

Sử dụng nợ vượt ngưỡng và hệ lụy: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam

Nguyễn Thanh Lan*, Phan Hồng Mai**

Ngày nhận: 12/02/2015

Ngày nhận bản sửa: 26/02/2015

Ngày duyệt đăng: 20/03/2015

Tóm tắt:

Là một trong các ngành xuất khẩu chủ lực của đất nước, ngành thủy sản luôn nhận được sự quan tâm và ưu đãi của Nhà nước trong quá trình đầu tư phát triển kinh doanh. Tuy nhiên, thực tế cho thấy tình trạng sử dụng nhiều nợ để đầu tư sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thủy sản đang làm gia tăng áp lực thanh toán và nguy cơ phá sản. Do vậy, bài viết này sẽ tập trung làm rõ: (i) những nhân tố ảnh hưởng tới quyết định huy động nợ cao hơn mức trung bình ngành, và (ii) ảnh hưởng của quyết định trên tới hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Sử dụng bộ dữ liệu của các công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam từ năm 2009 đến năm 2013, áp dụng kỹ thuật hồi quy probit và hồi quy tuyến tính với mô hình tác động cố định FEM, nhóm tác giả phát hiện các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nợ vượt mức trung bình ngành khi điều kiện vay nợ thuận lợi và nhà quản lý ưa thích rủi ro. Hệ quả của quyết định này là ROE giảm sút.

Từ khóa: cơ cấu vốn, hệ số nợ, hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp thủy sản.

Above-average debt ratio and the consequences: The case of the Vietnamese listed seafood enterprises

Abstract

Many studies have presented the relationship between firm's leverage and return on equity (ROE) in order to analyze how significant leverage has influence on ROE of enterprises. Exploring the data set from financial statements and annual reports of the Vietnam listed seafood enterprises from 2009 to 2013, the paper aims at examining the determinants of these firms getting greater debt ratio than the average of the industry. In addition, the relationship between ROE and firm's leverage is analyzed by applying a fixed-effects regression. It can be found that firms getting over-average debt ratio have lower ROE than their counterpart by 50.94%.

Keywords: capital structure, debt ratio, return on equity, seafood enterprises.

1. Giới thiệu

Cơ cấu vốn là tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp (Brigham và Daves, 2003). Các quyết định về cơ cấu vốn bao gồm xác định cơ cấu vốn mục tiêu, kỳ hạn trung bình của khoản nợ và lựa chọn hình thức huy động vốn phù hợp tại một thời điểm nhất định. Đây là nhóm vấn đề cốt lõi của quản trị tài chính doanh nghiệp, được nhiều học giả trên thế giới nghiên cứu theo các cách tiếp cận khác nhau (Damodaran, 2001). Trong đó các lý thuyết nền tảng bao gồm: lý thuyết M&M (Modigliani và Miller, 1958, 1963), lý thuyết Đánh đổi (Kraus và Litzenberger, 1973), lý thuyết Đại diện (Jensen và Meckling, 1976) và lý

thuyết Trật tự phân hạng (Myers và Majluf, 1984). Theo đó, quyết định về cơ cấu vốn thực chất là sự đánh đổi giữa lợi ích từ việc sử dụng nợ như tận dụng lá chắn thuế với các chi phí khác có liên quan, nổi bật là chi phí phá sản và chi phí đại diện. Đồng thời, do thông tin bất cân xứng, các doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên giữ lại lợi nhuận sau thuế và huy động nợ hơn là phát hành cổ phiếu thường (Brigham và Daves, 2003). Tuy vậy, trên thực tế thị trường là không hoàn hảo, điều kiện cụ thể tại mỗi quốc gia và mỗi ngành nghề là khác nhau nên quyết định lựa chọn một tỷ lệ cụ thể giữa nợ và vốn chủ sở hữu vẫn phụ thuộc vào đặc điểm cá biệt của từng doanh nghiệp (Deesomsak và cộng sự, 2004), do đó cần

tiếp tục nghiên cứu để bổ sung bằng chứng thực nghiệm.

Trong nhiều năm qua, ngành thủy sản đã đóng góp đáng kể vào sự tăng trưởng của kinh tế Việt Nam, trở thành ngành xuất khẩu chủ lực của đất nước, nhận được nhiều sự quan tâm của Đảng và Nhà nước. Tuy nhiên, hiện nay, các doanh nghiệp thủy sản đang đối diện với nhiều khó khăn và thách thức trong quá trình kinh doanh, đặc biệt là áp lực thanh toán do sử dụng quá nhiều nợ. Do đó, cần lý giải xu hướng huy động nợ vượt quá ngưỡng trung bình ngành của các doanh nghiệp này và những hệ lụy kèm theo để cảnh báo và đề xuất giải pháp điều chỉnh kịp thời.

2. Tổng quan nghiên cứu

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

Các học giả thuộc nhiều quốc gia trên thế giới đã phát hiện nhiều nhân tố ảnh hưởng trực tiếp tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp, bao gồm:

Tính hữu hình của tài sản: Các nghiên cứu của Bradley và cộng sự (1984), Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995) tại Mỹ và các quốc gia G7 đã phát hiện quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trong tổng tài sản với tỷ lệ nợ. Đồng thời, các lý thuyết đưa ra bởi Scott (1977), Williamson (1988), Harris và Raviv (1990), Rajan và Zingales (1995) cũng giải thích thêm rằng chính mối quan hệ nêu trên là lý do khiến những công ty có tỷ lệ tài sản đảm bảo cao sẽ dễ dàng vay nợ hơn và từ đó giảm thiểu các vấn đề về chi phí đại diện.

