

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH, MỨC ĐỘ ĐẦU TƯ VÀ CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ VỐN LƯU CHUYỂN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP: TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT THỦY SẢN VIỆT NAM

Ngày nhận bài: 23/8/2013

Ngày nhận lại: 04/10/2013

Ngày duyệt đăng: 01/11/2013

Vũ Hữu Đức¹

Trần Tuyết Thanh²

Phạm Thị Phương Thảo³

Trần Minh Ngọc⁴

TÓM TẮT

Các lý thuyết về quản trị tài chính doanh nghiệp thường tập trung vào ảnh hưởng của các quyết định tài chính đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nghiên cứu này xem xét sự tác động của đòn bẩy tài chính, chính sách quản lý vốn lưu chuyển trong mối quan hệ với hoạt động đầu tư và năng lực quản lý của các doanh nghiệp niêm yết thủy sản Việt Nam giai đoạn 2007-2010. Kết quả cho thấy các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao, chính sách vốn lưu chuyển mạo hiểm đồng thời đầu tư cao sẽ dễ bị suy giảm hiệu quả kinh doanh trong thời kỳ ngành nghề gặp khó khăn. Bên cạnh đó, năng lực phát triển thị trường đóng vai trò không kém phần quan trọng để đảm bảo hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Từ khóa: Đòn bẩy tài chính, mức độ đầu tư, vốn lưu chuyển, hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam.

ABSTRACT

The corporate finance literature has traditionally focused on the study of the impact of financial decisions on firm performance. This paper examine the effects of financial leverage, working capital management policy in relation to investment activities and management capacities on the performance of Vietnamese listed seafood export companies for the period 2007-2010. The findings revealed that firms with high financial leverage, aggressive working capital policy and high level of investment have suffered the most during industry downturn. We also found that market development capacity was an important factor that impacts on firm performance.

Keywords: Financial leverage, investment, working capital, firm performance, Vietnamese listed seafood export companies.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Xuất khẩu thủy sản đóng vai trò quan trọng trong hoạt động xuất khẩu tại Việt Nam. Xuất khẩu thủy sản mang lại nguồn ngoại tệ lớn cho đất nước và cung cấp công việc làm cho người lao động. Năm 2011, thủy sản đóng góp 6,34% tổng kim ngạch xuất khẩu toàn quốc. Bình quân giai đoạn 2001-2010, thủy sản giải quyết công ăn việc làm cho khoảng 150.000 lao động/năm (VKTQHTS, 2011). Mặc dù vậy, thời gian gần đây nhiều doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản gặp khó khăn tài chính nghiêm trọng như Bianfish, Cadivomex,... Các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực này không ngừng lên tiếng kêu cứu qua các phương tiện truyền thông vì tình hình cạnh tranh, nguồn nguyên liệu khan hiếm, sự đầu tư quá mức và tình trạng thiếu vốn nghiêm trọng (Báo tin tức, 2013; Báo Pháp luật TP HCM online, 2012; Thời báo Kinh tế Sài Gòn online, 2012).

Qua các thông tin trên, có thể thấy các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam hoạt động trong một môi trường cạnh tranh cao ở cả hai phía “đầu ra” và “đầu vào”. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp không ngừng mở rộng sản xuất để xuất khẩu với đặc điểm chung là lệ thuộc nhiều vào vốn vay ngắn hạn từ ngân hàng. Nền kinh tế Việt Nam và toàn cầu vẫn trong giai đoạn chưa phục hồi. Câu hỏi là các yếu tố trên đóng vai trò thế nào trong sự suy giảm về hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản. Về phương diện lý thuyết, tác động của từng nhân tố trên đã được đề cập nhiều trong các giáo trình về quản trị tài chính và nghiên cứu thực nghiệm. Nghiên cứu này xem xét một cách tổng hợp các nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp ngành thủy sản xuất khẩu Việt Nam bao gồm môi trường cạnh tranh, chính sách đòn bẩy tài chính, mức độ đầu tư và chính sách tài trợ vốn lưu chuyển. Để phản ánh

nỗ lực chủ quan từ phía doanh nghiệp, chúng tôi cũng xem xét các nhân tố năng lực quản lý, bao gồm khả năng phát triển thị trường và quản lý vốn lưu chuyển hoạt động. Các thông tin trên báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết được sử dụng với mong muốn qua đó đánh giá khả năng đưa ra nhận định từ các thông tin tài chính được công bố trên thị trường chứng khoán. Các doanh nghiệp được nghiên cứu gồm 12/22 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007 – 2010, tập trung vào hai nhóm chính là xuất khẩu tôm và xuất khẩu cá tra.

Bài viết được trình bày gồm năm phần. Phần thứ nhất mô tả môi trường kinh doanh của ngành xuất khẩu thủy sản Việt Nam bao gồm tình hình cạnh tranh và tác động của yếu tố kinh tế vĩ mô. Phần thứ hai tóm tắt một số nghiên cứu trước đó về tác động của chính sách đòn bẩy tài chính, mức độ đầu tư và chính sách tài trợ vốn lưu chuyển đến hiệu quả kinh doanh. Phần thứ ba trình bày mục tiêu và phương pháp nghiên cứu. Phần thứ tư, bài viết phân tích các tác động của chính sách đòn bẩy tài chính tài chính, mức độ đầu tư và chính sách tài trợ vốn lưu chuyển đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp được khảo sát cùng với các nhân tố năng lực quản lý. Cuối cùng, một số kết luận và đề xuất được rút ra.

2. MÔI TRƯỜNG KINH DOANH NGÀNH THỦY SẢN

Thị trường và cạnh tranh

Thị trường xuất khẩu thủy sản Việt Nam tăng trưởng ấn tượng từ năm 2001, tuy nhiên có khuynh hướng chậm lại trong những năm sau, đặc biệt là lĩnh vực xuất khẩu cá tra (Bảng 1). Điều này liên quan đến hàng rào thương mại ngăn chặn thủy sản Việt Nam vào hai thị trường truyền thống là Nhật và Hoa Kỳ.

Bảng 1. Giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam 2001 – 2010 (triệu USD)

Giá trị xuất khẩu	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Toàn ngành thủy sản	1,777	2,023	2,217	2,401	2,739	3,348	3,762	4,509	4,251	5,034
Trong đó										
Xuất khẩu tôm	781	967	1,058	1,261	1,372	1,461	1,509	1,626	1,675	2,107
Xuất khẩu cá tra	6	87	82	229	328	737	979	1,453	1,343	1,428

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu của VASEP

Trong nội bộ ngành xuất khẩu thủy sản, tình hình cạnh tranh khá gay gắt. Số lượng doanh nghiệp tham gia xuất khẩu thủy sản tăng lên nhanh chóng. Tính đến tháng 9.2011, có 900 doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản. Các doanh nghiệp mới

tham gia thị trường làm cho tính cạnh tranh ngày càng tăng lên, đặc biệt là trong ngành xuất khẩu cá tra khi thị phần của các doanh nghiệp hàng đầu liên tục giảm xuống (Bảng 2).

