

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC ĐÔNG ĐÔ**



TRẦN THỊ HƯƠNG

**NGHIÊN CỨU CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG
VỐN CỦA TỔNG CÔNG TY HÀNG HẢI VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Ngành: Quản trị kinh doanh

Người hướng dẫn khoa học: GS.TS. Phạm Thị Mỹ Dung

HÀ NỘI - 2026

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan Luận án “Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam” là công trình nghiên cứu độc lập của tôi, do chính tôi hoàn thành.

Các tài liệu tham khảo, trích dẫn, các số liệu thống kê phục vụ mục đích nghiên cứu của công trình này là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng.

Nghiên cứu sinh

Trần Thị Hương

LỜI CẢM ƠN

Trong suốt quá trình hoàn thiện luận án tiến sĩ với đề tài “Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam”, tôi xin gửi lời biết ơn sâu sắc tới người hướng dẫn khoa học của tôi. Cô không chỉ tận tình chỉ bảo, định hướng chuyên môn mà còn luôn động viên, khích lệ hoàn thành luận án.

Tôi xin cảm ơn Ban Giám hiệu, Viện Đào tạo Sau đại học, Khoa Kinh tế và Quản lý - Trường Đại học Đông Đô đã tạo điều kiện thuận lợi cho tôi trong suốt thời gian học tập và nghiên cứu. Tôi xin gửi lời cảm ơn đến Ban lãnh đạo, cán bộ và nhân viên của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam đã nhiệt tình hỗ trợ, cung cấp thông tin, số liệu cần thiết để tôi hoàn thành nghiên cứu này.

Xin trân trọng cảm ơn các Thầy Cô giáo, các nhà khoa học, các đồng nghiệp và bạn bè đã chia sẻ kinh nghiệm quý báu, góp phần giúp tôi hoàn thiện hơn nội dung của luận án.

Tôi gửi lời biết ơn sâu sắc tới gia đình và người thân - những người luôn ở bên, động viên và là chỗ dựa tinh thần vững chắc để tôi vượt qua mọi khó khăn trong suốt quá trình học tập và nghiên cứu.

Mặc dù đã rất nỗ lực, luận án khó tránh khỏi những hạn chế nhất định. Tôi rất mong nhận được sự đóng góp ý kiến của các nhà khoa học, thầy cô và bạn đọc để công trình được hoàn thiện hơn.

Xin trân trọng cảm ơn!

Hà Nội, tháng năm 2026

Nghiên cứu sinh

Trần Thị Hương

MỤC LỤC

MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA DOANH NGHIỆP	22
1.1. Cơ sở lý luận về vốn của doanh nghiệp.....	22
<i>1.1.1. Khái niệm vốn của doanh nghiệp.....</i>	<i>22</i>
<i>1.1.2. Phân loại vốn của doanh nghiệp.....</i>	<i>24</i>
1.2. Cơ sở lý luận và phương pháp đánh giá hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp	30
<i>1.2.1. Khái niệm hiệu quả sử dụng vốn.....</i>	<i>30</i>
<i>1.2.2. Các chỉ tiêu chủ yếu đánh giá hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.....</i>	<i>31</i>
<i>1.2.3. Các phương pháp đánh giá hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.....</i>	<i>33</i>
1.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp	35
<i>1.3.1. Cơ cấu vốn</i>	<i>35</i>
<i>1.3.2. Quy mô vốn</i>	<i>36</i>
<i>1.3.3. Trình độ quản lý vốn</i>	<i>37</i>
<i>1.3.4. Công nghệ quản lý vốn.....</i>	<i>38</i>
<i>1.3.5. Cơ chế quản lý vốn.....</i>	<i>41</i>
<i>1.3.6. Các yếu tố khách quan và đặc thù ngành ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn.....</i>	<i>44</i>
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1.....	47
CHƯƠNG 2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	48
2.1. Tiếp cận nghiên cứu	48
<i>2.1.1. Tiếp cận hệ thống.....</i>	<i>48</i>
<i>2.1.2. Tiếp cận kết hợp nghiên cứu định tính và định lượng</i>	<i>48</i>
2.2. Khung phân tích của luận án.....	51
2.3. Phương pháp nghiên cứu	52
<i>2.3.1. Nguồn số liệu và phương pháp thu thập số liệu.....</i>	<i>52</i>
<i>2.3.2. Phương pháp phân tích và xử lý số liệu.....</i>	<i>53</i>

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	75
CHƯƠNG 3. THỰC TRẠNG CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN TẠI TỔNG CÔNG TY HÀNG HẢI VIỆT NAM	76
3.1. Khái quát về Tổng công ty Hàng hải Việt Nam	76
<i>3.1.1. Quá trình hình thành và phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam</i>	76
<i>3.1.2. Cơ cấu tổ chức và lĩnh vực hoạt động chính của VIMC</i>	77
3.2. Thực trạng vốn và hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam	79
<i>3.2.1. Thực trạng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam</i>	79
<i>3.2.2. Hiệu quả sử dụng vốn của VIMC</i>	89
3.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC	103
<i>3.3.1. Phân rã các nhân tố tài chính ảnh hưởng đến ROE theo mô hình DuPont.</i>	103
<i>3.3.2. Phân tích các yếu tố bối cảnh và điều kiện hoạt động ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn</i>	115
<i>3.3.3. Phân tích ảnh hưởng tổng hợp của các yếu tố bên trong đến cảm nhận của người được khảo sát về hiệu quả sử dụng vốn của VIMC</i>	127
3.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu	142
<i>3.4.1. Yếu tố trình độ quản lý vốn</i>	145
<i>3.4.2. Yếu tố cơ cấu vốn</i>	146
<i>3.4.3. Yếu tố cơ chế quản lý vốn</i>	147
<i>3.4.4. Yếu tố công nghệ quản lý vốn</i>	147
<i>3.4.5. Yếu tố quy mô vốn</i>	148
<i>3.4.6. Đối chiếu kết quả khảo sát với hiệu quả tài chính thực tế của VIMC</i>	148
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	150
CHƯƠNG 4. GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA TỔNG CÔNG TY HÀNG HẢI VIỆT NAM	151
4.1. Mục tiêu và định hướng phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam	151
<i>4.1.1. Bối cảnh và yêu cầu phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam</i>	151
<i>4.1.2. Mục tiêu phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam</i>	152
<i>4.1.3. Định hướng phát triển gắn với nâng cao hiệu quả sử dụng vốn</i>	153

4.1.4. Định hướng phát triển VIMC đến năm 2030.....	154
4.2. Giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam ...	154
4.2.1. Nâng cao trình độ của đội ngũ cán bộ quản lý vốn	155
4.2.2. Tối ưu hóa cơ cấu vốn.....	159
4.2.3. Hoàn thiện cơ chế quản lý vốn.....	161
4.2.4. Đổi mới công nghệ quản lý vốn	164
4.2.5. Cải thiện quy mô vốn.....	167
4.2.6. Quản trị rủi ro biến động giá nhiên liệu và thị trường vận tải biển.....	169
4.2.7. Lộ trình ưu tiên giải pháp theo từng khối hoạt động của VIMC	170
4.3. Kiến nghị đối với Nhà nước và các cơ quan liên quan	172
4.3.1. Kiến nghị với Chính phủ	172
4.3.2. Kiến nghị với các cơ quan liên quan.....	173
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4.....	177
KẾT LUẬN	178
DANH MỤC CÁC CÔNG BỐ KHOA HỌC.....	180
TÀI LIỆU THAM KHẢO	181
PHỤ LỤC	190

DANH MỤC BẢNG

Bảng 2. 1: Thang đo cảm nhận các yếu tố ảnh hưởng hiệu quả	68
Bảng 3. 1: Vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam	79
Bảng 3. 2: Hiệu quả tổng hợp sử dụng vốn của VIMC	89
Bảng 3. 3: Hiệu quả sử dụng vốn lưu động của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam	94
Bảng 3. 4: Hiệu quả sử dụng vốn cố định của VIMC	97
Bảng 3. 5: Hiệu quả sử dụng vốn của VIMC thông qua mô hình DuPont ...	103
Bảng 3. 6: Tác động của từng chỉ tiêu tài chính đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam thông qua	108
Bảng 3. 7: Thống kê mô tả đặc điểm đối tượng khảo sát	129
Bảng 3. 8: Kiểm định thang đo bằng hệ số tin cậy Cronbach's Alpha	131
Bảng 3. 9: Kiểm định hệ số KMO và Bartlett	132
Bảng 3. 10: Ma trận xoay	133
Bảng 3. 11: Bảng mô hình tóm tắt kiểm tra độ phù hợp của mô hình	134
Bảng 3. 12: Phân tích hồi quy ANOVA	135
Bảng 3. 13: Phân tích hồi quy bội	135

DANH MỤC SƠ ĐỒ

Sơ đồ 2. 1: Mô hình nghiên cứu định lượng	59
Sơ đồ 3. 1: Cơ cấu tổ chức của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.....	77

DANH MỤC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 3.1: Vốn lưu động và vốn cố định của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam giai đoạn 2020–2024	82
Biểu đồ 3.2: Thực trạng vốn đầu tư của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam...	86

DANH MỤC HÌNH VÀ ĐỒ THỊ

Hình 2. 1: Khung phân tích của Luận án	52
Hình 3. 1: Biểu đồ tần số của phần dư chuẩn hóa.....	141
Hình 3. 2: Đồ thị so sánh với phân phối chuẩn của phần dư chuẩn hóa.....	141
Hình 3. 3: Đồ thị phân bố ngẫu nhiên của phần dư chuẩn hóa	142

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Nghĩa tiếng Việt
CTCP	Công ty cổ phần
DN	Doanh nghiệp
LNST	Lợi nhuận sau thuế
NCS	Nghiên cứu sinh
VIMC	Tổng công ty Hàng hải Việt Nam
ROA	Hoàn vốn tài sản
ROE	Hoàn vốn chủ sở hữu
ROS	Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu
EFA	Phân tích nhân tố khám phá
OLS	Phân tích nhân tố hồi quy
DEA	Phân tích bao dữ liệu
SFA	Phân tích biến ngẫu nhiên

MỞ ĐẦU

1. Lý do chọn đề tài

Vốn không chỉ là điều kiện hình thành tài sản và duy trì hoạt động sản xuất, kinh doanh mà còn là cơ sở để doanh nghiệp mở rộng quy mô, đổi mới công nghệ và củng cố vị thế cạnh tranh. Tuy nhiên, quy mô vốn lớn không đồng nghĩa với hiệu quả kinh doanh cao. Trong cùng một điều kiện thị trường, các doanh nghiệp có nguồn lực tài chính tương đương vẫn có thể đạt được kết quả khác nhau do sự khác biệt về phương thức phân bổ vốn, cơ cấu nguồn tài trợ, năng lực điều hành và khả năng ứng phó với rủi ro. Vì vậy, trọng tâm của quản trị tài chính hiện đại không chỉ nằm ở khả năng huy động nguồn lực mà còn ở việc tổ chức khai thác vốn một cách hợp lý, an toàn và có khả năng tạo giá trị bền vững. Từ góc độ đó, nhận diện và đánh giá các yếu tố chi phối hiệu quả sử dụng vốn vừa có ý nghĩa đối với hoạt động quản trị doanh nghiệp, vừa góp phần bổ sung cơ sở khoa học cho việc ra quyết định tài chính.

Yêu cầu này càng trở nên rõ nét đối với Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (VIMC) trong quá trình chuyển đổi mô hình hoạt động. Theo Quyết định số 751/QĐ-TTg ngày 20/6/2018 của Thủ tướng Chính phủ, VIMC được chuyển thành công ty cổ phần và bắt đầu vận hành theo mô hình mới từ năm 2020. Sau cổ phần hóa, Tổng công ty vẫn giữ vai trò doanh nghiệp nòng cốt trong lĩnh vực hàng hải, với ba nhóm hoạt động chủ yếu gồm vận tải biển, khai thác cảng biển và dịch vụ logistics (Thủ tướng Chính phủ, 2018). Việc thay đổi mô hình sở hữu và quản trị đặt VIMC trước yêu cầu phải đồng thời bảo toàn phần vốn nhà nước, nâng cao khả năng sinh lời và cơ cấu lại danh mục đầu tư theo hướng hiệu quả hơn.

Việc thực hiện các yêu cầu trên không đơn giản bởi hoạt động hàng hải có mức độ thâm dụng vốn cao, thời gian thu hồi vốn dài và chịu ảnh hưởng mạnh từ chu kỳ kinh tế. Giá nhiên liệu, cước vận tải biển, lãi suất, tỷ giá và sự biến động của thương mại quốc tế đều có thể làm thay đổi doanh thu, chi phí cũng

như dòng tiền của doanh nghiệp. Mặt khác, cơ chế tạo ra hiệu quả vốn tại từng khối hoạt động của VIMC cũng không hoàn toàn giống nhau. Hiệu quả của vận tải biển phụ thuộc nhiều vào cơ cấu và mức độ khai thác đội tàu; hiệu quả của cảng biển gắn với công suất cầu bến, năng suất thiết bị và sản lượng hàng hóa thông qua cảng; trong khi hoạt động logistics chịu tác động đáng kể từ tốc độ luân chuyển vốn lưu động, khả năng kiểm soát công nợ và mức độ liên kết dịch vụ. Những khác biệt này cho thấy việc đánh giá VIMC chỉ bằng một số tỷ số tài chính tổng hợp chưa đủ để giải thích đầy đủ nguyên nhân của sự biến động về hiệu quả sử dụng vốn giữa các năm và giữa các lĩnh vực kinh doanh.

Xét về phương diện đo lường, hiệu quả sử dụng vốn thường được phản ánh thông qua các chỉ tiêu tài chính như tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS), vòng quay tài sản và các chỉ tiêu về vốn lưu động. Các thước đo này có ưu điểm là được xác định từ dữ liệu kế toán, có khả năng kiểm chứng và thuận lợi cho việc so sánh theo thời gian. Tuy nhiên, số liệu tài chính chủ yếu phản ánh kết quả đã hình thành, trong khi chưa thể hiện đầy đủ các điều kiện quản trị tạo nên kết quả đó, chẳng hạn chất lượng lập kế hoạch vốn, năng lực kiểm soát đầu tư, mức độ phân quyền, tính minh bạch của cơ chế điều hành hoặc khả năng ứng dụng công nghệ trong quản lý tài chính. Ngược lại, dữ liệu khảo sát có thể hỗ trợ nhận diện những yếu tố khó quan sát trực tiếp trên báo cáo tài chính, nhưng kết quả khảo sát phản ánh nhận thức của người trả lời nên không thể được sử dụng để thay thế các chỉ tiêu tài chính thực tế.

Xuất phát từ tính bổ trợ của hai nguồn dữ liệu, nghiên cứu lựa chọn cách tiếp cận kết hợp. Số liệu báo cáo tài chính hợp nhất của VIMC trong giai đoạn 2020–2024 được sử dụng để đánh giá diễn biến và kết quả khai thác vốn; trong khi thông tin khảo sát cán bộ quản lý, điều hành và nhân sự tài chính được dùng để xem xét nhận thức của người trong doanh nghiệp về mức độ ảnh hưởng của các yếu tố quản trị nội bộ. Cách tiếp cận này cho phép nghiên cứu không chỉ

trả lời câu hỏi hiệu quả sử dụng vốn của VIMC đã thay đổi như thế nào, mà còn góp phần lý giải những điều kiện quản trị có liên quan đến sự thay đổi đó.

Trên cơ sở yêu cầu thực tiễn đặt ra đối với VIMC sau cổ phần hóa và khoảng trống trong việc kết nối kết quả tài chính với các điều kiện quản trị bên trong doanh nghiệp, tác giả lựa chọn đề tài: **“Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam”**. Nghiên cứu hướng tới xây dựng một khung phân tích phù hợp với đặc điểm của doanh nghiệp hàng hải có quy mô lớn và hoạt động trong nhiều lĩnh vực có cơ chế sử dụng vốn khác nhau. Kết quả nghiên cứu là căn cứ để nhận diện các yếu tố cần ưu tiên trong quản trị vốn, đồng thời đề xuất những giải pháp phù hợp với đặc điểm của từng khối vận tải biển, cảng biển và dịch vụ logistics, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả khai thác nguồn lực tài chính và hỗ trợ sự phát triển bền vững của VIMC.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết về hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

2.1.1. Hiệu quả sử dụng vốn và các cách tiếp cận nghiên cứu

Trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp, hiệu quả sử dụng vốn được nhận diện từ hai hướng tiếp cận có mục đích khác nhau. Hướng tài chính - kế toán xem xét kết quả mà một đơn vị vốn tạo ra thông qua các chỉ tiêu sinh lời, tốc độ luân chuyển và hiệu suất khai thác tài sản. Hướng kinh tế học tập trung vào quan hệ giữa đầu vào và đầu ra, qua đó đánh giá doanh nghiệp đã sử dụng nguồn lực ở mức độ nào so với khả năng tối ưu. Sự khác biệt này cho thấy hiệu quả sử dụng vốn vừa là kết quả tài chính quan sát được, vừa phản ánh chất lượng của quá trình phân bổ và tổ chức khai thác nguồn lực.

Mỗi hướng tiếp cận chỉ phản ánh một phần của vấn đề. Các tỷ số tài chính thuận lợi cho việc theo dõi biến động theo thời gian và so sánh giữa doanh nghiệp, nhưng kết quả của chúng chịu ảnh hưởng đồng thời bởi cơ cấu tài trợ, đặc điểm tài sản và điều kiện thị trường. Ngược lại, các mô hình hiệu quả kỹ

thuật cho phép đánh giá tương quan đầu vào - đầu ra nhưng đòi hỏi dữ liệu có tính đồng nhất cao. Vì vậy, việc lựa chọn thước đo phải phù hợp với câu hỏi nghiên cứu và đặc điểm của đối tượng khảo sát, thay vì đồng nhất hiệu quả sử dụng vốn với một chỉ tiêu riêng lẻ.