Khả năng sinh lợi: Myers (1984) cho rằng khả năng sinh lợi trong quá khứ là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến cấu trúc vốn hiện tại của doanh nghiệp. Vì khi doanh nghiệp có lợi nhuận, doanh nghiệp sẽ ưu tiên giữ lại lợi nhuận, tiếp theo là nợ và sau đó đến phát hành cổ phiếu mới, tuân theo lý thuyết Trật tự phân hạng (Myers và Majluf, 1984) và những bằng chứng từ công trình của Donaldson (1961), Brealey và Myers (1984). Với công thức khả năng sinh lợi bằng tỷ lệ giữa lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA) trên tổng tài sản, Toy và cộng sự (1974), Kester (1986), Titman và Wessles (1988), Rajan và Zingales (1995) đã chứng minh mối quan hệ ngược chiều giữa chi tiêu này và đòn bẩy tài chính.

Khả năng thanh khoản: Tương tự với khả năng sinh lợi, mối quan hệ giữa khả năng thanh khoản với đòn bẩy được giải thích bởi lý thuyết Trật tự phân

hạng (Myers và Majluf, 1980). Theo đó, những công ty có khả năng thanh khoản cao sẽ vay ít hơn. Trong nghiên cứu của mình, Deesomsak và cộng sự (2004) xác định khả năng thanh khoản bằng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn và khẳng định tác động ngược chiều của chỉ tiêu này tới hệ số nợ.

Quy mô: Theo lý thuyết Đánh đổi, các công ty lớn thường ít đối mặt với nguy cơ phá sản, đồng thời, chi phí phá sản cũng thấp hơn so với công ty nhỏ. Bên cạnh đó, ở những công ty này, các chi phí đại diện của nợ và chi phí kiểm soát đều thấp, dòng tiền ít biến động, dễ dàng tiếp cận thị trường tín dụng nên có xu hướng huy động nợ nhiều hơn để tận dụng tối đa lợi ích từ lá chắn thuế. Nghĩa là, quy mô doanh nghiệp được kỳ vọng có quan hệ thuận chiều với tỷ lệ nợ. Trong các nghiên cứu thực nghiệm, quy mô có thể đo bằng nhiều cách khác nhau như logarit tự nhiên của doanh thu- LnS (Rajan và Zingales, 1995) hoặc logarit tự nhiên của tài sản – LnA (Deesomsak và cộng sự, 2004). Tuy nhiên, trên phương diện chi phí phát hành nợ và vốn cổ phần, Smith (1997) lại cho rằng trong những trường hợp cá biệt, các công ty nhỏ phải trả chi phí cao hơn để phát hành vốn cổ phần cũng như nợ dài hạn. Do đó, công ty nhỏ có thể có đòn bẩy cao hơn công ty lớn và đặc biệt, ưa thích huy động nợ ngắn hạn hơn nợ dài hạn. Vì vậy, cần thêm những bằng chứng để khẳng định chiều tác động của quy mô tới tỷ lệ nợ của doanh nghiệp.

Ngoài những nhân tố nêu trên, theo suy luận riêng của nhóm tác giả dựa trên lý thuyết trụ cột về cấu trúc vốn và một số nghiên cứu khác, những nhân tố sau cũng được kỳ vọng có tác động đến quyết định huy động nợ của doanh nghiệp.

Rủi ro: Được dự đoán có quan hệ với đòn bẩy, tuy nhiên, chiều tác động của rủi ro tới cơ cấu vốn chưa rõ ràng. Năm 1984, Bradley và cộng sự (1984) khẳng định rủi ro càng lớn, tỷ lệ nợ càng thấp. Tuy nhiên sau đó, Kim và Sorensen (1986) đã chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa rủi ro và tỷ lệ nợ. Điều này có thể được giải thích bởi sự chưa thống nhất trong cách tính rủi ro, cũng như kết quả tính toán rủi ro chưa chính xác. Trong nghiên cứu của Nguyễn Tấn Vinh (2011), rủi ro được đo bằng độ lệch chuẩn của dòng tiền trong khi Lê Thị Mỹ Phương (2014) thay thế bằng hệ số biến thiên ROA. Với nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng hệ số beta của cổ phiếu để đại diện cho nhân tố rủi ro.

Thái độ với rủi ro của người điều hành doanh nghiệp: Về bản chất, quyết định cấu trúc vốn là sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận nên trên phương

diện tài chính hành vi, quyết định này có thể phụ thuộc vào thái độ đối với rủi ro của người điều hành doanh nghiệp. Theo đó, nhà quản lý ưa thích rủi ro sẽ có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn so với nhà quản lý thận trọng. Một cách đơn giản, thái độ với rủi ro có thể đo bằng độ tuổi và giới tính của nhà quản lý. Theo Barber và Odean (2001), các nhà đầu tư trẻ tuổi có mức độ quá tự tin lớn hơn các nhà đầu tư lớn tuổi và hay bị cuốn vào hoạt động đầu tư mạo hiểm (Kumar, 2006). Về giới tính, Barber và Odean (2001) và Pulford (1997) đã kết luận nam giới thường tự tin hơn nữ giới và sẵn sàng đầu tư mạo hiểm nhiều hơn.

Tuổi của doanh nghiệp: Được xác định bằng thời gian kể từ khi doanh nghiệp được thành lập tới năm nghiên cứu, tuổi của doanh nghiệp được kỳ vọng tỷ lệ thuận với hệ số nợ, xuất phát từ nghiên cứu của Stinchcombe (1965). Theo đó, những công ty lâu đời thường tích lũy kinh nghiệm từ nền kinh tế nên có thể tránh được những rủi ro không đáng có và đạt được kết quả kinh doanh tốt hơn. Nhờ vậy, công ty sẽ tiếp cận với thị trường tín dụng dễ dàng hơn (Rao và cộng sự, 2007) và có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn.

