

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

NGUYỄN THU HÀ

**CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC CÔNG TY
THỦY SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chuyên ngành : Tài chính - Ngân hàng

Mã số : 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI, NĂM 2019

Công trình được hoàn thành tại : Học viện Tài chính

Người hướng dẫn khoa học:

1. PGS, TS. Vũ Văn Ninh

2. TS. Trần Tiền Cường

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính vào hồi giờ.... .. ngày.....tháng... . năm 2019.

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- Thư viện Quốc gia.
- Thư viện Học viện Tài chính.

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Lý do chọn đề tài nghiên cứu

Cơ cấu nguồn vốn (CCNV) là một chủ đề nghiên cứu đã, đang, và sẽ tiếp tục thu hút sự chú ý của rất nhiều học giả trong và ngoài nước. Nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn trên thế giới có lịch sử từ khá lâu với hai câu hỏi xuyên suốt về (i) tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp; (ii) có tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu hay không? Cách tiếp cận lợi nhuận ròng hoạt động (Net Operating Income) được đề xuất bởi Durand cho rằng thị trường sẽ xem xét doanh nghiệp như là một tổng thể và chiết khấu ở một mức tỷ suất sinh lời đòi hỏi nhất định. Do vậy, cơ cấu nguồn vốn không có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Trái lại, quan điểm truyền thống về cơ cấu nguồn vốn cho rằng tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu tại đó, chi phí sử dụng vốn bình quân được tối thiểu hoá và giá trị doanh nghiệp được tối đa hoá. Lý thuyết của Modigliani & Miller (1958, 1963) là sự kết hợp của hai quan điểm trên khi cho rằng sự tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào tính hiệu quả của thị trường vốn. Theo đó, mệnh đề 1 của M&M cho rằng cơ cấu nguồn vốn không có tác động đến giá trị doanh nghiệp khi những giả định về thị trường vốn được đảm bảo. Tuy nhiên, trong điều kiện có thuế thu nhập doanh nghiệp và chi phí phá sản, cơ cấu nguồn vốn sẽ có tác động đến giá trị doanh nghiệp và tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu giúp tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Trên cơ sở những lý thuyết nền tảng này, các nhà nghiên cứu tiếp tục tìm kiếm và phát triển những lý thuyết mới nhằm làm rõ tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp cũng như đánh giá sự phù hợp của các lý thuyết trong từng bối cảnh nghiên cứu. Mặc dù các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn chưa có sự đồng nhất quan điểm song đã đặt nền tảng vững chắc giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp xây dựng một cơ cấu nguồn vốn phù hợp cũng như lý giải hành vi lựa chọn các hình thức tài trợ vốn của nhà quản trị. Một cơ cấu nguồn vốn hợp lý là tiền đề để doanh nghiệp đảm bảo an toàn tài chính, gia tăng giá trị doanh nghiệp, và tối đa hoá giá trị cho chủ sở hữu. Tuy nhiên, để trả lời câu hỏi “Thế nào là một cơ cấu nguồn vốn hợp lý?” không phải là điều đơn giản

với các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Một khuyến nghị phù hợp về cơ cấu nguồn vốn cần được đưa ra trên cơ sở xem xét các nhân tố bên trong cũng như bên ngoài doanh nghiệp. Nhà quản trị cần đánh giá đúng thực trạng cơ cấu nguồn vốn hiện tại của doanh nghiệp cũng như sử dụng các thông tin phù hợp để hoạch định cơ cấu nguồn vốn phù hợp cho doanh nghiệp.

Cơ cấu nguồn vốn cũng đang trở thành vấn đề được đông đảo các nhà nghiên cứu tại Việt Nam quan tâm. Ngoài việc kiểm chứng sự phù hợp của từng lý thuyết với điều kiện của Việt Nam, các nhà nghiên cứu cũng làm rõ đặc điểm cơ cấu nguồn vốn cũng như tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị của các doanh nghiệp trong một ngành nhất định.

Đối với ngành thủy sản, Nguyễn Thành Cường & Nguyễn Thị Cành (2012) đã chỉ ra rằng tồn tại hiệu ứng ngưỡng đôi giữa cơ cấu nguồn vốn (D/A) và giá trị DN (ROE) của các DN chế biến thủy sản Việt Nam giai đoạn 2005- 2010 khu vực Nam Trung Bộ. Các tác giả cũng chỉ ra mức tối ưu cho hệ số nợ của các DN chế biến thủy sản là không quá 59.27%. Nguyễn Thành Cường (2015) cho thấy tồn tại hiệu ứng ba ngưỡng khi xem xét tác động của CCNV đến giá trị DN thủy sản ở khu vực Nam Trung Bộ. Mối quan hệ giữa CCNV và giá trị DN được mô tả là mối quan hệ phi tuyến và có hình Parabol lồi. Kết quả này là căn cứ quan trọng để các DN thủy sản xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp nhằm đạt được những mục tiêu của quản trị tài chính doanh nghiệp.

Quan sát cho thấy các DN thủy sản Việt Nam có quy mô còn khá nhỏ so với các DN thủy sản trên thế giới. Điều này ảnh hưởng rất lớn đến năng lực cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của các DN thủy sản Việt Nam. Phần lớn các DN thủy sản lớn trên thế giới tập trung tại các quốc gia như: Nhật Bản (Maruha Nichiro, Nippon Suisan Kaisha, Kyokuyo); Thái Lan (Thái Union Frozen Products, Charoen Pokphand Foods, Asian); Hàn Quốc (Dongwon Industries), Mỹ (Trident Seafood), ... Trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế rộng và sâu như hiện nay, khi các hiệp định thương mại song phương và đa phương có hiệu lực hoàn toàn, các DN thủy sản Việt Nam sẽ bước vào một sân chơi phẳng với sự cạnh tranh gay gắt từ những DN ngành thủy sản trên thế giới. Do vậy, làm thế nào để đảm bảo và gia

tăng năng lực cạnh tranh cho các DN thủy sản Việt Nam trở thành vấn đề quan tâm sâu sắc của các nhà quản trị doanh nghiệp.

Giai đoạn 2011 đến 2017 được đánh giá là giai đoạn khó khăn nhất của ngành thủy sản Việt Nam khi quy mô thị trường xuất khẩu thu hẹp, doanh thu sụt giảm, thiếu nguyên liệu thô, cạnh tranh phi giá trở nên phổ biến, và những rào cản từ bảo hộ thương mại. Đứng trước những khó khăn này, các DN thủy sản Việt Nam đã có những chuyển biến tích cực thông qua việc tăng cường đầu tư tự chủ vùng nuôi, thắt chặt chất lượng nguyên liệu đầu vào, nâng cao công nghệ chế biến, và hướng đến phát triển những sản phẩm có chất lượng cao. Nhu cầu vốn để tài trợ cho những hoạt động đầu tư này là rất lớn. Đồng thời, việc đưa ra một cơ cấu huy động vốn phù hợp nhằm gia tăng giá trị cho các chủ sở hữu là một câu hỏi không hề dễ dàng với các nhà quản trị tài chính.

Với mục tiêu làm rõ và hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn cho các doanh nghiệp ngành thủy sản tại Việt Nam, tác giả lựa chọn đề tài nghiên cứu ***“Cơ cấu nguồn vốn của các công ty Thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*** làm đề tài cho luận án tiến sĩ của mình.