Các công trình thực nghiệm thường sử dụng ROA, ROE, ROS, vòng quay tài sản hoặc các mô hình Phân tích bao dữ liệu (DEA), Phân tích biên ngẫu nhiên (SFA). Sự đa dạng về thước đo dẫn đến những kết luận không hoàn toàn đồng nhất, nhưng đồng thời chỉ ra một điểm chung: kết quả sử dụng vốn không được quyết định riêng bởi quy mô nguồn lực. Cơ cấu vốn, năng lực quản trị, công nghệ quản lý và môi trường thể chế đều có thể làm thay đổi khả năng chuyển hóa vốn thành doanh thu, lợi nhuận và giá trị doanh nghiệp. Luận án kế thừa nhận định này để xây dựng cách tiếp cận phù hợp với một tổng công ty hàng hải hoạt động theo mô hình công ty mẹ - công ty con.

2.1.2. Các lý thuyết nền tảng thường được sử dụng để giải thích hiệu quả sử dụng vốn

Bốn nhóm lý thuyết được lựa chọn để giải thích các cơ chế tác động trong luận án gồm: lý thuyết cơ cấu vốn, lý thuyết hiệu quả nguồn lực, lý thuyết đại diện kết hợp quan điểm nguồn lực và lý thuyết hệ thống thông tin trong bối cảnh thể chế. Mỗi nền tảng lý thuyết được sử dụng cho một quan hệ cụ thể, không được coi là cơ sở bao quát toàn bộ mô hình. Cách tổ chức này giúp phân biệt rõ cơ chế tài chính của cấu trúc nguồn tài trợ và quy mô vốn với cơ chế quản trị của năng lực điều hành, ứng dụng công nghệ và quy định kiểm soát vốn nội bộ.

2.1.2.1. Lý thuyết cơ cấu vốn

Lý thuyết cơ cấu vốn nghiên cứu mối quan hệ giữa phương thức tài trợ, chi phí sử dụng vốn, rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp. Nền tảng quan trọng của lý thuyết này được Modigliani và Miller (1958) xây dựng trên giả định thị trường vốn hoàn hảo, không có thuế, chi phí giao dịch, chi phí phá sản

và tình trạng bất cân xứng thông tin. Trong những điều kiện đó, việc thay đổi tỷ trọng giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu không làm thay đổi tổng giá trị doanh nghiệp; giá trị được quyết định chủ yếu bởi khả năng tạo thu nhập và mức độ rủi ro của tài sản. Mặc dù các giả định trên khó tồn tại đầy đủ trong thực tế, mệnh đề của Modigliani và Miller vẫn tạo ra một chuẩn phân tích để lý giải tại sao lựa chọn nguồn tài trợ có thể ảnh hưởng đến doanh nghiệp khi những điều kiện của thị trường hoàn hảo bị loại bỏ.

Khi đưa thuế thu nhập doanh nghiệp vào mô hình, Modigliani và Miller (1963) chỉ ra rằng sử dụng nợ có thể tạo ra lợi ích từ việc khấu trừ chi phí lãi vay trước khi xác định thu nhập chịu thuế. Tuy nhiên, lợi ích này không đồng nghĩa với việc doanh nghiệp nên liên tục gia tăng tỷ trọng nợ. Trong điều kiện thực tế, vay nợ còn làm phát sinh nghĩa vụ thanh toán cố định, rủi ro mất khả năng thanh khoản, chi phí tái cấp vốn và nguy cơ kiệt quệ tài chính. Bởi vậy, tác động của đòn bẩy tài chính phụ thuộc vào tương quan giữa khả năng sinh lời của tài sản với chi phí nợ sau thuế, mức độ ổn định của dòng tiền và năng lực thực hiện nghĩa vụ tài chính.

Xét về hiệu quả sử dụng vốn, đòn bẩy có thể khuếch đại tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu khi tài sản được đầu tư tạo ra mức sinh lời cao hơn chi phí của nguồn vốn vay. Ngược lại, nếu lợi nhuận từ tài sản suy giảm trong khi doanh nghiệp vẫn phải thanh toán lãi và nợ gốc, đòn bẩy sẽ làm ROE giảm nhanh hơn và gia tăng rủi ro tài chính. Vì vậy, ROE cao do sử dụng nhiều nợ không thể được xem ngay là bằng chứng về hiệu quả quản trị vốn. Việc đánh giá còn phải đặt ROE trong mối quan hệ với khả năng sinh lời của tài sản, chi phí lãi vay, dòng tiền trả nợ và mức độ an toàn của cơ cấu nguồn vốn.

Bổ sung cho cách tiếp cận trên, lý thuyết trật tự phân hạng giải thích quyết định tài trợ trong điều kiện doanh nghiệp và nhà đầu tư không có mức độ thông tin như nhau. Theo Myers và Majluf (1984), doanh nghiệp thường ưu tiên sử

dụng nguồn vốn nội bộ, tiếp đến là vay nợ và chỉ phát hành thêm cổ phần khi các nguồn tài trợ trước đó không đáp ứng được nhu cầu. Lợi nhuận giữ lại được ưu tiên vì không làm phát sinh chi phí phát hành và ít truyền tải tín hiệu bất lợi ra thị trường; trong khi phát hành cổ phần có thể bị nhà đầu tư diễn giải là dấu hiệu cho thấy cổ phiếu đang được định giá cao. Theo cách tiếp cận này, cơ cấu vốn thực tế không nhất thiết là kết quả của việc chủ động duy trì một tỷ lệ nợ tối ưu, mà có thể hình thành từ quá trình tích lũy các quyết định tài trợ qua nhiều thời kỳ.

Lý thuyết trật tự phân hạng cũng cho thấy khả năng tạo dòng tiền nội bộ có quan hệ chặt chẽ với nhu cầu vay vốn. Doanh nghiệp có lợi nhuận và dòng tiền ổn định thường ít phụ thuộc hơn vào nguồn tài trợ bên ngoài. Ngược lại, doanh nghiệp có nhu cầu đầu tư lớn nhưng nguồn tiền nội bộ hạn chế sẽ phải gia tăng vay nợ hoặc huy động thêm vốn chủ sở hữu. Do đó, tỷ lệ nợ cao chưa đủ để kết luận doanh nghiệp quản trị vốn kém hiệu quả; cần xem xét đồng thời quy mô đầu tư, năng lực tự tài trợ, khả năng tiếp cận thị trường vốn và chất lượng dòng tiền tạo ra từ hoạt động kinh doanh.

Đối với VIMC, ý nghĩa của lý thuyết cơ cấu vốn trước hết nằm ở yêu cầu bảo đảm sự phù hợp giữa thời hạn của nguồn tài trợ và chu kỳ thu hồi vốn của tài sản. Tàu biển, cầu cảng và thiết bị xếp dỡ có giá trị đầu tư lớn, tính chuyên dùng cao và thời gian khai thác dài. Nếu các tài sản này phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn ngắn hạn, Tổng công ty có thể phải đối mặt với áp lực thanh toán và tái cấp vốn ngay cả khi dự án vẫn có khả năng sinh lời trong dài hạn. Ngược lại, nguồn vốn có thời hạn phù hợp sẽ góp phần giảm rủi ro thanh khoản và tạo điều kiện để doanh nghiệp khai thác tài sản trong toàn bộ chu kỳ kinh tế của dự án.

Yêu cầu về cơ cấu vốn cũng khác nhau giữa các lĩnh vực hoạt động của VIMC. Vận tải biển cần nguồn tài trợ dài hạn nhưng chịu rủi ro lớn từ chu kỳ

giá cước, giá nhiên liệu và mức độ khai thác đội tàu. Khai thác cảng biển đòi hỏi vốn đầu tư dài hạn cho cầu bến, kho bãi và thiết bị, trong khi khả năng hoàn vốn phụ thuộc vào sản lượng hàng hóa và hiệu suất sử dụng công suất. Đối với dịch vụ logistics, nhu cầu vốn cố định có thể thấp hơn nhưng yêu cầu quản trị vốn lưu động, công nợ khách hàng và dòng tiền ngắn hạn lại cao hơn. Vì thế, không thể áp dụng một cơ cấu tài trợ đồng nhất cho cả ba khối hoạt động.

Từ những lập luận trên, luận án xác định cơ cấu vốn là một yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn thông qua chi phí tài trợ, tác động của đòn bẩy, khả năng thanh toán và mức độ phù hợp về kỳ hạn giữa nguồn vốn với tài sản. Vấn đề nghiên cứu không được đặt ra theo hướng khẳng định nợ vay luôn làm tăng hoặc luôn làm giảm hiệu quả. Trọng tâm cần xem xét là VIMC đã kết hợp vốn chủ sở hữu, lợi nhuận giữ lại và nợ phải trả phù hợp như thế nào với đặc điểm tài sản, dòng tiền và mức độ rủi ro của từng lĩnh vực kinh doanh. Cách tiếp cận này là cơ sở để luận án phân tích đồng thời khả năng sinh lời, cơ cấu nguồn tài trợ và mức độ an toàn tài chính của Tổng công ty.

2.1.2.2. Lý thuyết về quy mô vốn và hiệu quả nguồn lực

Farrell (1957) tiếp cận hiệu quả từ khả năng tạo ra mức đầu ra lớn nhất với một lượng đầu vào xác định hoặc sử dụng lượng đầu vào thấp nhất để đạt một mức đầu ra cho trước. Theo cách nhìn này, quy mô nguồn lực không tự thân tạo nên hiệu quả; vấn đề quyết định là doanh nghiệp chuyển hóa quy mô đó thành kết quả hoạt động như thế nào.

Vận dụng vào nghiên cứu, quy mô vốn có thể tạo điều kiện mở rộng công suất, đầu tư công nghệ và khai thác lợi thế kinh tế theo quy mô (Eling et al., 2022). Tuy nhiên, lợi thế chỉ xuất hiện khi vốn được phân bổ vào tài sản và dự án có khả năng tạo dòng tiền. Nếu đầu tư vượt nhu cầu, phân tán giữa nhiều đơn vị hoặc thiếu cơ chế giám sát, quy mô lớn sẽ kéo theo chi phí quản lý, khấu hao và chi phí tài chính cao hơn.

Quan điểm chi phí giao dịch của Coase (1937) giúp làm rõ thêm điều kiện để mở rộng quy mô mang lại lợi ích. Doanh nghiệp chỉ có động cơ tổ chức thêm hoạt động trong nội bộ khi chi phí điều phối thấp hơn chi phí giao dịch qua thị trường. Đối với một tổng công ty, điều này đặt trọng tâm vào năng lực phân bổ vốn, phối hợp giữa công ty mẹ với doanh nghiệp thành viên và kiểm soát các khoản đầu tư.

Do đó, luận án không xây dựng giả định rằng doanh nghiệp có quy mô vốn lớn đương nhiên sử dụng vốn hiệu quả hơn. Mọi quan hệ được xem xét theo hướng có điều kiện: quy mô tạo ra tiềm năng về công suất và khả năng huy động, còn kết quả cuối cùng phụ thuộc vào chất lượng lựa chọn dự án, tốc độ đưa tài sản vào khai thác và năng lực kiểm soát vốn.

Cơ chế tác động có thể quan sát qua hai trạng thái. Khi công suất được khai thác tốt, quy mô vốn giúp phân bổ chi phí cố định, nâng cao khả năng huy động vốn dài hạn và hỗ trợ đầu tư công nghệ. Khi đầu tư vượt nhu cầu hoặc tài sản chậm đưa vào sử dụng, quy mô lại làm tăng vốn nhàn rỗi, khấu hao và chi phí lãi vay, từ đó làm giảm vòng quay tài sản và ROA. Sự phân biệt này phù hợp với VIMC vì hiệu suất khai thác có thể khác nhau giữa vận tải biển, cảng biển và dịch vụ hàng hải.

2.1.2.3. Lý thuyết về trình độ quản lý vốn

Lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) chỉ ra rằng sự tách biệt giữa sở hữu và điều hành có thể làm phát sinh khác biệt về lợi ích và thông tin. Khi cơ chế giám sát không đầy đủ, nhà quản lý có thể lựa chọn dự án, phân bổ ngân sách hoặc sử dụng dòng tiền không phù hợp với lợi ích của chủ sở hữu, qua đó làm tăng chi phí đại diện và suy giảm hiệu quả nguồn vốn.

Trong phạm vi luận án, lý thuyết đại diện được dùng để giải thích vì sao chất lượng quản lý vốn có thể ảnh hưởng đến kết quả sử dụng vốn. Năng lực lập kế hoạch, thẩm định đầu tư, kiểm soát dòng tiền và giám sát thực hiện giúp thu hẹp khoảng cách thông tin giữa công ty mẹ, doanh nghiệp thành viên và chủ sở hữu vốn.

Quan điểm nguồn lực của Barney (1991) bổ sung một cách giải thích khác: trình độ chuyên môn, kinh nghiệm và khả năng phối hợp của đội ngũ quản lý là nguồn lực vô hình có thể tạo lợi thế nếu có giá trị, khó thay thế và được tổ chức khai thác phù hợp. Theo đó, năng lực quản trị vốn không chỉ là công cụ kiểm soát mà còn là điều kiện để doanh nghiệp nhận diện và khai thác cơ hội đầu tư.

Kết hợp hai cách tiếp cận, luận án xác định trình độ quản lý vốn thông qua khả năng dự báo nhu cầu vốn, lập và kiểm soát ngân sách, thẩm định phương án đầu tư, quản lý công nợ và xử lý rủi ro tài chính. Đây là các biểu hiện có thể khảo sát được của năng lực quản trị, thay vì đồng nhất trình độ quản lý với bằng cấp hoặc thâm niên của cán bộ.

Ảnh hưởng của năng lực quản trị được truyền dẫn qua chất lượng quyết định tài chính (COSO, 2013). Dự báo dòng tiền tốt giúp hạn chế đồng thời vốn nhàn rỗi và thiếu hụt thanh khoản; thẩm định đầu tư tốt hỗ trợ lựa chọn tài sản có lợi suất phù hợp; kiểm soát ngân sách và công nợ góp phần cải thiện tốc độ luân chuyển vốn; quản trị rủi ro giúp giảm tổn thất do giá nhiên liệu, tỷ giá và lãi suất. Những cơ chế này giải thích vì sao trình độ quản lý có thể tác động đến hiệu quả trước khi được phản ánh thành thay đổi của ROA hoặc ROE.

2.1.2.4. Lý thuyết về công nghệ quản lý và môi trường thể chế

Porter và Millar (1985) chỉ ra rằng công nghệ thông tin có thể làm thay đổi cách doanh nghiệp tổ chức chuỗi giá trị và tạo lợi thế cạnh tranh. Trong quản trị vốn, ý nghĩa của công nghệ không nằm ở việc sở hữu phần mềm, mà ở khả năng tạo dữ liệu kịp thời, liên thông và có thể kiểm chứng để hỗ trợ quyết định tài chính.

Từ góc độ này, luận án xem công nghệ quản lý vốn là mức độ ứng dụng và tích hợp các hệ thống kế toán - tài chính, ERP, cơ sở dữ liệu và công cụ phân tích vào lập kế hoạch, giám sát dòng tiền, quản lý tài sản và kiểm soát đầu tư. Công nghệ chỉ tạo ra tác động khi dữ liệu được chuẩn hóa, trách nhiệm cập nhật được xác định và thông tin được sử dụng trong quá trình ra quyết định.

Lý thuyết thể chế của North (1990) và Scott (2001) cho thấy hành vi doanh nghiệp chịu sự chi phối của các quy tắc chính thức, chuẩn mực và cơ chế thực thi trong môi trường hoạt động. Đối với doanh nghiệp có vốn nhà nước chi phối, những quy định về thẩm quyền đầu tư, bảo toàn vốn, công bố thông tin và trách nhiệm giải trình tạo thành giới hạn quan trọng đối với quyết định phân bổ nguồn lực.

Luận án sử dụng lý thuyết thể chế để giải thích bối cảnh quản trị vốn của VIMC, không dùng thể chế bên ngoài làm biến thay thế cho cơ chế quản lý nội bộ. Sự phân biệt này cần thiết vì pháp luật và chính sách xác lập phạm vi hành động, trong khi hiệu quả thực thi còn phụ thuộc vào quy trình, phân cấp và kiểm soát được tổ chức bên trong Tổng công ty.

Theo đó, biên “cơ chế điều hành và kiểm soát vốn” được giới hạn ở các quy định nội bộ về thẩm quyền, trách nhiệm, luồng báo cáo và giám sát sử dụng vốn. Môi trường thể chế bên ngoài được dùng để lý giải vì sao các quyết định tại VIMC chịu những yêu cầu riêng về bảo toàn vốn nhà nước, đầu tư và công khai thông tin. Cách giới hạn khái niệm này tránh trộn lẫn tác động của chính sách vĩ mô với chất lượng tổ chức quản trị ở cấp doanh nghiệp.

2.2. Tổng quan nghiên cứu thực nghiệm theo nhóm vấn đề

2.2.1. Nhóm nghiên cứu sử dụng dữ liệu tài chính khách quan

Dòng nghiên cứu phổ biến nhất sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính để lượng hóa mối liên hệ giữa đặc điểm tài chính của doanh nghiệp và kết quả sử dụng vốn. ROA, ROE, ROS, vòng quay tài sản và các chỉ tiêu vốn lưu động thường được lựa chọn vì có thể tính toán nhất quán qua nhiều kỳ. Ưu điểm của cách tiếp cận này là dựa trên kết quả đã phát sinh; hạn chế là các biến quản trị khó quan sát thường chỉ được phản ánh gián tiếp qua số liệu kế toán.