Mức xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp trên thị trường: Cả tổ chức tín dụng và trái chủ đều quan tâm tới điểm xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp khi ra quyết định cho vay. Standard and Poors (2012) kết luận rằng xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp có vai trò quan trọng trong việc thu hẹp khoảng cách thông tin giữa người cho vay và người đi vay thông qua việc cung cấp các quan điểm độc lập mức độ tín nhiệm. Do vậy, một doanh nghiệp khi được đánh giá xếp hạng tín nhiệm cao thường có cơ hội vay nợ dễ dàng hơn, từ đó có xu hướng sử dụng nợ nhiều. Trong bối cảnh tại Việt Nam chưa phổ biến và công khai kết quả xếp hạng tín nhiệm, nhóm tác giả sử dụng thứ hạng của doanh nghiệp trong danh sách 500 doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam (VNR 500) làm chỉ tiêu thay thế, phản ánh phần nào năng lực, vị thế của doanh nghiệp trong ngành.

Như vậy, các nghiên cứu trên thế giới đã cung cấp bằng chứng về sự liên hệ giữa nhiều nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Song điểm chung của các nghiên cứu thực nghiệm này là sử dụng số liệu của doanh nghiệp tại các thị trường phát triển chính như Mỹ (Titman và Wessles, 1988; Denis và McKeon, 2010), Anh (Bevan và Danbolt, 2002) hay các quốc gia thuộc nhóm G7 (Rajan và Zingales, 1995). Những nghiên cứu tại khu vực

châu Á - Thái Bình Dương rất ít và chỉ tập trung vào Thái Lan (Wiwattanakantang, 1999), Singapore (Deeso và cộng sự, 2004), Malaysia (Suto, 2003) và Australia (Cassar và Holmes, 2003; Zoppa và McMahon, 2002). Vì vậy, những kết quả nêu trên có thể không giải thích thỏa đáng cho quyết định về cơ cấu vốn của doanh nghiệp ở ngoài những thị trường này, với điều kiện kinh doanh và môi trường pháp lý khác biệt (Deesomsak và cộng sự, 2004).

2.2. Tác động của cơ cấu vốn đến hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)

Không chỉ lý giải nguyên nhân của quyết định cấu trúc vốn, theo một khía cạnh khác, các nhà nghiên cứu còn xác định tác động của cơ cấu vốn tới giá trị doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động. Trong đó, Modigliani và Miller (1958, 1963) đóng vai trò tiên phong, khẳng định: (i) trong điều kiện không có thuế thu nhập, cấu trúc vốn không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp, (ii) khi tồn tại loại thuế này, giá trị doanh nghiệp sẽ lớn hơn nếu sử dụng nợ do tận dụng được lá chắn thuế. Tuy vậy, lý thuyết đại diện (Jensen và Mekling, 1976) chứng minh tác động ngược chiều của việc sử dụng nợ vượt qua ngưỡng tối ưu sẽ kéo theo chi phí khánh tận tài chính và chi phí đại diện làm giảm giá trị doanh nghiệp. Từ kết quả thực nghiệm, Zeitun và Teian (2007), Margaritis (2007) chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa cơ cấu vốn với hiệu quả hoạt động theo chỉ số thị trường (đo bằng Tobin's Q) và theo sổ sách kế toán (tính bằng ROA, ROE). Tuy nhiên, nghiên cứu của Ratha và cộng sự (2003) tại các nước đang phát triển lại cho thấy sự tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, cần thêm các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến chủ đề này.

2.3. Hướng nghiên cứu để giải quyết vấn đề đặt ra

Tại Việt Nam các nghiên cứu định lượng về cấu trúc vốn của doanh nghiệp thủy sản không nhiều. Lê Phương Dung và Đặng Thị Hồng Giang (2013) sử dụng hai mô hình FEM và REM phát hiện các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản bao gồm: quy mô, tốc độ tăng trưởng, hiệu quả kinh doanh và tính thanh khoản. Phan Hồng Mai và Nguyễn Thanh Lan (2013) chứng minh sự cần thiết của việc sử dụng nợ đối với doanh nghiệp thủy sản, tuy vậy phải kết hợp các biện pháp quản lý chi phí và tài sản hiệu quả. Trong một nghiên cứu khác liên quan đến rủi ro phá sản của doanh nghiệp thủy sản, Nguyễn Thành Cường và Phạm Thế Anh (2010) khuyến nghị tăng vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn. Ngược lại,

Nguyễn Thanh Lan và Vũ Thị Thúy Vân (2012) đề xuất giảm nợ ngắn hạn trong tổng nợ. Nhìn chung, các nghiên cứu đều chỉ ra rằng các doanh nghiệp thủy sản niêm yết sử dụng nợ nhiều, chủ yếu là nợ ngắn hạn, phù hợp với dữ liệu thống kê của nhóm tác giả từ năm 2009 đến 2013 trong nghiên cứu này. Lo ngại ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững và gia tăng nguy cơ phá sản của doanh nghiệp, các tác giả nêu trên đều khuyến cáo thay đổi cơ cấu vốn nhưng không chứng minh được một cách rõ ràng và logic tác dụng của giải pháp này đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thủy sản. Trong khi đó, ROE trung bình ngành trong giai đoạn 2009 – 2013 chỉ đạt 2,96%¹. Vì vậy, cần tiếp tục nghiên cứu làm rõ lý do sử dụng nợ của doanh nghiệp thủy sản, đặc biệt là ở ngưỡng lớn hơn mức trung bình ngành, đồng thời, đánh giá ảnh hưởng của xu hướng đó tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Với phạm vi là các công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam, thu thập dữ liệu 5 năm (từ 2009 đến 2013), kết mạng và áp dụng kỹ thuật hồi quy probit và tuyến tính (tác động cố định), nhóm tác giả kỳ vọng trả lời thấu đáo hai câu hỏi: (i) nhân tố nào ảnh hưởng tới việc một công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam quyết định sử dụng nợ nhiều hơn mức trung bình ngành? (ii) Tác động của quyết định nêu trên tới hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp?