Bảng 2. Tình hình tập trung của thị trường xuất khẩu tôm và cá tra Việt Nam 2004-2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Xuất khẩu tôm							
Thị phần top 5	35%	29%	29%	29%	28%	27%	29%
Thị phần top 10	51%	46%	48%	49%	45%	43%	43%
Thị phần top 20	74%	71%	73%	71%	67%	63%	58%
Xuất khẩu cá tra							
Thị phần top 5	56%	46%	40%	43%	41%	32%	28%
Thị phần top 10	77%	67%	55%	56%	55%	47%	42%
Thị phần top 20	91%	84%	77%	72%	70%	66%	60%

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu của VASEP

Cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu thủy sản Việt Nam còn diễn ra gay gắt hơn ở đầu vào, xuất phát từ đặc điểm nguồn nguyên liệu và sự đầu tư mở rộng năng suất chế biến quá nhanh.

Hoạt động xuất khẩu thủy sản dựa trên nguồn nguyên liệu thủy sản trong và ngoài nước, trong đó chủ yếu là nuôi trồng thủy sản (Bảng 3).

Bảng 3. Sản lượng khai thác và nuôi trồng thủy sản Việt Nam 2001 -2010

	2001	2007	2010	Tốc độ tăng trưởng bình quân		
				2001 - 2010	2001 - 2007	2007 - 2010
Sản lượng khai thác (ngàn tấn)	1728.4	2074.5	2420.8	3.8%	3.1%	5.3%
Sản lượng nuôi trồng (ngàn tấn)	709.9	2123.3	2742.9	16.2%	20.0%	8.9%

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ số liệu thống kê của VKTQHTS 2012, Tổng cục Thống kê

Trong khi đó, các số liệu thống kê cho thấy số lượng cơ sở chế biến đông lạnh cũng như công suất các thiết bị cấp đông tăng trưởng mạnh mẽ (Bảng 4). Điều cần lưu ý là có sự không đồng bộ về năng lực sản xuất và sản lượng nuôi trồng và khai thác thủy sản trong lĩnh vực cấp đông. Giai đoạn 2007 – 2010, công suất thiết bị

cấp đông tăng rất mạnh so với sản lượng nuôi trồng và chế biến. Điều này có thể gợi ý cho việc giải thích lý do tình trạng thiếu nguyên liệu trầm trọng của các nhà máy chế biến thủy sản. Theo thống kê của VASEP, các doanh nghiệp đầu tư rất lớn tuy nhiên công suất chỉ đạt 50 – 70% tùy theo doanh nghiệp (VKTQHTS, 2012).

Bảng 4. Năng lực chế biến sản phẩm đông lạnh giai đoạn 2002 -2010

	2002	2007	2010	Tốc độ tăng trưởng bình quân		
				2002 - 2010	2002 - 2007	2007 - 2010
Số cơ sở chế biến đông lạnh	211	320	429	8.2%	7.2%	10.3%
Công suất cấp đông (tấn/ngày)	3150	4262	7870	10.7%	5.2%	22.7%
Số thiết bị cấp đông	836	1318	1378	5.7%	7.9%	1.5%

Nguồn: VKTQHTS 2012

Tình trạng thiếu nguyên liệu trong khi đã đầu tư nhiều vào các nhà máy chế biến dẫn đến cạnh tranh gay gắt về thu mua nguyên liệu trong bối cảnh các doanh nghiệp vẫn dựa chủ yếu vào thu mua nguyên liệu từ các hộ dân hoặc qua thương

lái. Kết quả là giá đầu vào tăng cao gây tác động tài chính tiêu cực đến tài chính doanh nghiệp, đặc biệt là giai đoạn gần đây. Bảng 5 cho thấy tình hình tăng mạnh của giá nguyên liệu bao gồm cả tôm và cá tra.

Bảng 5. Diễn biến giá nguyên liệu thu mua (ngàn đồng/kg)

	Giá thu mua tôm theo loại			Giá thu mua cá tra theo loại	
	25 con/kg	35 con/kg	45 con/kg	Thịt trắng	Thịt vàng
Tháng 1.2008	107.0	84.0	63.0	13.3 - 14.7	12.3- 13.5
Tháng 1.2009	90.0	72.0	72.0	13.5 - 13.7	12.3 -12.7
Tháng 1.2010	125.0	110.0	97.5	15.5 - 16.0	14.8 - 15.2
Tháng 1.2011	177.5	147.5	127.5	22.0 - 23.0	20.1 - 21.0

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Bản tin thương mại VASEP hàng tuần, giá tôm lấy ở Sóc Trăng, giá cá tra lấy ở An Giang và Đồng Tháp

Tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô

Hoạt động xuất khẩu thủy sản Việt Nam liên quan đến hai nhân tố kinh tế vĩ mô chủ yếu là tỷ giá và lãi suất. Nhìn chung, yếu tố tỷ giá có lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu khi đồng tiền VNĐ có xu hướng giảm giá so với các đồng tiền mạnh, đặc biệt là USD. Trong giai đoạn 2007-2010, tỷ giá chính thức VNĐ/USD tăng khoảng 17,66% là một yếu tố tăng doanh thu khách quan của các doanh nghiệp xuất khẩu. Tuy nhiên, yếu tố lãi suất khá bất lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản khi lãi

suất biến động và khuynh hướng tăng lên trong giai đoạn này, đặc biệt là từ năm 2008. Một số doanh nghiệp được hưởng lãi suất thấp hơn khi vay bằng USD và một số doanh nghiệp được các khoản bù tỷ giá của chính phủ năm 2009, tuy nhiên điều này không giúp được các doanh nghiệp trong những năm sau đó khi lãi suất tiếp tục tăng và những thủ tục ràng buộc trong việc vay ngân hàng bằng ngoại tệ.

Nhìn chung, các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam hoạt động trong môi trường không thuận lợi cả về mặt vĩ mô và tình hình cạnh tranh trong ngành.

Trong hai nhóm, nhóm xuất khẩu cá tra gặp nhiều khó khăn hơn do tình hình cạnh tranh gay gắt hơn.

3. CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC ĐÂY

Tác động của chính sách đòn bẩy tài chính

Chính sách đòn bẩy tài chính liên quan đến sự lựa chọn mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao mang lại khả năng sinh lợi cao cho chủ sở hữu đồng thời làm gia tăng rủi ro cho chủ sở hữu, liên quan đến tình trạng khó khăn tài chính của doanh nghiệp. Do đó, các ngành nghề có rủi ro kinh doanh cao hoặc phụ thuộc nhiều vào tài sản vô hình sẽ ít sử dụng đòn bẩy tài chính hơn (Fabozzi & Peterson, 2003). Trong bối cảnh nền kinh tế đi xuống, các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao sẽ mất thị phần vào tay các đối thủ cạnh tranh có tình hình tài chính thận trọng hơn (Opler & Titman, 1984). Nghiên cứu quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và kết quả hoạt động tại bảy nước châu Âu, Weill (2008) nhận thấy sự tương tác khác nhau, tùy theo đặc điểm hệ thống pháp lý và khả năng tiếp cận tín dụng.

Tác động của mức độ đầu tư

Hoạt động đầu tư liên quan đến việc mua sắm hoặc thanh lý các nguồn lực dài hạn được sử dụng bởi doanh nghiệp (Ingram et al., 2005). Việc đầu tư cao vào tài sản dài hạn có thể tác động đến năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp khi doanh nghiệp trang bị các máy móc, thiết bị hoặc nhà xưởng giúp tăng sản lượng hoặc chất lượng sản phẩm. Tuy nhiên, việc đầu tư này có thể dẫn doanh nghiệp đến rủi ro về dòng tiền khi sản lượng tiêu thụ không tăng như mong đợi hoặc cơ cấu chi phí thay đổi theo hướng tăng chi phí cố định (Fabozzi, 2003).