Tại Việt Nam, Trần Thị Khoa và Nguyễn Thị Thanh Uyên (2014), Chu Thị Thu Thủy (2015), Đặng Thị Hương và Nguyễn Thị Hồng Nga (2018), Nguyễn Thị Hồng Duyên (2018) cùng khai thác dữ liệu tài chính ở cấp doanh

ng nghiệp hoặc nhóm doanh nghiệp. Các kết quả được tổng hợp cho thấy hiệu quả vốn có quan hệ với cấu trúc tài sản, cơ cấu tài trợ, vòng quay khoản phải thu, quy mô, quản trị dòng tiền và điều kiện kinh tế vĩ mô. Điểm chung của nhóm công trình này là làm rõ các yếu tố có thể đo trực tiếp từ báo cáo tài chính.

Tuy vậy, phạm vi giải thích của nhóm nghiên cứu trong nước còn tập trung vào các biến tài chính truyền thống. Những nội dung như chất lượng dự báo vốn, năng lực kiểm soát, mức độ tích hợp dữ liệu và cơ chế phân cấp ít được lượng hóa trực tiếp. Các nghiên cứu cũng chủ yếu khảo sát doanh nghiệp đơn lẻ hoặc mẫu doanh nghiệp trong một ngành, nên chưa phản ánh đầy đủ quan hệ phân bổ và giám sát vốn trong một tổng công ty hoạt động theo mô hình công ty mẹ - công ty con.

Ở phạm vi quốc tế, Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995), Abor (2005), Deesomsak và cộng sự (2004), Gill và cộng sự (2011), Ghosh (2012), Jõeveer (2013), Al-Taani (2013), Chang và cộng sự (2014), Yazdanfar và Öhman (2015), Fosu (2013) và Jaworski và Czerwionka (2021) xem xét vấn đề ở các cấp độ doanh nghiệp, ngành hoặc đa quốc gia. Dù khác nhau về mẫu và mô hình, nhóm kết quả thường tập trung vào đòn bẩy, quy mô, khả năng sinh lời, thanh khoản, tài sản hữu hình và quản trị vốn lưu động.

Bằng chứng quốc tế cho thấy dấu và mức độ tác động của các biến không ổn định giữa các bối cảnh. Khác biệt về ngành, thị trường vốn, mức phát triển thể chế và giai đoạn quan sát làm hạn chế việc chuyển nguyên kết quả sang VIMC. Đặc biệt, các mô hình dựa hoàn toàn trên báo cáo tài chính chưa giải thích trực tiếp chất lượng tổ chức quản trị vốn trong một doanh nghiệp hàng hải có vốn nhà nước chi phối.

2.2.2. Nhóm nghiên cứu về các yếu tố quản trị thông qua dữ liệu khảo sát cảm nhận

So với dòng nghiên cứu sử dụng báo cáo tài chính, số công trình đo lường trực tiếp các yếu tố quản trị vốn bằng khảo sát còn hạn chế. Nguyên nhân là các

khái niệm như năng lực lập kế hoạch, chất lượng phân cấp, mức độ ứng dụng công nghệ hay hiệu lực kiểm soát không có chỉ tiêu tương ứng sẵn trong báo cáo tài chính. Dữ liệu cảm nhận có thể bổ sung khoảng thiếu này, nhưng kết quả phụ thuộc vào thiết kế thang đo, đặc điểm người trả lời và không thể tự mình chứng minh tác động nhân quả đến ROA hoặc ROE. Vì vậy, giá trị của khảo sát trong luận án là nhận diện và lượng hóa đánh giá của cán bộ về các yếu tố quản trị nội bộ, sau đó đối chiếu với bằng chứng tài chính của VIMC.

2.3. Tổng quan các phương pháp đánh giá yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn

2.3.1. Phương pháp phân tích dữ liệu tài chính khách quan

Tạ Đình Hòa (2019) sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng của 17 doanh nghiệp thép giai đoạn 2004-2017 để đánh giá các yếu tố chi phối hiệu quả vốn lưu động. Kết quả cho thấy quy mô, đòn bẩy kinh doanh và chi tiêu vốn có quan hệ ngược chiều, còn tăng trưởng doanh số có quan hệ cùng chiều với hiệu quả vốn lưu động. Công trình minh họa ưu thế của hồi quy dữ liệu bảng trong việc khai thác biến động theo doanh nghiệp và thời gian, nhưng phạm vi biến vẫn chủ yếu giới hạn ở thông tin tài chính quan sát được.

Các nghiên cứu quốc tế của Rajan và Zingales (1995), Abor (2005), Zeitun và Tian (2007), Deesomsak và cộng sự (2004), Gill và cộng sự (2011), Ghosh (2012), Jõeveer (2013), Chang và cộng sự (2014) và Jaworski và Czerwonka (2021) sử dụng hồi quy đa biến hoặc hồi quy dữ liệu bảng trên các mẫu khác nhau. Sự đa dạng của thiết kế cho phép kiểm định ảnh hưởng của cơ cấu vốn, quy mô, thanh khoản, khả năng sinh lời, tài sản hữu hình và vốn lưu động; đồng thời cho thấy kết quả phụ thuộc đáng kể vào đặc điểm mẫu và cách xác định biến phụ thuộc.

Nhóm phương pháp này có khả năng ước lượng quan hệ thống kê giữa chỉ tiêu tài chính và kết quả sử dụng vốn, nhưng không trực tiếp đo được các cấu trúc quản trị tiềm ẩn. Ngoài ra, dữ liệu hợp nhất của một tổng công ty trong số

năm quan sát không đáp ứng điều kiện để tái lập một mô hình dữ liệu bảng như các nghiên cứu có mẫu lớn. Do đó, luận án không sao chép thiết kế hồi quy tài chính của các công trình trước mà sử dụng phân tích chỉ tiêu và DuPont để nhận diện biến động hiệu quả tài chính tại VIMC.

2.3.2. Phương pháp khảo sát cảm nhận và mô hình hóa các biến quản trị

Khảo sát cảm nhận là một lựa chọn phù hợp khi đối tượng nghiên cứu bao gồm những thuộc tính không được công bố thành chỉ tiêu tài chính, chẳng hạn chất lượng lập kế hoạch vốn, tính rõ ràng của phân cấp, mức độ chia sẻ dữ liệu và hiệu lực của kiểm soát nội bộ. Tuy nhiên, hướng tiếp cận này còn ít được sử dụng trong nghiên cứu hiệu quả vốn và đòi hỏi phải giới hạn cách diễn giải kết quả.

Trong luận án, các biến quản trị được cấu trúc thành thang đo và kiểm tra bằng Cronbach's Alpha, phân tích nhân tố khám phá (EFA) và hồi quy tuyến tính. Các phương pháp này giúp đánh giá độ nhất quán của thang đo, nhận diện cấu trúc nhân tố và ước lượng mức liên hệ giữa từng nhân tố với cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn. Kết quả không được hiểu là tác động trực tiếp lên số liệu ROA, ROE hoặc ROI.

Hai nguồn dữ liệu vì vậy đảm nhiệm hai chức năng bổ sung. Báo cáo tài chính cho biết kết quả sử dụng vốn đã diễn ra và DuPont giúp phân rã nguyên nhân biến động của ROE; khảo sát phản ánh cách cán bộ tài chính và quản lý đánh giá các điều kiện quản trị vốn bên trong VIMC. Việc đặt hai nguồn bằng chứng cạnh nhau cho phép kiểm tra mức độ tương thích giữa kết quả tài chính và nhận định của người trong doanh nghiệp, nhưng không xóa bỏ giới hạn vốn có của từng loại dữ liệu.

2.4. Khoảng trống nghiên cứu

Kết quả tổng quan cho thấy các nghiên cứu trước đã cung cấp nhiều luận cứ quan trọng về hiệu quả sử dụng vốn, từ cách xác định các chỉ tiêu tài chính đến việc phân tích những nhân tố thuộc về tài sản, nguồn tài trợ và môi trường kinh doanh. Tuy nhiên, mức độ phù hợp của các kết quả này phụ thuộc đáng kể

vào loại hình doanh nghiệp, phạm vi dữ liệu và phương pháp nghiên cứu được sử dụng. Khi đối chiếu với đặc điểm tổ chức và hoạt động của VIMC, luận án nhận thấy vẫn còn những vấn đề cần tiếp tục làm rõ trên ba phương diện: nội dung nghiên cứu, phương pháp tiếp cận và khả năng vận dụng kết quả vào thực tiễn quản trị vốn tại VIMC.

2.4.1. Khoảng trống về nội dung nghiên cứu

Thứ nhất, trong phạm vi các tài liệu được tổng quan, chưa có nhiều nghiên cứu phân tích một cách hệ thống hiệu quả sử dụng vốn của VIMC bằng dữ liệu hợp nhất trong giai đoạn sau khi Tổng công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Phần lớn công trình trước tập trung vào một doanh nghiệp độc lập, một nhóm doanh nghiệp niêm yết hoặc một ngành kinh doanh tương đối đồng nhất. Kết quả từ những nghiên cứu này có giá trị tham khảo nhưng chưa phản ánh đầy đủ đặc điểm của một tổng công ty tổ chức theo mô hình công ty mẹ – công ty con và thực hiện đầu tư vốn tại nhiều đơn vị thành viên.

Đặc điểm tổ chức của VIMC đặt ra những vấn đề quản trị khác với doanh nghiệp đơn lẻ. Tổng công ty không chỉ phải bảo đảm hiệu quả tại từng doanh nghiệp thành viên mà còn phải phân bổ nguồn lực giữa ba khối vận tải biển, khai thác cảng và dịch vụ hàng hải. Mỗi khối có cấu trúc tài sản, chu kỳ đầu tư, nhu cầu vốn lưu động và mức độ nhạy cảm với thị trường khác nhau. Vì thế, hiệu quả sử dụng vốn của VIMC còn phụ thuộc vào chất lượng quản trị danh mục đầu tư, khả năng điều phối dòng tiền và mức độ phối hợp giữa công ty mẹ với các đơn vị trong hệ thống. Những nội dung này khó được giải thích đầy đủ nếu chỉ vận dụng kết quả nghiên cứu từ một doanh nghiệp riêng lẻ.

Thứ hai, nhiều nghiên cứu đã công bố chủ yếu giải thích hiệu quả sử dụng vốn thông qua các biến số có thể quan sát trên báo cáo tài chính, như cơ cấu nợ, khả năng thanh khoản, quy mô tài sản, tốc độ luân chuyển vốn hoặc khả năng sinh lời. Cách tiếp cận này cho phép lượng hóa kết quả tài chính nhưng chưa làm rõ đầy đủ các điều kiện quản trị tạo nên kết quả đó. Đối với một tổng

công ty có phần vốn nhà nước chi phối như VIMC, quyết định sử dụng vốn còn chịu ảnh hưởng của năng lực lập kế hoạch, thẩm quyền phê duyệt đầu tư, cơ chế giám sát vốn tại doanh nghiệp thành viên, trách nhiệm giải trình và yêu cầu bảo toàn nguồn vốn nhà nước.

Khoảng trống trên cho thấy cần mở rộng phân tích từ kết quả tài chính sang các yếu tố thuộc quá trình tổ chức và điều hành vốn. Đây không phải là sự thay thế các chỉ tiêu tài chính bằng những đánh giá mang tính định tính, mà là sự bổ sung một lớp thông tin giúp lý giải tại sao những doanh nghiệp có nguồn lực tương đương vẫn có thể đạt được hiệu quả khác nhau. Theo đó, luận án xem năng lực quản trị, công nghệ quản lý và cơ chế điều hành – kiểm soát là những điều kiện có khả năng chi phối quá trình chuyển hóa nguồn vốn thành kết quả hoạt động.

Thứ ba, các công trình được tổng hợp chưa hình thành một khung phân tích có thể áp dụng trực tiếp cho doanh nghiệp hàng hải quy mô lớn, hoạt động đồng thời trong nhiều lĩnh vực. Mỗi nghiên cứu thường lựa chọn hệ thống biến theo đặc điểm của ngành, mục tiêu nghiên cứu và khả năng tiếp cận dữ liệu. Trong khi đó, hiệu quả vốn của doanh nghiệp hàng hải chịu tác động đồng thời từ quy mô đầu tư lớn, thời gian thu hồi vốn dài, mức độ chuyên dùng của tài sản và sự biến động mạnh của giá cước, nhiên liệu, lãi suất, tỷ giá cũng như thương mại quốc tế. Vì vậy, việc chuyển nguyên vẹn một mô hình được xây dựng trong ngành khác sang VIMC có thể làm giảm khả năng giải thích của nghiên cứu.

Trên cơ sở kế thừa có chọn lọc các công trình trước và xem xét đặc điểm của đối tượng nghiên cứu, luận án xây dựng khung phân tích gồm năm nhóm yếu tố: cơ cấu vốn, quy mô vốn, trình độ quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn và cơ chế quản lý vốn. Hai nhóm đầu phản ánh điều kiện tài chính và quy mô nguồn lực; ba nhóm còn lại thể hiện năng lực tổ chức, công cụ quản lý và phương thức điều hành nguồn vốn. Việc kết hợp các nhóm yếu tố này cho phép

tiếp cận hiệu quả sử dụng vốn không chỉ từ trạng thái tài chính mà còn từ quá trình ra quyết định và kiểm soát trong doanh nghiệp.

Thứ tư, mối liên hệ giữa năng lực quản trị và ứng dụng công nghệ trong quản lý vốn chưa được xem xét tương xứng trong phần lớn các nghiên cứu đã tổng quan. Khoảng thiếu này có ý nghĩa đáng kể đối với VIMC vì dữ liệu về đội tàu, cảng biển, doanh thu, công nợ, ngân sách và dự án đầu tư được hình thành tại nhiều đơn vị khác nhau. Hệ thống công nghệ chỉ có thể hỗ trợ nâng cao hiệu quả vốn khi dữ liệu được chuẩn hóa, cập nhật kịp thời và kết nối với quy trình lập kế hoạch, phê duyệt và kiểm soát. Ngược lại, đầu tư công nghệ nhưng thiếu năng lực sử dụng hoặc không có cơ chế phân quyền rõ ràng có thể làm tăng chi phí mà chưa tạo ra cải thiện tương ứng về hiệu quả.

Bởi vậy, công nghệ quản lý vốn không được luận án xem như một yếu tố kỹ thuật tồn tại độc lập. Tác động của công nghệ cần được đặt trong mối quan hệ với trình độ của người quản lý, chất lượng dữ liệu và cơ chế điều hành. Cách tiếp cận này giúp hạn chế việc quy kết mọi cải thiện về hiệu quả cho quá trình số hóa, đồng thời làm rõ điều kiện để công nghệ thực sự hỗ trợ hoạt động phân bổ, giám sát và khai thác vốn.

Như vậy, khoảng trống về nội dung nghiên cứu nằm ở việc còn thiếu một khung phân tích kết nối đặc điểm tài chính với các điều kiện quản trị nội bộ trong bối cảnh một tổng công ty hàng hải có phần vốn nhà nước chi phối. Luận án tiếp cận khoảng trống này bằng việc xem xét đồng thời cấu trúc nguồn tài trợ, quy mô nguồn vốn, trình độ quản lý, công nghệ quản lý và cơ chế điều hành - kiểm soát vốn tại VIMC.

2.4.2. Khoảng trống về phương pháp nghiên cứu

Bên cạnh khoảng trống về nội dung, tổng quan tài liệu cũng cho thấy mỗi nguồn dữ liệu thường chỉ phản ánh một phương diện của hiệu quả sử dụng vốn. Dữ liệu báo cáo tài chính cho phép xác định khả năng sinh lời, tốc độ luân chuyển và mức độ an toàn tài chính, nhưng khó đo lường trực tiếp chất lượng

của quá trình lập kế hoạch, phân quyền hoặc kiểm soát vốn. Trong khi đó, dữ liệu khảo sát có thể tiếp cận những cấu trúc quản trị khó quan sát, song kết quả chịu ảnh hưởng bởi nhận thức, kinh nghiệm và xu hướng trả lời của người tham gia khảo sát.

Nếu chỉ sử dụng báo cáo tài chính, nghiên cứu có thể xác định hiệu quả vốn đã thay đổi như thế nào nhưng chưa lý giải đầy đủ các điều kiện quản trị gắn với sự thay đổi đó. Ngược lại, nếu chỉ sử dụng khảo sát, kết quả có nguy cơ đồng nhất đánh giá chủ quan của người trả lời với hiệu quả tài chính thực tế. Do vậy, vẫn cần một cách tiếp cận phối hợp hai loại bằng chứng, trong đó mỗi nguồn dữ liệu được sử dụng đúng với khả năng giải thích và giới hạn của nó.

Để xử lý khoảng trống này, luận án sử dụng phân tích chỉ tiêu tài chính và mô hình DuPont nhằm đánh giá kết quả khai thác vốn từ dữ liệu kế toán. Song song với đó, độ tin cậy của thang đo, EFA và hồi quy đa biến được sử dụng để xem xét cấu trúc các yếu tố quản trị và mức liên hệ giữa những yếu tố này với đánh giá của người được khảo sát về hiệu quả sử dụng vốn. Kết quả từ hai nguồn được đối chiếu nhằm bổ sung cách giải thích, thay vì gộp chúng thành một quan hệ định lượng trực tiếp.

Theo thiết kế trên, phân tích tài chính và khảo sát thực hiện hai chức năng khác nhau. Các chỉ tiêu tài chính phản ánh kết quả sử dụng vốn đã phát sinh; dữ liệu khảo sát cho biết cán bộ quản lý và nhân sự tài chính nhận định như thế nào về các điều kiện quản trị nội bộ. Vì vậy, hệ số hồi quy trong mô hình khảo sát chỉ biểu thị mức liên hệ giữa các nhân tố quản trị với cảm nhận của người trả lời, không phải bằng chứng về tác động nhân quả trực tiếp đối với ROA, ROI hoặc ROE.