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nguồn dữ liệu: Bài viết sử dụng thông tin thứ cấp là báo cáo tài chính và báo cáo thường niên trong giai đoạn 2009- 2013 của 24 công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam, theo cách phân loại của công ty cổ phần Chứng khoán Vndirect (xem Phụ lục 1).

Phương pháp nghiên cứu: Kết mạng số liệu

(panel data), áp dụng kỹ thuật hồi quy probit (cho mô hình 1) và hồi quy tuyến tính, lựa chọn mô hình tác động cố định FEM (cho mô hình 2) với sự hỗ trợ của phần mềm STATA.

Biến số của mô hình 1: Mô hình 1 nhằm phát hiện các nhân tố ảnh hưởng đến xác suất một công ty quyết định huy động nợ cao hơn mức trung bình ngành. Trong mô hình này, biến phụ thuộc là biến giả D, nhận giá trị bằng 1 nếu tỷ lệ nợ trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp cao hơn mức trung bình ngành trong giai đoạn 2009 – 2013 (54,51%²), nhận giá trị bằng 0 nếu ngược lại. Mô hình 1 được xác định như sau:

$$P(D = 1) = F(\alpha_0 + \alpha_i X_i + \varepsilon_i)$$

Các biến độc lập X_i được tổng hợp trong Bảng 1. ε_i là phần dư tuân theo quy luật phân phối chuẩn, đồng thời thể hiện ảnh hưởng của các biến không quan sát được.

Biến số của mô hình 2: Mô hình 2 nhằm đánh giá tác động của quyết định sử dụng nợ nhiều hơn mức trung bình tới hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu của công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam. Biến phụ thuộc của mô hình là ROE, xác định bằng tỷ lệ giữa Lợi nhuận sau thuế với vốn chủ sở hữu bình quân. Ngoài biến độc lập là biến D trong mô hình 1, nhóm tác giả bổ sung một số biến dựa trên kết quả nghiên cứu của Phan Hồng Mai (2011), Phan Hồng Mai và Nguyễn Thanh Lan (2014), thể hiện trong Bảng 2.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả nghiên cứu từ mô hình 1

Kết quả ước lượng của mô hình 1 được thể hiện trong Bảng 3.

Kết quả ở Bảng 3 cho thấy, bốn biến gồm *tính hữu hình của tài sản, khả năng sinh lợi, khả năng*

Bảng 1: Các biến độc lập của mô hình 1

| TT | Tên biến | Cách xác định |
|----|-------------------------------------|--|
| 1 | Tính hữu hình của tài sản | Tài sản cố định hữu hình chia tổng tài sản |
| 2 | Khả năng sinh lợi | EBITDA chia tổng tài sản |
| 3 | Khả năng thanh khoản | Tài sản ngắn hạn chia nợ ngắn hạn |
| 4 | Quy mô doanh nghiệp | Logarit tự nhiên của tổng tài sản |
| 5 | Hệ số beta | Hệ số ước lượng của hàm hồi quy tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu công ty với tỷ lệ sinh lời của danh mục thị trường (VN Index hoặc HNX Index) theo từng phiên giao dịch trong mỗi năm |
| 6 | Xếp hạng doanh nghiệp | Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp được xếp hạng trên VNR 500, bằng 0 nếu ngược lại |
| 7 | Tuổi của giám đốc doanh nghiệp | Tuổi của giám đốc (hoặc tổng giám đốc) doanh nghiệp |
| 8 | Giới tính của giám đốc doanh nghiệp | Giới tính của giám đốc (hoặc tổng giám đốc) doanh nghiệp. Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu là nam, bằng 0 nếu là nữ |
| 9 | Số năm thành lập | Số năm hoạt động của công ty kể từ khi được thành lập |

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

Bảng 2: Biến độc lập của mô hình 2

| TT | Tên biến | Cách xác định |
|----|--------------------------|--|
| 1 | D | Biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu tỷ lệ nợ trong tổng nguồn vốn vượt ngưỡng trung bình ngành, bằng 0 nếu ngược lại |
| 2 | Khả năng sinh lợi | EBITDA chia tổng tài sản |
| 4 | Quy mô doanh nghiệp | Logarit tự nhiên của tổng tài sản |
| 5 | Vòng quay tiền | Doanh thu chia Tiền và tương đương tiền bình quân |
| 6 | Vòng quay hàng tồn kho | Doanh thu chia Hàng tồn kho bình quân |
| 7 | Vòng quay khoản phải thu | Doanh thu chia Khoản phải thu bình quân |
| 8 | Số năm cổ phần | Số năm hoạt động của công ty theo mô hình công ty cổ phần |

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

thanh khoản và quy mô doanh nghiệp có quan hệ ngược chiều với khả năng doanh nghiệp quyết định huy động nợ nhiều hơn mức trung bình ngành. Cụ thể:

Doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản càng cao, càng có ít khả năng duy trì hệ số nợ cao hơn mức trung bình ngành. Điều này xuất phát từ thực tế các công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam huy động nợ, chủ yếu là nợ ngắn hạn, để tài trợ cho tài sản lưu động. Tài sản cố định hầu như được đầu tư bằng vốn chủ sở hữu nên không làm gia tăng nợ của doanh nghiệp. Cũng với

lý do sử dụng nhiều nợ ngắn hạn, các công ty có quy mô lớn ít khi huy động nợ nhiều hơn mức bình quân, phù hợp với giải thích của Bevan và Danbolt (2002) đã nêu ở mục 2.1. Đồng thời, đối với những công ty có khả năng sinh lợi và khả năng thanh khoản tốt, nhà quản lý sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ có được từ dòng tiền mặt dồi dào và lợi nhuận sau thuế, theo trật tự phân hạng được đề xuất bởi lý thuyết của Myers và Majluf (1984) nên không có xu hướng gia tăng nợ cao hơn mức trung bình.

