilon$$

Mô hình 2: Giá trị DN đại diện bởi Tobin's Q:

$$Tobin's Q = \beta_0 + \beta_1 * TD + \beta_2 * FS + \beta_3 * GR + \beta_4 * AS + \beta_5 * CR + \varepsilon$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc: ROE, Tobin's Q.
- Biến độc lập: cấu trúc vốn đại diện bởi hệ số nợ (TD).
- Biến kiểm soát: Quy mô DN (FS), tốc độ tăng trưởng (GR), cấu trúc tài sản (AS), tỷ số thanh toán ngắn hạn (CR).

4. Dữ liệu nghiên cứu và đo lường các biến trong mô hình

Dữ liệu nghiên cứu của đề tài là dữ liệu thứ cấp, được thu thập từ báo cáo tài chính của 40 công ty logistics đang niêm yết trên HNX và HOSE có đầy đủ dữ liệu, trong giai đoạn nghiên cứu 2016 - 2020, tạo nên 200 biến quan sát, Bảng 1.

Bảng 1: Mô tả cách đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Đo lường	Các nghiên cứu trước
ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế thu nhập DN}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$	Cuong, (2014); Le và Phan, (2017); Susanti và Restiana, (2018),...
Tobin's Q	$\frac{\text{GTSS của nợ + giá trị vốn hóa thị trường của cổ phiếu}}{\text{GTSS của tổng tài sản}}$	Võ Minh Long, (2017); Le và Phan, (2017); Thao (2019); Luu, (2021),...
Cấu trúc vốn	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản (Tổng nguồn vốn)}}$	Hermuningsih, (2013); Thao, (2019); Dang và Do, (2021); Luu, (2021),...
Quy mô DN	Logarit của tổng tài sản	Cheng và cộng sự, (2010); Susanti và Restiana, (2018); Luu, (2021),...
Tốc độ tăng trưởng	$\frac{\text{Tài sản năm } t - \text{tài sản năm } t-1}{\text{Tài sản năm } t-1}$	Cheng và cộng sự, (2010); Nguyen và cộng sự, (2020); Dang và Do, (2021)...
Cấu trúc tài sản	$\frac{\text{Giá trị còn lại của TSCĐ hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}$	Farooq và Masood, (2016); Võ Minh Long, (2017); Susanti và Restiana, (2018),...
Tỷ số thanh toán ngắn hạn	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	Farooq và Masood, (2016); Võ Minh Long, (2017); Thao, (2019),...

(Nguồn: nhóm tác giả tự tổng hợp từ các nghiên cứu trước)

5. Kết quả nghiên cứu

5.1. Kết quả phân tích thống kê mô tả

ROE của các công ty logistics trên TTCK Việt Nam đạt giá trị trung bình là 12,21%. So với giá trị trung bình 9,15% của các công ty cổ phần, Trần Thu Vân và cộng sự, (2021) hay giá trị trung bình 10,30% của các công ty niêm yết, Le và Phan, (2017) thì các công ty logistics có khả năng sinh lợi cao hơn. Bên cạnh đó, chỉ tiêu Tobin's Q của các công ty logistics đạt giá trị trung bình là 1,201608, Bảng 2. Kết quả này cao hơn so với giá trị 1,0857 của các công ty niêm yết trên HOSE, Võ Minh Long, (2017) hay 1,1518 của các công ty niêm yết, Le và Phan, (2017). Như vậy, giá trị DN đại diện bởi cả ROE và Tobin's Q của các công ty logistics đều tốt hơn, so với mặt bằng chung.

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa
ROE	200	0,1221022	0,1255382	-0,5712161	0,6213
Tobin's Q	200	1,201608	0,5758402	0,579863	3,888194
TD	200	0,3739752	0,2079325	0,0378735	0,9573191
FS	200	11,84589	0,5347324	10,77772	13,05274
GR	200	0,2704525	1,672773	-0,4435253	21,19322
AS	200	0,3579746	0,2343241	0,0018981	0,8871622
CR	200	2,835963	2,593256	0,391084	14,75179

(Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0)

Trung bình các công ty logistics sử dụng gần 37,4% nợ trong toàn bộ nguồn vốn. Tỷ lệ này là thấp hơn rất nhiều so với tỷ lệ nợ của các ngành khác trong Bùi Trang Đài, (2014); Lê Thị Minh Nguyễn, (2016); Dang và Do, (2021).