Đóng góp về phương pháp của luận án do đó được giới hạn ở việc phối hợp và đối chiếu hai lớp bằng chứng trong cùng một bối cảnh nghiên cứu. Luận án chưa kiểm định quan hệ động theo thời gian, tác động trung gian, tác động điều tiết, quan hệ phi tuyến hoặc sự khác biệt đa cấp giữa các doanh nghiệp

thành viên. Việc xác định rõ phạm vi này giúp kết quả được diễn giải phù hợp với thiết kế nghiên cứu, đồng thời mở ra hướng sử dụng dữ liệu bảng, CFA, SEM hoặc mô hình đa cấp trong những nghiên cứu tiếp theo.

2.4.3. Khoảng trống về thực tiễn

Khoảng trống thực tiễn xuất phát từ nhu cầu quản trị vốn của VIMC trong giai đoạn sau cổ phần hóa. Tổng công ty phải thực hiện đồng thời mục tiêu nâng cao hiệu quả kinh doanh, bảo toàn phần vốn nhà nước và duy trì vai trò của doanh nghiệp nòng cốt trong ngành hàng hải. Tuy nhiên, việc ra quyết định phân bổ vốn trở nên phức tạp do ba khối hoạt động có cơ chế tạo doanh thu, cấu trúc chi phí và chu kỳ hoàn vốn không giống nhau.

Đối với vận tải biển, hiệu quả vốn chịu ảnh hưởng lớn từ tuổi tàu, hệ số khai thác, giá nhiên liệu và chu kỳ giá cước. Trong khai thác cảng, khả năng hoàn vốn phụ thuộc vào sản lượng hàng hóa, năng suất cầu bến, công suất thiết bị và mức độ kết nối với mạng lưới vận tải. Đối với dịch vụ hàng hải và logistics, hiệu quả lại gắn nhiều hơn với tốc độ luân chuyển vốn lưu động, quản trị công nợ, chất lượng phối hợp dịch vụ và khả năng tích hợp dữ liệu. Sự khác biệt này khiến một giải pháp chung cho toàn Tổng công ty khó tạo ra kết quả đồng đều nếu không xác định rõ trọng tâm của từng lĩnh vực.

Mặt khác, những biến động về giá nhiên liệu, cước vận tải, lãi suất, tỷ giá và nhu cầu thương mại quốc tế có thể làm thay đổi nhanh chóng kết quả sử dụng vốn. Vì vậy, các giải pháp được rút ra từ doanh nghiệp thuộc ngành khác hoặc từ một giai đoạn thị trường ổn định khó có thể áp dụng nguyên trạng cho VIMC. Tổng công ty cần các căn cứ phân tích gắn với cấu trúc tài sản, nguồn tài trợ, dòng tiền và cơ chế quản trị của chính mình.

Từ đó, khoảng trống về thực tiễn được xác định là còn thiếu một nghiên cứu cung cấp bằng chứng tương đối toàn diện về hiệu quả sử dụng vốn của VIMC trong giai đoạn sau cổ phần hóa, đồng thời chỉ ra những yếu tố quản trị mà Tổng công ty có khả năng chủ động điều chỉnh. Việc nghiên cứu trường

hợp VIMC không nhằm suy rộng máy móc cho toàn bộ ngành hàng hải, mà hướng đến xây dựng cơ sở cho việc lựa chọn giải pháp, xác định thứ tự ưu tiên và phân công chủ thể thực hiện tại Tổng công ty và các đơn vị thành viên.

Tổng hợp ba phương diện nêu trên, luận án tập trung giải quyết khoảng trống bằng cách xây dựng khung phân tích phù hợp với đặc điểm của VIMC; kết hợp bằng chứng tài chính với dữ liệu khảo sát; và chuyển hóa kết quả nghiên cứu thành các nhóm giải pháp gắn với từng lĩnh vực hoạt động. Đây cũng là cơ sở để xác định câu hỏi nghiên cứu, lựa chọn phương pháp phân tích và xây dựng các đề xuất quản trị vốn trong những phần tiếp theo của luận án.

3. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chung

Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.

Mục tiêu cụ thể:

Thứ nhất, tổng quát hóa cơ sở lý luận về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Thứ hai, đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Thứ ba, đề xuất một số giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

4. Câu hỏi nghiên cứu

- (i) Cơ sở lý luận nào đề cập đến hiệu quả sử dụng vốn trong doanh nghiệp?
- (ii) Thực trạng hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC như thế nào?
- (iii) Những yếu tố nào ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty?
- (iv) Để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty thì cần những giải pháp nào?

5. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

5.1. Đối tượng nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu: các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

- Đối tượng điều tra khảo sát thu thập thông tin: cán bộ phụ trách điều hành tài chính tại Tổng công ty và các đơn vị trong hệ thống.

5.2. Phạm vi nghiên cứu

- Phạm vi nghiên cứu về nội dung: các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam và các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty.

- Phạm vi nghiên cứu về không gian: Tổng công ty Hàng hải Việt Nam và các đơn vị thành viên.

- Phạm vi nghiên cứu về thời gian: Đánh giá thực trạng từ nguồn thứ cấp trong giai đoạn 2020 - 2024. Phân tích các yếu tố ảnh hưởng từ nguồn thông tin điều tra từ tháng 01 đến tháng 03 năm 2025.

Cuộc khảo sát được thực hiện từ tháng 01 đến tháng 03 năm 2025 nhưng đối tượng đánh giá là các điều kiện quản trị vốn đã diễn ra trong giai đoạn 2020–2024. Phiếu hỏi định hướng người trả lời hồi cứu giai đoạn nghiên cứu; nhóm người được chọn có kinh nghiệm công tác liên quan để tăng khả năng nhận biết quá trình quản trị. Vì vậy, mốc năm 2025 là thời điểm đo lường nhận thức, không phải một kỳ tài chính mới được ghép trực tiếp với số liệu 2020–2024. Dù vậy, thiết kế hồi cứu vẫn có thể chịu sai lệch ghi nhớ và ảnh hưởng của thông tin tại thời điểm trả lời; kết quả khảo sát được diễn giải thận trọng như bằng chứng về cảm nhận, đồng thời hạn chế này được nêu rõ khi khái quát kết quả nghiên cứu.

6. Đóng góp của luận án

- Về lý luận: Nghiên cứu hệ thống lại các quan niệm về hiệu quả sử dụng vốn và xây dựng khung phân tích gồm năm nhóm nhân tố tài chính - quản trị:

cấu trúc nguồn tài trợ, quy mô nguồn vốn, năng lực quản trị vốn, ứng dụng công nghệ trong quản trị vốn và cơ chế điều hành vốn. Một điểm được nhấn mạnh là sự khác biệt giữa hiệu quả tài chính đo từ số liệu kế toán và hiệu quả theo cảm nhận của cán bộ phụ trách tài chính.

- Về phương pháp và thực tiễn: Nghiên cứu ghép nối báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2020-2024 với khảo sát 246 cán bộ quản lý và nhân viên tài chính. Mô hình DuPont được dùng để lý giải biến động ROE, còn EFA/OLS phục vụ phân tích các đánh giá cảm nhận về yếu tố quản trị. Việc đối chiếu hai nguồn kết quả tạo căn cứ xây dựng giải pháp cho ba mảng vận tải biển, cảng biển và dịch vụ hàng hải, qua đó hỗ trợ VIMC trong bố trí vốn, kiểm soát rủi ro và cải thiện quản trị tài chính.

7. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận và tài liệu tham khảo, Luận án gồm 4 chương:

Chương 1. Cơ sở lý luận về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

Chương 2. Phương pháp nghiên cứu

Chương 3. Thực trạng các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Chương 4. Một số giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Cơ sở lý luận về vốn của doanh nghiệp

1.1.1. Khái niệm vốn của doanh nghiệp

Để tiến hành hoạt động sản xuất, kinh doanh, doanh nghiệp phải có các nguồn lực cần thiết nhằm hình thành tài sản, tổ chức vận hành và thực hiện những mục tiêu phát triển. Xét dưới góc độ tài chính, các nguồn lực này chỉ trở thành vốn khi được biểu hiện bằng giá trị, thuộc quyền huy động hoặc kiểm soát của doanh nghiệp và được đưa vào quá trình kinh doanh với kỳ vọng tạo ra lợi ích trong tương lai. Vì vậy, vốn không nên được hiểu đơn thuần là số tiền ban đầu mà doanh nghiệp bỏ ra, mà là một nguồn lực kinh tế luôn được huy động, phân bổ, vận động và thu hồi trong quá trình tạo ra giá trị.

Trong lý luận tài chính doanh nghiệp, vốn thường được tiếp cận từ mối quan hệ giữa giá trị, tài sản và mục tiêu sinh lời. Nguyễn Đình Kiệm và Bạch Đức Hiền (2008) xem vốn là giá trị của những tài sản được sử dụng nhằm tạo ra thu nhập. Ngô Thế Chi và Nguyễn Trọng Cơ (2008) nhấn mạnh sự vận động của vốn gắn với các giai đoạn của quá trình sản xuất, kinh doanh. Trong khi đó, Bùi Văn Vân và Vũ Văn Ninh (2013) tiếp cận vốn như một lượng giá trị được ứng trước để hình thành các yếu tố cần thiết cho hoạt động của doanh nghiệp. Mặc dù được diễn đạt theo những cách khác nhau, các quan điểm trên đều đặt vốn trong mối liên hệ với nguồn lực kinh tế, quá trình vận động và mục tiêu tạo ra lợi ích.

Trước hết, vốn phải được biểu hiện bằng giá trị và có khả năng đo lường bằng tiền. Đặc điểm này cho phép doanh nghiệp tổng hợp những nguồn lực có hình thái vật chất khác nhau về một đơn vị tính chung, qua đó thực hiện việc ghi nhận, phân bổ, kiểm soát và đánh giá kết quả sử dụng. Tuy nhiên, vốn không

đồng nhất với tiền. Tiền chỉ là một trong các hình thái biểu hiện của vốn; khi được đưa vào kinh doanh, vốn còn tồn tại dưới dạng tài sản cố định, hàng tồn kho, khoản phải thu, khoản đầu tư hoặc những nguồn lực kinh tế khác.

Tiếp theo, vốn có tính vận động và tuần hoàn. Tùy theo lĩnh vực hoạt động, vốn có thể chuyển từ hình thái tiền tệ sang tài sản, nguyên vật liệu, chi phí sản xuất hoặc dịch vụ đang thực hiện, sau đó được thu hồi thông qua doanh thu và dòng tiền. Quá trình vận động này không phải lúc nào cũng diễn ra liên tục và trọn vẹn. Vốn có thể bị ứ đọng trong hàng tồn kho, khoản phải thu, dự án chậm tiến độ hoặc tài sản không được khai thác hết công suất. Vì vậy, tốc độ và chất lượng luân chuyển là những phương diện quan trọng khi xem xét hiệu quả sử dụng vốn.

Sau cùng, vốn được đưa vào hoạt động kinh doanh với mục tiêu bảo toàn và gia tăng giá trị. Việc sử dụng vốn không chỉ hướng đến tạo ra doanh thu hoặc lợi nhuận trong ngắn hạn mà còn phải bảo đảm dòng tiền, khả năng thanh toán và năng lực phát triển lâu dài. Một phương án có lợi nhuận kế toán cao nhưng gây mất cân đối dòng tiền hoặc tạo ra mức rủi ro vượt quá khả năng chịu đựng của doanh nghiệp chưa thể được đánh giá là sử dụng vốn có hiệu quả. Do đó, kết quả sử dụng vốn cần được xem xét đồng thời trên các phương diện sinh lời, luân chuyển, thanh khoản, bảo toàn vốn và rủi ro tài chính.

Theo cách tiếp cận rộng hơn, Pawlonka (2016) xem vốn như một dòng giá trị vận động trong các quá trình kinh tế. Các nghiên cứu của Towarnicka (2003), Duliniec (2007) và Grzywacz (2012) làm rõ vai trò của tích lũy và tài trợ đối với khả năng duy trì hoạt động và phát triển doanh nghiệp. Những quan điểm này mở rộng cách hiểu về vốn từ một yếu tố đầu vào sang một nguồn lực cần được tổ chức và quản trị trong suốt quá trình tạo lập giá trị. Hiệu quả vốn vì thế không chỉ phụ thuộc vào số vốn doanh nghiệp có thể huy động mà còn chịu ảnh hưởng của quyết định phân bổ, cơ chế kiểm soát và khả năng thích ứng khi điều kiện kinh doanh thay đổi.

Từ việc tổng hợp các quan điểm nêu trên, trong phạm vi luận án này, vốn của doanh nghiệp được hiểu là giá trị bằng tiền của các nguồn lực do doanh nghiệp huy động hoặc kiểm soát, được phân bổ vào tài sản và hoạt động kinh doanh nhằm bảo toàn nguồn lực, tạo ra thu nhập và gia tăng giá trị doanh nghiệp trong những điều kiện rủi ro nhất định. Khái niệm này nhấn mạnh bốn nội dung có quan hệ chặt chẽ: quyền huy động hoặc kiểm soát nguồn lực; sự phân bổ vốn vào hoạt động kinh doanh; mục tiêu tạo ra lợi ích kinh tế; và yêu cầu kiểm soát rủi ro trong quá trình sử dụng.

Cách tiếp cận trên phù hợp với đặc điểm của VIMC. VIMC hoạt động đồng thời trong vận tải biển, khai thác cảng và dịch vụ hàng hải – logistics; các lĩnh vực này có quy mô đầu tư, kết cấu tài sản và chu kỳ thu hồi vốn khác nhau. Tàu biển, cầu cảng và thiết bị xếp dỡ đòi hỏi nguồn vốn dài hạn, trong khi hoạt động khai thác và logistics thường xuyên phát sinh nhu cầu vốn lưu động cho nhiên liệu, dịch vụ, công nợ và thanh toán. Vì vậy, nghiên cứu vốn tại VIMC không chỉ xem xét quy mô nguồn lực mà còn phải đánh giá cách thức huy động, phân bổ, khai thác và kiểm soát vốn trong từng lĩnh vực hoạt động.

1.1.2. Phân loại vốn của doanh nghiệp

Vốn có thể được phân loại theo nhiều tiêu thức tùy thuộc vào mục đích phân tích và yêu cầu quản trị. Mỗi cách phân loại phản ánh một phương diện khác nhau: đặc điểm chu chuyển cho biết cách vốn dịch chuyển giá trị; tính chất sở hữu cho biết trách nhiệm và nghĩa vụ gắn với nguồn tài trợ; mục đích sử dụng phản ánh hướng phân bổ nguồn lực; còn nơi hình thành cho biết mức độ phụ thuộc của doanh nghiệp vào nguồn tài trợ nội bộ hoặc bên ngoài. Trong phạm vi luận án, bốn tiêu thức này được sử dụng để phục vụ việc phân tích hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

Phân loại theo đặc điểm chu chuyển

Căn cứ vào phương thức và thời gian chuyển dịch giá trị vào sản phẩm, dịch vụ, vốn kinh doanh được chia thành vốn cố định và vốn lưu động.

Vốn cố định là bộ phận vốn được ứng trước để hình thành và khai thác tài sản cố định phục vụ hoạt động kinh doanh trong nhiều kỳ. Trong quá trình sử dụng, vốn cố định không dịch chuyển toàn bộ giá trị trong một chu kỳ mà được thu hồi từng phần, thông thường thông qua khấu hao được tính vào chi phí. Quy mô và tốc độ thu hồi vốn cố định phụ thuộc vào nguyên giá tài sản, thời gian sử dụng, phương pháp khấu hao, mức độ khai thác công suất và khả năng tạo dòng tiền của tài sản.

Hiệu quả sử dụng vốn cố định không chỉ được đánh giá qua mức doanh thu hoặc lợi nhuận tạo ra trên một đơn vị vốn. Việc đánh giá còn phải xem xét tình trạng kỹ thuật, mức độ hao mòn, thời gian ngừng hoạt động, công suất thực tế so với công suất thiết kế và khả năng thu hồi vốn trong vòng đời tài sản. Tài sản có giá trị lớn nhưng không được khai thác tương xứng sẽ làm gia tăng chi phí khấu hao, bảo dưỡng và chi phí cơ hội, qua đó làm giảm hiệu quả chung của doanh nghiệp.

Đối với VIMC, vốn cố định được thể hiện chủ yếu ở giá trị đầu tư vào tàu biển, cầu cảng, kho bãi, thiết bị bốc xếp, phương tiện vận chuyển, nhà xưởng và hệ thống công nghệ phục vụ quản lý. Đây là những tài sản có quy mô lớn, thời gian sử dụng dài và tính chuyên dùng tương đối cao. Do đó, chất lượng thẩm định dự án, lựa chọn công nghệ, tổ chức khai thác, bảo trì và quyết định thay thế tài sản có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng thu hồi vốn của Tổng công ty.

Vốn lưu động là bộ phận vốn được phân bổ để hình thành tài sản ngắn hạn và bảo đảm nhu cầu thường xuyên của hoạt động kinh doanh. Vốn lưu động có thể tồn tại dưới các hình thái như tiền, khoản phải thu, hàng tồn kho, nhiên liệu, vật tư và chi phí kinh doanh dở dang. Khác với vốn cố định, vốn lưu động thường hoàn thành một vòng tuần hoàn trong một chu kỳ kinh doanh và chuyển toàn bộ giá trị vào sản phẩm hoặc dịch vụ được cung cấp.

Tốc độ luân chuyển vốn lưu động ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu tài trợ ngắn hạn và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Khi khoản phải thu tăng,

hàng tồn kho chậm luân chuyển hoặc thời gian thực hiện dịch vụ kéo dài, một phần vốn sẽ bị chiếm dụng và doanh nghiệp có thể phải bổ sung nguồn tài trợ. Ngược lại, rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền giúp doanh nghiệp giảm nhu cầu vốn lưu động, tiết kiệm chi phí tài chính và nâng cao khả năng tái đầu tư.