2. Mục tiêu nghiên cứu của luận án

Mục tiêu tổng quát

Luận án làm rõ CCNV của các công ty thủy sản niêm yết (CTTS NY) tại Việt Nam, từ đó đưa ra những đề xuất nhằm hoàn thiện CCNV cho các doanh nghiệp này. Tác giả luận án nghiên cứu vấn đề cơ cấu nguồn vốn tại các công ty thủy sản niêm yết với tư cách một nhà nghiên cứu độc lập. Do vậy, kết quả nghiên cứu của luận án có thể trở thành nguồn tài liệu cho mọi chủ thể có quan tâm.

Mục tiêu cụ thể

Đề đi đến mục tiêu tổng quát trên, luận án lần lượt làm rõ những mục tiêu cụ thể sau đây:

Thứ nhất, luận án hệ thống cơ sở lý luận về CCNV của doanh nghiệp. Đối với mục tiêu này, luận án lần lượt làm rõ những lý thuyết nền tảng về CCNV của các nhà nghiên cứu trước đó cũng như những xu hướng nghiên cứu liên quan đến các lý thuyết này. Đồng thời, luận án cũng trình bày một số cách tiếp cận nhằm hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu cho doanh nghiệp.

Thứ hai, luận án đã đánh giá và đưa ra những nhận định về việc xây dựng và duy trì CCNV của một số doanh nghiệp thủy sản trên thế giới. Từ đó, luận án đưa ra một số khuyến nghị cho các DN thủy sản cũng CTTS niêm yết tại Việt Nam nói riêng.

Thứ ba, luận án làm rõ và đánh giá thực trạng CCNV của các công ty thủy sản niêm yết tại Việt Nam. Đối với nội dung này, luận án không những đánh giá CCNV mà còn làm rõ những nhân tố tác động đến CCNV của các công ty thủy sản niêm yết thông qua mô hình định lượng.

Thứ tư, luận án đánh giá tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC), rủi ro, và tỷ suất sinh lời (TSSL) của các công ty niêm yết ngành thủy sản. Trên cơ sở kết hợp với những đặc điểm của cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản, luận án chỉ ra những điểm đã làm được của các công ty thủy sản niêm yết khi xây dựng cơ cấu nguồn vốn cũng như những điểm tồn tại của cơ cấu nguồn vốn của các DN này.

Thứ năm, luận án đưa ra một số đề xuất nhằm hoàn thiện CCNV của các CTTS NY ngành thủy sản trong giai đoạn tới. Luận án đưa ra ba tình huống hoạch định cụ thể cho hai công ty điển hình. Nội dung hoạch định bao gồm (i) hệ số nợ tối ưu gắn với định hướng chiến lược của doanh nghiệp; (ii) phương thức huy động vốn; (iii) cách thức tổ chức nguồn vốn.

Để đạt được mục tiêu trên, luận án sẽ tập trung làm rõ các vấn đề nghiên cứu sau:

Một, làm rõ và đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Hai, làm rõ những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Ba, đánh giá tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn bình quân, rủi ro, và tỷ suất sinh lời của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Bốn, xác định hệ số nợ mục tiêu, phương thức huy động vốn, cách thức tổ chức nguồn vốn cho các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- *Đối tượng nghiên cứu*: Luận án nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của công ty thủy sản niêm yết trên TTCK Việt Nam

- Phạm vi nghiên cứu:

+ Về không gian: Các công ty thủy sản niêm yết trên TTCK ở Việt Nam. Mẫu nghiên cứu của luận án gồm 19 công ty thủy sản niêm yết trên HNX và HOSE.

+ Về thời gian: Luận án nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết tại Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2012-2017.

4. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng kết hợp phương pháp định tính và định lượng để làm rõ những câu hỏi nghiên cứu cụ thể. Phương pháp chi tiết được mô tả như bảng dưới đây.

Câu hỏi nghiên cứu	Phương pháp nghiên cứu
1/Tổng quan lý thuyết về CCNV và những xu hướng nghiên cứu về CCNV	PP định tính: tổng hợp, phân tích, so sánh, đối chiếu
2/Thực trạng CCNV của các CTNY ngành thủy sản	PP định tính: thống kê mô tả, đánh giá sự biến động và xu hướng biến động
3/Những nhân tố tác động đến CCNV của các CTTS niêm yết	PP định lượng: hồi quy đa biến bậc 1
4/Tác động của CCNV đến WACC, rủi ro, và TSSL	PP định tính: thống kê mô tả, so sánh, đối chiếu, đánh giá PP định lượng: hồi quy đa biến bậc 2
5/Hệ số nợ tối ưu, phương thức huy động vốn, cách thức tổ chức NV	PP phân tích tình huống (case study): nghiên cứu tình huống điển hình tại ba doanh nghiệp, kết hợp phân tích độ nhạy để hoạch định CCNV cho các CT này

5. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài

Những đóng góp về mặt lý thuyết: Luận án cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm về cơ cấu nguồn vốn của ngành thuỷ sản tại Việt Nam. Thông qua việc làm rõ những nhân tố tác động đến CCNV của các CTNY ngành thuỷ sản cũng như tác động của CCNV đến WACC, rủi ro và TSSL, luận án kiểm định các lý thuyết về CCNV của doanh nghiệp gắn với một ngành đặc thù, tại thị trường biên (Việt Nam). Kết quả của luận án làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm cũng như cho phép so sánh và nhìn ra nguyên nhân của sự khác biệt về CCNV với các DN thuộc các ngành khác cũng như tại các thị trường khác. Luận án cũng đưa ra quan điểm tiếp cận nội dung CCNV từ góc độ hoạch định và ra quyết định quản trị tài chính doanh nghiệp.

Những đóng góp về mặt thực tiễn: Những kết luận của luận án là căn cứ để các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp tại các CTTS niêm yết xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu phù hợp nhằm tối đa hoá giá trị của DN và chủ sở hữu. Đồng thời, luận án cũng có thể trở thành nguồn tài liệu tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách, các nhà đầu tư, các tổ chức tài chính trung gian trong việc ra các quyết định đối với các CTTS niêm yết cũng như các DN ngành thuỷ sản.

6. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài của luận án

CCNV là một chủ đề thu hút sự quan tâm của nhiều học giả nghiên cứu và các nhà quản trị tài chính DN. Trên thế giới và Việt Nam đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về chủ đề này. Các nghiên cứu tập trung làm rõ (i) sự tồn tại của CCNV tối ưu; (ii) những nhân tố tác động đến CCNV; (iii) tác động của CCNV đến giá trị doanh nghiệp/giá cổ phần. Dưới đây là một số nghiên cứu tiêu biểu và xu hướng nghiên cứu mới về CCNV.