Ngược lại với những biến nêu trên, ba biến phi tài chính là xếp hạng doanh nghiệp, tuổi của chủ doanh

Bảng 3: Kết quả ước lượng của mô hình 1

| Biến độc lập | Hệ số ước lượng | Tác động biên trung bình |
|---|---|--------------------------|
| Tính hữu hình của tài sản | -7,0039*** (1,7945) | -1,5621*** (0,2801) |
| Khả năng sinh lợi | -3,9006** (1,9418) | -0,8700** (0,4361) |
| Khả năng thanh khoản | -3,7055*** (0,9995) | -0,8265*** (0,1489) |
| Quy mô doanh nghiệp | -0,6112** (0,2400) | -0,1363*** (0,0513) |
| Xếp hạng doanh nghiệp | 0,8176** (0,3550) | 0,1824** (0,0762) |
| Tuổi của giám đốc doanh nghiệp | 0,0569** (0,0239) | 0,0127** (0,0054) |
| Giới tính của giám đốc doanh nghiệp | 0,3421 (0,3789) | 0,0763 (0,0824) |
| Hệ số beta | 0,4806 (0,3387) | 0,1072 (0,0737) |
| Số năm thành lập | 0,0456*** (0,0160) | 0,0102*** (0,0035) |
| Hệ số chặn | 10,4419*** (3,6984) | - |
| Sai số chuẩn được ghi trong ngoặc đơn. Số quan sát: 120. R ² = 41,08%. | Biến phụ thuộc: D *p < 10% **p < 5% ***p < 1% Wald chi ² (9) = 37,64***. | |

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

nghiệp và số năm thành lập đều có mối quan hệ thuận chiều với xác suất doanh nghiệp có hệ số nợ cao hơn ngưỡng trung bình ngành. Theo đó, vị trí xếp hạng của doanh nghiệp càng cao, khả năng vay được nợ càng lớn, dẫn đến việc sử dụng nợ vượt ngưỡng trung bình (xác suất bằng 18,24%). Ngoài ra, những nhà quản lý lớn tuổi, với kinh nghiệm lãnh đạo thường tự tin và lạc quan hơn (theo Nguyễn Đức Hiền, 2012) nên sẵn sàng chấp nhận rủi ro khi gia tăng nợ, kết quả là hệ số nợ của doanh nghiệp được duy trì cao hơn tỷ lệ trung bình ngành. Cuối cùng, những công ty hoạt động lâu năm có xu hướng sử dụng nợ nhiều hơn mức bình quân dựa trên kinh nghiệm tích lũy để tránh các trở ngại không cần thiết và đạt kết quả kinh doanh tốt hơn (Stinchcombe, 1965), từ đó vay nợ dễ dàng (Rao và cộng sự, 2007).

Để kiểm chứng mức độ phù hợp của mô hình, Hình 1 được phác họa sau khi thực hiện chạy mô hình probit ở trên. Phân diện tích dưới đường ROC là 90,25%, cho biết mô hình probit đạt mức độ phù hợp cao trong việc ước lượng xác suất các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản tại Việt Nam có hệ số nợ cao hơn mức trung bình ngành trong giai đoạn nghiên cứu.

Bên cạnh đó, kết quả ước lượng cũng cho thấy chưa đủ cơ sở để xác nhận mối liên hệ giữa *hệ số beta* với khả năng doanh nghiệp sử dụng nợ cao hơn mức trung bình ngành, mặc dù về lý thuyết, điều này có thể xảy ra. Điều này có thể do: (i) hệ số beta không thích hợp để đại diện cho rủi ro của doanh nghiệp, (ii) giá trị hệ số beta được tính chưa chính

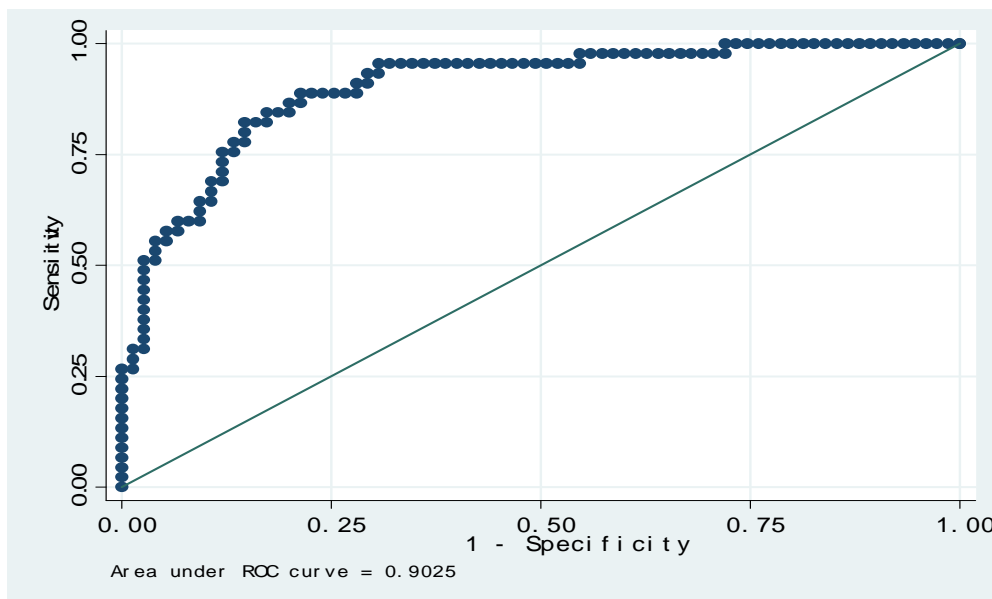
xác, xuất phát từ việc lựa chọn danh mục cổ phiếu niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội làm danh mục thị trường. Do đó, cần tiếp tục nghiên cứu về ảnh hưởng của rủi ro tới quyết định sử dụng nợ để có những bằng chứng xác đáng hơn.