Giữa mức độ đầu tư với tình trạng tài chính có mối quan hệ. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy mức độ đầu tư của doanh nghiệp phụ thuộc vào tình trạng tài chính của doanh nghiệp, mặc dù có những

quan điểm trái ngược nhau về chiều hướng tác động. Một số nghiên cứu cho rằng các doanh nghiệp có năng lực tài chính yếu sẽ giảm mức độ đầu tư (Fazzari et al, 1988; Hoshi et al, 1991), tuy nhiên một số khác tìm thấy bằng chứng quyết định đầu tư của các doanh nghiệp có khả năng trả nợ tốt lại nhạy cảm hơn với nguồn lực nội sinh hơn là các doanh nghiệp yếu kém về khả năng trả nợ (Kaplan & Zingales, 1997; Clearly, 1999).

Tác động của chính sách tài trợ vốn lưu chuyển

Vốn lưu chuyển (gọi chính xác hơn là vốn lưu chuyển thuần) là phần tài sản ngắn hạn được tài trợ bằng nguồn dài hạn. Chính sách tài trợ vốn lưu chuyển liên quan đến sự lựa chọn mức độ đầu tư nguồn dài hạn cho tài sản ngắn hạn. Một chính sách mạo hiểm hơn trong tài trợ vốn lưu chuyển sẽ mang lại khả năng sinh lời cao hơn cùng với rủi ro cao hơn (Afza & Nazir, 2011). Khảo sát 10 ngành nghề khác nhau, Weinraub & Visscher (1998) nhận thấy các ngành nghề khác nhau có sự lựa chọn chính sách khác nhau; thông thường một chính sách mạo hiểm trong quản lý tài sản lưu động sẽ được cân bằng một chính sách thận trọng hơn trong tài trợ vốn lưu chuyển.

Hiệu quả kinh doanh

Có nhiều thước đo hiệu quả kinh doanh được các nghiên cứu trước đây sử dụng, chủ yếu là thước đo tài chính bao gồm sự tăng trưởng hay khả năng sinh lợi (được tính trên tài sản, giá trị đầu tư hay vốn chủ sở hữu) cũng như giá trị thị trường, tài sản, vốn chủ sở hữu, doanh thu, giá trị thị trường trên tài sản (Capon et al, 1990).

4. MỤC ĐÍCH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Mục đích nghiên cứu

Nghiên cứu này xem xét trong bối cảnh tình hình cạnh tranh cao của ngành xuất khẩu thủy sản Việt Nam, bao gồm hai nhóm doanh nghiệp xuất khẩu tôm và xuất khẩu cá tra:

- Liệu các quyết định về lựa chọn đòn bẩy tài chính, mức độ đầu tư và chính sách tài trợ vốn lưu chuyển có ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp hay không?
- Có sự quan hệ giữa các lựa chọn trên với năng lực quản lý (bao gồm khả năng phát triển thị trường và quản lý vốn lưu chuyển hoạt động) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay không?

Việc đưa vào các nhân tố năng lực quản lý nhằm làm rõ yếu tố chủ quan của doanh nghiệp trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nhân tố về khía cạnh này chưa được nghiên cứu một cách hệ thống và kết quả còn nhiều khác biệt hoặc không có ý nghĩa thống kê (Capon et al., 1990). Nghiên cứu này lựa chọn một số nhân tố có thể đo lường bằng số liệu kế toán nhằm thuận lợi hơn cho việc ứng dụng trong phân tích báo cáo tài chính:

- **Năng lực phát triển quy mô kinh doanh.** Năng lực này liên quan đến khả năng doanh nghiệp duy trì hoặc phát triển quy mô kinh doanh thông qua gia tăng doanh thu bán hàng. Năng lực này đòi hỏi các khả năng phân tích thị trường, lựa chọn mặt hàng và chính sách giá, tiếp thị và thực hiện các hoạt động xúc tiến kinh doanh. Doanh thu tác động quan trọng đến kết quả kinh doanh qua việc đảm bảo bù đắp các chi phí, đặc biệt là chi phí cố định để mang lại lợi nhuận. Trong việc thúc đẩy doanh thu, doanh nghiệp phải giữ một mức lãi gộp nhất định để có thể bù đắp chi phí và có lợi nhuận. Về lý thuyết, việc tăng doanh thu được xem là mang lại kết quả kinh doanh tốt hơn cho các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao hoặc có mức độ đầu tư cao vào tài sản cố định.

- **Năng lực quản lý vốn lưu chuyển hoạt động.** Quản lý vốn lưu chuyển hoạt động đòi hỏi doanh nghiệp duy trì mức tồn kho và khoản phải thu hợp lý đồng thời tận dụng các nguồn tài trợ ngắn hạn phi lãi suất. Chất lượng quản lý vốn lưu chuyển hoạt động ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh trong việc gia tăng tốc độ lưu chuyển hàng tồn kho và khoản phải thu. Nó cũng tác động đến chi phí tài chính vì khi vốn lưu chuyển có giới hạn, việc tồn đọng vốn lưu chuyển hoạt động buộc doanh nghiệp phải huy động nguồn vay ngắn hạn.

Nguồn dữ liệu

Nguồn dữ liệu bao gồm các số liệu thống kê của VASEP và báo cáo tài chính của công ty niêm yết các năm 2007 -2010. Số lượng công ty được nghiên cứu để hình thành dữ liệu chung của ngành gồm 12 công ty trong tổng số 22 công ty xuất khẩu thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến thời điểm 31/12/2010, được chia thành hai nhóm: Nhóm các công ty xuất khẩu tôm (5/5 công ty niêm yết) và Nhóm công ty xuất khẩu cá tra (7/12 công ty niêm yết). Lý do chọn hai nhóm này vì đặc điểm các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản lớn tập trung vào một trong hai loại sản phẩm trên với thị trường và công nghệ khác nhau. Các công ty được chọn vào mỗi nhóm căn cứ trên tỷ lệ của sản phẩm chủ lực chiếm trên 70% doanh thu. Danh sách các doanh nghiệp được khảo sát được trình bày ở phụ lục 1.

Phương pháp nghiên cứu

Với số lượng doanh nghiệp niêm yết chưa nhiều của ngành thủy sản xuất khẩu Việt Nam, chúng tôi tập trung vào thống kê mô tả và phân tích tình huống. Việc thống kê mô tả nhằm cho thấy cách thức các doanh nghiệp được khảo sát lựa chọn chính sách và sự thành công trong hiệu quả kinh doanh của họ, trong mối quan hệ với năng lực quản lý.

Bảng 6 mô tả các nhân tố xem xét nói trên và cách đo lường chúng. Như đã xác định trong mục tiêu nghiên cứu, các thước đo được chọn để có thể xác định từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Số liệu được tính bình quân cho 4 năm từ 2007 đến 2010.

Bảng 6. Các nhân tố khảo sát và cách đo lường

Nhân tố	Đo lường
Chính sách	
Đòn bẩy tài chính	Nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu bình quân
Mức độ đầu tư	Tỷ lệ đầu tư TSCĐ trên doanh thu bình quân
Tài trợ vốn lưu chuyển	Vốn lưu chuyển trên tài sản bình quân
Năng lực quản lý	
Phát triển thị trường	Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân
Quản lý vốn lưu chuyển hoạt động	Số vòng quay vốn lưu chuyển hoạt động bình quân
Đánh giá chung kết quả KD	Lợi nhuận trên tài sản bình quân

5. TÁC ĐỘNG CỦA SỰ LỰA CHỌN CHÍNH SÁCH VÀ NĂNG LỰC QUẢN LÝ ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH

Tình hình chung của hai nhóm doanh nghiệp

Bảng 7 và bảng 8 cho thấy tình hình lựa chọn chính sách của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm và xuất khẩu cá tra tính chung cho toàn bộ các doanh nghiệp khảo sát và cho từng doanh nghiệp.