Kết quả cũng cho thấy, các công ty logistics có sự phát triển rất ấn tượng với tốc độ tăng trưởng trung bình 27,04%; tỷ trọng giá trị còn lại của tài sản cố định hữu hình trung bình 35,8%; tỷ số thanh toán ngắn hạn khá tốt với giá trị trung bình 2,836 lần.

5.2. Kết quả phân tích tương quan giữa các biến

Về mối tương quan biến phụ thuộc và các biến còn lại

Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	ROE	Tobin's Q	TD	FS	GR	AS	CR
ROE	1,0000						
Tobin's Q	0,6535	1,0000					
TD	-0,2038	-0,2696	1,0000				
FS	-0,0024	0,1062	0,2260	1,0000			
GR	0,0034	-0,0641	0,2059	0,0856	1,0000		
AS	-0,1101	-0,0319	0,1143	0,0719	-0,1636	1,0000	
CR	0,0489	0,2084	-0,6911	-0,2273	-0,0338	-0,2421	1,0000

(Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0)

Bảng 3 cho thấy, hệ số nợ và cấu trúc tài sản có tương quan ngược chiều còn tỷ số thanh toán ngắn hạn có tương quan cùng chiều với cả ROE và Tobin's Q; quy mô DN có tương quan ngược chiều với ROE nhưng tương quan cùng chiều với Tobin's Q; tốc độ tăng trưởng có tương quan cùng chiều với ROE nhưng có tương quan ngược chiều với Tobin's Q.

Về mối tương quan giữa các biến độc lập và biến kiểm soát

Ngoài nhân tố tỷ số thanh toán ngắn hạn có tương quan đáng kể với hệ số nợ, giữa biến độc lập và các kiểm soát còn lại đều có quan hệ tuyến tính yếu, thể hiện qua hệ số tương quan thấp.

5.3. Kết quả phân tích hồi quy

Bảng 4: Kết quả kiểm tra các khuyết tật của mô hình

Kiểm định	Mô hình 1	Mô hình 2
Modifiel Wald test	Prob>chi2=0,0000	Prob>chi2=0,0000
Wooldridge test	Prob>F=0,0681	Prob>F=0,0234
Mean VIF	1,30	1,44

(Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0)

Trong cả hai mô hình, kiểm định Hausman đều cho kết quả Prob>chi nhỏ hơn 5%, cho thấy mô hình FEM phù hợp với dữ liệu nghiên cứu hơn mô hình REM. Kết quả kiểm định các khuyết tật Mô hình FEM cho thấy, mô hình 1 chỉ bị phương sai sai số thay đổi (Prob>chi2 = 0,0000), không bị tự tương quan (Prob>F=0,0681) và cũng không bị đa cộng tuyến (VIF các biến trong mô hình và VIF trung bình nhỏ hơn 2) Bảng 4. Trong khi Mô hình 2 có đồng thời phương sai sai số thay đổi (Prob>chi2=0,0000) và tự tương quan (Prob>F=0,0234) nhưng cũng không bị đa cộng tuyến (VIF các biến trong mô hình đều nhỏ hơn 3, VIF trung bình nhỏ hơn 2). Do đó, nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy robust để khắc phục khuyết tật cho mô hình FEM ở mô hình nghiên cứu 1 và phương pháp ước lượng hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll và Kraay, để khắc phục khuyết tật cho mô hình FEM ở Mô hình nghiên cứu 2.

Bảng 5: Kết quả phân tích hồi quy đa biến cho Mô hình 1

	FEM	REM	Robust test
TD	0,2313302 (0,013)**	-0,0035355 (0,960)	0,2313302 (0,021)**
FS	-0,1662297 (0,003)***	-0,0257628 (0,374)	-0,1662297 (0,005)***
GR	0,0029685 (0,406)	0,0041378 (0,251)	0,0029685 (0,037)**
AS	-0,0603402 (0,467)	-0,0446028 (0,438)	-0,0603402 (0,436)
CR	-0,0019083 (0,715)	-0,0038501 (0,426)	-0,0019083 (0,670)
_cons	2,030938 (0,002)***	0,4543738 (0,181)	2,030938 (0,003)***
Số công ty	40	40	40
Số quan sát	200	200	200
R-sq	0,0760	0,0277	0,0760
Hausman test	Prob>chi2=0,0120		
Ghi chú: *,**,*** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%			

(Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0)

Bảng 6: Kết quả phân tích hồi quy đa biến cho Mô hình 2

	FEM	REM	Driscoll và Kraay
TD	0,1738406 (0,225)	0,0262858 (0,850)	0,1738406 (0,045)**
FS	-0,4427691 (0,000)***	-0,3100821 (0,000)***	-0,4427691 (0,009)***
GR	-0,001134 (0,838)	-0,0005884 (0,917)	-0,001134 (0,510)
AS	0,2067522 (0,109)	0,2059747 (0,100)*	0,2067522 (0,011)**
CR	-0,0073713 (0,363)	-0,0064992 (0,428)	-0,0073713 (0,192)
_cons	6,328787 (0,000)***	4,809831 (0,000)***	6,328787 (0,004)***
Số công ty	40	40	40
Số quan sát	200	200	200
R-sq	0,1792	0,1728	0,1792
Hausman test	Prob>chi2=0,0155		
Ghi chú: *,**,*** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%			

(Nguồn: kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm Stata 14.0)

Kết quả hồi quy robust của Mô hình 1 cho thấy, cấu trúc vốn có tác động tích cực đến ROE với mức ý nghĩa 5%. Quy mô DN có tác động tiêu cực còn tốc độ tăng trưởng có tác động tích cực đến ROE, trong khi đó cấu trúc tài sản và tỷ số thanh toán ngắn hạn không có ảnh hưởng đến ROE. Mô hình 1 có kết quả hồi quy cuối cùng như sau:

$$ROE = 2,030938 + 0,2313302 * TD - 0,1662297 * FS + 0,0029685 * GR$$

Kết quả hồi quy của Mô hình 2 bằng phương pháp Driscoll và Kraay, cho thấy cấu trúc vốn có tác động tích cực đến Tobin's Q với mức ý nghĩa 05%. Quy mô DN có tác động tiêu cực còn cấu trúc tài sản có tác động tích cực đến Tobin's Q, tốc độ tăng trưởng và tỷ số thanh toán ngắn hạn không ảnh hưởng đến Tobin's Q.

$$Tobin's Q = 6,328787 + 0,1738406 * TD - 0,4427691 * FS + 0,2067522 * AS.$$

6. Thảo luận về kết quả nghiên cứu

6.1. Đối với cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn đại diện bởi hệ số nợ có tác động tích cực đến giá trị DN, đại diện bởi cả ROE và Tobin's Q. Như vậy, giả thuyết H1 được chấp nhận. Kết quả này là phù hợp với lý thuyết đại diện và lý thuyết đánh đổi. Hiện nay, các công ty logistics đang trong giai đoạn phát triển hưng thịnh với tốc độ sinh lời bình quân 12,21%/năm, tốc độ tăng trưởng ấn tượng 27,04%/năm. Việc tỷ lệ nợ ở các công ty logistics chỉ mới đạt trung bình 37,4%,

cho thấy lợi ích tiềm tàng của các khoản nợ vẫn chưa được khai thác hết, do đó lợi ích của lá chắn thuế từ việc dùng nợ vẫn còn cao hơn chi phí kiệt quệ tài chính. Với triển vọng phát triển lớn và nhiều điều kiện thuận lợi, nếu các DN logistics mạnh dạn huy động thêm vốn, nhất là vốn nợ để đầu tư vào các loại tài sản và dự án sinh lời, phát huy được sức mạnh của đòn bẩy tài chính thì sẽ cải thiện được giá trị DN. □

6.2. Đối với các biến kiểm soát

Quy mô DN

Quy mô DN có tác động tiêu cực đến giá trị DN trong cả 02 mô hình. Quy mô DN được đo lường, dựa vào giá trị tổng tài sản. Theo Hirdinis, (2019), nếu DN có tài sản lớn nhưng chủ yếu tích lũy trên các khoản phải thu và hàng tồn kho thì có thể không trả được cổ tức, do đó ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị DN. Vì vậy, giả thuyết H2 bị bác bỏ.