Trong hoạt động hàng hải, nhu cầu vốn lưu động chịu ảnh hưởng của lịch trình khai thác tàu, thời hạn thanh toán của khách hàng, giá nhiên liệu, chi phí cảng, chi phí đại lý và điều kiện thị trường vận tải. Đối với dịch vụ logistics, hiệu quả vốn lưu động còn phụ thuộc đáng kể vào chính sách tín dụng thương mại và khả năng thu hồi công nợ. Vì vậy, kiểm soát dòng tiền và chu kỳ thanh toán là điều kiện cần thiết để VIMC duy trì hoạt động liên tục, ngay cả khi doanh thu và lợi nhuận kế toán vẫn được ghi nhận.

Phân loại theo tính chất sở hữu của nguồn tài trợ

Xét theo tính chất sở hữu và nghĩa vụ tài chính, nguồn hình thành tài sản của doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Cách phân loại này là cơ sở để đánh giá mức độ độc lập tài chính, tác động của đòn bẩy và khả năng thực hiện nghĩa vụ thanh toán.

Vốn chủ sở hữu là phần lợi ích còn lại thuộc về chủ sở hữu sau khi lấy tổng tài sản trừ đi các nghĩa vụ phải trả. Vốn chủ sở hữu có thể bao gồm vốn góp, lợi nhuận sau thuế chưa phân phối, các quỹ thuộc vốn chủ sở hữu và những khoản mục khác theo quy định kế toán. Nguồn vốn này không làm phát sinh nghĩa vụ trả lãi cố định, do đó góp phần tạo nền tảng tài chính ổn định và nâng cao khả năng chịu đựng rủi ro của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, vốn chủ sở hữu không phải là nguồn lực không có chi phí. Chủ sở hữu luôn có yêu cầu về mức sinh lời tương xứng với rủi ro và cơ hội đầu tư thay thế. Nếu doanh nghiệp duy trì quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhưng sử dụng tài sản kém hiệu quả, tỷ suất sinh lời có thể suy giảm và làm giảm giá trị của phần vốn đã đầu tư. Vì thế, khi đánh giá nguồn vốn này cần xem xét đồng thời khả năng tự chủ và hiệu quả tạo lợi ích cho chủ sở hữu.

Nợ phải trả là các nghĩa vụ hiện tại mà doanh nghiệp phải thanh toán cho ngân hàng, tổ chức tín dụng, nhà cung cấp, người lao động, Nhà nước và những chủ thể có liên quan. Nợ có thể được hình thành từ khoản vay, trái phiếu, tín dụng thương mại, nghĩa vụ thuế hoặc các khoản phải trả khác. Việc sử dụng nợ giúp doanh nghiệp có thêm nguồn lực để đầu tư và mở rộng hoạt động mà không phải gia tăng ngay vốn góp của chủ sở hữu.

Dù vậy, nợ làm phát sinh nghĩa vụ thanh toán theo thời hạn và có thể kéo theo chi phí lãi vay. Khi dòng tiền kinh doanh không đáp ứng được các cam kết thanh toán, doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với rủi ro thanh khoản và tái cấp vốn. Đối với VIMC, vấn đề không chỉ là lựa chọn tỷ lệ nợ hợp lý mà còn phải bảo đảm sự tương thích giữa kỳ hạn nguồn tài trợ với thời gian khai thác và thu hồi vốn của tàu biển, cảng biển và các dự án đầu tư dài hạn.

Phân loại theo mục đích sử dụng vốn

Nếu căn cứ vào hướng phân bổ nguồn lực, vốn của doanh nghiệp có thể được sử dụng cho tài sản dài hạn, tài sản ngắn hạn và hoạt động đầu tư tài chính. Tiêu thức này không tập trung vào nguồn vốn đến từ đâu mà phản ánh vốn được đưa vào loại tài sản hoặc hoạt động nào để thực hiện chiến lược kinh doanh.

Vốn đầu tư vào tài sản dài hạn được sử dụng để hình thành tài sản cố định, xây dựng cơ bản, tài sản vô hình và các nguồn lực có thời gian sử dụng trên một chu kỳ kinh doanh. Quyết định phân bổ vào nhóm tài sản này thường có quy mô lớn, khó đảo ngược trong ngắn hạn và ảnh hưởng lâu dài đến năng lực hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, dự án cần được đánh giá trên cơ sở dòng tiền, chi phí vốn, thời gian hoàn vốn và rủi ro trong suốt vòng đời đầu tư.

Vốn dành cho tài sản ngắn hạn bảo đảm khả năng vận hành thường xuyên, bao gồm tiền dự trữ, khoản phải thu, hàng tồn kho, nhiên liệu, vật tư và các nhu cầu ngắn hạn khác. Quy mô vốn phân bổ cho nhóm này cần đủ để duy trì thanh khoản nhưng không nên vượt quá nhu cầu hợp lý, bởi tiền nhàn rỗi, tồn kho dư thừa hoặc công nợ kéo dài đều làm giảm tốc độ luân chuyển vốn.

Vốn đầu tư tài chính được sử dụng để góp vốn, mua chứng khoán, đầu tư vào công ty con, công ty liên doanh, liên kết hoặc thực hiện các khoản đầu tư tài chính khác. Đối với mô hình công ty mẹ – công ty con như VIMC, hoạt động này còn gắn với việc phân bổ và giám sát phần vốn tại các doanh nghiệp thành viên. Hiệu quả không chỉ được đánh giá bằng cổ tức hoặc lợi nhuận được chia mà còn phải xem xét khả năng hỗ trợ chiến lược, mức độ tập trung rủi ro và cơ hội thu hồi hoặc tái cơ cấu khoản đầu tư.

Như vậy, phân loại theo mục đích sử dụng giúp xác định vốn đang được phân bổ vào đâu và mức độ phù hợp của cơ cấu tài sản với chiến lược kinh doanh. Đối với doanh nghiệp hàng hải, quyết định đầu tư vào tàu biển, cầu cảng, thiết bị, vốn lưu động hoặc doanh nghiệp thành viên cần được xem xét trên cùng một hệ quy chiếu về dòng tiền, mức sinh lời, thời gian thu hồi và rủi ro.

Phân loại theo nơi hình thành nguồn vốn

Căn cứ vào nơi phát sinh nguồn tài trợ, doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn bên trong và nguồn vốn huy động từ bên ngoài. Tiêu thức này phản ánh khả năng tự tài trợ và mức độ phụ thuộc của doanh nghiệp vào thị trường vốn cũng như các chủ thể cung cấp nguồn lực.

Nguồn vốn bên trong được hình thành từ các nguồn lực tài chính phát sinh hoặc được giải phóng trong nội bộ doanh nghiệp. Nguồn này chủ yếu bao gồm lợi nhuận được giữ lại để tái đầu tư và dòng tiền thu hồi tương ứng với phần giá trị tài sản đã được phân bổ thông qua khấu hao. Ngoài ra, doanh nghiệp có thể giải phóng nguồn lực từ thanh lý tài sản không còn nhu cầu sử dụng, thu hồi các khoản đầu tư hoặc nâng cao hiệu quả quản trị vốn lưu động.

Cần lưu ý rằng chi phí khấu hao chỉ là một khoản chi phí kế toán không chi tiền tại thời điểm ghi nhận; bản thân việc trích khấu hao không tự động tạo ra tiền. Khoản này chỉ hỗ trợ khả năng tài trợ nội bộ khi doanh nghiệp tiêu thụ được sản phẩm, dịch vụ và thu hồi được dòng tiền từ khách hàng. Do đó, khi đánh giá nguồn vốn nội bộ phải xem xét cả lợi nhuận và chất lượng dòng tiền kinh doanh.

Nguồn vốn bên trong giúp doanh nghiệp chủ động hơn, hạn chế chi phí phát hành và giảm phụ thuộc vào chủ thể bên ngoài. Tuy nhiên, quy mô nguồn này bị giới hạn bởi kết quả kinh doanh, chính sách phân phối lợi nhuận và khả năng thu hồi tiền. Đối với những lĩnh vực cần lượng vốn đầu tư lớn và thời gian thu hồi kéo dài như vận tải biển và khai thác cảng, nguồn lực nội bộ thường khó đáp ứng toàn bộ nhu cầu đầu tư.

Nguồn vốn bên ngoài là nguồn lực được doanh nghiệp huy động từ các chủ thể ngoài doanh nghiệp, bao gồm vốn góp bổ sung của chủ sở hữu, vốn vay, phát hành trái phiếu, tín dụng thương mại và những hình thức tài trợ hợp pháp khác. Việc tiếp cận nguồn bên ngoài cho phép doanh nghiệp triển khai dự án vượt quá khả năng tự tài trợ, đồng thời có thể tạo điều kiện phân chia rủi ro giữa các chủ thể cung cấp vốn.

Tuy nhiên, mỗi hình thức huy động bên ngoài đi kèm một loại chi phí, nghĩa vụ và mức độ ràng buộc khác nhau. Vốn vay tạo ra nghĩa vụ trả nợ; phát hành thêm vốn chủ sở hữu có thể làm thay đổi quyền lợi và mức độ kiểm soát; còn tín dụng thương mại phụ thuộc vào quan hệ với nhà cung cấp và điều kiện thanh toán. Vì vậy, doanh nghiệp phải lựa chọn nguồn tài trợ trên cơ sở chi phí vốn, kỳ hạn, khả năng thanh toán và mức độ phù hợp với tài sản được hình thành.

Tổng hợp các tiêu thức trên cho thấy phân loại vốn không chỉ phục vụ việc mô tả nguồn lực tài chính mà còn tạo nền tảng cho phân tích quản trị. Đặc điểm chu chuyển giúp đánh giá tốc độ thu hồi vốn; tính chất sở hữu làm rõ mức độ tự chủ và nghĩa vụ tài chính; mục đích sử dụng phản ánh chất lượng phân bổ; còn nơi hình thành cho biết khả năng tự tài trợ và mức độ phụ thuộc vào nguồn bên ngoài. Việc kết hợp các góc nhìn này là cơ sở để luận án tiếp tục xây dựng hệ thống chỉ tiêu và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.

1.2. Cơ sở lý luận và phương pháp đánh giá hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

1.2.1. Khái niệm hiệu quả sử dụng vốn

Nguyễn Minh Kiều (2008) phân biệt hiệu quả kinh tế và hiệu quả xã hội của việc sử dụng vốn. Hiệu quả kinh tế thể hiện ở tương quan giữa kết quả thu được với chi phí và nguồn lực đã sử dụng; hiệu quả xã hội phản ánh đóng góp của doanh nghiệp đối với việc làm, ngân sách và các mục tiêu phát triển. Trong phạm vi luận án, trọng tâm phân tích là hiệu quả kinh tế của vốn, còn các khía cạnh xã hội được xem như yêu cầu bổ trợ trong bối cảnh doanh nghiệp có vốn nhà nước chi phối.

Theo Lưu Thị Hương (2012), hiệu quả sử dụng vốn phản ánh trình độ khai thác, quản lý và tổ chức sử dụng nguồn vốn nhằm tạo ra kết quả kinh doanh. Quan niệm này cho phép xem hiệu quả không chỉ là một tỷ số tại một thời điểm mà còn là kết quả của các quyết định huy động, phân bổ và kiểm soát vốn.

Từ các quan điểm đã tổng hợp, hiệu quả sử dụng vốn có thể được nhận diện qua bốn phương diện liên quan: kết quả hoạt động, kết quả tài chính, hiệu suất khai thác tài sản và năng lực tổ chức nguồn lực. Các phương diện này không phải là những loại hiệu quả tách biệt mà là các kênh phản ánh quá trình vốn được chuyển hóa thành doanh thu, lợi nhuận và giá trị.

Về hoạt động, hiệu quả thể hiện ở khả năng tạo sản lượng và doanh thu từ nguồn lực hiện có. Việc giảm thời gian chờ, hạn chế lãng phí, tối ưu hành trình hoặc nâng công suất khai thác giúp cùng một quy mô tài sản tạo ra nhiều kết quả hơn. Trong doanh nghiệp hàng hải, chỉ tiêu khai thác tàu, cầu bến và thiết bị có ý nghĩa trực tiếp đối với vòng quay vốn.

Về tài chính, hiệu quả gắn với khả năng lựa chọn nguồn tài trợ, kiểm soát chi phí vốn và duy trì dòng tiền. Doanh nghiệp phải cân đối giữa nợ với vốn chủ sở hữu, giữa nguồn ngắn hạn với tài sản dài hạn và giữa lợi ích của đòn bẩy

với rủi ro thanh khoản. Lập ngân sách, dự báo dòng tiền và thẩm định đầu tư là các công cụ hỗ trợ những quyết định này.

Về tài sản, hiệu quả được phản ánh qua mức độ sử dụng công suất, khả năng tạo doanh thu và lợi nhuận của tài sản. Bảo trì, điều chuyển, nâng cấp hoặc thanh lý tài sản không còn phù hợp đều có thể làm thay đổi hiệu suất vốn. Đối với VIMC, cần phân biệt hiệu quả của tàu biển, hạ tầng cảng và các khoản đầu tư tài chính vì mỗi nhóm có chu kỳ và rủi ro khác nhau.

Về nguồn nhân lực quản lý, hiệu quả vốn phụ thuộc vào chất lượng dự báo, thẩm định, tổ chức thực hiện và kiểm soát. Đào tạo chỉ tạo ra giá trị khi năng lực mới được chuyển thành quyết định tài chính tốt hơn, giảm sai lệch ngân sách, rút ngắn công nợ hoặc hạn chế tổn thất. Vì vậy, luận án tiếp cận con người qua năng lực quản trị vốn thay vì xem nguồn nhân lực như một chỉ tiêu hiệu quả độc lập.

Trong luận án, hiệu quả sử dụng vốn được xem xét bằng hai nhóm bằng chứng. Nhóm thứ nhất là các chỉ tiêu tài chính như ROA, ROE, ROI và các chỉ tiêu luân chuyển vốn, cho thấy kết quả thực tế từ báo cáo tài chính. Nhóm thứ hai là đánh giá của cán bộ về hiệu quả quản trị và sử dụng vốn, được thu thập qua khảo sát. Hai nhóm không thay thế nhau: dữ liệu tài chính cho biết kết quả đã phát sinh, còn dữ liệu khảo sát giúp nhận diện những điều kiện quản trị khó quan sát trực tiếp. Vì vậy, hệ số từ khảo sát chỉ được diễn giải trong phạm vi cảm nhận của người trả lời, không được coi là mức tác động trực tiếp lên ROA hoặc ROE.

1.2.2. Các chỉ tiêu chủ yếu đánh giá hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

Hệ thống chỉ tiêu tài chính giúp lượng hóa kết quả mà doanh nghiệp tạo ra từ quy mô vốn đã huy động và phân bổ. Theo Lưu Thị Hương và Vũ Duy Hào (2007), có thể tổ chức các chỉ tiêu thành nhóm đánh giá chung, nhóm vốn lưu động và nhóm vốn cố định. Luận án lựa chọn các chỉ tiêu phù hợp với dữ liệu hợp nhất và đặc điểm tài sản của VIMC.

(i) Nhóm chỉ tiêu đánh giá chung hiệu quả sử dụng vốn

- Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư hoặc tổng tài sản (ROI/ROA)

$$ROI = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng vốn đầu tư bình quân}} * 100\%$$

Hoặc Tỷ suất sinh lợi tổng tài sản (ROA)

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}} * 100\%$$

ROA phản ánh mức lợi nhuận được tạo ra từ quy mô tài sản bình quân doanh nghiệp kiểm soát. Chỉ tiêu càng cao cho thấy tài sản tạo lợi nhuận tốt hơn; tuy nhiên, khi so sánh cần xem xét đặc điểm ngành, cơ cấu tài sản, chính sách khấu hao và các khoản thu nhập bất thường.

Trong phạm vi dữ liệu sử dụng, tổng tài sản đồng thời phản ánh tổng nguồn vốn theo nguyên tắc cân đối kế toán. Tuy vậy, ROI và ROA chỉ có thể được sử dụng thay thế khi tử số, mẫu số và mục đích đo lường được xác định nhất quán. Luận án ưu tiên ROA để đánh giá hiệu quả tài sản và sử dụng các chỉ tiêu khác nhằm bổ sung góc nhìn.

- Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}} * 100\%$$

ROE cho biết mức lợi nhuận sau thuế tạo ra trên một đơn vị vốn chủ sở hữu bình quân. Chỉ tiêu chịu tác động đồng thời của biên lợi nhuận, hiệu suất tài sản và đòn bẩy tài chính; do đó, ROE tăng chưa chắc phản ánh hiệu quả hoạt động tốt hơn nếu nguyên nhân chủ yếu là mức nợ tăng. Luận án sử dụng mô hình DuPont để phân rã các tác động này.

(ii) Nhóm chỉ tiêu đánh giá hiệu quả vốn lưu động

$$\text{Vòng quay vốn lưu động (lần)} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Vốn lưu động bình quân}}$$

Vòng quay vốn lưu động cho biết trong một kỳ vốn lưu động hoàn thành bao nhiêu vòng thông qua quá trình tạo doanh thu. Chỉ tiêu tăng thường phản ánh tốc độ thu hồi vốn được cải thiện, nhưng mức quá cao có thể đi kèm thiếu

hút dự trữ hoặc thanh khoản. Vì vậy, kết quả cần được đối chiếu với khả năng thanh toán và đặc điểm chu kỳ kinh doanh.