6.1. Về cơ cấu nguồn vốn tối ưu

Nội dung: Nghiên cứu của Franco Modigliani và Merton Miller (M&M) năm 1958 được coi là nghiên cứu đầu tiên, đặt nền móng cho các nghiên cứu về CCNV hiện đại. Lý thuyết M&M (1958) cho rằng, trong các điều kiện giả định cụ thể gồm thị trường vốn hoàn hảo và không có thuế,

CCNV độc lập với giá trị DN. Lý thuyết trật tự phân hạng và thuyết định thời điểm thị trường có cùng quan điểm M&M khi phủ nhận sự tồn tại của CCNV tối ưu. Quyết định CCNV của DN không dựa trên hệ số nợ tối ưu mà căn cứ tính lỏng, rủi ro và sự bất cân xứng của thông tin. Theo đó, DN lựa chọn các nguồn vốn theo thứ tự nguồn lợi nhuận tái đầu tư, nợ vay và cuối cùng là vốn cổ phần bên ngoài (Myers & Majluf, 1984). Graham & Harvey (2001) cho rằng CCNV là kết quả của quyết định tài trợ và nhà quản trị tùy thời điểm thị trường để ra quyết định nhằm tối đa hoá giá trị DN. Một số nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ quan điểm không tồn tại CCNV tối ưu gồm: Lin (2007), Zeitun và cộng sự (2007), Nieh và cộng sự (2008), Talberg và cộng sự (2008), Cheng và cộng sự (2010), Onaolapo và cộng sự (2010), Ruan và cộng sự (2011), Khan (2012), Ahmad và cộng sự (2012), Tongkong (2012), Tsuji (2013), Ahmad và cộng sự (2013), Hasan và cộng sự (2014).

Ngược lại, lý thuyết đánh đổi thừa nhận sự tồn tại CCNV tối ưu. Myers (1977) cho rằng DN sẽ thiết lập một hệ số nợ mục tiêu và sẽ dịch chuyển dần dần về phía đó. Các nghiên cứu tiêu biểu theo trường phái này gồm: Jensen và Meckling (1976), Kim (1978), Grossman & Hart (1982), Jensen (1986), Diamond (1989), Harris & Raviv (1990).

Câu hỏi về sự tồn tại CCNV tối ưu được trả lời thông qua định lượng tác động của hệ số nợ đến hiệu quả hoạt động của DN. Kết quả thực nghiệm cho thấy giả thuyết này được đảm bảo tại nhiều thị trường, chẳng hạn như Lin (2007) tại Đài Loan giai đoạn 1997-2005; Cheng và cộng sự (2010) tại Trung Quốc; Ahmad & Abdullah (2013) tại Ma-lay-xi-a.

Tại Việt Nam, một số luận án nghiên cứu gần đây đã đề cập đến nội dung này. Trần Thị Thanh Tú (2006) đã xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1. Đỗ Văn Thắng & Trịnh Quang Thiệu (2010) cho thấy CCNV tối ưu của các công ty là điểm mà tại đó hệ số nợ trên VCSH là 105%. Nguyễn Thành Cường & Nguyễn Thị Cành (2012) cho thấy tồn tại hiệu ứng ngưỡng đôi giữa cơ cấu nguồn vốn (D/A) và giá trị DN (ROE) của các DN chế biến thủy sản giai đoạn

2005- 2010. Đồng thời, phạm vi tối ưu của HSN mà các DN này nên áp dụng là dưới 59.27%. Trần Hùng Sơn (2013) sử dụng mô hình cấu trúc vốn động để xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu cho các DN sản xuất công nghiệp tại Thành phố Hồ Chí Minh. Võ Xuân Vinh & Nguyễn Thành Phú (2014) đã chỉ ra những ngưỡng vay nợ khác nhau cho các ngành nghề khác nhau. Theo đó, tỷ lệ nợ tối ưu của DN trong ngành buôn bán thuộc (15.87%; 44.52%), ngành bất động sản thuộc (41.02%; 73.00%), ngành vận tải nhỏ hơn 79.66%, ngành xây dựng nhỏ hơn 61.28%. Nguyễn Thành Cường (2015) cho thấy mối quan hệ phi tuyến giữa CCNV và giá trị DN. Đặng Phương Mai (2015) đã chỉ ra HSN có tác động tuyến tính ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của các DN ngành thép.

6.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Nội dung nghiên cứu: Phần lớn các nghiên cứu tập trung vận dụng các lý thuyết về CCNV để lượng hoá tác động của các nhân tố bên trong và bên ngoài đến hệ số nợ của DN. Ross, (1977), Wald (1999); Titman và Wessels (1995), Rajan và Zingales (1995), ... đã chỉ ra những nhân tố quan trọng tác động đến CCNV bao gồm: quy mô DN, khả năng sinh lời, cơ cấu tài sản, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh toán, rủi ro kinh doanh và thuế thu nhập DN. Kết quả nghiên cứu của Harris & Raviv (1991) cho thấy HSN biến thiên cùng chiều với TSCĐ, lá chắn thuế từ nợ vay, cơ hội đầu tư, và quy mô công ty. Ngược lại, HSN sẽ biến thiên ngược chiều với mức độ biến động, chi phí quảng cáo, nguy cơ phá sản, khả năng tạo lợi nhuận và tính độc đáo của sản phẩm.

Rajan & Zingales (1995) cũng cho rằng bên cạnh những nhân tố phổ biến gắn với đặc điểm của DN ở hầu hết các quốc gia, một vài nhân tố gắn với đặc thù quốc gia đóng vai trò quan trọng với CCNV. Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1999) so sánh cấu trúc vốn của 19 quốc gia phát triển và 11 quốc gia đang phát triển. Các tác giả cho rằng sự khác biệt về thể chế giữa các nước phát triển và các nước đang phát triển có thể giải thích cho sự khác biệt trong sử dụng nợ dài hạn của DN ở hai nhóm quốc gia này. Booth và cộng sự (2001) mở rộng nghiên cứu về CCNV sang các thị trường các

nước mới nổi và các nước đang phát triển. Nghiên cứu này tập trung làm rõ nền tảng lý thuyết cho CCNV tại các thị trường này. Những nghiên cứu theo xu hướng này gần đây gồm Wiwattanakantang (1999), Chen (2004), Delcoure (2007), Saylgan (2006), Abe de Jong và cộng sự (2008), Baharuddin (2011), Akinlo (2011), và Andani (2012).

Tại Việt Nam, một số nghiên cứu tiêu biểu nghiên cứu về vấn đề này như Đoàn Hương Quỳnh (2009) ; Dương Thị Hồng Vân, (2014); Phạm Thị Thanh Hoà và cộng sự (2016). Nghiên cứu của Dương Thị Hồng Vân (2014) đã đánh giá những nhân tố quản lý gồm chiến lược quản trị, tâm lý, nguồn nhân lực và mạng lưới quan hệ. Luận án xem xét cơ cấu vốn theo nhóm DN phân theo cơ cấu sở hữu, theo sở giao dịch chứng khoán, theo lĩnh vực kinh doanh, so sánh cơ cấu vốn giai đoạn trước và sau khủng hoảng để có cái nhìn toàn diện về cách thức tài trợ vốn của các DN niêm yết Việt Nam.