Bảng 7. Hiệu quả kinh doanh ngành tôm và các nhân tố tác động

Nhân tố	MPC	FMC	CMX	CAD	BLF	Toàn nhóm
Chính sách						
Đòn bẩy tài chính	1.26	1.95	3.05	4.13	2.69	1.87
Mức độ đầu tư	6.2%	0.96%	0.8%	5.6%	8.2%	4.4%
Tài trợ vốn lưu chuyển	24.7%	9.5%	10.7%	-1.5%	-7.1%	14.2%
Năng lực						
Phát triển thị trường	29.4%	13.7%	7.7%	11.6%	19.4%	19.7%
Quản lý vốn lưu chuyển hoạt động	2.84	4.65	3.72	1.81	3.94	2.83
Đánh giá chung kết quả KD	7.4%	4.6%	3.8%	0.0%	1.5%	4.7%

(Tác giả tự tính từ báo cáo tài chính được công bố)

Bảng 8. Hiệu quả kinh doanh ngành cá tra và các nhân tố tác động

Nhân tố	VHC	ABT	AAM	ATA	ANV	AGF	BAS	Toàn nhóm
Chính sách								
Đòn bẩy tài chính	1.18	0.30	0.12	2.52	0.46	0.93	1.14	0.70
Mức độ đầu tư	5.2%	1.0%	3.9%	7.0%	5.2%	4.8%	12.9%	5.0%
Tài trợ vốn lưu chuyển	19%	34%	66%	8%	34%	6%	-11%	24%
Năng lực								
Phát triển thị trường	28.3%	17.0%	13.0%	44.9%	-23.5%	10.9%	-38.9%	4.5%
Quản lý vốn lưu chuyển hoạt động	5.27	4.43	3.60	1.65	2.46	3.74	3.13	3.27
Đánh giá chung kết quả kinh doanh	13.6%	13.0%	10.2%	7.6%	4.4%	2.8%	-2.0%	7.4%

(Tác giả tự tính từ báo cáo tài chính được công bố)

Nhìn chung, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm ít thành công hơn các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra mặc dù thị trường cạnh tranh không gay gắt như đã phân tích bên trên. Việc ít thành công này thể hiện ở tỷ số lợi nhuận trên tài sản của ngành tôm thấp hơn nhiều (4,7% so với 7,4% của ngành cá tra) cũng như số lượng doanh nghiệp thành công (1/5 doanh nghiệp có tỷ lệ này cao hơn mức bình quân ngành so với 4/7 doanh nghiệp thành công của ngành cá tra).

Về việc lựa chọn đòn bẩy tài chính, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn với mức bình quân tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu là 1,87 lần (so với 0,7 lần của ngành cá tra) và số lượng doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn mức bình quân là 4/5 (so với 4/7 của ngành cá tra). Mức độ đầu tư của hai bên gần xấp xỉ nhau về tỷ trọng bình quân trên doanh thu khoảng 4%-5% mặc dù ngành cá tra có vẻ phân tán hơn với dải số liệu từ 1% đến 12,9% so với 0,8% - 6,2% của ngành tôm. Chính sách tài trợ cho vốn lưu chuyển của các doanh nghiệp ngành tôm mạo hiểm hơn với tỷ lệ vốn lưu chuyển thuần trên tài sản là 14,2% (so với 24% của ngành cá tra), số lượng có tỷ lệ này thấp hơn mức bình quân ngành là 4/5 (so với 4/7 của ngành cá tra).

Về năng lực, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm có ưu thế trong phát triển thị trường khi mức tăng bình quân của doanh thu từ 2007 đến 2010 là 19,7% (so với 4,5% của ngành cá), tất cả các doanh nghiệp khảo sát đều tăng trưởng với mức thấp nhất là 7,7% và cao nhất là 29,4% (số liệu tương ứng của ngành cá là từ -38,9% cho đến +44,9%). Điểm yếu hơn của ngành tôm là vấn đề quản lý vốn lưu chuyển hoạt động, với số vòng quay vốn lưu chuyển hoạt động thấp hơn một chút (2,83 vòng so với 3,27 vòng của ngành cá tra).

Tác động của sự lựa chọn các chính sách

Để khảo sát quan hệ giữa việc thực hiện các chính sách với hiệu quả kinh doanh, nghiên cứu dùng biểu đồ điểm hai

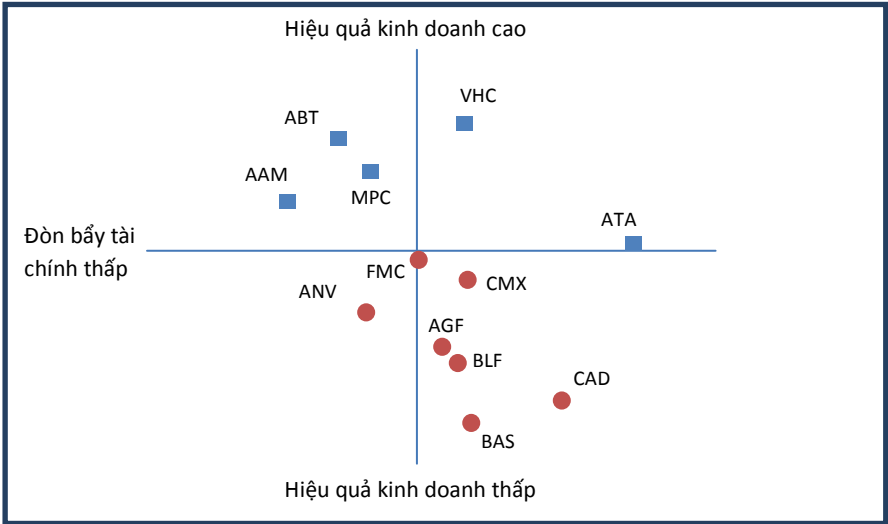
chiều. Trong biểu đồ, mỗi doanh nghiệp được đặc trưng bằng một điểm tọa độ với trục hoành là chính sách và trục tung là hiệu quả kinh doanh. Gốc tọa độ được xác định là giá trị bình quân của mỗi nhóm, tọa độ của mỗi điểm được xác định bằng tỷ lệ chênh lệch giữa giá trị của tỷ số doanh nghiệp với tỷ số bình quân nhóm. Ví dụ, công ty MPC có tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu là 1,26 (bình quân nhóm là 1,87) và tỷ số lợi nhuận trên tài sản là 7,4% (bình quân nhóm là 4,7%) sẽ có tọa độ là:

$$X = 1,26/1,87 - 1 = -33\%$$

$$Y = 7,4/4,7 - 1 = 56\%$$

Biểu đồ cho thấy sự phân phối các doanh nghiệp trên mặt phẳng tọa độ, qua đó chỉ ra sự quan hệ giữa chính sách và kết quả kinh doanh. Hình 1a, 1b, 1c mô tả mối quan hệ giữa sự lựa chọn mỗi chính sách với hiệu quả kinh doanh. Kết quả cho thấy:

