Bộ Giáo dục và Đào tạo **Bộ Tài chính**

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

NGUYỄN CHÂU HÙNG TÍNH

NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH VẬN TẢI NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Ngành: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI, NĂM 2026

Công trình được hoàn thành tại: HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

Người hướng dẫn khoa học:
1. PGS.TS. Đoàn Hương Quỳnh
2. TS. Nguyễn Xuân Điền

Phản biện 1: .....

Phản biện 2: .....

Phản biện 3: .....

Luận án sẽ được đánh giá trước Hội đồng chấm luận án cấp Học viện họp tại .....
Vào hồi ..... giờ ..... ngày ..... tháng ..... năm .....

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:
- Thư viện Quốc gia Việt Nam
- Thư viện Học viện Tài chính

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Quyết định cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sử dụng vốn và rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp. Ngành vận tải thâm dụng vốn, tài sản có vòng đời dài và tính chuyên dụng cao, dòng tiền biến động theo chu kỳ thương mại.

Thực tiễn tại các doanh nghiệp vận tải niêm yết ở Việt Nam cho thấy tình trạng lệch kỳ hạn giữa tài sản và nguồn tài trợ có thể tập trung ở một bộ phận doanh nghiệp. Cơ cấu nợ thiên về ngắn hạn đặt ra yêu cầu kiểm tra mức độ phù hợp giữa kỳ hạn tài sản và nguồn tài trợ. Hai doanh nghiệp có cùng hệ số nợ tổng thể vẫn có thể có rủi ro thanh khoản khác nhau, nên việc phân tách nợ ngắn hạn và nợ dài hạn là cần thiết.

Bốn khoảng trống được xác định. Về lý luận, khung đánh đổi động chưa tích hợp ràng buộc khớp kỳ hạn như một yếu tố của quá trình điều chỉnh. Về bối cảnh, nghiên cứu chuyên sâu về doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam còn hạn chế. Về đo lường, phần lớn nghiên cứu chỉ dùng một thước đo tổng nợ. Về phương pháp, các đặc tả tĩnh chưa trực tiếp mô hình hóa quá trình điều chỉnh.

2. Câu hỏi nghiên cứu

Câu hỏi 1: Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2014-2025 có những đặc trưng gì, xét trên cả hệ số nợ tổng thể và cấu trúc kỳ hạn nợ?

Câu hỏi 2: Các nhân tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn như thế nào, và mức độ ảnh hưởng khác biệt ra sao giữa nợ ngắn hạn với nợ dài hạn?

Câu hỏi 3: Dưới góc độ động, các doanh nghiệp vận tải niêm yết điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn về mức mục tiêu với tốc

độ nào, và tốc độ đó khác biệt ra sao giữa các cấu phần kỳ hạn nợ cũng như giữa các nhóm doanh nghiệp?

Câu hỏi 4: Từ bằng chứng thực nghiệm thu được, những hàm ý quản trị và gợi ý chính sách nào là phù hợp nhằm giúp doanh nghiệp vận tải niêm yết kiểm soát rủi ro kỳ hạn nợ và cải thiện năng lực điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn?

3. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chung là đo lường tác động của nhóm nhân tố bên trong và nhóm nhân tố bên ngoài doanh nghiệp đến cơ cấu nguồn vốn mục tiêu và tốc độ điều chỉnh về mức mục tiêu của các doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam, làm cơ sở đề xuất hàm ý quản trị và khuyến nghị chính sách.

Năm mục tiêu cụ thể gồm: hệ thống hóa cơ sở lý luận; phân tích thực trạng cơ cấu nguồn vốn trên ba thước đo giai đoạn 2014-2025; ứng dụng mô hình dữ liệu bảng động GMM hệ thống để xác định chiều, mức độ tác động và ước lượng tốc độ điều chỉnh theo từng cấu phần kỳ hạn nợ; đề xuất hàm ý quản trị cho doanh nghiệp vận tải niêm yết; đề xuất gợi ý chính sách cho các tổ chức tài trợ vốn và cơ quan quản lý nhà nước.

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn mục tiêu và tốc độ điều chỉnh về mức mục tiêu. Luận án sử dụng ba tỷ lệ nợ thực tế gồm hệ số nợ tổng thể (LEV), tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTDTA) và tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (STDTA).

Phạm vi dữ liệu gồm 116 doanh nghiệp vận tải niêm yết giai đoạn 2014-2025, tương ứng 1.351 quan sát hợp lệ và 1.235 quan sát đưa vào ước lượng. Kết luận được giới hạn trong nhóm doanh nghiệp vận tải niêm yết, không suy rộng cho toàn bộ ngành.

5. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng phương pháp định lượng làm trọng tâm, kết hợp tổng hợp và phân tích tài liệu. Mô hình chính là mô hình dữ liệu bảng động ước lượng bằng GMM hệ thống hai bước với sai số chuẩn hiệu chỉnh Windmeijer. Pooled OLS, mô hình tác động cố định và mô hình tác động ngẫu nhiên có biến trễ được dùng ở vai trò tham khảo để thiết lập khoảng tham chiếu Bond (2002).

6. Những đóng góp mới của luận án

Thứ nhất, luận án đưa nguyên tắc khớp kỳ hạn vào khung diễn giải quá trình điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn, bên cạnh chi phí điều chỉnh của lý thuyết đánh đổi động. Đây là cơ chế diễn giải được đề xuất để kiểm chứng tiếp, luận án chưa xây dựng mô hình tối ưu hóa hình thức.

Thứ hai, luận án đề xuất phân loại nhân tố ảnh hưởng theo hai kênh: kênh làm thay đổi mức mục tiêu và kênh làm thay đổi tốc độ hội tụ về mức đó.

Thứ ba, về phương pháp, luận án ước lượng riêng ba thước đo trên cùng mẫu và cùng tập biến giải thích, kết hợp tốc độ điều chỉnh với kiểm định giả thuyết hệ số biến trễ bằng một.

Thứ tư, về thực tiễn, luận án nhận diện mất cân đối kỳ hạn là rủi ro độc lập với mức nợ, đề xuất bổ sung chỉ tiêu chênh lệch giữa tài sản dài hạn và nguồn vốn dài hạn vào hệ thống giám sát, và cung cấp bộ số liệu tham chiếu theo sáu phân ngành vận tải.

7. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục, luận án gồm năm chương: Chương 1 Tổng quan tình hình nghiên cứu; Chương 2 Cơ sở lý luận; Chương 3 Phương pháp và mô hình nghiên cứu; Chương 4 Kết quả nghiên cứu và thảo luận; Chương 5 Kết luận và hàm ý quản trị.

CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

1.1. Tổng quan các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn

Nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn phát triển trên hai trục. Trục thứ nhất là sự kế tiếp của các dòng lý thuyết từ Modigliani & Miller (1958) đến lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết chi phí đại diện. Trục thứ hai là sự chuyển dịch từ cách tiếp cận tĩnh sang cách tiếp cận động, trong đó tỷ lệ nợ quan sát được chỉ là một trạng thái trung gian trên đường điều chỉnh về mức mục tiêu.

1.2. Các nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng

Nhóm nhân tố bên trong gồm quy mô, khả năng sinh lời, tài sản cố định hữu hình, cơ hội tăng trưởng, khả năng thanh toán, chi tiêu vốn, rủi ro kinh doanh và sở hữu nhà nước. Nhóm nhân tố bên ngoài gồm tăng trưởng kinh tế, lạm phát và các cú sốc vĩ mô. Luận án bổ sung một mục tổng quan riêng về thước đo, nhóm biến và kỹ thuật ước lượng của các nghiên cứu trước, nêu rõ giới hạn của từng kỹ thuật.

1.3. Tổng quan nghiên cứu về ngành vận tải

Nghiên cứu quốc tế đã xem xét cơ cấu nguồn vốn mục tiêu và quá trình điều chỉnh trong vận tải biển, tiêu biểu là Drobetz & cộng sự (2013). Trong phạm vi tài liệu đã tổng quan, vấn đề cần tiếp tục làm rõ là bằng chứng cho doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam, sự khác biệt theo cấu phần kỳ hạn và phạm vi duy trì của kết luận trong bối cảnh nghiên cứu.

Trong phân ngành vận tải biển, Drobetz và cộng sự (2013) cho thấy cơ cấu nguồn vốn của các công ty niêm yết toàn cầu chịu ảnh hưởng mạnh từ đặc điểm tài sản cố định và biến động thị trường vận tải, với mức nợ dài hạn cao hơn mặt bằng chung nhờ đội tàu có thị trường thứ cấp thanh khoản. Yang và cộng sự (2022) so sánh 60 công ty vận tải biển tại Hàn Quốc và 32 công ty tại Hy Lạp, kết quả cho thấy môi trường tài chính và thể chế

làm thay đổi mức độ sử dụng nợ. Tại Việt Nam, Bùi Thị Ngọc và cộng sự (2023) ghi nhận nhóm dịch vụ, vận tải và hàng không chịu ảnh hưởng nặng trong giai đoạn 2020-2021.