Cách tiếp cận CCNV từ góc độ quản trị công ty: Những nghiên cứu về nhân tố tác động đến CCNV của DN trong những năm gần đây đặt quyết định tài trợ trong mối quan hệ với hiệu quả quản trị công ty trên nền tảng của lý thuyết người đại diện. HSN của công ty là kết quả của yếu tố nội sinh như sự ưa thích của nhà quản trị hoặc động cơ tín hiệu (Durand, 1959) do thị trường vốn là không hoàn hảo và hiệu quả. Điều này cũng được Jensen & Meckling (1976) chỉ ra trong lý thuyết đại diện khi cho rằng hệ số nợ của DN là kết quả của việc xem xét chi phí đại diện của việc sử dụng nợ vay và chi phí đại diện của việc sử dụng VCSH. Những nhà nghiên cứu về quản trị công ty nhấn mạnh vai trò nợ vay trong việc giảm thiểu chi phí đại diện của vốn vay của công ty. Gillian (2006) chỉ ra rằng nợ vay là một công cụ quản trị công ty hiệu quả bởi nó tạo áp lực khiến nhà quản trị phải có trách nhiệm tạo ra dòng tiền đủ để đảm bảo thanh toán các khoản nợ. Sự hiện diện của các chủ nợ sẽ tăng cường hiệu quả giám sát hành vi của các nhà quản lý và giúp giảm chi phí đại diện nợ vay. Harvey và các cộng sự (2004) đã nghiên cứu xem liệu nợ vay có giúp giảm bớt chi phí đại diện và thông tin hay không. Nghiên cứu này được tiến hành tại các thị trường đang

phát triển, nơi cấu trúc sở hữu kim tự tháp là nguyên nhân tạo ra chi phí đại diện. Nợ vay trong quản trị công ty có thể giảm bớt vấn đề đầu tư quá mức khi nhà quản lý có quyền kiểm soát dòng tiền tự do của công ty. Thêm vào đó, nợ vay cũng cho phép nhà quản lý cung cấp tín hiệu tích cực đến thị trường cũng như các chủ nợ.

6.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến giá trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Nội dung nghiên cứu: Nghiên cứu thuận chiều xem xét CCNV là một trong số các nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh của DN. Thuộc về hướng nghiên cứu này, có thể phân các nghiên cứu thành 4 nhóm (1) CCNV không có tác động đến hiệu quả HĐKD của DN; (2) CCNV có tác động tuyến tính và thuận chiều đến hiệu quả HĐKD của DN; (3) CCNV có tác động tuyến tính và ngược chiều đến hiệu quả HĐKD của DN; (4) mối quan hệ giữa CCNV và hiệu quả HĐKD của DN là phi tuyến và tồn tại CCNV tối ưu cho mỗi DN.

Bằng chứng thực nghiệm ủng hộ quan điểm của hướng nghiên cứu thứ nhất gồm Phillips và cộng sự (2004); Elkelish và các cộng sự (2007); Jiraporn và cộng sự (2008); Ebaid (2009); Saeedi và cộng sự (2011); Ogbulu và cộng sự (2012).

Về luận điểm tăng cường sử dụng nợ vay giúp gia tăng hiệu quả hoạt động của DN, một số bằng chứng ủng hộ được tìm thấy trong các nghiên cứu của Abor (2005); Margaritis và cộng sự (2007); Chowdhury và cộng sự (2010); Nour (2012). Nirajini và cộng sự (2013); Mitani (2014).

Ngược lại, tác động tiêu cực của CCNV đến hiệu quả hoạt động được tìm thấy qua nghiên cứu của Zeitun và cộng sự (2007); Onaolapo và cộng sự (2010); Ruan và cộng sự (2011); Ahmad và cộng sự (2012); Khan (2012); Tongkong (2012); Tsuji (2013); Hasan và cộng sự (2014)

Ở Việt Nam, kết quả nghiên cứu của Nguyễn Tấn Vinh (2011) chỉ ra rằng CCNV không phải là nhân tố quyết định đến hiệu quả hoạt động (P/E) của CTNY trên sàn giao dịch Hà Nội. Lê Thị Phương Vy & Phùng Đức Nam (2013) cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa CCNV và giá trị công ty.

Nguyễn Hữu Huân & Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014) không tìm thấy bằng chứng thực nghiệm về sự tồn tại các ngưỡng nợ khác nhau tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Cách tiếp cận từ lý thuyết hành vi: Một xu hướng nghiên cứu mới nổi xem xét sự tác động của hiệu quả hoạt động đến CCNV của DN như là dự báo cho của hành vi điều chỉnh CCNV của nhà quản trị DN. Allen N. Berger & Emilia Bonaccorsi di Patti (2006) cho rằng lợi nhuận có thể làm tăng hoặc giảm hệ số nợ tối ưu. Giả thuyết hiệu quả-rủi ro cho rằng những công ty làm ăn có hiệu quả sẽ chọn tỷ lệ VCSH thấp trong CCNV. Tại một có cấu nguồn vốn nhất định, hiệu quả hoạt động cao tạo ra tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao hơn cho chủ sở hữu. Theo đó, chủ sở hữu sẵn sàng chấp nhận nguy cơ phá sản và chi phí kiệt quệ tài chính từ nợ vay để kỳ vọng vào TSSL cao hơn trong tương lai.

Ngược lại, giả thuyết chuyển nhượng giá trị tập trung vào tác động của dòng lợi nhuận từ hoạt động của DN đến hành vi lựa chọn CCNV tối ưu. Với giả thuyết này, những công ty có hiệu quả hoạt động cao hơn chọn sử dụng VCSH nhiều hơn để bảo vệ dòng lợi tức kinh tế hoặc giá trị chuyển nhượng có được từ hiệu quả kỹ thuật. Chẳng hạn, những công ty có sản phẩm chuyên biệt thường có mức VCSH cao bởi tính độc đáo của sản phẩm tạo ra sức mạnh thị trường và công ty có thể giữ thêm vốn chủ để bảo vệ dòng lợi tức này (Titman, 1984; Titman và Wessels, 1988).

6.3. Tổng kết các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn

Kết luận quan trọng có được sau khi nghiên cứu tổng quan CCNV như sau:

Thứ nhất, các lý thuyết về CCNV không có sự đồng nhất nhưng cũng không loại trừ nhau. Sự không nhất quán về các nội dung liên quan CCNV là do phương pháp nghiên cứu bộ phận. Các lý thuyết góp phần bổ sung cho nhau tạo nên bức tranh toàn cảnh về CCNV của DN.

Thứ hai, bằng chứng thực nghiệm để kiểm định các lý thuyết không cho ra kết quả cuối cùng là do: (1) các lý thuyết dự đoán định tính hơn là định lượng; (2) khó khăn trong việc tìm biên đại diện cho các nhân tố ảnh

hưởng đến CCNV như: chi phí đại diện, chi phí phá sản, chi phí giao dịch, ...

Thứ ba, các nghiên cứu chỉ ra có 8 yếu tố cơ bản thuộc về DN (quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh toán, rủi ro kinh doanh, thuế thu nhập DN và tầm chắn thuế phi nợ), thể chế, pháp luật và thị trường tài chính) tác động đến việc lựa chọn CCNV của DN. Sự tác động của các yếu tố trên là không nhất quán ở phạm vi giữa các quốc gia khác nhau, giữa các ngành khác nhau và giữa các DN trong cùng ngành.

Thứ tư, bằng chứng thực nghiệm về tác động của CCNV đến giá trị DN và hiệu quả HĐKD không nhất quán. Một số nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy ngưỡng, hồi quy động đã xác định CCNV tối ưu cho DN.