Tốc độ tăng trưởng

Tốc độ tăng trưởng có ảnh hưởng tích cực đến ROE nhưng không ảnh hưởng đến Tobin's Q. Chung quy lại, tốc độ tăng trưởng vẫn có tác động tích cực đến giá trị DN đại diện bởi giá trị sổ sách. Như vậy, giả thuyết H3 được chấp nhận.

Cấu trúc tài sản

Nhìn chung cấu trúc tài sản vẫn có tác động tích cực đến giá trị DN, thông qua Tobin's Q nên giả thuyết H4 được chấp nhận. Khi các DN logistics tăng cường đầu tư vào tài sản cố định hữu hình như phương tiện vận tải, nhà kho, bến bãi, máy móc thiết bị... thì sẽ tăng năng suất lao động, cung cấp được các dịch vụ logistics chất lượng cao; từ đó thu hút đầu tư, tăng khả năng cạnh tranh, góp phần nâng cao giá trị DN.

Tỷ số thanh toán ngắn hạn

Tỷ số thanh toán ngắn hạn không có ảnh hưởng đến cả ROE lẫn Tobin's Q. Như vậy là, giả thuyết H5 bị bác bỏ.

7. Kết luận và kiến nghị

Dịch bệnh Covid-19 đã làm cho nền kinh tế - xã hội Việt Nam bị ảnh hưởng nặng nề. Tuy nhiên, thực tế khó khăn cũng mở ra những cơ hội mới với những xu hướng, mô hình, giao thức mới trong sản xuất, lưu thông và tiêu dùng hàng hóa trên toàn cầu. Điều đó buộc các DN logistics phải tự phát huy sức mạnh nội tại của mình, vượt qua khó khăn, nắm bắt cơ hội để có được sự bứt phá trong quá trình phát triển. Bên cạnh việc rà soát, cắt giảm chi phí, đào tạo nguồn nhân lực, đầu tư công nghệ thông tin, thì vai trò của chính sách cấu trúc vốn là không thể phủ nhận trong việc nâng tầm quy mô, uy tín của DN trên thị trường và gia tăng giá trị DN. Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra một số kiến nghị nhằm nâng giá trị DN cho các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam như sau:

Một là, theo kết quả nghiên cứu, hệ số nợ của các DN logistics Việt Nam còn khá thấp, đồng thời cấu trúc vốn có tác động tích cực đến các thước đo giá trị DN. Do vậy, các công ty logistics Việt Nam có thể huy động thêm nợ, để tối đa hoá giá trị DN. Việc tăng cường sử dụng nợ giúp DN có thêm nguồn lực tài chính để mua sắm các phương tiện sản xuất kinh doanh, đầu tư vào các dự án sinh lợi cao, hiện đại hoá quy trình hoạt động nhằm thích ứng với sự thay đổi ngày càng nhanh chóng của lĩnh vực logistics. Ngoài ra, việc sử dụng nợ còn giúp DN tận dụng được lợi ích của lá chắn thuế. Tuy nhiên, gia tăng nợ ở mức độ nào còn phụ thuộc vào tình hình kinh doanh của DN và khả năng sinh lời của các dự án kinh doanh. Khi đó, cần cân nhắc tỷ suất sinh lợi từ các hoạt động kinh doanh có đủ bù đắp chi phí nợ vay phát sinh không. Sự thận trọng về mức nợ và tính hợp lý trong cấu trúc vốn, sẽ giúp DN phát huy được tối đa sức mạnh của đòn bẩy tài chính.

Hai là, các công ty logistics niêm yết trong thời gian tới, cần rà soát lại các tài sản hiện có, giảm bớt các loại tài sản có tính thanh khoản thấp và ít có khả năng sinh lời, tăng cường đầu tư các loại tài sản có tính thanh khoản cao, nhất là các tài sản về công nghệ hiện đại, phục vụ quá trình chuyển đổi số. Từ đó mới có thể nắm bắt thời cơ, phát huy lợi thế về quy mô để phát triển vững mạnh và nâng cao giá trị DN.