1.4. Đánh giá chung và định hướng nghiên cứu

Các kết quả ổn định gồm quan hệ dương của quy mô, quan hệ âm của khả năng sinh lời và vai trò của tài sản bảo đảm đối với nợ dài hạn. Các kết quả phân tán gồm cơ hội tăng trưởng, chi tiêu vốn và rủi ro kinh doanh. Luận án định hướng nghiên cứu theo khung động, ước lượng riêng ba thước đo và giới hạn kết luận trong phạm vi mẫu.

Bốn khoảng trống nghiên cứu và hướng xử lý của luận án được tóm tắt như sau.

Khoảng trống	Nội dung	Hướng xử lý
Lý luận	Khung đánh đổi động chưa tích hợp ràng buộc khớp kỳ hạn nợ như một tham số quyết định tốc độ điều chỉnh	Đặt ràng buộc kỳ hạn làm điều kiện bối cảnh khi diễn giải tốc độ điều chỉnh
Bối cảnh	Thiếu nghiên cứu chuyên sâu về doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam; ngành thường bị quy gộp thành một khối đồng nhất	Giới hạn mẫu ở ngành vận tải và kiểm định khác biệt giữa sáu phân ngành
Đo lường	Phần lớn nghiên cứu ước lượng tốc độ điều chỉnh trên một thước đo tổng nợ duy nhất	Ước lượng song song ba thước đo LEV, LTDTA và STDTA
Phương pháp	Cách tiếp cận tĩnh với Pooled OLS, FE và RE không xử lý được tính quán tính và nội sinh của biến trễ	Sử dụng mô hình bảng động với GMM hệ thống hai bước

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CƠ CẤU NGUỒN VỐN

2.1. Khái niệm

Cơ cấu nguồn vốn là tỷ trọng của nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn tài trợ của doanh nghiệp, trong đó nợ phải trả được phân tích theo kỳ hạn thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Nợ vay gắn với nghĩa vụ thanh toán gốc và lãi theo hợp đồng, còn các khoản phải trả phát sinh từ hoạt động kinh doanh không mặc nhiên có lãi vay.

Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu là tỷ trọng mà doanh nghiệp hướng tới trong dài hạn, là đại lượng tiềm ẩn không quan sát trực tiếp. Mục tiêu cuối cùng của doanh nghiệp là nâng cao giá trị doanh nghiệp, hai mục tiêu trung gian là lợi nhuận và an toàn tài chính. Tốc độ điều chỉnh là tỷ lệ phần khoảng lệch giữa cơ cấu thực tế và cơ cấu mục tiêu được thu hẹp trong một kỳ.

2.2. Đặc thù cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp vận tải

Tài sản vận tải có giá trị lớn, vòng đời dài và tính chuyên dụng cao. Theo Williamson (1988) và Shleifer & Vishny (1992), tài sản chuyên dụng có giá trị thanh lý thấp nên hiệu lực thế chấp giảm. Nguyên tắc khớp kỳ hạn đòi hỏi tài sản dài hạn được tài trợ bằng nguồn vốn có kỳ hạn tương ứng; khi thị trường vốn dài hạn hạn chế, doanh nghiệp chịu ràng buộc về kỳ hạn nguồn vốn khả dụng.

Đặc thù phân ngành vận hành như một biến điều tiết qua ba kênh. Kênh thứ nhất là kết cấu và tính chuyên dụng của tài sản: theo Williamson (1988) và Shleifer & Vishny (1992), cùng một tỷ trọng tài sản cố định hữu hình tạo ra năng lực vay nợ khác nhau tùy tài sản có thị trường thứ cấp hay không. Kênh thứ hai

là chu kỳ dòng tiền và mức độ ổn định của doanh thu. Kênh thứ ba là khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn chuyên biệt cho từng loại tài sản.

2.3. Các lý thuyết nền tảng

Luận án sử dụng lý thuyết đánh đổi và đánh đổi động, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết cấu trúc kỳ hạn nợ và nguyên tắc khớp kỳ hạn, lý thuyết ràng buộc ngân sách mềm. Vai trò của từng lý thuyết trong khung phân tích được phân định rõ: lý thuyết nào là nền tảng cho giả thuyết, lý thuyết nào chỉ dùng để diễn giải. Lý thuyết thời điểm thị trường được đề cập ở mức định tính, không kiểm định trực tiếp.

Lý thuyết đánh đổi động giải thích vì sao doanh nghiệp vận tải không trở về mức nợ mục tiêu ngay trong một kỳ. Chi phí điều chỉnh gồm chi phí giao dịch khi thu xếp khoản vay mới, chi phí thanh lý tài sản chuyên dụng và chi phí đàm phán lại điều khoản tín dụng. Khi chi phí này lớn so với chi phí lệch khỏi mức mục tiêu, doanh nghiệp chấp nhận duy trì trạng thái lệch trong nhiều kỳ.

Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích quan hệ âm giữa khả năng sinh lời và hệ số nợ. Doanh nghiệp ưu tiên lợi nhuận giữ lại, sau đó đến nợ vay, phát hành cổ phần là lựa chọn cuối cùng. Với doanh nghiệp vận tải có dòng tiền hoạt động ổn định, nguồn nội sinh thay thế một phần nhu cầu vay nợ.

Lý thuyết chi phí đại diện bổ sung chiều giám sát. Nợ vay ràng buộc dòng tiền tự do và hạn chế hành vi đầu tư quá mức của người quản lý. Chi phí đại diện của nợ xuất hiện khi mức vay cao làm phát sinh động cơ chuyển giao rủi ro và hiện tượng bỏ qua cơ hội đầu tư sinh lời.

2.4. Nhân tố ảnh hưởng và giả thuyết nghiên cứu

Mỗi nhân tố được chọn theo ba tiêu chí gồm cơ sở lý thuyết, bằng chứng thực nghiệm và mức phù hợp với doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam; mỗi nhân tố gắn với một cơ chế kinh tế và dự báo có hướng theo từng thước đo nợ. Đặc thù ngành nghề kinh doanh được phân tích theo ba xu hướng tăng trưởng xanh, kinh tế tuần hoàn và chuyển đổi số, và được xem xét qua biến giả nhóm cùng số hạng tương tác.

Hệ giả thuyết nghiên cứu được tóm tắt như sau.

Giả thuyết	**Nội dung**
H1	Cơ cấu nguồn vốn có tính quán tính; hệ số biến trễ dương và nằm trong khoảng (0; 1)
H2	Quy mô doanh nghiệp tác động dương đến tỷ lệ nợ, rõ hơn ở nợ dài hạn
H3	Khả năng sinh lời tác động âm đến tỷ lệ nợ
H4	Tài sản cố định hữu hình tác động dương đến tỷ lệ nợ dài hạn
H5	Cơ hội tăng trưởng tác động âm đến tỷ lệ nợ
H6	Khả năng thanh toán tác động âm đến tỷ lệ nợ
H7a, H7b	Chi tiêu vốn tác động dương đến nợ dài hạn và âm đến nợ ngắn hạn
H8	Lạm phát có liên hệ với tỷ lệ nợ, chiều tác động để dữ liệu xác định
H9	Tăng trưởng kinh tế tác động dương đến tỷ lệ nợ
H10	Cú sốc đại dịch làm thay đổi cơ cấu nguồn vốn
H11	Rủi ro kinh doanh tác động âm đến tỷ lệ nợ
H12	Tốc độ điều chỉnh khác biệt giữa doanh nghiệp do Nhà nước chi phối và doanh nghiệp tư nhân

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

3.1. Quy trình thiết kế nghiên cứu

Quy trình gồm sáu bước: xác định khoảng trống và câu hỏi nghiên cứu; xây dựng hệ giả thuyết; thu thập và xử lý dữ liệu; ước lượng mô hình tham khảo để thiết lập khoảng tham chiếu Bond; ước lượng mô hình động bằng GMM hệ thống hai bước; kiểm định chẩn đoán và kiểm tra độ bền.

3.2. Biến số và mô hình nghiên cứu

Ba biến phụ thuộc là LEV, LTDTA và STDTA, đo theo giá trị sổ sách. Tám biến giải thích cấp doanh nghiệp gồm SIZE, ROA, TANG, GROW, LIQ, CPX, VOL và STATE. Hai biến vĩ mô là GDP và INF.

Mô hình điều chỉnh từng phần có dạng $Y_{(i,t)} = \beta 0 + \beta 1 \cdot Y_{(i,t-1)} + \Sigma\, \beta k \cdot X_{(k,i,t)} + ui + \varepsilon_{(i,t)}$, trong đó Y là một trong ba thước đo nợ. Tốc độ điều chỉnh được tính theo công thức $SOA = 1 - \beta 1$.

3.3. Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Mẫu gồm 116 doanh nghiệp vận tải niêm yết giai đoạn 2014-2025 với 1.351 quan sát mô tả và 1.235 quan sát đưa vào ước lượng. Doanh nghiệp vào mẫu khi thỏa mãn ba điều kiện về lĩnh vực hoạt động theo VSIC 2018 và các nhóm hoạt động hỗ trợ vận tải, tư cách niêm yết và độ dài chuỗi tối thiểu hai năm liền kề. Các biến được winsorize tại ngưỡng 1% và 99%; luận án đối chiếu thêm nền dữ liệu winsorize theo phân ngành.