6.4. Khoảng trống trong nghiên cứu

- **Về nội dung:** các nghiên cứu về CCNV của các DN thủy sản ở Việt Nam dừng lại ở việc làm rõ từng nội dung nghiên cứu cụ thể; việc kết nối các nội dung nghiên cứu khác nhau để có được bức tranh tổng thể về CCNV là một thách thức; tiếp cận CCNV từ góc độ hoạch định chiến lược đòi hỏi thêm bằng chứng thực nghiệm/tình huống nghiên cứu; việc lượng hoá tác động của các yếu tố khách quan như thể chế, chính sách thuế, mức độ phát triển của thị trường tài chính đến CCNV không dễ dàng.

- **Về phạm vi:** Các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn cho ngành thủy sản được nghiên cứu theo phạm vi vùng miền nhất định (khu vực Nam Trung Bộ) hoặc cho loại hình DN cụ thể. Đồng thời các nghiên cứu trước đó xem xét CCNV của DN trong một giai đoạn ổn định. Do vậy, cần có thêm những bằng chứng thực nghiệm về CCNV ở các khu vực khác nhau, trong những bối cảnh kinh tế vĩ mô khác nhau để làm rõ CCNV của DN thủy sản Việt Nam.

Vì vậy, tác giả chọn đề tài nghiên cứu **“Cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên TTCK Việt Nam”**. Có thể thấy đề tài nghiên cứu của tác giả có tính độc lập và không hoàn toàn trùng lặp với bất kỳ

công trình nghiên cứu nào trước đây về đối tượng, phạm vi và nội dung nghiên cứu.

7. Kết quả đạt được và những đóng góp mới của luận án

7.1. Kết quả đạt được

Luận án đã hệ thống hoá các lý thuyết về CCNV và CCNV mục tiêu của DN; đánh giá thực trạng CCNV của các CTTS NY trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2011 đến 2017 một cách toàn diện; đề xuất một số giải pháp hoàn thiện CCNV cho các CTTS NY trên TTCK ở Việt Nam trong giai đoạn tới.

8.2. Những đóng góp mới của luận án

Về cách tiếp cận: Tác giả xem xét lý thuyết CCNV trong tương quan với chiến lược phát triển của DN. Do vậy, để xây dựng và hoàn thiện chính sách tài trợ, nhà quản trị tài chính DN phải xét đến CCNV hiện tại của DN cũng như việc điều chỉnh CCNV này trong mối tương quan với hai quyết định tài chính còn lại, quyết định đầu tư và quyết định phân phối lợi nhuận, nhằm tối đa hoá giá trị DN.

Về nội dung: Luận án nghiên cứu CCNV của các CTTS NY trên TTCK Việt Nam trên cả 3 nội dung liên quan đến CCNV: CCNV mục tiêu, các nhân tố tác động đến CCNV, tác động của CCNV đến HĐKD.

Về bối cảnh: Luận án nghiên cứu CCNV của các CTTS NY trên TTCK Việt Nam trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế sâu rộng, cạnh tranh trong ngành cao đòi hỏi các CTTS NY phải thay đổi tư duy và phương thức kinh doanh: cạnh tranh về chất lượng thay vì giá cả; đầu tư vùng nuôi là xu hướng phát triển bền vững; đẩy mạnh ứng dụng KHCN, nâng cao chất lượng sản phẩm, tập trung sản xuất sản phẩm có giá trị gia tăng cao nâng cao sức cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

8. Bố cục của luận án

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận án gồm 3 chương:

Chương 1: Lý luận chung về CCNV và tác động của CCNV đến hoạt động của DN

Chương 2: Thực trạng CCNV của các CTTS NY trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện CCNV của các CTTS NY trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Ngoài ra, luận án còn bao gồm hệ thống tài liệu tham khảo, danh mục các công trình đã công bố của tác giả và phần phụ lục.

CHƯƠNG 1: LÝ LUẬN CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ HOẠCH ĐỊNH CƠ CẤU NGUỒN VỐN MỤC TIÊU CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Nguồn vốn và phân loại nguồn vốn của doanh nghiệp

1.1.1. Khái niệm nguồn vốn của doanh nghiệp

1.1.2. Phân loại nguồn vốn

1.2. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

“Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp thể hiện thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn riêng biệt trong tổng nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động và sử dụng cho hoạt động kinh doanh”.

1.2.1. Khái niệm và chỉ tiêu phản ánh cơ cấu nguồn vốn của DN

1.2.2. Một số lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn theo quan điểm hiện đại

1.2.3. Các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

1.2.4. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hoạt động của doanh nghiệp

1.3. Hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của doanh nghiệp

1.3.1. Khái niệm cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

1.3.2. Tầm quan trọng của việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

1.3.3. Nguyên tắc cơ bản hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

1.3.4. Trình tự và phương pháp hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu cho DN

1.4. Cơ cấu nguồn vốn của một số công ty thủy sản niêm yết trên thế giới và bài học kinh nghiệm dành cho các CTTS NY tại Việt Nam

1.4.1. Cơ cấu nguồn vốn của một số CTTS NY trên thế giới

1.4.2. Một số kết luận và bài học rút ra cho việc hoàn thiện CCNV của các CTTS NY trên TTCK Việt Nam.

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC CÔNG TY THUỶ SẢN NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM

2.1. Tổng quan các doanh nghiệp thủy sản ở Việt Nam

2.1.1. Lịch sử hình thành và phát triển ngành thủy sản Việt Nam

2.1.2. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của các DN thủy sản Việt Nam

2.1.3. Tổng quan về mẫu nghiên cứu

+ Quy mô tài sản bình quân gia tăng với tốc độ trung bình là 8%/năm. Tốc độ tăng tài sản có sự khác biệt theo quy mô.

+ Cơ cấu tài sản thiên về tài sản ngắn hạn với tỷ trọng bình quân 70%. Năm 2017, con số này có sự sụt giảm nhẹ, chỉ còn 62% do các công ty chú trọng đầu tư theo chiều sâu.

+ Khả năng thanh toán của các công ty đều được đảm bảo ở mức tốt ngoại trừ nhóm doanh nghiệp đặc biệt. Khả năng thanh toán lãi vay có sự cải thiện qua các năm, đặc biệt là hai năm 2016 và 2017.

+ Ngoại trừ nhóm doanh nghiệp đặc biệt gồm ATA, AVF, và VNH, doanh thu thuần và lợi nhuận của 16 CTTS NY còn lại trong mẫu có xu hướng gia tăng.

+ Tỷ suất lợi nhuận nhìn chung là có sự sụt giảm trong giai đoạn 2012-2017, biên lợi nhuận gộp thấp, chỉ dao động xung quanh mức 3.81%.

2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn của các CTTS NY giai đoạn 2012-2017

- Thực trạng CCNV của các CTTS NY theo quan hệ sở hữu vốn

+ Cơ cấu nguồn vốn thiên về nợ phải trả. HSN tăng trong giai đoạn 2012-2015 và tăng nhanh hơn tốc độ tăng của VCSH. Giai đoạn 2015-2017, HSN bình quân có xu hướng giảm.

+ Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất cao trong tổng NPT, từ 88.73% đến 96.5%. Tỷ trọng nợ tín dụng chiếm trung bình từ 58.61% đến 74.1%. Những công ty nhà nước có nợ tín dụng chiếm trên 70% NPT.