4.2. Kết quả nghiên cứu từ mô hình 2

Sử dụng kiểm định Hausman cho thấy mô hình tác động cố định REM là lựa chọn phù hợp (xem Phụ lục 2), kết quả ước lượng của mô hình 2 được thể hiện trong Bảng 4.

Kết quả ước lượng từ mô hình 2 phù hợp với kỳ vọng ban đầu của nhóm tác giả về hệ lụy của việc sử dụng nợ quá ngưỡng tới ROE của công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam. Rõ ràng, các công ty có *hệ số nợ* cao hơn mức trung bình ngành, ROE thấp hơn các doanh nghiệp còn lại là 50,94%. Biến thứ hai có quan hệ ngược chiều với ROE là *số năm cổ phần* (được sử dụng thay thế cho biến số năm thành lập do mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu chỉ thực sự được lựa chọn khi doanh nghiệp hoạt động theo mô hình công ty cổ phần, theo Damodaran, 2001). Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Phan Hồng Mai và Nguyễn Thanh Lan (2014), nhấn mạnh sự cần thiết tái cấu trúc các doanh nghiệp hoạt động lâu năm để phù hợp với điều kiện kinh doanh mới. Ngoài hai biến trên, *khả năng sinh lợi, quy mô và vòng quay khoản phải thu* ảnh hưởng tích cực tới ROE, tương đồng với kết quả phân tích phương trình DUPONT và nghiên cứu của Phan Hồng Mai (2011), Phan Hồng Mai và Nguyễn Thanh Lan (2014).

Hình 1: Ước lượng sự phù hợp của mô hình probit



Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

Bảng 4: Kết quả ước lượng của mô hình 2

| Biến giải thích | Hệ số ước lượng |
|--------------------------|------------------------|
| D | -0,5094*** (0,1614) |
| Khả năng sinh lợi | 3,6704** (1,7526) |
| Quy mô doanh nghiệp | 1,3246*** (0,4675) |
| Vòng quay tiền | -0,0005 (0,0005) |
| Vòng quay hàng tồn kho | 0,0395 (0,0300) |
| Vòng quay khoản phải thu | 0,0161** (0,0076) |
| Số năm cổ phần | -0,2311*** (0,0727) |
| Hệ số chặn | -17,2401** (6,2439) |

Sai số chuẩn được ghi trong ngoặc đơn. Biến phụ thuộc: ROE
Số quan sát: 120. *p < 10% **p < 5% ***p < 1%
R² = 41,08%. F(7, 23) = 2,89**

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

5. Kết luận

Thủy sản là một trong những ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, nhận được nhiều sự quan tâm của Chính phủ. Một trong những chiến lược quan trọng để phát triển bền vững ngành thủy sản là Chương trình hành động thực hiện Đề án “Tái cơ cấu ngành thủy sản theo hướng nâng cao giá trị gia tăng và phát triển bền vững” theo Quyết định số 1167/QĐ-BNN-TCTS ngày 22/11/2013. Theo đó, các doanh nghiệp thủy sản niêm yết cần xây dựng chiến lược kinh doanh riêng để đáp ứng yêu cầu phát triển của ngành. Do vậy, việc xem xét đánh giá đòn bẩy của doanh nghiệp so với mức trung bình của toàn ngành và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến ROE là hai vấn đề quan trọng cần được nghiên cứu làm căn cứ đề xuất khuyến nghị về quyết định cấu trúc vốn nhằm cải thiện kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Thông qua nghiên cứu này, nhóm tác giả rút ra một số kết luận như sau:

- Một số công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam có xu hướng sử dụng nợ vượt mức trung bình ngành là do (i) vị thế cao và hoạt động lâu năm trong ngành tạo điều kiện huy động nợ dễ dàng, và (ii) nhà quản lý doanh nghiệp phóng khoáng, ưa thích rủi ro. Điều này gia tăng nguy cơ vỡ nợ khi điều kiện kinh doanh thay đổi bất thường.

Ngược lại, những doanh nghiệp duy trì hệ số nợ thấp hơn mức bình quân có đặc điểm chung là quy mô lớn, nhiều tài sản cố định, khả năng thanh khoản và khả năng sinh lợi cao. Vì vậy, để phát triển bền vững, các công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam cần tập trung củng cố năng lực kinh doanh thay vì sử dụng nợ để mở rộng nhanh chóng.

- Hệ quả của việc huy động nợ quá mức là ROE giảm sút. Trong khi đó, quy mô lớn, khả năng sinh lợi cao và vòng quay khoản phải thu giúp nâng cao ROE của doanh nghiệp một cách nhanh chóng. Điều này một lần nữa chứng tỏ tác động hai mặt của đòn bẩy tài chính và tầm quan trọng của năng lực kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp trong việc kiểm soát rủi ro khi sử dụng nợ. Đồng thời, đây là căn cứ khoa học tin cậy để cảnh báo các nhà quản lý tại công ty cổ phần niêm yết thuộc ngành thủy sản tại Việt Nam kịp thời điều chỉnh cơ cấu vốn để cải thiện ROE.