3.4. Phương pháp ước lượng và kiểm định

Luận án lựa chọn GMM hệ thống hai bước để xử lý nội sinh của biến trễ và tác động cố định không quan sát được, trong

phạm vi giả định nhận dạng và các chẩn đoán đã báo cáo. Bộ công cụ được nén bằng kỹ thuật collapse với cửa sổ trễ hữu hạn: lag(4 6) cho LEV, lag(3 5) cho LTDTA và lag(3 4) cho STDTA.

Hệ thống kiểm định gồm AR(1), AR(2), Hansen, Difference-in-Hansen, kiểm soát số công cụ theo số doanh nghiệp trong mẫu, kiểm định Wald cho hai giả thuyết $\beta 1 = 0$ và $\beta 1 = 1$, kiểm định phụ thuộc chéo Pesaran. Khối kiểm định độ bền gồm thước đo theo giá trị thị trường, hai cách xử lý yếu tố thời gian, biến tương tác, loại nhóm doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu âm kéo dài, hai nền dữ liệu winsorize, giá dầu Brent và tỷ giá. Các nhóm biến chưa đưa vào mô hình chính được giải trình rõ lý do kỹ thuật.

Định nghĩa và cách đo các biến được tóm tắt như sau.

Biến	**Ký hiệu**	**Cách đo**
Tỷ lệ nợ	LEV	Tổng nợ phải trả / Tổng tài sản
Tỷ lệ nợ dài hạn	LTDTA	Nợ dài hạn / Tổng tài sản
Tỷ lệ nợ ngắn hạn	STDTA	Nợ ngắn hạn / Tổng tài sản
Quy mô	SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản
Tài sản hữu hình	TANG	Tài sản cố định hữu hình ròng / Tổng tài sản
Cơ hội tăng trưởng	GROW	Giá trị thị trường tài sản / Giá trị sổ sách tài sản
Khả năng thanh toán	LIQ	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn
Chi tiêu vốn	CPX	Chi tiêu vốn đảo dấu / Tổng tài

		sản
Tăng trưởng kinh tế	GDP	Tốc độ tăng GDP thực hằng năm
Lạm phát	INF	Tỷ lệ lạm phát hằng năm
Cú sốc đại dịch	COVID	Biến giả, bằng 1 cho các năm 2020 và 2021
Rủi ro kinh doanh	VOL	Độ lệch chuẩn của ROA trượt ba năm
Sở hữu nhà nước	STATE	Biến giả, bằng 1 nếu tỷ lệ sở hữu nhà nước bình quân trên 50%

Cấu hình ước lượng của ba mô hình chính được tóm tắt như sau.

Nội dung	**LEV**	**LTDTA**	**STDTA**
Cửa sổ trễ của biến phụ thuộc	lag(4 6)	lag(3 5)	lag(3 4)
Nén ma trận công cụ	Có	Có	Có
Số biến công cụ	31	31	24
Số quan sát ước lượng	1.235	1.235	1.235
Số doanh nghiệp	116	116	116

Cửa sổ trễ được lựa chọn theo nguyên tắc giữ số biến công cụ thấp hơn số doanh nghiệp trong mẫu và bảo đảm các kiểm định chẩn đoán nằm trong vùng diễn giải được.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn

Hệ số nợ bình quân tăng từ 48,61% năm 2014 lên 58,65% năm 2025. Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản tăng từ 29,93% lên 38,13%, trong khi tỷ lệ nợ dài hạn giảm từ 18,67% xuống 15,98%. Tỷ lệ giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn tăng từ 1,60 lần lên 2,39 lần.

Năm	LEV (%)	STDTA (%)	LTDTA (%)
2014	48,61	29,93	18,67
2017	50,57	32,59	17,98
2019	53,71	34,88	16,98
2021	55,25	36,54	16,62
2023	57,36	37,92	16,92
2025	58,65	38,13	15,98

Về cấu trúc kỳ hạn, tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ bình quân toàn mẫu ở mức cao và tăng dần trong giai đoạn nghiên cứu. Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình giảm từ 42,3% năm 2014 xuống 28,4% năm 2025, phản ánh sự chuyển dịch sang các mảng dịch vụ ít thâm dụng tài sản hữu hình hơn. Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn bình quân tăng từ 2,13 lần lên 3,60 lần.

Hai nhóm nguyên nhân được phân tích. Nguyên nhân khách quan gồm tính chuyên dụng của tài sản, mức phát triển hạn chế của kênh vốn dài hạn trong nước và cú sốc đại dịch. Nguyên nhân chủ quan gồm chiến lược tài trợ quay vòng, nền vốn chủ sở hữu mỏng, cường độ đầu tư thấp và mức phụ thuộc tín dụng ngắn hạn cao hơn ở nhóm tư nhân.