+Tỷ trọng VCSH thấp và giảm dần qua các năm. Lợi nhuận sau thuế và các quỹ sụt giảm trong giai đoạn 2012-2017. Năm 2017, có 14/19 DN tăng vốn cổ phần thành công làm tổng vốn cổ phần năm 2017 tăng gấp đôi năm 2012.

-Thực trạng CCNV của các CTTS NY theo thời gian

+ Nguồn vốn ngắn hạn chiếm chủ yếu và tỷ trọng NVNH không có sự thay đổi nhiều qua các năm. Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn bình quân dao động từ 54.18% đến gần 60%. Yếu tố sở hữu và ngành hàng sản xuất có ảnh hưởng đến CCNV theo thời gian. DN thuộc ngành hàng tiêu dùng NVNH nhiều hơn ngành hàng cá, DN có SHNN có tỷ trọng NVNH cao hơn các DN còn lại.

+ CCNV theo thời gian cũng phụ thuộc vào mục tiêu chiến lược mà các CTTS NY theo đuổi. Mỗi công ty lựa chọn một hoặc nhiều vị trí trong chuỗi giá trị của ngành nhằm đa dạng hoá sản phẩm, phát triển sản phẩm, hoặc liên doanh, liên kết.

+Có 14/19 DN có nguồn vốn lưu động thường xuyên dương, đảm bảo nguyên tắc an toàn trong sắp xếp nguồn vốn và tài sản.

- Thực trạng CCNV của các CTTS NY theo phạm vi huy động vốn

+ Nguồn vốn bên trong chiếm tỷ trọng thấp và có xu hướng giảm liên tục qua các năm do nhiều doanh nghiệp làm ăn không hiệu quả. Khả năng tự tài trợ có sự khác biệt lớn giữa các DN.

+ Chính sách cổ tức có tác động đến sự khác biệt của CCNV theo phạm vi. Phần lớn các công ty không duy trì tỷ lệ cổ tức ổn định, bên cạnh tiền mặt còn sử dụng cổ phiếu để trả cổ tức nhằm giữ lại dòng tiền cho hoạt động đầu tư.

2.2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của các CTTS NY

- Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

- Mô hình nghiên cứu

$$\text{LEV}_{it} = F(\text{OCF}_{it}, \text{TANG}_{it}, \text{SIZE}_{it}, \text{GROW}_{it}, \text{OR}_{it}, \text{OWN}_{it})$$

$$\text{SLEV}_{it} = F(\text{OCF}_{it}, \text{TANG}_{it}, \text{SIZE}_{it}, \text{GROW}_{it}, \text{OR}_{it}, \text{OWN}_{it})$$

$$\text{LLEV}_{it} = F(\text{OCF}_{it}, \text{TANG}_{it}, \text{SIZE}_{it}, \text{GROW}_{it}, \text{OR}_{it}, \text{OWN}_{it})$$

-Kết luận chung về các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của các CTTS NY

+ CCNV của các CTTS NY phụ thuộc vào quy mô công ty, cơ cấu tài sản, cấu trúc sở hữu, và tốc độ tăng trưởng. Sự tác động của các nhân tố trên có sự khác biệt giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Công ty có tỷ trọng TSCĐ lớn sử dụng nhiều nợ vay; công ty có sở hữu nhà nước sử dụng nhiều nợ vay; những công ty có cơ hội tăng trưởng trong tương lai có xu hướng phụ thuộc vào nợ ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu đầu tư dài hạn.

2.2.3. Đánh giá tác động của CCNV đến hoạt động của các công ty thủy sản niêm yết

- Tác động của CCNV đến WACC của các CTTS NY

+Sự tác động của CCNV đến chi phí sử dụng nợ vay được thể hiện rõ nét ở nhóm DN có hệ số nợ rất thấp (Rd1) và rất cao (Rd2). Đồng thời chi phí sử dụng nợ vay của các công ty này biến động cùng chiều với xu hướng lãi suất trên thị trường.

+ Chi phí sử dụng VCSH của các công ty giảm và có sự khác biệt giữa các nhóm DN. Nhóm DN sử dụng ít nợ vay nhất có chi phí sử dụng VCSH thấp nhất.

+ WACC của các DN giảm mạnh trong giai đoạn 2012-2014, giữ ổn định giai đoạn 2014-2016 và tăng lên ở năm 2017. Có sự khác biệt về WACC theo hệ số nợ. Việc gia tăng hệ số nợ khiến rủi ro từ nợ vay tăng và làm cho WACC cao hơn.

- Tác động của CCNV đến rủi ro tài chính của các CTTS NY

+ Sự khác biệt về gánh nặng lãi vay được thấy rõ ở nhóm 1 và nhóm 4, không có sự khác biệt giữa nhóm 2 và nhóm 3. Những công ty vay nợ rất cao (trên 0.87) thì nguy cơ mất khả năng thanh toán là rất lớn.

+ Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL) phụ thuộc vào chiều hướng tác động, độ lớn của ĐBTC, và mức độ biến động của EBIT giai đoạn 2012-2017. Việc sử dụng nợ vay trong CCNV có tác động gia tăng ROE/EPS khi DN đảm bảo được tỷ sinh lời kinh tế của tài sản cao hơn chi phí sử dụng nợ vay.

- Tác động của CCNV đến ROE của các CTTS NY

- Nghiên cứu định lượng về tác động của CCNV đến hiệu quả hoạt động

+ Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

$$ROA_{it} = F (LER_{it}, TANG_{it}, SIZE_{it}, OR_{it}, OWN_{it})$$

$$ROE_{it} = F (LER_{it}, TANG_{it}, SIZE_{it}, OR_{it}, OWN_{it})$$

$$Tobin's Q_{it} = F (LER_{it}, TANG_{it}, SIZE_{it}, OR_{it}, OWN_{it})$$

+ Kết luận về tác động của CCNV đến hiệu quả hoạt động của các CTTS NY

- CCNV có tác động đến hiệu quả HĐKD của các CTTS NY. Tác động này có sự khác biệt giữa nợ ngắn hạn và dài hạn.

- Những CT có hệ số nợ cao có TSSL của TS thấp hơn các CT có hệ số nợ thấp.

- Sử dụng nhiều nợ vay làm gia tăng ROE.

- Tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa hệ số nợ và ROE của các CTTS NY.

2.2.4. Thảo luận những kết quả nghiên cứu định tính và định lượng về cơ cấu nguồn vốn của các CTTS niêm yết tại Việt Nam

Kết quả phân tích định tính và định lượng cho phép rút ra những kết luận sau về CCNV của các CTTS NY:

+ NPT chiếm tỷ trọng cao hơn VCSH, hệ số nợ trung bình giai đoạn 2012-2017 dao động từ 0.59 đến 0.64 và có xu hướng gia tăng. Xuất hiện nhóm DN thua lỗ có hệ số nợ rất cao.