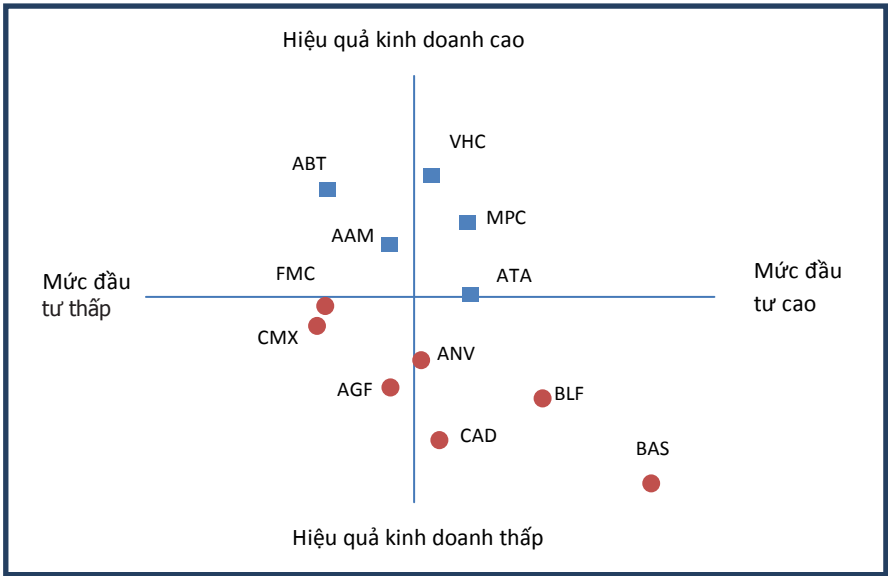
- Về chính sách đòn bẩy tài chính, nhìn chung các doanh nghiệp thành công là MPC, ABT, AAM đều có đòn bẩy tài chính thấp; trừ VHC và ATA có đòn bẩy tài chính cao. Các doanh nghiệp thất bại đều có đòn bẩy tài chính cao trừ ANV (Hình 1a).
- Về mức độ đầu tư, không có quan hệ rõ ràng giữa mức độ đầu tư và hiệu quả kinh doanh. Điều này cho thấy có nhân tố khác ảnh hưởng đến quá trình đầu tư mang lại khả năng thành công cho doanh nghiệp (Hình 1b).
- Về chính sách tài trợ vốn lưu chuyển, kết quả khá gần với chính sách đòn bẩy tài chính. Ba trong số năm doanh nghiệp thành công (MPC, ABT, AAM) đều có mức tài trợ cao cho vốn lưu chuyển, doanh nghiệp có mức tài trợ thấp mà thành công chỉ có VHC và ATA. Hầu hết các doanh nghiệp thất bại đều có mức tài trợ cho vốn lưu chuyển thấp, trừ ANV (Hình 1c).



Hình 1a: Quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả kinh doanh

Chú thích:

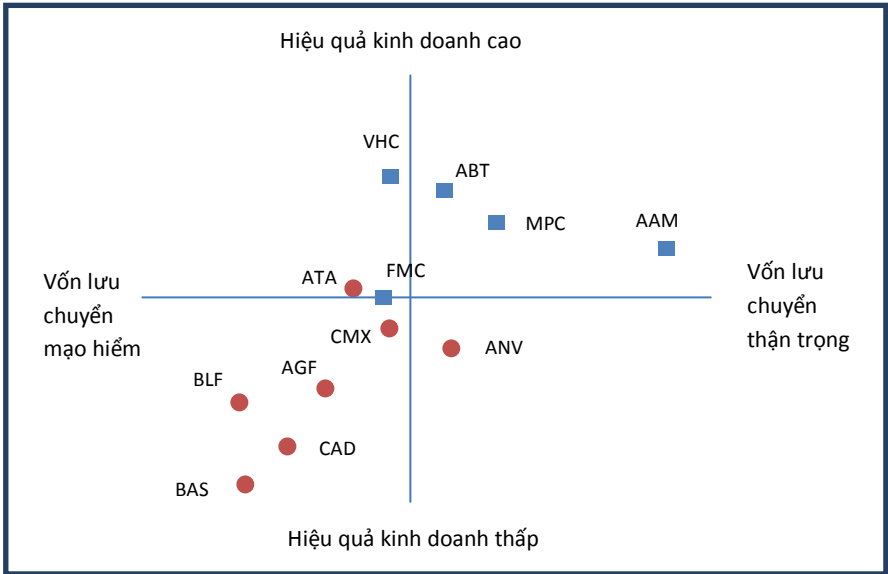
- DN có hiệu quả kinh doanh lớn hơn bình quân ngành
- DN có hiệu quả kinh doanh nhỏ hơn bình quân ngành



Hình 1b: Quan hệ giữa mức độ đầu tư và hiệu quả kinh doanh

Chú thích:

- DN có hiệu quả kinh doanh lớn hơn bình quân ngành
- DN có hiệu quả kinh doanh nhỏ hơn bình quân ngành



Hình 1c: Quan hệ giữa chính sách tài trợ vốn lưu chuyển và hiệu quả kinh doanh

Chú thích:

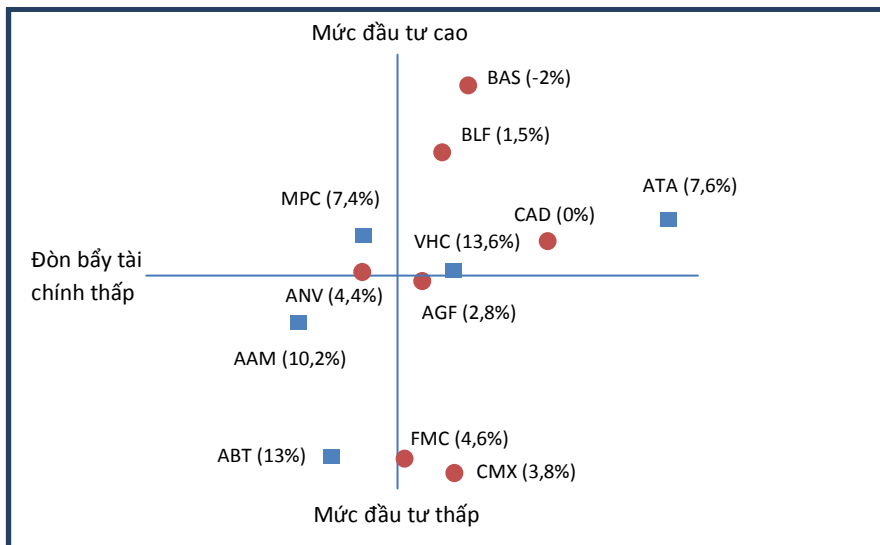
- DN có hiệu quả kinh doanh lớn hơn bình quân ngành
- DN có hiệu quả kinh doanh nhỏ hơn bình quân ngành

Quan hệ giữa các chính sách được lựa chọn

Để xem xét quan hệ giữa các chính sách được chọn với hiệu quả kinh doanh, chúng tôi tiếp tục dùng biểu đồ hai chiều với hai trục tọa độ là hai chính sách được khảo sát. Hiệu quả kinh doanh được biểu thị bằng con số ghi bên cạnh tên của

mỗi doanh nghiệp bên cạnh ký hiệu được dùng để mô tả doanh nghiệp thuộc nhóm có hiệu quả kinh doanh cao hơn hoặc thấp hơn mức bình quân nhóm. Cách xác định tọa độ tương tự như trong khảo sát trước.