Thống kê mô tả các biến số sau khi winsorize tại ngưỡng 1% và 99% được trình bày như sau.

Biến	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung vị
LEV	1.351	0,537	0,760	0,376
LTDTA	1.351	0,174	0,283	0,064
STDTA	1.351	0,346	0,555	0,208
MLEV	1.189	0,395	0,277	0,342
SIZE	1.351	27,028	1,615	26,873
ROA (%)	1.351	6,761	11,248	5,727
TANG	1.351	0,345	0,254	0,305
GROW	1.351	1,340	1,150	1,010
LIQ	1.351	3,001	4,041	1,721
CPX	1.351	0,007	0,133	0,003
VOL	1.119	0,040	0,051	0,021
GDP (%)	1.351	6,128	1,729	6,810
INF (%)	1.351	2,967	0,877	3,230

Trung bình của LEV cao hơn trung vị, phản ánh phân phối lệch phải do một nhóm doanh nghiệp có hệ số nợ rất cao. Biến rủi ro kinh doanh có quy mô mẫu mô tả 1.119 quan sát do cách tính độ lệch chuẩn trượt ba năm. Hệ số tương quan giữa LEV và STDTA đạt 0,917, phản ánh quan hệ cơ học khi nợ ngắn hạn là cấu phần lớn của tổng nợ.

4.2. Kết quả ước lượng mô hình GMM

Hệ số biến trễ của ba thước đo lần lượt là 0,926; 0,947 và 0,929, đều có ý nghĩa thống kê 1%.

Thước đo	β1	SOA	Bán kỳ	p (β1 = 1)
LEV	0,926***	7,4%	9,1 năm	0,026
LTDTA	0,947***	5,3%	12,8 năm	0,492
STDTA	0,929***	7,1%	9,5 năm	0,213

Với LTDTA và STDTA, kiểm định chưa bác bỏ giả thuyết β1 = 1 trên mẫu đầy đủ, nên tốc độ điều chỉnh của hai thước đo này là chỉ báo tính từ ước lượng điểm, chưa phải bằng chứng thống kê về hội tụ.

Kết quả ước lượng của ba mô hình chính được tóm tắt như sau.

Biến	LEV	LTDTA	STDTA
Biến trễ	0,926***	0,947***	0,929***
SIZE	−0,029	0,015	−0,023*
ROA	−0,577*	0,006	−0,526
TANG	−0,120	−0,038	0,050
GROW	0,048**	0,000	0,025
LIQ	−0,005	0,001	−0,001
CPX	0,304**	0,009	0,123
GDP	0,005*	0,001	0,004
INF	−0,003	−0,008*	0,004

*Ghi chú: ***, **, * tương ứng mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%; sai số chuẩn hiệu chỉnh Windmeijer; 1.235 quan sát, 116 doanh nghiệp.*

Trong mô hình động, cơ hội tăng trưởng và chi tiêu vốn tác động dương đến hệ số nợ tổng thể ở mức ý nghĩa 5%; chi tiêu vốn là bằng chứng có điều kiện vì mất ý nghĩa khi loại năm 2025. Khả năng sinh lời và khả năng thanh toán thể hiện quan hệ âm rõ ở kênh ước lượng tham chiếu, phù hợp lý thuyết trật tự phân hạng. Quy mô gắn với mặt bằng nợ dài hạn cao hơn ở kênh tham chiếu.

4.3. Phân tích chuyên sâu và kiểm định độ bền

Chỉ số mất cân đối kỳ hạn mang giá trị dương ở 23,46% số quan sát, cho thấy hiện tượng này tập trung ở một bộ phận doanh nghiệp. Sau khi loại 11 doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu âm kéo dài, hệ số biến trễ của ba mô hình giảm còn 0,802; 0,704 và 0,672.

Sáu phân ngành khác biệt có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trên cả ba thước đo. Hệ số nợ bình quân của vận tải đường thủy đạt 0,9462 trong khi cảng biển chỉ 0,2951; tỷ lệ nợ dài hạn của hạ tầng giao thông đạt 0,5178 so với 0,0868 của kho bãi và logistics. Khác biệt về tốc độ điều chỉnh giữa các nhóm chưa được xác nhận về mặt thống kê.

Phân ngành	LEV bình quân
Cảng biển	0,2951
Đường bộ và đường sắt	0,3809
Hàng không	0,4375
Kho bãi và logistics	0,4659
Hạ tầng giao thông	0,7190
Vận tải đường thủy	0,9462

Khác biệt về mặt bằng tỷ lệ nợ giữa các phân ngành gắn với đặc điểm tài sản và chu kỳ dòng tiền. Hạ tầng giao thông có

dòng tiền hợp đồng thu phí dài hạn nên duy trì tỷ lệ nợ dài hạn cao nhất. Kho bãi và logistics ít thâm dụng tài sản cố định hơn nên tỷ lệ nợ dài hạn thấp nhất. Hàng không có tài sản khai thác vòng đời dài nhưng tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ bình quân đạt 0,7619, là chỉ báo cần thẩm định mức độ phù hợp kỳ hạn.