- Tuy vậy, các kết quả nghiên cứu nêu trên chưa thể suy rộng cho tất cả các doanh nghiệp trong ngành thủy sản tại Việt Nam do hạn chế về dữ liệu nghiên cứu cho toàn ngành, vì vậy khả năng định hướng chính sách đầu tư và phát triển toàn ngành cũng bị giới hạn. □

Phụ lục 1. Danh sách các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản tại Việt Nam

| STT | Mã chứng khoán | Tên đầy đủ của doanh nghiệp |
|-----|----------------|--|
| 1 | AAM | Công ty cổ phần Thủy sản Mekong |
| 2 | ABT | Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu thủy sản Bến Tre |
| 3 | ACL | Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu thủy sản Cửu Long – An Giang |
| 4 | AGD | Công ty cổ phần Gò Đàng |
| 5 | AGF | Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu thủy sản An Giang |
| 6 | ANV | Công ty cổ phần Nam Việt |
| 7 | ATA | Công ty cổ phần NTACO |
| 8 | AVF | Công ty cổ phần Việt An |
| 9 | BAS | Công ty cổ phần Basa |
| 10 | BLF | Công ty cổ phần Thủy sản Bạc Liêu |
| 11 | CAN | Công ty cổ phần Đồ hộp Hạ Long |
| 12 | CMX | Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu, chế biến thủy sản đông lạnh Cà Mau |
| 13 | FDG | Công ty cổ phần Docimexco |
| 14 | FMC | Công ty cổ phần Thực phẩm Sao Ta |
| 15 | HVG | Công ty cổ phần Hùng Vương |
| 16 | ICF | Công ty cổ phần Đầu tư và Thương mại thủy sản |
| 17 | IDI | Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển quốc tế |
| 18 | MPC | Công ty cổ phần Thủy sản Minh Phú |
| 19 | NGC | Công ty cổ phần Xuất khẩu và Chế biến Ngô Quyền |
| 20 | SJ1 | Công ty cổ phần Thủy sản số 1 |
| 21 | TS4 | Công ty cổ phần Thủy sản số 4 |
| 22 | VHC | Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn |
| 23 | VNH | Công ty cổ phần Thủy sản Việt Nhật |
| 24 | VTF | Công ty cổ phần Thức ăn chăn nuôi Việt Thắng |

Nguồn: Công ty cổ phần Chứng khoán Vndirect

Phụ lục 2. Kiểm định Hausman của mô hình 2

| | Hệ số ước lượng | | | |
|----------------------------------|-----------------|----------|---------------------|---|
| | (b) TĐCD | (B) . | (b-B) Chênh lệch | $\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ S.E. |
| D | -0,5094 | -0,2298 | -0,2796 | 0,1624 |
| Khả năng sinh lợi | 3,6704 | 2,4906 | 1,1798 | 0,3588 |
| Quy mô doanh nghiệp | 1,3246 | 0,1141 | 1,2105 | 0,1983 |
| Vòng quay tiền | -0,0005 | -0,0004 | -0,0001 | . |
| Vòng quay HTK | 0,0395 | 0,0179 | 0,0216 | 0,0097 |
| Vòng quay khoản phải thu | 0,0161 | -0,0042 | 0,0203 | 0,0019 |
| Số năm cổ phần | -0,2311 | -0,0442 | -0,1869 | 0,0299 |
| Chi ² (7) = 152,27*** | | | | |

*p < 10% **p < 5% ***p < 1%

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

Ghi chú:

- Số liệu từ báo cáo thường niên và báo cáo tài chính, công bố trên website www.cophieu68.vn
- Số liệu từ báo cáo thường niên và báo cáo tài chính, công bố trên website www.cophieu68.vn

Tài liệu tham khảo

- Barber, B.M., & Odean, T. (2001), 'Boys will be boys: Gender, overconfidence, & common stock investment', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1, pp. 261–292.
- Bevan, A.A. & Danbolt, J. (2002), 'Capital structure & its determinants in the United Kingdom – A decomposition analysis', *Applied Financial Economics*, Vol. 12, Issue 3, pp. 159-170.
- Bradley, M., Jarrell, G., & Kim, E.H. (1984), 'On the existence of an optimal capital structure: Theory & evidence', *Journal of Finance*, Vol. 39, Issue 3, pp. 857-878.