(iii) Nhóm chỉ tiêu đánh giá hiệu quả vốn cố định

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận vốn cố định} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn cố định bình quân}}$$

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn cố định phản ánh số lợi nhuận tạo ra từ một đơn vị vốn cố định bình quân. Chỉ tiêu hỗ trợ đánh giá chất lượng khai thác tài sản dài hạn, nhưng cần xem xét cùng công suất sử dụng và mức độ hao mòn tài sản.

$$\text{Hàm lượng vốn cố định} = \frac{\text{Vốn cố định}}{\text{Doanh thu thuần}}$$

Hàm lượng vốn cố định phản ánh lượng vốn cố định cần thiết để tạo ra một đơn vị doanh thu. Chỉ tiêu giảm thường cho thấy hiệu suất sử dụng vốn cố định được cải thiện, với điều kiện doanh thu và giá trị tài sản được ghi nhận nhất quán.

1.2.3. Các phương pháp đánh giá hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

Việc đánh giá hiệu quả sử dụng vốn cần kết hợp nhiều cách tiếp cận vì mỗi phương pháp chỉ phản ánh một lát cắt của quá trình chuyển hóa nguồn lực tài chính thành kết quả kinh doanh. Phương pháp tỷ số tài chính là cách tiếp cận nền tảng, sử dụng dữ liệu từ bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả kinh doanh và báo cáo lưu chuyển tiền tệ để xác định khả năng sinh lời, tốc độ luân chuyển và mức độ bảo toàn vốn. Ưu điểm của phương pháp này là chỉ tiêu có thể kiểm chứng, so sánh theo thời gian và đối chiếu giữa các bộ phận. Hạn chế là kết quả chịu ảnh hưởng của chính sách kế toán, biến động giá tài sản và những yếu tố bất thường của từng năm; do đó không nên diễn giải một tỷ số riêng lẻ như bằng chứng đầy đủ về chất lượng quản trị vốn.

Phương pháp phân tích liên hoàn và mô hình DuPont mở rộng khả năng giải thích của các tỷ số tổng hợp. Thay vì chỉ quan sát ROE tăng hay giảm, DuPont phân rã ROE thành tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu, vòng quay tài sản

và hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu. Cấu trúc này cho phép nhận diện sự thay đổi hiệu quả xuất phát từ biên lợi nhuận, năng lực khai thác tài sản hay mức độ sử dụng đòn bẩy. Khi vận dụng, cần giữ thống nhất tử số, mẫu số và kỳ bình quân; đồng thời phải đặt kết quả trong bối cảnh chu kỳ kinh doanh để tránh đồng nhất mức sinh lời cao do thị trường thuận lợi với năng lực quản trị bền vững.

Bên cạnh chỉ tiêu tài chính, phương pháp đánh giá phi tài chính xem xét các kết quả vận hành tạo tiền đề cho hiệu quả vốn trong tương lai, chẳng hạn hệ số sử dụng cầu bến, công suất khai thác tàu, thời gian quay vòng phương tiện, tỷ lệ giao hàng đúng hạn, mức độ số hóa quy trình và chất lượng kiểm soát đầu tư. Nhóm chỉ tiêu này giúp giải thích cơ chế hình thành kết quả tài chính, đặc biệt đối với doanh nghiệp hàng hải có tài sản chuyên dùng, thời gian đầu tư dài và chi phí cố định lớn. Tuy nhiên, chỉ tiêu phi tài chính phải được định nghĩa nhất quán, có nguồn dữ liệu tin cậy và được liên kết rõ với mục tiêu quản trị vốn.

Các phương pháp biên hiệu quả như DEA và SFA có thể được sử dụng khi nghiên cứu cần so sánh hiệu quả tương đối của nhiều đơn vị ra quyết định. DEA không đòi hỏi xác định trước dạng hàm sản xuất nhưng nhạy cảm với ngoại lệ và sai số đo lường; SFA cho phép tách nhiễu ngẫu nhiên khỏi phần kém hiệu quả nhưng phải giả định dạng hàm và phân phối của sai số. Hai phương pháp này phù hợp khi có tập dữ liệu đồng nhất về đầu vào và đầu ra của số lượng đủ lớn doanh nghiệp hoặc đơn vị thành viên. Với phạm vi một tổng công ty và dữ liệu phân theo ba khối hoạt động có công nghệ sản xuất khác nhau, việc áp dụng DEA hoặc SFA trong luận án có thể tạo ra so sánh thiếu đồng nhất.

Từ những cân nhắc trên, luận án lựa chọn hệ tỷ số tài chính kết hợp phân tích xu hướng và mô hình DuPont làm trục đánh giá khách quan; dữ liệu khảo sát được dùng để nhận diện cảm nhận của cán bộ về các điều kiện quản trị nội

bộ. Hai nguồn bằng chứng có chức năng bổ sung nhưng không thay thế nhau: báo cáo tài chính cho biết kết quả đã hình thành, còn khảo sát góp phần lý giải các khía cạnh tổ chức và quản trị khó quan sát trực tiếp trên báo cáo. Cách tiếp cận này phù hợp với câu hỏi nghiên cứu, đồng thời giới hạn kết luận định lượng ở mức liên hệ trong mẫu khảo sát, không suy rộng thành quan hệ nhân quả đối với ROA, ROI hoặc ROE.

1.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

Hiệu quả sử dụng vốn chịu ảnh hưởng đồng thời của các quyết định bên trong và điều kiện bên ngoài doanh nghiệp. Yếu tố nội tại gồm cấu trúc nguồn tài trợ, quy mô vốn, năng lực quản lý, công nghệ và cơ chế kiểm soát. Yếu tố bên ngoài gồm chu kỳ kinh tế, lãi suất, tỷ giá, giá đầu vào, cạnh tranh và khuôn khổ pháp lý. Luận án tập trung kiểm định các yếu tố nội tại vì đây là nhóm doanh nghiệp có khả năng điều chỉnh trực tiếp; các yếu tố bên ngoài được sử dụng để giải thích bối cảnh và kết quả tài chính.

Trên cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, năm nhóm yếu tố được lựa chọn gồm cơ cấu vốn, quy mô vốn, trình độ quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn và cơ chế quản lý vốn. Việc lựa chọn không hàm ý đây là toàn bộ nguyên nhân quyết định hiệu quả, mà nhằm xây dựng một khung phân tích có thể quan sát và phù hợp với đặc điểm quản trị của VIMC.

1.3.1. Cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn thể hiện quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn tài trợ. Tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả được truyền dẫn qua chi phí vốn, lợi ích thuế, áp lực thanh toán và mức rủi ro tài chính. Khi lợi suất tài sản cao hơn chi phí vay, sử dụng nợ hợp lý có thể làm tăng ROE; ngược lại, đòn bẩy cao trong giai đoạn dòng tiền suy giảm sẽ làm tăng chi phí lãi vay và rủi ro mất khả năng thanh toán. Vì vậy, cơ cấu phù hợp phải được đánh giá cùng kỳ hạn tài sản, khả năng tạo tiền và mức biến động của ngành.

Các nghiên cứu của Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995), Margaritis và Psillaki (2010) cho thấy đòn bẩy có quan hệ với hiệu quả hoạt động, nhưng chiều tác động thay đổi theo mẫu và bối cảnh. Sự không đồng nhất này cũng có yêu cầu kiểm tra cơ cấu vốn trong điều kiện cụ thể của doanh nghiệp thay vì giả định một tỷ lệ nợ tối ưu áp dụng cho mọi trường hợp.

Theo Nguyễn Văn Phúc (2018), cơ cấu vốn có thể được nhận diện qua hệ số nợ và hệ số vốn chủ sở hữu:

$$\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Hệ số nợ cho biết tỷ trọng tài sản được tài trợ bằng nợ phải trả. Chỉ tiêu càng cao thì mức sử dụng nguồn vốn có nghĩa vụ hoàn trả càng lớn.

$$\text{Hệ số vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Hệ số vốn chủ sở hữu cho biết tỷ trọng tài sản được tài trợ bằng nguồn vốn thuộc chủ sở hữu, qua đó phản ánh mức độ tự chủ tài chính của doanh nghiệp.

Hai hệ số có quan hệ như sau:

$$\text{Hệ số nợ} = 1 - \text{Hệ số vốn chủ sở hữu}$$

Hoặc:

$$\text{Hệ số vốn chủ sở hữu} = 1 - \text{Hệ số nợ}$$

Một cơ cấu vốn phù hợp không chỉ hỗ trợ huy động nguồn lực cho đầu tư mà còn giúp doanh nghiệp kiểm soát chi phí tài trợ và rủi ro thanh khoản. Đối với VIMC, nội dung cần xem xét là sự phù hợp giữa nguồn vốn dài hạn với đội tàu, cảng biển và các khoản đầu tư có thời gian thu hồi dài.

1.3.2. Quy mô vốn

Quy mô vốn phản ánh tổng nguồn lực tài chính doanh nghiệp có thể huy động và kiểm soát. Quy mô lớn tạo điều kiện đầu tư tài sản, mở rộng công suất và tăng khả năng tiếp cận nguồn tài trợ; tuy nhiên, đây mới là năng lực tiềm tàng, không phải bằng chứng tự thân về hiệu quả.

Hall và Weiss (1967), Majumdar (1997), Zeitun và Tian (2007) ghi nhận quan hệ giữa quy mô với hiệu quả hoạt động, nhưng kết quả không thống nhất về chiều và mức độ. Khác biệt này có thể bắt nguồn từ lợi thế kinh tế theo quy mô ở một phía và chi phí điều phối, giám sát ở phía còn lại.

Quy mô vốn chỉ cải thiện hiệu quả khi tài sản được đưa vào khai thác đúng tiến độ và tạo dòng tiền tương xứng. Nếu đầu tư dàn trải hoặc công suất sử dụng thấp, vốn lớn làm tăng khấu hao, chi phí lãi vay và tài sản nhàn rỗi, từ đó làm giảm vòng quay tài sản và ROA. Đặc điểm này rõ nét trong ngành hàng hải do tàu và hạ tầng cảng có giá trị lớn, thời gian đầu tư dài và khả năng chuyển đổi công năng hạn chế.

Trong mô hình luận án, quy mô vốn được xem xét trong quan hệ với năng lực phân bổ và khai thác, không đồng nhất với quy mô doanh nghiệp theo số lao động hoặc doanh thu. Cách giới hạn này nhằm phản ánh trực tiếp khả năng đáp ứng nhu cầu đầu tư và vận hành của VIMC.

1.3.3. Trình độ quản lý vốn

Trình độ quản lý vốn là năng lực tổ chức các quyết định về nhu cầu vốn, nguồn tài trợ, phân bổ, giám sát và thu hồi vốn. Năng lực này được biểu hiện qua chất lượng dự báo dòng tiền, lập ngân sách, thẩm định đầu tư, quản lý công nợ và kiểm soát rủi ro, chứ không chỉ qua bằng cấp hoặc thâm niên của người quản lý.

Theo Jensen và Meckling (1976), cơ chế giám sát có vai trò hạn chế xung đột lợi ích và chi phí đại diện trong quyết định sử dụng vốn. Quan điểm nguồn lực của Barney (1991) bổ sung rằng kinh nghiệm và năng lực quản trị là nguồn lực vô hình có thể tạo lợi thế cạnh tranh. Hai cách tiếp cận cùng lý giải việc chất lượng quản lý có thể làm thay đổi hiệu quả ngay cả khi doanh nghiệp có quy mô và cơ cấu vốn tương tự.

Các nghiên cứu của Demsetz và Villalonga (2001), Carpenter và Sanders (2002) cùng những công trình liên quan cho thấy kinh nghiệm điều hành, năng

lực ra quyết định và cơ chế quản trị có quan hệ với kết quả doanh nghiệp. Đối với quản trị vốn, tác động được kỳ vọng xuất hiện thông qua việc giảm sai lệch dự báo, lựa chọn dự án phù hợp, rút ngắn chu kỳ công nợ và hạn chế tổn thất tài chính.

Vì vậy, trình độ quản lý vốn được xác định là một điều kiện nội tại có khả năng chuyên hóa nguồn lực tài chính thành kết quả. Luận án đo lường yếu tố này bằng các biểu hiện cụ thể trong quá trình lập kế hoạch, tổ chức thực hiện và kiểm soát vốn tại VIMC.

1.3.4. Công nghệ quản lý vốn

Công nghệ quản lý vốn được hiểu là mức độ doanh nghiệp ứng dụng, tích hợp và khai thác các giải pháp công nghệ thông tin để phục vụ quá trình lập kế hoạch, phân bổ, theo dõi và kiểm soát nguồn vốn. Nội hàm của yếu tố này không chỉ thể hiện ở số lượng phần mềm hoặc thiết bị được đầu tư mà còn phản ánh chất lượng dữ liệu, khả năng liên thông giữa các hệ thống và mức độ sử dụng thông tin trong quyết định tài chính. Theo cách tiếp cận đó, công nghệ chỉ thực sự có giá trị khi chuyên hóa được dữ liệu phân tán thành thông tin kịp thời, chính xác và phù hợp với nhu cầu quản trị.

Porter và Millar (1985) cho rằng công nghệ thông tin có thể làm thay đổi cách thức doanh nghiệp tổ chức chuỗi giá trị, phối hợp hoạt động và tạo lập lợi thế cạnh tranh. Vận dụng vào quản lý vốn, khả năng kết nối thông tin giữa các khâu giúp doanh nghiệp nhận diện rõ hơn nhu cầu tài trợ, chi phí sử dụng nguồn lực và kết quả khai thác tài sản. Tuy nhiên, lập luận của Porter và Millar chủ yếu cung cấp nền tảng để giải thích vai trò chiến lược của thông tin; nghiên cứu này không trực tiếp khẳng định rằng đầu tư công nghệ đương nhiên làm gia tăng các chỉ tiêu sinh lời của vốn.

Từ góc độ đánh giá hệ thống thông tin, DeLone và McLean (2003) xác định chất lượng hệ thống, chất lượng thông tin và chất lượng dịch vụ là những

thành phần quan trọng ảnh hưởng đến việc sử dụng hệ thống, mức độ hài lòng của người dùng và lợi ích thu được. Cách tiếp cận này cho thấy hiệu quả của công nghệ quản lý vốn không chỉ phụ thuộc vào chức năng kỹ thuật. Một hệ thống có thể được trang bị đầy đủ nhưng khó tạo ra giá trị nếu dữ liệu thiếu chính xác, báo cáo không đáp ứng nhu cầu quản lý hoặc người sử dụng không khai thác thông tin trong quá trình ra quyết định.

Trong thực tiễn quản trị doanh nghiệp, hệ thống kế toán – tài chính, hoạch định nguồn lực doanh nghiệp (ERP), cơ sở dữ liệu tập trung và công cụ phân tích có thể hỗ trợ theo dõi dòng tiền, quản lý tài sản, kiểm soát ngân sách và tổng hợp kết quả theo đơn vị hoặc dự án. Nghiên cứu của Poston và Grabski (2001) xem xét những thay đổi về kết quả hoạt động của doanh nghiệp sau khi triển khai ERP và cho thấy lợi ích tài chính không nhất thiết xuất hiện ngay trong thời gian đầu. Kết quả này hàm ý rằng đầu tư hệ thống thường đi kèm chi phí triển khai, chuẩn hóa quy trình, chuyển đổi dữ liệu và đào tạo nhân sự; do đó, tác động của công nghệ cần được đánh giá trong một khoảng thời gian phù hợp thay vì chỉ dựa trên kết quả ngắn hạn.

Hunton và cộng sự (2003) tiếp tục xem xét kết quả hoạt động của các doanh nghiệp áp dụng ERP trong sự so sánh với doanh nghiệp không áp dụng. Nghiên cứu gợi mở rằng hệ thống tích hợp có thể góp phần duy trì hoặc cải thiện kết quả hoạt động khi doanh nghiệp tổ chức triển khai và khai thác hệ thống phù hợp. Tuy nhiên, ERP không tự tạo ra hiệu quả tài chính. Kết quả còn phụ thuộc vào sự tương thích giữa công nghệ với quy trình kinh doanh, năng lực của người sử dụng, chất lượng dữ liệu và cam kết của bộ phận quản lý.

Tổng hợp các quan điểm trên cho thấy công nghệ có thể ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn thông qua một số cơ chế. Trước hết, dữ liệu được cập nhật kịp thời giúp doanh nghiệp dự báo nhu cầu tiền, hạn chế tình trạng vốn nhàn rỗi hoặc thiếu hụt thanh khoản. Tiếp theo, hệ thống tích hợp cho phép theo

dối tài sản, công nợ, chi phí và ngân sách theo từng đơn vị, dự án hoặc trung tâm trách nhiệm, qua đó hỗ trợ phát hiện khoản đầu tư chậm tiến độ và tài sản chưa được khai thác hiệu quả. Cuối cùng, công cụ phân tích góp phần nâng cao chất lượng thẩm định, so sánh phương án và kiểm soát rủi ro trong quyết định phân bổ vốn.

Mặc dù vậy, mối quan hệ giữa công nghệ và hiệu quả sử dụng vốn không mang tính tự động. Dữ liệu thiếu thống nhất, hệ thống vận hành rời rạc hoặc trách nhiệm cập nhật không rõ ràng có thể làm gia tăng chi phí mà chưa cải thiện chất lượng quản trị. Tương tự, việc sử dụng nhiều phần mềm riêng lẻ nhưng không có khả năng trao đổi dữ liệu sẽ tạo ra các nguồn thông tin khác nhau, làm chậm quá trình đối chiếu và giảm độ tin cậy của báo cáo. Vì vậy, mức độ tích hợp, chất lượng thông tin và khả năng sử dụng kết quả phân tích có ý nghĩa quan trọng hơn số lượng công cụ công nghệ được trang bị.