Mô hình gộp với biến tương tác chưa tìm thấy bằng chứng ở mức ý nghĩa 5% về khác biệt tốc độ điều chỉnh theo sở hữu nhà nước, riêng nợ dài hạn có bằng chứng biên ở mức 10%. Kiểm định độ nhạy với cách xử lý giá trị ngoại lai cho tốc độ điều chỉnh của hệ số nợ tổng thể dao động từ 7,4% đến 16,04%. Giá dầu Brent và tỷ giá chưa đạt ý nghĩa thống kê trong các đặc tả được báo cáo.

Về độ bền của kết quả, thước đo nợ theo giá trị thị trường cho hệ số biến trễ 0,744, nằm trong khoảng tham chiếu Bond tính trên cùng mẫu. Hai cách xử lý yếu tố thời gian cho hệ số biến trễ ổn định. Biến tương tác giữa tài sản hữu hình và quy mô không đạt ý nghĩa thống kê. Phương pháp Difference GMM được đối chiếu ở vai trò tham khảo.

Các kiểm định chẩn đoán của ba mô hình chính đều nằm trong vùng diễn giải được. Số biến công cụ lần lượt là 31, 31 và 24, thấp hơn nhiều so với 116 doanh nghiệp trong mẫu. Kiểm định AR(2) và kiểm định Hansen không bác bỏ giả thuyết gốc ở mức 5%. Các kiểm định không bác bỏ là bằng chứng chẩn đoán hỗ trợ, chưa chứng minh tập công cụ hợp lệ.

Trên mẫu loại 11 doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu âm, hệ số biến trễ của ba thước đo lần lượt là 0,802; 0,704 và 0,672. Chiều hướng kết luận về tính quán tính không thay đổi, mức độ quán tính giảm so với mẫu đầy đủ. Tốc độ điều chỉnh của hệ số nợ tổng thể dao động trong khoảng 7,4% đến 16,04% tùy cách xử lý giá trị ngoại lệ, nên con số điểm cần được đọc kèm cách xử lý dữ liệu đã áp dụng.

4.4. Thảo luận kết quả

Kết quả được đối chiếu với lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đánh đổi động, lý thuyết chi phí đại diện và kinh tế học thể chế. Các khung này cung cấp những hướng diễn giải bổ sung cho mức nợ, kỳ hạn nợ và mức độ dai dẳng. Luận án chưa kiểm định riêng ưu thế giải thích của từng lý thuyết.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ

5.1. Kết luận chung

Quán tính là đặc trưng nổi bật của cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp vận tải niêm yết trong mẫu. Kết quả về khả năng sinh lời và khả năng thanh toán phù hợp dự báo của lý thuyết trật tự phân hạng. Mất cân đối kỳ hạn là rủi ro cần giám sát riêng, độc lập với mức nợ. Sáu phân ngành khác biệt rõ về mặt bằng nợ và cấu trúc kỳ hạn. Bằng chứng về khác biệt tốc độ điều chỉnh theo sở hữu nhà nước còn hạn chế.

5.2. Hàm ý đối với doanh nghiệp vận tải

Hàm ý được phân tầng theo phân ngành và theo tình trạng tài chính, gồm tái cơ cấu kỳ hạn nợ và quản trị rủi ro tái cấp vốn; quản trị thanh khoản và phát triển nguồn vốn nội sinh; mở rộng năng lực tài trợ thông qua hợp tác vốn và liên kết chiến lược; quản trị cơ hội tăng trưởng và kỷ luật đầu tư; chuẩn bị điều kiện tiếp cận kênh trái phiếu. Bối cảnh giá nhiên liệu và yêu cầu chuyển đổi xanh được phân tích như hai biến động ngoại sinh cần đưa vào kế hoạch tài chính.

Nhóm hàm ý thứ nhất là tái cơ cấu kỳ hạn nợ. Đối tượng ưu tiên được nhận diện theo ba tiêu chí: tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ cao hơn mức bình quân của chính phân ngành, chỉ số mất cân đối kỳ hạn dương kéo dài, và hệ số bao phủ lãi vay thấp. Lộ trình ba giai đoạn kèm điều kiện chuyển giai đoạn được trình bày để doanh nghiệp cân nhắc theo chu kỳ dòng tiền và điều kiện hợp đồng.