- Brealey, R. & Myers, S. (1984), *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill.
- Brigham, E.F. & Daves, P.R. (2003), *Intermediate financial management (8th edition)*, Thomson South-Western, Mason, the United States of America.
- Cassar, G. & Holmes, S. (2003), 'Capital structure & financing of SMEs: Australian evidence', *Accounting & Finance*, Vol. 43, Issue 2, pp. 123-147.
- Damodaran, A. (2001), *Corporate finance: Theory & practice (2nd edition)*, John Wiley & Sons, Inc, the United States of America.
- Deesomsak, R. & Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004), 'The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region', *Journal of multinational Financial Management*, Vol. 14, Issues 4-5, pp. 387-405.
- Denis, D.J., McKeon, S.B. (2012), 'Debt financing & financial flexibility: Evidence from proactive leverage increases', *Review of Financial Studies*, Vol. 25, Issue 6, pp. 1897-1929.
- Donaldson, G. (1961), *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy & the determination of corporate debt capacity*, Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration.
- Harris, M. & Raviv, A. (1990), 'Capital structure & the informational role of debt', *Journal of Finance*, Vol. 45, Issue 2, pp. 321-349.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs & capital structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Kester, C.W. (1986), 'Capital & ownership structure: A comparison of United States & Japanese manufacturing corporations', *Financial Management*, Vol. 15, No. 1, pp. 5-16.
- Kim, W.S. & Sorensen, E.H. (1986), 'Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy', *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 21, Issue 2, pp. 131-144.
- Kraus, A., & R.H. Litzenberger (1973), 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *Journal of Finance*, Vol. 33, pp. 911-922.
- Kumar, A. & Charles, M.C.L. (2006), 'Retail investor sentiment & return comovements', *Journal of Finance, American Finance Association*, Vol. 61, Issue 5, pp. 2451-2486.
- Lê Phương Dung và Đặng Thị Hồng Giang (2013), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh - Sử dụng phương pháp FEM, REM', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 187, tr. 57-65.
- Lê Thị Mỹ Phương (2014), 'Nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các công ty ngành Xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán', *Tạp chí Tài chính*, số 8, tr. 38-42.
- Margaritis, D. & Psillaki, M. (2007), 'Capital structure & firm efficiency', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, Issue 9-10, pp. 1447-1469.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporate finance, & the theory of investment', *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963), 'Corporate income taxes & the cost of capital - A correction', *American Economic Review*, Vol. 53, Issue 3, pp. 433-443.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984), 'Corporate financing & investment decisions when firms have information investors do not have', *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, pp. 187-221.
- Myers, S. (1984), 'The capital structure puzzle', *Journal of Finance*, Vol. 39, Issue 3, pp. 575-92.
- Nguyễn Đức Hiền (2012), 'Hành vi của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Luận án tiến sĩ kinh tế*, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Việt Nam.
- Nguyễn Tấn Vinh (2011), 'Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội', *Luận văn thạc sĩ quản trị kinh doanh*, Đại học Đà Nẵng, Việt Nam.
- Nguyễn Thành Cường và Phạm Thế Anh (2010), 'Đo lường rủi ro tín dụng của các ngân hàng trong việc cho vay đối với các doanh nghiệp chế biến thủy sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học - Công nghệ thủy sản*, số 2, tr. 27-33.
- Nguyễn Thanh Lan và Vũ Thị Thúy Vân (2012), 'Ứng dụng mô hình chỉ số Z để đo lường nguy cơ phá sản của các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 186 (II), tr.51-59.
- Pulford, B.D., & Colman, A.M. (1997), 'Overconfidence: Feedback & item difficulty effects', *Personality & Indi-*

vidual Differences, Vol. 23, Issue 1, pp. 125-133.

- Phan Hồng Mai (2011), 'Mô hình kinh tế lượng phản ánh tác động của hiệu quả quản lý tài sản tới hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu của các công ty cổ phần xây dựng niêm yết ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 170, tr.59-64.
- Phan Hồng Mai và Nguyễn Thanh Lan (2013), 'Tăng cường khả năng sinh lời trong điều kiện bền vững - Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản ở Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số Đặc biệt tháng 3, tr. 111-119.
- Phan Hồng Mai và Nguyễn Thanh Lan (2014), 'Determinants of return on equity: The case of the Vietnam listed food enterprises', *Proceedings of the 12th IFEAMA International conference "Innovation, Competitiveness & International Economic Cooperation"*, Vol. 2, NEU Publishing House, Vietnam, pp. 804-816.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995), 'What do we know about capital structure? Some evidence from international data', *Journal of Finance*, Vol. 50, Issue 5, pp. 1421-1460.
- Rao, N.V., Al-Yahyaee, K.H.M. & Syed, L.A.M. (2007), 'Capital structure & financial performance: Evidence from Oman', *Indian Journal of Economics & Business*, Vol. 6, Issue 1, pp. 1-14.
- Ratha, D., Mohapatra, S., & Suttle, P. (2003), 'Corporate financial structures & performance in developing countries', *Global Development Finance*, Vol. 120, No. 110, pp. 109-122.
- Scott, J. (1977), 'Bankruptcy, secured debt, & optimal capital structure', *Journal of Finance*, Vol. 32, Issue 1, pp. 1-19.
- Smith, C. (1977), 'Alternative methods for raising capital: Rights versus underwritten offerings', *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Issue 3, pp. 273-307.
- St&ard & Poors (2012), *The role of credit ratings in the financial system*, Strieved from <http://www.st&ard&poors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245333790527>
- Stinchcombe, A. (1965), 'Social structure & organizations', In J. March (Ed.). *H&book of Organizations*: 142-193. Chicago: R& McNally.
- Suto, M. (2003), 'Capital structure & investment behaviour of Malaysian firms in the 1990s: A study of corporate governance before the crisis', *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, Issue 1, pp. 25-39.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988), 'The determinants of capital structure choice', *Journal of Finance*, Vol. 43, Issue 1, pp. 1-19.
- Toy, N., Stonehill, A., Remmers, L., Wright, R. & Beekhuisen, T. (1974), 'A comparative international study of growth, profitability & risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector', *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 9, Issue 5, pp. 875-886.
- Williamson, O. (1988), 'Corporate finance & corporate governance', *Journal of Finance*, Vol. 43, Issue 3, pp. 567-591.
- Wiwattanakantang, Y. (1999), 'An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms', *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, Issue 3, pp. 371-403.
- Zeitun, R. & Tian, G.G. (2007), 'Capital structure & corporate performance: Evidence from Jordan', *Australian Accounting Business & Finance Journal*, Vol.1, No.4, pp. 40-61.
- Zoppa, A. & McMahon, R. (2002), 'Pecking-order theory & the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey', *Research Paper Series 02-1*, School of Commerce, The Flinders University of South Australia.

Thông tin tác giả:

***Nguyễn Thanh Lan**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Phòng Quản lý Khoa học, Đại học Kinh tế Quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Ngân hàng – Tài chính

- Tạp chí từng đăng tải công trình: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, *Tạp chí Ngân hàng*, *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Kế toán*

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: thanhlan512@gmail.com

****Phan Hồng Mai**, Tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Ngân hàng – Tài chính

- Tạp chí từng đăng tải công trình: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, *Tạp chí Ngân hàng*

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ email: hongmaiktqd@yahoo.com