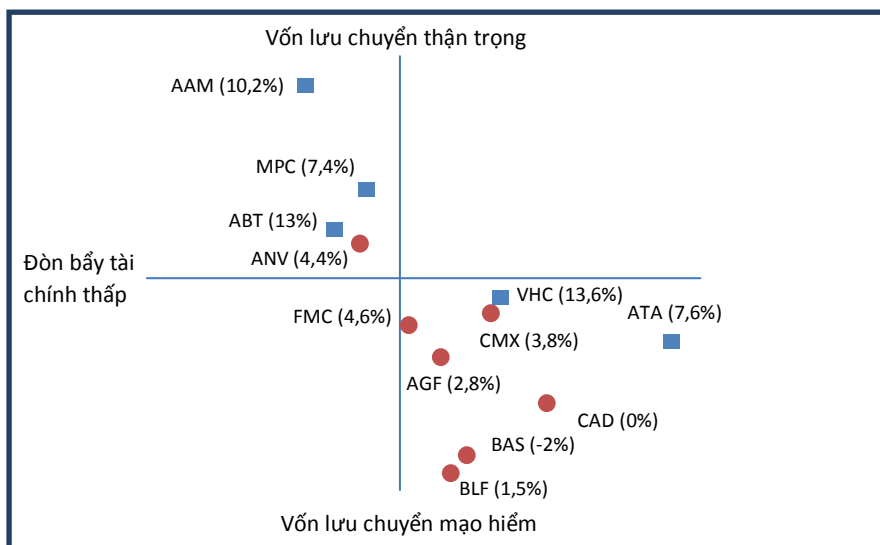
Hình 2a và 2b cho thấy có quan hệ nhất định giữa sự lựa chọn các chính sách.



Hình 2a: Quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và mức độ đầu tư

Chú thích:

- DN có hiệu quả kinh doanh lớn hơn bình quân ngành
- DN có hiệu quả kinh doanh nhỏ hơn bình quân ngành



Hình 2b: Quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và chính sách tài trợ vốn lưu chuyển

Chú thích:

- DN có hiệu quả kinh doanh lớn hơn bình quân ngành
- DN có hiệu quả kinh doanh nhỏ hơn bình quân ngành

Kết quả cho thấy

Có mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và mức độ đầu tư. Phần lớn các doanh nghiệp có mức độ đầu tư cao đi kèm với đòn bẩy tài chính cao và ngược lại. Điều này cho thấy các doanh nghiệp ngành thủy sản có khuynh hướng dựa vào vốn vay để đầu tư. MPC và CMX là hai trường hợp đặc biệt: MPC đầu tư nhiều

nhưng dựa vào vốn vay ở mức độ nhất định; trong khi CMX dựa vào vốn vay nhiều nhưng không đầu tư cao. Mặc dù vậy, không ghi nhận được quan hệ rõ ràng giữa hiệu quả kinh doanh với các mô hình kết hợp trên.

Có quan hệ rõ ràng giữa đòn bẩy tài chính và chính sách tài trợ vốn lưu chuyển. Các doanh nghiệp có hai cách kết

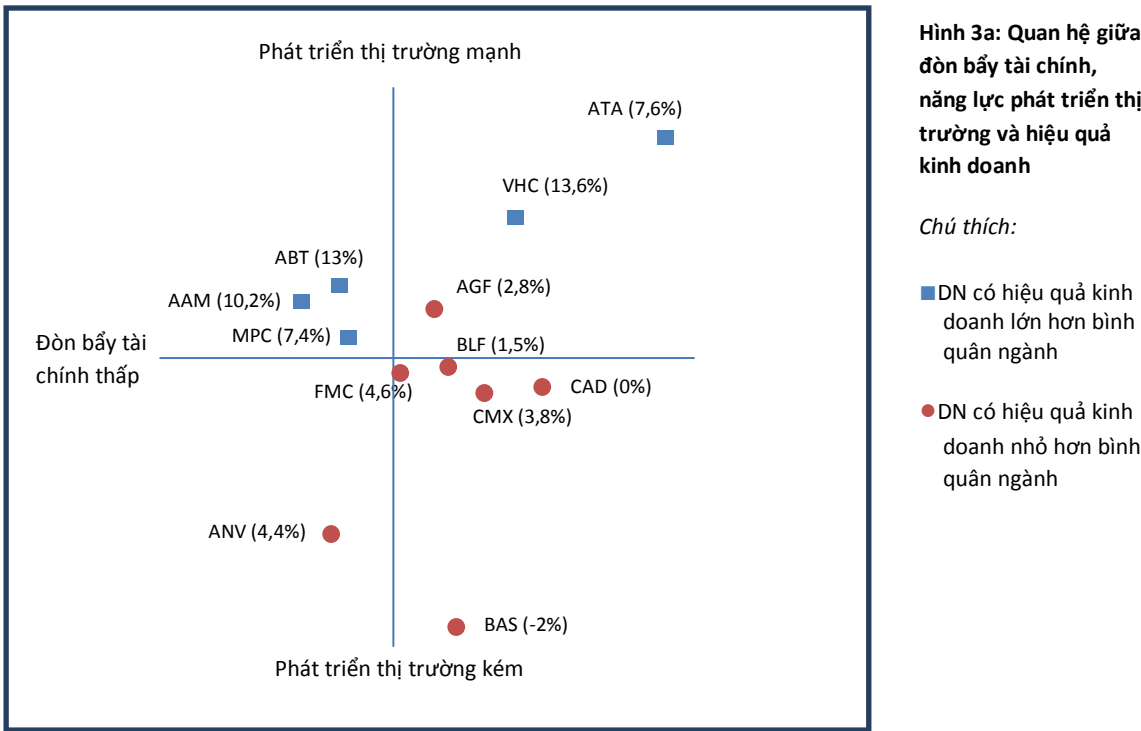
hợp: Một là dùng đòn bẩy tài chính cao với chính sách vốn lưu chuyển mạo hiểm; hoặc là dùng đòn bẩy tài chính thấp với chính sách tài trợ vốn lưu chuyển thận trọng. Khả năng hiệu quả kinh doanh nghiêng về phía các doanh nghiệp nhóm thứ hai.

Tác động giữa sự lựa chọn chính sách và năng lực quản lý với hiệu quả kinh doanh

Trong phần này, để cho thấy sự kết hợp giữa lựa chọn chính sách và năng lực quản lý với hiệu quả kinh doanh, biểu đồ điểm hai chiều được tiếp tục sử dụng với trục hoành là một chính sách được chọn và trục tung là một năng lực được xem là có quan hệ với chính sách trên về mặt lý thuyết.

Hình 3a mô tả quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với khả năng phát triển thị trường.

Về lý thuyết, các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao cần tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ để khai thác được đòn bẩy tài chính và ngược lại, sẽ phải trả giá nếu doanh thu tăng trưởng kém hay suy giảm. Điều này được kiểm chứng cho hầu hết các trường hợp có đòn bẩy tài chính cao. Các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao chỉ thành công khi phát triển thị trường mạnh (VHC, ATA) và sẽ thất bại nếu phát triển thị trường kém (BLF, CMX, CAD, BAS). AGF là một tình huống đặc biệt cần nghiên cứu thêm. Hình 3a cũng cho thấy tầm quan trọng của năng lực phát triển thị trường trong bối cảnh ngành thủy sản khi tất cả các doanh nghiệp được xem là thành công (có hiệu quả kinh doanh cao hơn bình quân nhóm) đều có đặc điểm chung là phát triển thị trường mạnh, và ngược lại.