Nhóm hàm ý thứ hai là quản trị thanh khoản và phát triển nguồn vốn nội sinh, gồm rút ngắn kỳ thu tiền bình quân, kiểm soát vòng quay hàng tồn kho vật tư và nhiên liệu, gắn chính sách phân phối lợi nhuận với nhu cầu tái đầu tư.

Nhóm hàm ý thứ ba là chuẩn bị điều kiện tiếp cận kênh trái phiếu theo khung pháp lý hiện hành, gồm duy trì kết quả xếp hạng tín nhiệm liên tục, chuẩn hóa hệ thống báo cáo tài chính theo nghĩa vụ công bố thông tin, xác định danh mục tài sản bảo đảm hợp lệ và xây dựng phương án sử dụng vốn gắn với một dự án có dòng tiền tách bạch.

5.3. Hàm ý đối với tổ chức tín dụng

Thiết kế sản phẩm tín dụng theo vòng đời tài sản của từng phân ngành; chuyển trọng tâm thẩm định từ tài sản bảo đảm sang dòng tiền, kết hợp với đánh giá tài sản bảo đảm; phân tầng chính sách tín dụng theo phân ngành và tình trạng tài chính; theo dõi rủi ro chung của danh mục tài trợ ngành vận tải.

5.4. Gợi ý chính sách

Hoàn thiện điều kiện tiếp cận thị trường trái phiếu doanh nghiệp; phát triển các kênh vốn dài hạn ngoài tín dụng ngân hàng; sử dụng cơ chế đối tác công tư làm kênh dẫn vốn dài hạn cho hạ tầng; ổn định môi trường vĩ mô và chuẩn bị công cụ hỗ trợ thanh khoản khi có cú sốc. Chủ thể chủ trì được ghi rõ cho từng nhóm kiến nghị, gồm Bộ Tài chính, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Bộ Xây dựng và Bộ Công Thương.

Hệ hàm ý của luận án được tóm tắt theo đối tượng vận dụng như sau.

Đối tượng	Hàm ý trọng tâm
Doanh nghiệp vận tải	Tái cơ cấu kỳ hạn nợ theo vòng đời tài sản; quản trị thanh khoản và phát triển nguồn vốn nội sinh; chuẩn bị điều kiện tiếp cận kênh trái phiếu

Tổ chức tín dụng	Thiết kế sản phẩm tín dụng theo vòng đời tài sản của từng phân ngành; chuyển trọng tâm thẩm định sang dòng tiền hợp đồng
Cơ quan quản lý	Hoàn thiện điều kiện tiếp cận thị trường trái phiếu doanh nghiệp; phát triển các kênh vốn dài hạn ngoài tín dụng ngân hàng

5.5. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Luận án giới hạn ở nhóm doanh nghiệp niêm yết, chưa nhận dạng riêng ràng buộc từ phía cung vốn, chưa kiểm định trực tiếp hành vi tái tục khoản vay và chưa xác lập thứ hạng tốc độ điều chỉnh cho sáu phân ngành. Hướng nghiên cứu tiếp theo gồm mở rộng mẫu sang doanh nghiệp chưa niêm yết, sử dụng dữ liệu hợp đồng tín dụng và kiểm định trực tiếp cơ chế khớp kỳ hạn.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC ĐÃ CÔNG BỐ CỦA NGHIÊN CỨU SINH LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Nguyen Chau Hung Tinh (2026), "Capital Structure, Financial Leverage, and Firm Profitability: Evidence from Listed Transport Firms in Vietnam during 2014–2024", Vietnam Economic & Financial Review, Vol. 2, Issue 2 (April 2026).

2. Nguyễn Châu Hùng Tính (2026), "Các nhân tố vi mô tác động đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam", Tạp chí Kinh tế - Tài chính, Kỳ 1 tháng 4/2026 (Số 19), tr. 163-166.

3. Nguyễn Châu Hùng Tính (2026), "Điều chỉnh động cấu trúc vốn và bất cân xứng giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn: Bằng chứng từ các công ty vận tải niêm yết tại Việt Nam", Tạp chí Kinh tế - Tài chính, Kỳ 1 tháng 4/2026 (Số 19), tr. 93-96.

4. Nguyễn Châu Hùng Tính (2026), "Sự phân hóa cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động theo phân ngành: Bằng chứng từ các doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam", Tạp chí Kinh tế - Tài chính, Kỳ 1 tháng 5/2026 (Số 22), tr. 118-121.

5. Nguyễn Châu Hùng Tính (2026), "Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp vận tải niêm yết tại Việt Nam: Tiếp cận từ mô hình cấu trúc vốn động", Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán, Kỳ 2 tháng 5/2026 (Số 312), tr. 145-148.