- +NNH chiếm tỷ trọng lớn, luôn ở mức 90% tổng nợ phải trả
- +Vốn cổ phần tăng song chủ yếu do dịch chuyển các khoản mục trong VCSH
- +Nguồn vốn nội sinh thấp, chiếm khoảng 10% nguồn vốn kinh doanh
- +Phần lớn các CTTS NY có vốn lưu động thuần dương
- +CCNV có sự khác biệt theo quy mô, cơ cấu tài sản, cấu trúc sở hữu. Quy mô lớn và tỷ trọng TSCĐ cao cho phép DN tăng hệ số nợ. DN có tiền thân nhà nước sử dụng nhiều nợ ngắn hạn.
- +Sử dụng ĐBTC nhìn chung có hiệu quả song có sự phân hoá lớn giữa các nhóm doanh nghiệp
- +Xuất hiện xu hướng dịch chuyển rủi ro từ CSH sang chủ nợ ở những DN thua lỗ
- +Tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa hệ số nợ và ROE. Hệ số nợ tối ưu đề xuất ở mức 0.6.

2.3. Đánh giá chung về CCNV của các CTTS NY

2.3.1. Kết quả đạt được

- + Đã phối hợp được các nguồn vốn khác nhau trong CCNV; NPT chiếm tỷ trọng cao song vẫn duy trì xung quanh mức khuyến nghị.
- + Có xu hướng điều chỉnh CCNV phù hợp với những biến động kinh tế vĩ mô và mục tiêu chiến lược của DN.
- + Phần lớn các DN đảm bảo được an toàn tài trợ. Những doanh nghiệp có vốn lưu động thuần dưới 0 thiếu vốn dài hạn đáp ứng nhu cầu đầu tư.
- + Nỗ lực gia tăng vốn nội sinh thông qua nâng cao hiệu quả kinh doanh, lựa chọn chính sách cổ tức.
- + Đảm bảo gia tăng TSSL cho CSH khi duy trì khả năng sinh lời của TS cao hơn chi phí sử dụng nợ vay.

2.3.2. Hạn chế còn tồn tại và nguyên nhân của những hạn chế

2.3.2.1. Hạn chế còn tồn tại

- + Xuất hiện những DN có hệ số nợ cao, vượt xa mức mục tiêu 0.6. Đây chủ yếu là những doanh nghiệp làm ăn thua lỗ liên tiếp.
- + Nguồn vốn phụ thuộc rất lớn vào NNH. Thiếu hụt nguồn vốn dài hạn dẫn đến thiếu hụt vốn cho đầu tư; tính linh hoạt trong tài trợ cao song thiếu an toàn tài chính.
- + Năng lực tự tài trợ thấp và giảm dần qua các năm, có sự phân hoá rất lớn. Nhiều DN hoàn toàn phụ thuộc vào nợ vay.
- + Thiếu đa dạng trong cách thức huy động vốn.
- + Khó tăng VCSH thông qua phát hành cổ phần thường mới. Chủ yếu chọn trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chuyển đổi nợ vay thành vốn cổ phần.
- + Nhiều DN sử dụng ĐBTC không hiệu quả. Thay vì tác động gia tăng lại là tác động ngược chiều làm sụt giảm TSSL của CSH.

2.3.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

- Những nguyên nhân chủ quan

- + Ngoại trừ một số DN theo đuổi chiến lược phát triển dài hạn, phần lớn các CTTS NY chủ yếu đảm nhận khâu gia công chế biến, do đó việc vay vốn dài hạn của các NHTM không dễ dàng. Mặt khác, các DN này cũng không đủ tài sản đảm bảo để tiếp cận nguồn vốn tín dụng dài hạn.
- + Thiếu sự hoạch định CCNV theo mục tiêu chiến lược.
- + Hiệu quả khai thác và sử dụng tài sản còn thấp khiến DN không tận dụng được tác động gia tăng lợi ích cho CSH của ĐBTC.
- + Sự hạn chế về việc phòng ngừa, kiểm soát và khắc phục rủi ro trong kinh doanh.

- Những nguyên nhân khách quan

- + Do lịch sử hình thành và phát triển của các DN ngành thuỷ sản tại Việt Nam.

- + Do đặc điểm kinh tế kỹ thuật của ngành thủy sản: rủi ro kinh doanh cao do; giá trị gia tăng thấp; vị thế thị trường của DN Việt Nam yếu.
- + Những đặc điểm của thị trường tài chính Việt Nam làm cho việc huy động VCSH ở nên khó khăn: tính bất ổn cao, công cụ còn hạn chế, thị trường bảo hiểm chưa phát triển; thiếu biện pháp phòng ngừa và quản trị rủi ro cho DN.
- + Thiếu chính sách hỗ trợ tín dụng cho các DN ngành thủy sản một cách cụ thể và hiệu quả.

CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CHO CÁC CÔNG TY THỦY SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. Môi trường kinh doanh và định hướng phát triển ngành thủy sản Việt Nam trong thời gian tới

3.2. Giải pháp hoàn thiện CCNV cho các CTTS NY

3.2.1. Xác định hệ số nợ mục tiêu cho các CTTS NY

- Hệ số nợ mục tiêu từ 0.4 đến 0.7; Mức tăng nợ dài hạn tối đa 0.37
- Những DN đang sử dụng nợ vay thấp hơn TB ngành song quy mô kinh doanh cao hơn TB ngành, đảm bảo TSSL kinh tế của TS nên tăng hệ số nợ.
- Những DN đang sử dụng nợ vay xung quanh mức TB ngành song không đảm bảo năng lực kinh doanh và mức sinh lời của tài sản thì không nên tăng hệ số nợ, đồng thời tăng hiệu quả quản trị và khai thác tài sản.
- Những DN có quy mô lớn, cao hơn mức TB ngành nhiều, mức biến động EBIT thấp thì nên tăng hệ số nợ cao hơn mức 0.6.
- Những DN làm ăn thua lỗ, VCSH âm cần xem xét bán nợ, chứng khoán hoá các khoản nợ hoặc thực hiện M&A với các DN lớn trong ngành để đảm bảo lợi ích cho CSH.

3.2.2. Hoạch định CCNV mục tiêu cho các CTTS NY phù hợp với mục tiêu chiến lược

- Hoạch định CCNV mục tiêu cho hai DN tiêu biểu là NGC và VHC. NGC tiến về trung bình ngành; VHC là một trong những DN có quy mô lớn nhất ngành, có vai trò định hướng chiến lược cho toàn ngành.

- Cách tiếp cận EPS-EBIT

- Quy trình hoạch định dựa vào cách tiếp cận EPS-EBIT

+ Xác định nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm

+ Chỉ ra sự phụ thuộc của EPS vào hệ số nợ

+ Tìm điểm tối ưu tại đó EPS đạt giá trị cao nhất

- Kết luận về hoạch định CCNV mục tiêu cho VHC

3.2.3. Điều chỉnh CCNV hướng đến mục tiêu chiến lược của DN

- Điều chỉnh CCNV theo quan hệ sở hữu: điều chỉnh HSN; tăng VCSH

- Điều chỉnh CCNV theo phạm vi: Nâng cao năng lực kinh doanh; lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp

- Điều chỉnh CCNV theo thời gian: Giảm vay ngắn hạn, tăng vay dài hạn; tăng nguồn chiếm dụng và nâng cao hiệu quả sử dụng.

3.2.4. Một số giải pháp nhằm tăng cường hiệu quả sử dụng ĐBTC

- Nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh đảm bảo cho việc sử dụng ĐBTC có hiệu quả

- Kiểm soát chi phí chặt chẽ, hạ giá thành sản phẩm

- Thực hiện mô hình liên kết với hộ nuôi để giảm chi phí vốn đầu tư, ổn định giá nguyên liệu, và ổn định nguồn nguyên liệu

- Đa dạng hoá nguồn nguyên liệu đảm bảo quá trình hoạt động đều đặn thường xuyên liên tục

- Đầu tư máy móc công nghệ tiên tiến, hiện đại; đẩy mạnh ứng dụng KHCN, nâng cao năng suất và chất lượng sản phẩm.