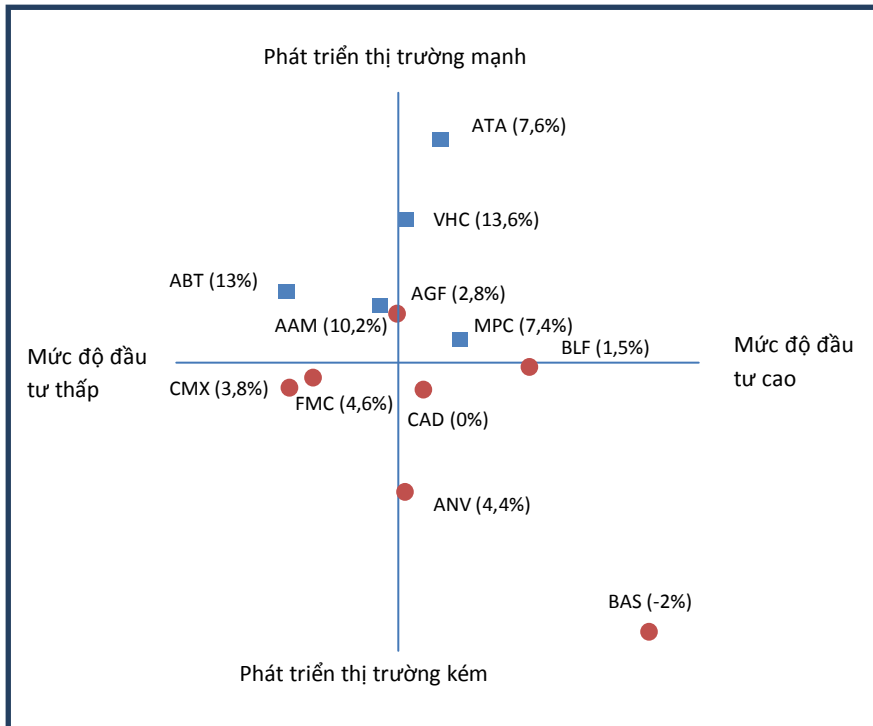
Hình 3b mô tả quan hệ giữa mức độ đầu tư và khả năng phát triển thị trường. Về lý thuyết, việc đầu tư cao vào tài sản dài hạn làm đòn cân định phí gia tăng và doanh nghiệp phải tăng trưởng doanh thu mới đáp ứng được mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận và sẽ bị suy giảm lợi nhuận nếu

doanh thu không tăng trưởng. Điều này được thể hiện đúng trong các trường hợp các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản được khảo sát.

Tuy nhiên cũng tương tự như trường hợp của đòn bẩy tài chính, nhân tố phát triển thị trường có ảnh hưởng khá mạnh

nên các doanh nghiệp như CMX, FMC dù đầu tư không cao nhưng không phát triển

được doanh thu thì cũng không mang lại hiệu quả kinh doanh tốt.



Hình 3b: Quan hệ giữa mức độ đầu tư, khả năng phát triển thị trường và hiệu quả kinh doanh

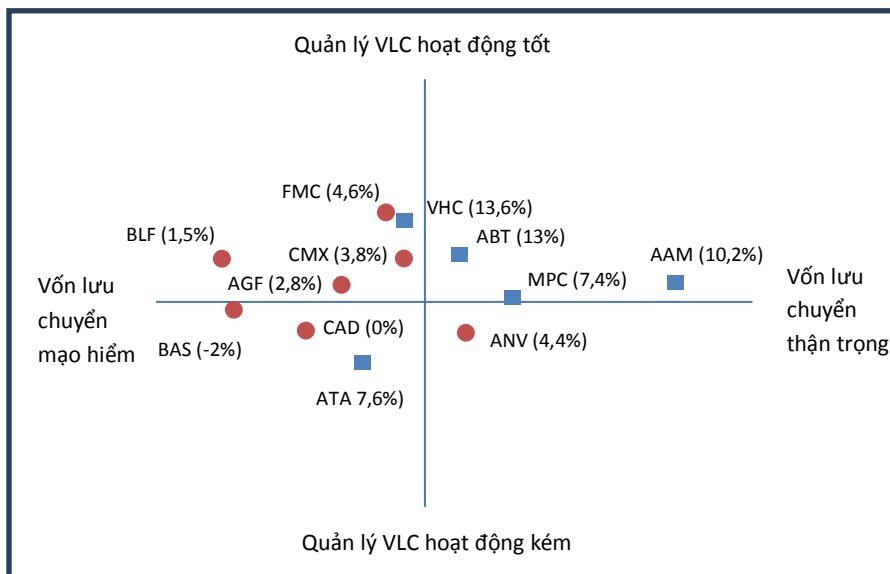
Chú thích:

■ DN có hiệu quả kinh doanh lớn hơn bình quân ngành

● DN có hiệu quả kinh doanh nhỏ hơn bình quân ngành

Hình 3c mô tả quan hệ giữa chính sách tài trợ vốn lưu chuyển với năng lực quản lý vốn lưu chuyển hoạt động. Về lý thuyết, một doanh nghiệp chọn lựa một chính sách mạo hiểm về tài trợ vốn lưu chuyển, cần quản lý vốn lưu chuyển hoạt động tốt hơn (tăng số vòng quay vốn lưu chuyển hoạt động) để tránh áp lực phải đi vay để bù đắp cho vốn lưu chuyển hoạt động. Ngược lại, một doanh nghiệp có chính sách tài trợ vốn lưu chuyển thận trọng có thể chấp nhận một tình hình vốn lưu chuyển hoạt động nhiều hơn nhưng cũng không bị áp lực đi vay. Kết quả khảo sát không cho thấy rõ mối quan hệ lý thuyết trên. Phần lớn các

doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao dựa trên một chính sách tài trợ vốn lưu chuyển thận trọng đồng thời quản lý tốt vốn lưu chuyển hoạt động (AAM, ABT, MPC). Các doanh nghiệp có chính sách vốn lưu chuyển mạo hiểm dù quản lý tốt vốn lưu chuyển hoạt động cũng vẫn phải gánh chịu hiệu quả kinh doanh không cao (FMC, CMX, BLF và AGF). ATA cũng là một trường hợp đặc biệt khi sử dụng chính sách tài trợ mạo hiểm và quản lý vốn lưu chuyển hoạt động kém nhưng vẫn đạt hiệu quả kinh doanh cao hơn bình quân ngành dù không nhiều.



Hình 3c: Quan hệ giữa chính sách tài trợ vốn lưu chuyển, năng lực quản lý vốn lưu chuyển và hiệu quả kinh doanh

Chú thích:

■ DN có hiệu quả kinh doanh lớn hơn bình quân ngành

● DN có hiệu quả kinh doanh nhỏ hơn bình quân ngành

Đánh giá chung

Nhìn chung, quá trình phân tích dựa vào thông kê mô tả trên cho thấy ảnh hưởng của các chính sách cũng như sự kết hợp giữa chúng và quan hệ với năng lực quản lý khá phù hợp với các lý thuyết chung. Các doanh nghiệp có thể chia thành bốn nhóm:

Nhóm doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao đi kèm với các chính sách thận trọng bao gồm MPC, ABT và AAM. Cả ba đều duy trì đòn bẩy tài chính thấp, tài trợ vốn lưu chuyển thận trọng trong khi phát triển thị trường mạnh và quản lý vốn lưu chuyển hoạt động tốt. Điểm khác duy nhất được ghi nhận là MPC có đầu tư cao hơn vào tài sản dài hạn trong khi ABT và AAM đầu tư yếu ớt.