Ba là, các DN logistics Việt Nam cần chú trọng tập trung vào việc cung cấp các dịch vụ có giá trị gia tăng cao như 3PL và 4PL, dịch vụ vận tải đa phương thức quốc tế, dịch vụ logistics xuyên biên giới. Đồng thời, cần tăng cường đầu tư vào công nghệ số, phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao để tận dụng cơ hội tăng trưởng, tạo nên bước ngoặt cho quá trình phát triển và gia tăng giá trị DN.

Bốn là, cần chú trọng đầu tư và quản lý tốt tài sản dài hạn như phương tiện vận tải, kho tàng, bến bãi; hiện đại hoá máy móc thiết bị, công nghệ thông tin... Có như vậy, mới tăng được năng suất làm việc, nâng cao năng lực cạnh tranh với các DN nước ngoài. Khi đầu tư, nên lựa chọn loại tài sản cố định hữu hình phù hợp, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và cải thiện GTDN trong dài hạn.

Tài liệu tham khảo

1. Bộ Công thương, (2020), “Báo cáo logistics Việt Nam 2020”, Hà Nội, NXB Công thương.

2. Lương Thị Thúy Diễm, Phạm Nguyên Như Uyên, Nguyễn Thị Thắm, Nguyễn Thị Kim Liên, Nguyễn Thị Thùy & Phạm Bảo Thi, (2020), “Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty logistics niêm yết trên TTCK Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính*, số 725 (Kỳ 2 - Tháng 3 năm 2020), pp. 41-43.

3. Bùi Trang Đài, (2014), “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty ngành vật liệu xây dựng niêm yết trên TTCK Việt Nam”, *Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Tài chính – Marketing*.

4. Võ Minh Long, (2017), “Tác động của cấu trúc vốn đến giá trị DN của các DN cổ phần niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh”, *Luận án Tiến sĩ, Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh*.

5. Lê Thị Minh Nguyên, (2016), “Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn: một nghiên cứu trong ngành xi măng Việt Nam”, *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Văn Hiến*, 4(3), pp. 30-37.

6. Trần Thu Vân, Lê Trần Hạnh Phương, Lương Thị Thúy Diễm & Nguyễn Thị Thùy Linh, (2021), “Cấu trúc vốn của các công ty cổ phần tại Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế châu Á – Thái Bình Dương*, số tháng 5/2021, pp 46-48.

7. Akintoye, I. R., (2009), *Sensitivity of Performance to Capital Structure, Banking and Finance Letters*, 1, (2009), pp. 29 – 35.

8. Chadha, S. & Sharma, A. K., (2015), *Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India*, *Vision* 19(4), pp. 295–302.

9. Cheng, Y., Liu, Y. & Chien, C, (2010), *Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis*, *African Journal of Business Management*, 4(12), pp. 2500-2507.

10. Cuong, N. T, (2014), *Threshold Effect of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Seafood Processing Enterprises in the South Central Region of Vietnam*, *International Journal of Finance & Banking Studies*, 3(3), pp. 14-29.

11. Dang, T. D. & Do, T. V. T, (2021), *Does capital structure affect firm value in Vietnam?*, *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), pp.33-41.

12. Farooq, M. A. & Masood, A., (2016), *Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan*, *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), pp. 73-77.
13. Hermuningsih, S, (2013), *Profitability, growth opportunity, capital structure and the firm value*, *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, pp. 115-136.
14. Hirdinis, M, (2019), *Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability*, *International Journal of Economics and Business Administration*, VII (1), pp. 174-19.
15. Jensen, M, (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review*, 76:323-9.
16. Le, T. P. V & Phan, T. B. N, (2017), *Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country*, *Research in International Business and Finance*, 42 (2017), pp. 710-726.
17. Luu, D. H, (2021), *The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam*, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8 (5), pp. 0287–0292.
18. Nguyen, T. T., Nguyen, H. P., Nguyen, L. B. K, Vu, N. T. & Le, T. U, (2020), *The relationship between capital structure and firm value: cases of listed companies in the food and beverages industry in Vietnam*, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(1), pp. 1-12.
19. Susanti, N., & Restiana, N. G, (2018), *What's the Best Factor to Determining Firm Value?*, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(2), pp. 301–309.
20. Thao, T. T. P, (2019), *The impact of capital structure on firm value of Vietnamese listed companies – a quantile regression approach*, *Journal international Economics and Management*, 124, pp. 88-100.