KẾT LUẬN CỦA LUẬN ÁN

Thứ nhất, luận án đã tổng hợp và hệ thống lại những lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn của DN, sự gắn kết của việc lựa chọn CCNV với việc thực hiện các mục tiêu chiến lược của DN. Tác giả luận án cho rằng việc ra quyết định về CCNV cần có sự gắn kết với các quyết định quản trị tài chính khác nhằm giúp DN đạt được mục tiêu chiến lược của mình. Do vậy, luận

án đã đưa ra ba cách tiếp cận để hoạch định HSN phù hợp cho doanh nghiệp trên cơ sở các lý thuyết về CCNV.

Thứ hai, luận án đã lựa chọn và làm sáng tỏ bài học kinh nghiệm về việc xây dựng và lựa chọn CCNV tại hai công ty thủy sản là công ty Maruha Ichiro của Nhật Bản và công ty Asian của Thái Lan. Thông qua việc phân tích cơ cấu nguồn vốn, tình hình tài chính, chiến lược phát triển của hai công ty này, luận án cho thấy (i) việc lựa chọn CCNV phải phù hợp với các chính sách tài chính còn lại cũng như định hướng phát triển của công ty trong từng giai đoạn; (ii) đánh giá CCNV phải xem xét nó trong một tổng thể, đặc biệt là những nhân tố như đặc điểm của thị trường vốn, triết lý kinh doanh, và vị thế cạnh tranh.

Thứ ba, luận án đã phân tích và làm sáng tỏ thực trạng CCNV của các CTTS NY trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2012-2017 thông qua kết hợp phương pháp phân tích định tính và phương pháp phân tích định lượng. Trên cơ sở phân tích CCNV theo quan hệ sở hữu, theo thời gian sử dụng, theo phạm vi huy động, luận án làm rõ thực trạng CCNV của các CTTS NY trên TTCK với những đặc điểm nổi bật sau: (i) CCNV thiên về nợ phải trả với hệ số nợ trung bình dao động từ 0.59 đến 0.64; (ii) Các CTTS NY phụ thuộc rất lớn vào NNH với tỷ lệ khoảng 90%, trong đó vay và nợ ngắn hạn chiếm đến 60%; (iii) Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn trong tổng nguồn vốn tương đối thấp, chỉ dao động quanh mức 17%, mô hình tài trợ hàm chứa nhiều rủi ro; (iv) năng lực tự tài trợ thấp, việc tăng vốn chủ sở hữu gặp nhiều khó khăn và phần lớn các CTTS NY đều cắt giảm cổ tức để dành nguồn lợi nhuận sau thuế cho các mục tiêu chiến lược.

Thứ tư, luận án đã làm rõ những nhân tố tác động đến CCNV của các CTTS NY tại TTCK Việt Nam thông qua mô hình định lượng. Các biến giải thích bao gồm quy mô công ty, cơ cấu tài sản, cấu trúc sở hữu, và tốc độ tăng trưởng. Những công ty có tỷ trọng TSDH cao có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay, bao gồm cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Đồng thời, những công ty có sở hữu Nhà nước có hệ số nợ cao hơn các công ty còn lại. Đối với cơ hội tăng trưởng, các CTTS NY có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn để tài trợ cho cơ hội tăng trưởng trong tương lai.

Thứ năm, luận án làm rõ tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn, rủi ro, và hiệu quả hoạt động kinh doanh của các CTTS niêm yết. Việc sử dụng ĐBTC tại các DN này và cho thấy sự khác biệt giữa các nhóm doanh nghiệp trong việc sử dụng ĐBTC. Mức gia tăng TSSL dành cho CSH phụ thuộc vào khả năng khai thác hiệu quả tài sản của các DN này. Tồn tại một nhóm doanh nghiệp vay nợ cao và làm ăn không hiệu quả, không đảm bảo khả năng thanh toán lãi vay cũng như hoàn trả vốn gốc.

Thứ sáu, luận án đã lượng hoá sự tác động của hệ số nợ đến tỷ suất sinh lời của các CTTS NY trên TTCK thông qua kiểm định mối quan hệ tuyến tính và phi tuyến tính giữa hệ số nợ và các chỉ tiêu phản ánh TSSL. Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa hệ số nợ và ROE, nói cách khác, tồn tại một mức hệ số nợ mà tại đó ROE đạt giá trị cao nhất.

Thứ bảy, trên cơ sở phân tích và làm rõ thực trạng CCNV của các CTTS NY trên TTCK giai đoạn 2012-2017, luận án đã đề ra một số giải pháp nhằm hoàn thiện CCNV cho các CTTS NY tại Việt Nam. Luận án đề xuất mức hệ số nợ tối ưu làm căn cứ để các CTTS NY hoạch định CCNV mục tiêu là từ 0.43 đến 0.7. Đồng thời, mức nợ vay dài hạn nên được tăng lên đến mức 37% tổng nợ phải trả. Các CTTS NY cũng cần cân đối lại nguồn vốn ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn để gia tăng tính an toàn của mô hình tài trợ. Luận án đã trình bày một quy trình hoạch định CCNV cho hai công ty với hai mục tiêu chiến lược khác nhau. Đối với những DN có quy mô đầu tư và TSSL thấp hơn mức trung bình ngành, hệ số nợ phù hợp là mức trung bình. Trái lại, những DN có quy mô lớn sẽ là những DN có vai trò định hướng chung cho toàn ngành. Luận án hoạch định chi tiết hệ số nợ cho CT Thủy sản Vĩnh Hoàn trong giai đoạn 2017-2022 và chỉ ra rằng VHC nên gia tăng hệ số nợ lên đến mức 0.7, gia tăng nợ dài hạn và xem xét mức hệ số nợ tối ưu quanh 0.5.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

I. Bài báo khoa học:

1. Nguyễn Thu Hà (2015), “Thực trạng mất cân đối tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết- giải pháp cho các doanh nghiệp”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán Học viện tài chính*, Số 2 (2015).
2. Nguyễn Thu Hà (2017), “Tư duy kinh doanh trong các doanh nghiệp thủy sản theo xu hướng hội nhập”, *Tạp chí ngân hàng*, số 11(186) 2017.
3. Nguyễn Thu Hà (2017), “Chính sách tài trợ của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán Học viện tài chính*, Số 12 (2017).
4. Nguyễn Thu Hà (2018), “Hoạch định cơ cấu nguồn vốn và chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp - kinh nghiệm quốc tế và một số đề xuất cho các doanh nghiệp niêm yết ngành thủy sản tại Việt Nam”, *hội thảo khoa học quốc tế về khởi nghiệp sáng tạo*, NXB Tài chính, trang 867 - 875

II. Đề tài khoa học đã tham gia

1. Vũ Thị Hoa, Đặng Phương Mai (2016), *Cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ngành chế biến thủy sản ở Việt Nam*. Đề tài nghiên cứu cấp Học viện, Học viện Tài chính.