Đối với VIMC, yêu cầu này đặc biệt cần thiết do dữ liệu về tàu biển, cảng, thiết bị, công nợ, ngân sách và dự án đầu tư được hình thành tại công ty mẹ và nhiều doanh nghiệp thành viên. Nếu dữ liệu không được chuẩn hóa và kết nối, Tổng công ty khó theo dõi đầy đủ tình trạng sử dụng vốn, hiệu quả của từng tài sản và mức độ thực hiện kế hoạch đầu tư. Ngược lại, cơ sở dữ liệu thống nhất và hệ thống báo cáo có khả năng cập nhật kịp thời sẽ hỗ trợ VIMC giám sát dòng tiền, so sánh kết quả giữa các đơn vị, nhận diện tài sản hoạt động dưới công suất và đưa ra quyết định điều chuyển hoặc tái cơ cấu vốn.

Trên cơ sở đó, luận án xem công nghệ quản lý vốn là một yếu tố quản trị nội bộ có khả năng hỗ trợ nâng cao hiệu quả sử dụng vốn thông qua cải thiện chất lượng thông tin, tăng khả năng kiểm soát và rút ngắn thời gian ra quyết định. Việc đánh giá yếu tố này cần tập trung vào mức độ chuẩn hóa dữ liệu, khả năng liên thông hệ thống, tính kịp thời của báo cáo và mức độ sử dụng thông tin trong quản trị, thay vì chỉ xác định doanh nghiệp đã trang bị phần mềm hay chưa.

1.3.5. Cơ chế quản lý vốn

Cơ chế quản lý vốn là tổng thể nguyên tắc, thẩm quyền, quy trình và trách nhiệm được doanh nghiệp thiết lập để điều chỉnh quá trình huy động, phân bổ, sử dụng và giám sát nguồn vốn. Cơ chế này trả lời những vấn đề cơ bản như: chủ thể nào có quyền quyết định; giới hạn của từng cấp quản lý được xác định ra sao; thông tin phải được báo cáo theo trình tự nào; kết quả sử dụng vốn được đánh giá theo tiêu chí gì; và trách nhiệm được xử lý như thế nào khi phát sinh sai lệch. Nội hàm trên thuộc phạm vi quản trị nội bộ của doanh nghiệp và cần được phân biệt với môi trường pháp luật, chính sách hoặc điều kiện thể chế bên ngoài.

Nền tảng lý luận về cơ chế quản trị có thể được giải thích từ vấn đề đại diện giữa người cung cấp vốn và người trực tiếp điều hành doanh nghiệp. Shleifer và Vishny (1997) cho rằng quản trị doanh nghiệp liên quan đến những phương thức giúp các chủ thể cung cấp tài chính bảo vệ lợi ích và có khả năng thu được lợi ích từ nguồn vốn đã đầu tư. Quan điểm này cho thấy khi quyền sở hữu và quyền điều hành tách biệt, doanh nghiệp cần có cơ chế giám sát, khuyến khích và trách nhiệm giải trình để hạn chế việc người quản lý sử dụng nguồn lực không phù hợp với lợi ích của chủ sở hữu.

Từ góc độ cấu trúc sở hữu và quyền kiểm soát, La Porta và cộng sự (1999) chỉ ra rằng doanh nghiệp tại nhiều quốc gia thường tồn tại chủ sở hữu kiểm soát cuối cùng, thay vì có cơ cấu sở hữu phân tán hoàn toàn. Phát hiện này gợi mở rằng việc nhận diện chủ thể thực sự có quyền chi phối là điều cần thiết khi phân tích cơ chế quản trị. Tuy nhiên, tập trung quyền sở hữu có thể tạo ra hai tác động khác nhau: một mặt, chủ sở hữu lớn có động lực giám sát hoạt động quản lý; mặt khác, quyền kiểm soát tập trung có thể làm phát sinh nguy cơ quyết định thiên lệch hoặc ảnh hưởng đến quyền lợi của các cổ đông khác. Vì vậy, cơ chế quản lý vốn cần đồng thời bảo đảm hiệu lực giám sát và hạn chế việc lạm dụng quyền quyết định.

Brown và Caylor (2006) tiếp cận quản trị doanh nghiệp thông qua một hệ thống các tiêu chí liên quan đến hội đồng quản trị, quyền cổ đông, cơ chế kiểm soát và công bố thông tin. Kết quả nghiên cứu cho thấy chất lượng quản trị có mối liên hệ với một số phương diện của định giá doanh nghiệp, kết quả hoạt động và lợi ích của cổ đông. Dù không trực tiếp đo lường toàn bộ quá trình sử dụng vốn, nghiên cứu này cũng cố lập luận rằng cơ chế quản trị có thể tạo điều kiện để doanh nghiệp phân bổ nguồn lực có kỷ luật hơn, kiểm soát quyết định đầu tư và nâng cao trách nhiệm của người quản lý.

Tổng hợp các cách tiếp cận trên cho thấy cơ chế quản lý vốn có thể tác động đến hiệu quả sử dụng vốn thông qua ba kênh chủ yếu. Thứ nhất, cơ chế phân quyền xác định cấp có thẩm quyền phê duyệt nguồn tài trợ, dự án đầu tư, hạn mức tín dụng và phương án xử lý tài sản. Thứ hai, cơ chế giám sát giúp doanh nghiệp theo dõi tiến độ giải ngân, tình trạng khai thác tài sản, biến động công nợ và mức độ hoàn thành mục tiêu tài chính. Thứ ba, cơ chế trách nhiệm giải trình gắn kết quả sử dụng vốn với trách nhiệm của tập thể hoặc cá nhân có liên quan, qua đó hạn chế quyết định thiếu căn cứ và hành vi chuyển giao trách nhiệm.

Một cơ chế quản lý phù hợp phải tạo được sự cân bằng giữa quyền chủ động và yêu cầu kiểm soát. Nếu thẩm quyền tập trung quá mức, quá trình phê duyệt có thể kéo dài, làm chậm cơ hội đầu tư và giảm khả năng phản ứng trước biến động thị trường. Ngược lại, phân cấp rộng nhưng thiếu giới hạn, tiêu chí đánh giá và hệ thống giám sát có thể làm gia tăng rủi ro đầu tư, phát sinh chi tiêu vượt ngân sách hoặc hình thành tài sản không được khai thác hiệu quả. Vì vậy, chất lượng của cơ chế quản lý không được đánh giá bằng mức độ tập trung hay phân cấp đơn thuần mà bằng sự rõ ràng của thẩm quyền, tính kịp thời của quyết định và khả năng kiểm soát trách nhiệm sau đầu tư.

Trong quản lý vốn, cơ chế kiểm soát không nên chỉ được thực hiện tại thời điểm phê duyệt dự án. Hoạt động kiểm soát cần bao phủ toàn bộ chu kỳ vốn,

từ xác định nhu cầu, lựa chọn nguồn tài trợ, thẩm định và giải ngân đến vận hành, đánh giá sau đầu tư và thu hồi vốn. Các ngưỡng cảnh báo về dòng tiền, chi phí, tiến độ, công suất và mức sinh lời cần được xác định từ trước để doanh nghiệp có cơ sở điều chỉnh hoặc dừng phương án không còn đáp ứng yêu cầu. Cách tiếp cận theo chu kỳ giúp chuyển trọng tâm từ kiểm soát thủ tục sang kiểm soát kết quả và rủi ro.

Đối với VIMC, cơ chế quản lý vốn còn phải giải quyết mối quan hệ giữa công ty mẹ và các doanh nghiệp thành viên. Công ty mẹ cần thực hiện quyền của chủ sở hữu, kiểm soát danh mục đầu tư và bảo đảm an toàn vốn; trong khi các đơn vị thành viên cần có mức độ chủ động cần thiết để xử lý hoạt động vận tải biển, khai thác cảng và logistics. Do đó, cơ chế quản lý phải xác định rõ nội dung công ty mẹ quyết định, nội dung được phân cấp, chế độ báo cáo và trách nhiệm của người đại diện phần vốn tại doanh nghiệp thành viên.

Sự khác biệt giữa các lĩnh vực hoạt động cũng đòi hỏi cơ chế quản lý có mức độ linh hoạt nhất định. Quyết định đầu tư tàu biển phải tính đến chu kỳ giá cước, tuổi tàu, tiêu hao nhiên liệu và khả năng khai thác tuyến; đầu tư cảng biển cần gắn với sản lượng dự kiến, năng suất cầu bến, công suất thiết bị và kết nối hậu phương; trong khi hoạt động logistics đòi hỏi kiểm soát chặt chẽ công nợ, hạn mức tín dụng khách hàng và vòng quay vốn lưu động. Nếu áp dụng một quy trình giống nhau cho mọi loại quyết định, cơ chế quản lý có thể trở thành rào cản thay vì công cụ hỗ trợ hiệu quả vốn.

Cơ chế quản lý vốn cũng có mối quan hệ với các yếu tố còn lại trong khung nghiên cứu. Cơ cấu và quy mô vốn xác định nguồn lực cũng như nghĩa vụ tài chính của doanh nghiệp; trình độ quản lý ảnh hưởng đến chất lượng thẩm định và lựa chọn phương án; công nghệ cung cấp dữ liệu cho việc theo dõi và cảnh báo; còn cơ chế quản lý chuyển những thông tin đó thành quyết định, hành động và trách nhiệm cụ thể. Vì vậy, công nghệ hiện đại không thể tự nâng cao

hiệu quả nếu không có quy trình sử dụng thông tin, và nhà quản lý có năng lực cũng khó phát huy vai trò nếu phạm vi thẩm quyền hoặc trách nhiệm không được xác định rõ.

Đối với khung nghiên cứu của luận án, cơ chế quản lý vốn được xem là một yếu tố quản trị nội bộ có khả năng ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn thông qua chất lượng phân quyền, kiểm soát, phối hợp và trách nhiệm giải trình. Yếu tố này không được hiểu là số lượng quy định hoặc thủ tục mà doanh nghiệp ban hành. Nội dung cần đánh giá là mức độ rõ ràng, phù hợp và khả năng thực thi của các quy định trong quá trình huy động, phân bổ, khai thác và thu hồi vốn.

Như vậy, hiệu quả sử dụng vốn không hình thành từ hoạt động riêng lẻ của từng yếu tố mà là kết quả của sự tương thích giữa nguồn lực tài chính, năng lực quản lý, hệ thống công nghệ và cơ chế điều hành. Một doanh nghiệp có thể huy động được lượng vốn lớn với chi phí hợp lý nhưng vẫn đạt hiệu quả thấp nếu dự án được lựa chọn thiếu căn cứ, dữ liệu không được chia sẻ hoặc trách nhiệm sau đầu tư không rõ ràng. Hàm ý đặt ra là giải pháp nâng cao hiệu quả vốn tại VIMC cần được thiết kế đồng bộ, thay vì chỉ tăng quy mô vốn, trang bị thêm công nghệ hoặc sửa đổi một quy trình riêng biệt.

1.3.6. Các yếu tố khách quan và đặc thù ngành ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn

Nhóm yếu tố khách quan bao gồm điều kiện kinh tế vĩ mô, diễn biến thị trường và khuôn khổ thể chế mà doanh nghiệp khó kiểm soát trong ngắn hạn. Lãi suất làm thay đổi chi phí sử dụng vốn vay và ngưỡng chấp nhận của dự án; lạm phát tác động đến giá nhiên liệu, vật tư, tiền lương và giá trị thay thế của tài sản; tỷ giá ảnh hưởng đồng thời đến doanh thu, nghĩa vụ nợ và chi phí nhập khẩu thiết bị. Vì vậy, một mức ROE hoặc ROI tăng trong giai đoạn thuận lợi chưa tự động chứng minh hiệu quả quản trị đã cải thiện tương ứng. Việc đánh giá cần tách phần biến động do môi trường khỏi phần kết quả có thể quy cho quyết định của doanh nghiệp.

Đối với ngành hàng hải, giá cước vận tải, giá nhiên liệu và chu kỳ thương mại quốc tế là các biến số có ảnh hưởng trực tiếp. Khi giá cước tăng nhanh, doanh thu và lợi nhuận của khối vận tải biển có thể cải thiện trong khi quy mô tài sản gần như không đổi, làm các tỷ suất sinh lời tăng mạnh. Ngược lại, sự suy giảm nhu cầu vận chuyển hoặc chi phí nhiên liệu tăng sẽ thu hẹp biên lợi nhuận và kéo dài thời gian hoàn vốn. Do đó, phân tích theo chuỗi thời gian phải chú ý điểm ngoặt của chu kỳ, tránh lấy kết quả của một năm đột biến làm chuẩn cho năng lực sử dụng vốn dài hạn.

Chính sách phát triển kết cấu hạ tầng, quy hoạch cảng biển, thủ tục đầu tư, hải quan, thuế và các yêu cầu về an toàn - môi trường cũng định hình hiệu quả vốn. Một dự án cảng có thể có hiệu quả kỹ thuật tốt nhưng vẫn chậm tạo dòng tiền nếu kết nối hậu phương, luồng tàu hoặc thủ tục khai thác chưa đồng bộ. Tương tự, yêu cầu giảm phát thải làm tăng nhu cầu đầu tư đổi mới đội tàu nhưng cũng mở ra khả năng tiết kiệm nhiên liệu và tiếp cận khách hàng có tiêu chuẩn xanh. Tác động của chính sách vì thế cần được xem xét trên cả phương diện chi phí tuân thủ và cơ hội nâng cấp năng lực cạnh tranh.

Đặc thù công nghệ và cấu trúc tài sản khác nhau giữa ba khối hoạt động làm cho cơ chế tạo hiệu quả vốn không đồng nhất. Vận tải biển thâm dụng vốn, chịu rủi ro chu kỳ và phụ thuộc lớn vào tuổi tàu, hệ số sử dụng tàu và giá nhiên liệu. Khai thác cảng có tỷ trọng tài sản cố định cao, thời gian thu hồi vốn dài, hiệu quả phụ thuộc sản lượng thông qua cảng, năng suất thiết bị và chất lượng kết nối logistics. Dịch vụ logistics thường cần ít tài sản cố định hơn nhưng đòi hỏi quản trị vốn lưu động, công nợ, dữ liệu và phối hợp mạng lưới chặt chẽ. Bởi vậy, so sánh giữa các khối phải dựa trên vai trò kinh tế của từng chỉ tiêu, không chỉ xếp hạng cơ học theo một tỷ suất chung.

Trong mô hình nghiên cứu của luận án, các biến vĩ mô và đặc thù ngành được sử dụng như điều kiện bối cảnh để giải thích biến động của dữ liệu tài

chính, còn năm yếu tố khảo sát tập trung vào phạm vi quản trị nội bộ mà VIMC có khả năng can thiệp. Lựa chọn này giúp duy trì tính khả thi của mô hình nhưng đồng thời đặt ra giới hạn: hệ số khảo sát không phản ánh đầy đủ tác động của lãi suất, tỷ giá, giá cước hoặc chính sách. Luận án vì vậy kết hợp kết quả khảo sát với phân tích tài chính và diễn giải bối cảnh, thay vì xem một mô hình đơn lẻ là nguồn bằng chứng duy nhất.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 đã xác lập cách hiểu về vốn và hiệu quả sử dụng vốn phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, đồng thời phân biệt các bộ phận vốn theo đặc điểm chu chuyển, quan hệ sở hữu, kết quả đầu tư và phạm vi hình thành. Trên cơ sở các lý thuyết và bằng chứng đã tổng hợp, luận án lựa chọn năm nhóm yếu tố nội tại gồm cơ cấu vốn, quy mô vốn, trình độ quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn và cơ chế quản lý vốn. Các khái niệm và cơ chế tác động được xác định trong chương này là căn cứ xây dựng khung phân tích, thang đo và phương pháp nghiên cứu tại Chương 2.

Thứ nhất, vốn được tiếp cận như một nguồn lực có giá trị, luôn vận động qua các hình thái và liên hệ với quyền kiểm soát của doanh nghiệp. Đặc điểm chu chuyển, quan hệ sở hữu, thời hạn và mục đích sử dụng vốn tạo ra những yêu cầu không đồng nhất đối với quản trị vốn lưu động, vốn cố định và nguồn tài trợ.

Thứ hai, nghiên cứu phân biệt hai lớp đo lường hiệu quả khai thác vốn: hệ thống chỉ tiêu tài chính khách quan như ROA, ROE, ROI, vòng quay vốn; và xem xét cảm nhận của cán bộ điều hành về chất lượng sử dụng vốn. Hai lớp thông tin có ý nghĩa bổ sung, nhưng không thể thay thế hoặc đồng nhất với nhau.

Thứ ba, năm nhóm yếu tố được lựa chọn gồm cấu trúc nguồn tài trợ, quy mô nguồn vốn, năng lực quản trị vốn, mức ứng dụng công nghệ trong quản trị vốn và cơ chế điều hành và kiểm soát vốn. Cơ chế truyền dẫn của những yếu tố này được lý giải qua chi phí sử dụng vốn, kỷ luật tài chính, năng lực phân bổ nguồn lực, chất lượng thông tin, kiểm soát luồng tiền, kiểm soát rủi ro và trách nhiệm giải trình.

Những luận cứ trên là nền tảng để xây dựng khung phân tích và cách tiếp cận nghiên cứu ở Chương 2; đồng thời là cơ sở để diễn giải kết quả điều tra theo đúng bản chất cảm nhận và so sánh chéo với kết quả về tài chính quan sát được của VIMC trong Chương 3 để qua đó triển khai các nội dung nghiên cứu tiếp theo của luận án.

CHƯƠNG 2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

2.1. Tiếp cận nghiên cứu

2.1.1. Tiếp cận hệ thống

Hệ thống là một tổng thể để duy trì sự tồn tại bằng sự tương tác giữa các yếu tố tạo nên nó. Mỗi một hệ thống có các thành phần, bộ phận hoặc là hệ thống con. Tiếp cận hệ thống được sử dụng để phân tích, đánh giá các quan hệ tác động lẫn nhau. Tiếp cận hệ thống được vận dụng vào nghiên cứu này nhằm chỉ ra quan hệ ràng buộc, ảnh hưởng lẫn nhau giữa các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng vốn, giữa các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn và sự tác động giữa hiệu quả sử dụng vốn của các thành viên trong Tổng công ty với hiệu quả sử dụng vốn nói chung của Tổng công ty.