Nhóm doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao đi kèm các chính sách rủi ro là VHC và ATA. Cả hai đều dùng đòn bẩy tài chính cao, tài trợ vốn lưu chuyển mạo hiểm và đầu tư mạnh mẽ. Điều giúp cho họ thành công là phát triển thị trường rất mạnh. ATA có hiệu quả kinh doanh không cao bằng vì quản lý vốn lưu chuyển hoạt động kém hơn nên áp lực chi phí lãi vay lớn.

Nhóm doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp đi kèm với chính sách rủi ro gồm BLF, CAD, BAS, FMC, CMX và AGF.

Đặc điểm chung của các doanh nghiệp này là đòn bẩy tài chính cao và chính sách mạo hiểm đối với vốn lưu chuyển. Với xuất phát điểm này, BLF, BAS và CAD đầu tư mạnh mẽ nhưng không phát triển được thị trường nên gặp thất bại trong kinh doanh. FMC và CMX cùng xuất phát điểm, không phát triển được thị trường nhưng đầu tư ít nên mức độ thất bại thấp hơn. AGF đầu tư vừa phải và phát triển thị trường ở mức nhất định nên kết quả cũng không đến mức quá thấp.

Doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp kèm theo chính sách thận trọng là ANV. ANV khá thận trọng trong đòn bẩy tài chính, tài trợ vốn lưu chuyển và đầu tư ở mức vừa phải, nhưng thị trường suy giảm nặng nề và kết quả là hiệu quả kinh doanh thấp.

Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy các doanh nghiệp có tình hình tài chính tốt thường thận trọng hơn khi đầu tư, phù hợp với nghiên cứu của Clearly (1999).

6. KẾT LUẬN

Trong bối cảnh cạnh tranh khá gay gắt của ngành xuất khẩu thủy sản Việt Nam và bất lợi về lãi suất, việc khảo sát cho thấy các doanh nghiệp có sự thận trọng hơn trong các chính sách đòn bẩy tài chính, đầu tư và tài trợ vốn lưu chuyển sẽ có nhiều khả năng giảm được rủi ro. Bên

cạnh đó, việc phát triển thị trường cũng là một nhân tố quan trọng trong việc mang lại hiệu quả kinh doanh cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu cho thấy việc sử dụng thông tin trên báo cáo tài chính và các lý thuyết trong quản trị tài chính có thể giúp dự đoán được hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Việc sử dụng thống kê mô tả đơn thuần dựa trên biểu đồ điểm hai chiều tuy không cho bằng chứng thuyết phục về mặt thống kê nhưng hữu ích trong việc nhận định quan hệ giữa các xu hướng mà mức độ tương tác khó đo lường bằng các phương pháp phân tích định lượng dựa trên quan hệ tuyến tính với cỡ mẫu nhỏ.

Với phương pháp thống kê mô tả như trên, kết quả nghiên cứu này dừng lại ở mức độ cung cấp một sự vận dụng các lý thuyết chung vào một số trường hợp cụ thể được khảo sát. Ở mức độ này, nghiên cứu chưa có tính khái quát cao, tuy nhiên có thể dùng để minh họa cho việc áp dụng các lý thuyết phân tích báo cáo tài chính vào giảng dạy. Một số gợi ý cũng có thể đưa ra cho các nhà quản lý doanh nghiệp ngành xuất khẩu thủy sản tại Việt Nam trong bối cảnh thị trường không thuận lợi và tác động tiêu cực từ lãi suất.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Afza & Nazir (2011). Working Capital Management Efficiency of Cement Sector of Pakistan. *Journal of Economics and Behavioral Studies*. 2 (5).
2. Báo Pháp luật online (2012). Ngành thủy sản miền Tây thoi thóp – Nhiều doanh nghiệp cạn vốn, thiếu nguyên liệu. Ngày 2/4/2012. Truy cập ngày 17/8/2013 tại <http://phapluattp.vn/20120401115045401p0c1014/doanh-nghiep-can-von-thieu-nguyen-lieu.htm>.
3. Báo Tin tức (2013). Báo động về cạnh tranh xuất khẩu nông, thủy sản. Ngày 24/4/2013. Truy cập ngày 17/8/2013 tại <http://baotintuc.vn/kinh-te/bao-dong-ve-canhh-tranh-xuat-khau-nong-thuy-san-2013042407575>).
4. Capon et al. (1990). Determinants of Financial Performance: A Meta-Analysis. *Management Science*, 36 (10).
5. Clearly (1999). The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *The Journal of Finance*. 94 (2).
6. Fabozzi & Peterson (2003). *Financial Management and Analysis*. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
7. Fazzari et al. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1988.
8. Hoshi et al. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *The Quarterly Journal of Economics*. 106 (1).
9. Ingram et al. (2005). *Accounting – Information for Decision*. Thomson South-Western.
10. Kaplan & Zingales (1997). Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow? *NBER Working Paper No. 5267*.
11. Opler & Titman (1984). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 3.

12. Thời báo kinh tế Sài gòn online (2012). Kiến nghị gỡ khó cho ngành cá tra. Ngày 17/4/2012. Truy cập ngày 17/8/2013 tại <http://www.thesaigontimes.vn/Home/nongsan/tintucthitruong/75077/Kien-nghi-go-kho-cho-ng>.
13. VASEP, 2008. *Thống kê xuất khẩu thủy sản Việt Nam 10 năm (1998 – 2007)*, Nhà xuất bản Nông nghiệp.
14. VASEP, 2011. *Báo cáo xuất khẩu thủy sản Việt Nam*, quý III-2011.
15. VASEP, Bản tin Thương mại từ năm 2007 đến năm 2011.
16. Viện Kinh tế Quy hoạch Thủy sản (VKTQHTS) (2012). *Báo cáo tóm tắt quy hoạch tổng thể phát triển ngành thủy sản đến năm 2020, tầm nhìn 2030*.
17. Weill (2008). Leverage and Corporate Performance: Does Institutional Environment Matter? *Small Business Economics*. March, 30 (3).
18. Weinraub & Visscher (1998). Industry Practice Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies. *Journal of Financial and Strategic Decisions*. 11 (2).

PHỤ LỤC 1: DANH SÁCH CÁC CÔNG TY KHẢO SÁT

STT	Tên doanh nghiệp	Mã	Nhóm
1	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu thủy sản Bến Tre	ABT	cá tra
2	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu thủy sản An Giang	AGF	cá tra
3	Công ty cổ phần Nam Việt	ANV	cá tra
4	Công ty cổ phần thủy sản Mekong	AAM	cá tra
5	Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn	VHC	cá tra
6	Công ty cổ phần NTACO	ATA	cá tra
7	Công ty cổ phần Basa	BAS	cá tra
8	Công ty CP chế biến thủy sản và xuất nhập khẩu Cà Mau	CMX	tôm
9	Công ty cổ phần Minh Phú	MPC	tôm
10	Công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta	FMC	tôm
11	Công ty cổ phần chế biến và xuất nhập khẩu thủy sản	CAD	tôm
12	Công ty cổ phần thủy sản Bạc Liêu	BLF	tôm