Tiếp cận hệ thống cũng chỉ ra những điểm nghẽn, điểm hạn chế nhất trong việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và xếp thứ tự giải quyết từng vấn đề từ đó giúp cho đề tài lựa chọn các giải pháp ưu tiên và điều kiện thực hiện. Tiếp cận hệ thống nhấn mạnh vào việc xác định và mô tả mối liên hệ giữa các yếu tố cấu tạo nên hệ thống và tương tác giữa chúng (Nguyễn Đình Hòa & Vũ Văn Hiếu, 2009). Trong luận án này, mỗi chỉ tiêu hiệu quả được xem xét như một hệ thống và chịu ảnh hưởng của các yếu tố bên trong, bên ngoài.

2.1.2. Tiếp cận kết hợp nghiên cứu định tính và định lượng

Theo Creswell (2003), có ba phương pháp nghiên cứu được sử dụng phổ biến trong nghiên cứu khoa học là: phương pháp định tính, phương pháp định lượng và phương pháp kết hợp cả định tính và định lượng. Mỗi phương pháp đều có những ưu điểm và hạn chế nhất định.

2.1.2.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

Phương pháp định tính liên quan đến các nhận định chủ quan về thái độ, ý kiến và hành vi, giúp hiểu sâu vấn đề để xây dựng lý thuyết. Nghiên cứu định tính thu thập các thông tin và dữ liệu dưới dạng ‘phi số’ để có được các thông tin

chi tiết về đối tượng nghiên cứu, khảo sát hoặc điều tra - gọi chung là "đối tượng nghiên cứu" nhằm phục vụ mục đích phân tích hoặc đánh giá chuyên sâu. Các thông tin này thường được thu thập thông qua phỏng vấn, quan sát trực tiếp hay thảo luận nhóm tập trung sử dụng câu hỏi mở, và thường được áp dụng trong trường hợp mẫu nghiên cứu nhỏ, có tính tập trung.

Dữ liệu của phương pháp nghiên cứu định tính: dữ liệu cần thu thập trong các nghiên cứu định tính là dữ liệu “bên trong” của đối tượng nghiên cứu. Những dữ liệu này không thể thu thập được thông qua kỹ thuật phỏng vấn thông thường mà phải thông qua kỹ thuật thảo luận. Nghiên cứu định tính là một dạng của nghiên cứu khám phá. Các dự án nghiên cứu định tính được thực hiện với một nhóm nhỏ các đối tượng nghiên cứu. Vì vậy mẫu được chọn không chọn theo phương pháp chọn mẫu theo xác suất. Các phần tử của mẫu được chọn sao cho chúng thỏa mãn một số đặc tính của đối tượng nghiên cứu cũng như giới tính, nghề nghiệp, tuổi tác, thu nhập.

Công cụ của phương pháp nghiên cứu định tính: chủ yếu là phỏng vấn nhóm, phỏng vấn sâu (tay đôi), thông tin linh hoạt theo tình huống, không yêu cầu số lớn nhưng yêu cầu chiều sâu. Phương pháp nghiên cứu định tính cho phép khảo sát và đặt câu hỏi sâu hơn và sâu hơn đối với người trả lời dựa trên câu trả lời của họ, nơi người phỏng vấn, nhà nghiên cứu cũng cố gắng hiểu động cơ và cảm xúc của họ. Phương pháp định tính điều tra lý do tại sao và làm thế nào trong việc ra quyết định, không chỉ trả lời các câu hỏi cái gì, ở đâu, khi nào. Như vậy, các mẫu nhỏ tập trung thường được sử dụng nhiều hơn các mẫu lớn.

Ưu điểm của phương pháp nghiên cứu định tính:

Do đặc tính của phương pháp nghiên cứu định tính là khai phá, tìm ra những quy luật mới, khái niệm mới về một vấn đề nào đó. Đây cũng là một trong những ưu điểm của phương pháp nghiên cứu định tính. Creswell (2007) cho rằng, nghiên cứu có dữ liệu liên quan đến quan điểm, kinh nghiệm và cảm nhận của cá nhân hoặc tìm hiểu về một lĩnh vực ít phổ biến hoặc phát triển giải thích về một hiện tượng thì áp dụng phương pháp nghiên cứu định tính là phù hợp.

Nhược điểm của phương pháp nghiên cứu định tính:

- Mục đích của nghiên cứu định tính là trả lời các câu hỏi nghiên cứu bằng các dữ liệu mang tính chất giải thích, minh chứng cho kết quả mà người nghiên cứu tìm ra. Tuy nhiên, những kết quả đó không được chứng thực bằng các mô hình kinh tế lượng hay mô hình toán như trong nghiên cứu định lượng.

- Đây là phương pháp có thể dễ dàng để sử dụng nhưng không dễ dàng thuyết phục vì yếu tố này phụ thuộc rất lớn vào trình độ, năng lực tư duy và lý luận của người nghiên cứu; khác với nghiên cứu định lượng là phụ thuộc vào kết quả sau khi chạy các mô hình.

- Hạn chế trong quá trình đánh giá và xử lý số liệu là việc đánh giá chủ quan của nhà nghiên cứu. Sau khi quá trình chọn mẫu, phương pháp nghiên cứu định tính cũng sử dụng cách thức và công cụ nhằm thu thập dữ liệu, một số công cụ thu thập dữ liệu thông dụng như thảo luận, thảo luận nhóm, diễn dịch.

2.1.2.2. Kết hợp phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng

Phương pháp kết hợp định tính và định lượng thường thể hiện ở một số dạng như: kết hợp về phương pháp thu thập dữ liệu, kết hợp về lý thuyết, kết hợp về phương pháp luận nghiên cứu. Creswell và Clark (2011) khẳng định, phương pháp kết hợp có thể giúp các nhà nghiên cứu tận dụng ưu điểm của cả hai phương pháp định tính và định lượng, khám phá và giải thích bản chất của hiện tượng nghiên cứu từ nhiều khía cạnh đa dạng khác nhau, từ đó kết luận nghiên cứu có tính logic hơn.

Nghiên cứu sử dụng thiết kế nghiên cứu hỗn hợp theo hướng bổ trợ và so sánh chéo. Dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính được dùng để phân tích hiệu quả khai thác vốn thực tế qua hệ thống chỉ tiêu tài chính và mô hình DuPont; dữ liệu định tính được dùng để khám phá, hiệu chỉnh nội dung thang đo; dữ liệu điều tra định lượng được dùng để lượng hóa cảm nhận, đánh giá chủ quan của cán bộ điều hành và nhân sự tài chính về mức ảnh hưởng của những yếu tố nội bộ. Hai nguồn dữ liệu được tích hợp ở thời kỳ thảo luận kết quả, nhưng không được đồng nhất về bản chất đo lường.

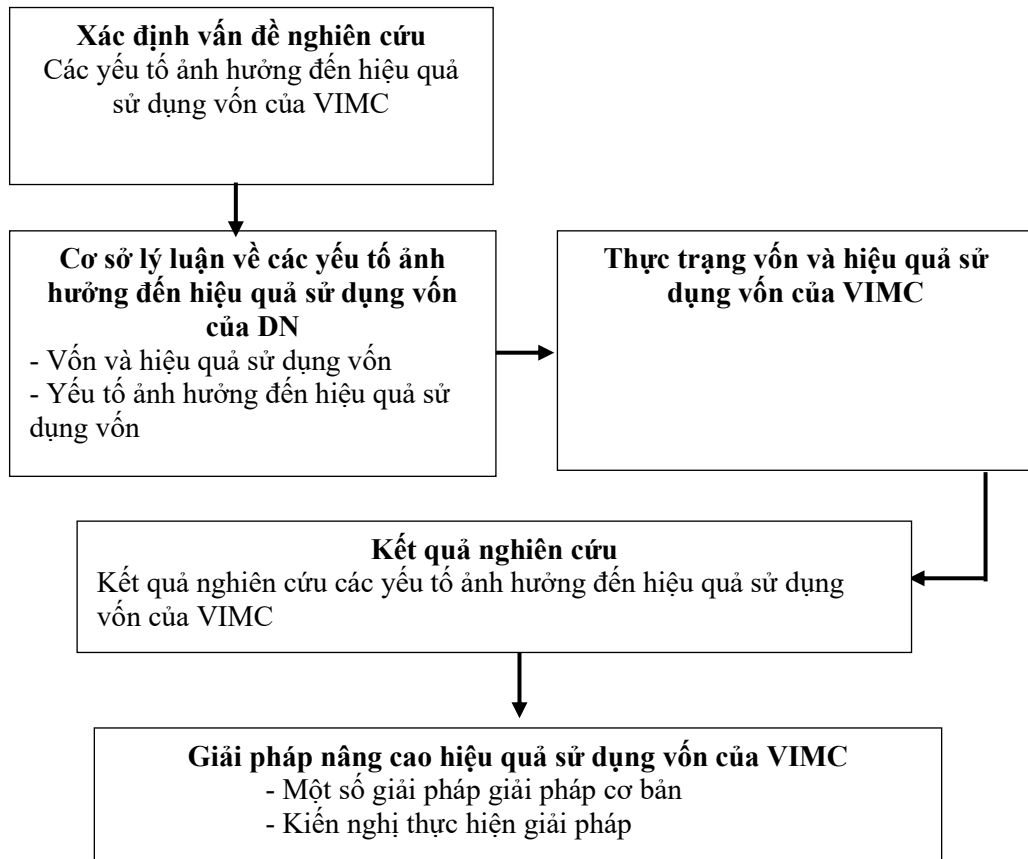
Vì thế, kết quả EFA và các hệ số ước lượng từ hồi quy OLS trong nghiên cứu thể hiện quan hệ thống kê giữa các thang đo cảm nhận trong mẫu khảo sát, không phải bằng chứng xác lập quan hệ nhân quả một cách trực tiếp giữa những yếu tố quản trị với ROA, ROE hoặc hệ thống chỉ tiêu kết quả về tài chính quan sát được của VIMC.

2.2. Khung phân tích của luận án

Khung phân tích là hình thức sơ đồ hóa tất cả các quan hệ tương quan, nhân quả giữa các biến số, các chỉ tiêu theo bản chất và trình tự của chúng. Từ đó, ta có thể mô tả trực quan cách thức mà ta phải phân tích vấn đề nghiên cứu. Khung phân tích giúp hình dung được bản chất của dữ liệu, nguồn dữ liệu, tiến trình thu thập, phương thức xử lý để trả lời các câu hỏi nghiên cứu.

Khung phân tích thể hiện một cách tổng quát tính logic và kết quả mong đợi của nghiên cứu. Các yếu tố cơ bản của khung phân tích: (i) Các yếu tố bên ngoài tác động đến vấn đề nghiên cứu; (ii) Các yếu tố bên trong tác động đến vấn đề nghiên cứu; (iii) Các kết quả nghiên cứu; (iv) Các giải pháp dự kiến áp dụng.

Trong khung phân tích này, nhánh phân tích báo cáo tài chính và nhánh khảo sát cảm nhận được triển khai song song. Nhánh báo cáo tài chính thể hiện kết quả sử dụng vốn khách quan; nhánh khảo sát thể hiện nhận thức của người trả lời về những yếu tố quản trị nội bộ. Việc so sánh chéo hai nhánh nhằm tăng tính toàn diện của nghiên cứu, không nhằm suy diễn rằng biến phụ thuộc khảo sát là đại diện một cách trực tiếp cho ROA hoặc ROE.



Hình 2. 1: Khung phân tích của Luận án

Nguồn: NCS tổng hợp và điều chỉnh từ cơ sở lý thuyết, các nghiên cứu liên quan và kết quả phỏng vấn chuyên gia

2.3. Phương pháp nghiên cứu

2.3.1. Nguồn số liệu và phương pháp thu thập số liệu

2.3.1.1. Số liệu thứ cấp

Nghiên cứu sử dụng số liệu thứ cấp của VIMC và các đơn vị trong hệ thống. Nguồn số liệu được phân loại, so sánh chéo và ghi chú thống nhất theo phạm vi hợp nhất, công ty mẹ hoặc đơn vị thành viên, gồm:

- Báo cáo tài chính hợp nhất đã được kiểm toán của VIMC thời kỳ 2020-2024; đây là nguồn phân lớn để tính toán hệ thống chỉ tiêu tổng hợp của toàn VIMC.
- Báo cáo tài chính của Công ty mẹ và các công ty thành viên thời kỳ 2020-2024; nguồn này được vận dụng khi phân tích chi tiết theo đơn vị hoặc khi phân bổ theo ba khối hoạt động: cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải.

- Báo cáo quản lý của ban giám đốc liên quan tới xử lý hoặc quyết định về vốn và tài sản

- Báo cáo của kiểm soát nội bộ/kiểm toán nội bộ
- Báo cáo tổng kết hàng năm của Tổng công ty
- Các văn bản nhà nước liên quan đến hoạt động quản lý tài chính tại VIMC
- Các tài liệu hội nghị, hội thảo, nghiên cứu, luận văn, luận án liên quan tới vốn, tài sản của VIMC.

Đối với từng bảng và biểu đồ ở Chương 3, nghiên cứu ghi rõ loại báo cáo được vận dụng, phạm vi dữ liệu (hợp nhất, công ty mẹ hay đơn vị thành viên), thời điểm số liệu và nguyên tắc phân loại theo ba khối hoạt động. Trường hợp số liệu được NCS tổng hợp hoặc tính toán lại, chú thích nguồn thể hiện đầy đủ “NCS tính toán/tổng hợp từ...” để đảm bảo khả năng kiểm chứng.

2.3.1.2. Số liệu sơ cấp

- Điều tra khảo sát qua bảng hỏi thiết kế sẵn

Bảng hỏi được thiết kế để khảo sát một cách trực tiếp hoặc gián tiếp các cán bộ đang quản trị vốn hoặc có liên quan đến công tác tài chính, quản trị vốn tại Tổng công ty, Công ty mẹ và các công ty thành viên. Kết quả thu thập thể hiện nhận thức và xem xét chủ quan của người trả lời tại thời điểm khảo sát.

- Điều tra chuyên sâu

Phỏng vấn chuyên sâu được triển khai với các chuyên gia có kinh nghiệm trong quản trị vốn tại Tổng công ty, Công ty mẹ và một số công ty thành viên. Kết quả phỏng vấn được dùng nhằm kiểm tra mức thích hợp về nội dung, ngôn ngữ và bối cảnh của thang đo, không được dùng nhằm thay thế số liệu tài chính khách quan.

2.3.2. Phương pháp phân tích và xử lý số liệu

Số liệu tài chính được kiểm tra, chuẩn hóa và tính toán bằng Microsoft Excel; dữ liệu điều tra được mã hóa, làm sạch và phân tích bằng SPSS 22. Các

bước xử lý được triển khai theo một quy trình thống nhất, gồm có kiểm tra tính đầy đủ, nhận diện giá trị bất thường, mã hóa biến, thống kê mô tả, kiểm định thang đo, EFA và hồi quy tuyến tính bội (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2005).

2.3.2.1. Phân tích số liệu tài chính bằng mô hình DuPont

Mô hình DuPont được thiết lập từ ROE - tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu và phân tích thành các chỉ tiêu nhỏ hơn (Ngô Thế Chi và Nguyễn Trọng Cơ, 2008). Theo đó, phân tích DuPont được thiết kế như sau:

$$ROE = ROS * \text{Số vòng quay tổng tài sản} * \text{Hệ số đòn bẩy tài chính}$$

Mô hình phân tích DuPont có ba thành phần chính:

- Hiệu quả hoạt động, là tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu. Chỉ tiêu này phản ánh trình độ quản lý doanh thu và chi phí của doanh nghiệp. Nếu ROE tăng do tỷ suất lợi nhuận ròng tăng thì chứng tỏ doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả, có lợi thế kinh doanh nhất định, có thể tăng giá bán hoặc tiết giảm chi phí trên một đơn vị sản phẩm.

- Hiệu quả sử dụng tài sản, được đo bằng vòng quay tổng tài sản. Đây là yếu tố phản ánh trình độ khai thác và sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Nếu ROE tăng do vòng quay tài sản tăng chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng tài sản sẵn có và tạo ra nhiều doanh thu hơn.

- Đòn bẩy tài chính: phản ánh trình độ quản trị tổ chức nguồn vốn phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính đánh giá mức độ hiệu quả của công ty trong việc sử dụng nợ, một động lực chính của ROE, để tài trợ cho các hoạt động đó. Nếu ROE tăng do đòn bẩy tài chính tăng chứng tỏ doanh nghiệp tận dụng nguồn vốn nợ hiệu quả, tuy nhiên cũng tồn tại nhiều rủi ro do đòn bẩy tài chính là con dao hai lưỡi. Trong điều kiện kinh tế thuận lợi, đòn bẩy tài chính sẽ nâng cao lợi nhuận nhanh chóng, ngược lại với điều kiện vĩ mô không thuận lợi, đòn bẩy tài chính có thể ăn mòn lợi nhuận của doanh nghiệp thông qua chi phí lãi vay.

Phân rã theo mô hình DuPont được dùng nhằm nhận diện các cấu phần làm thay đổi ROE thực tế, gồm biên lợi nhuận, vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính. Khi diễn giải kết quả, nghiên cứu đồng thời xem xét bối cảnh thị trường bên ngoài như biến động giá cước vận tải biển, giá nhiên liệu và chu kỳ thương mại, nhằm tránh quy toàn bộ biến động hiệu quả tài chính cho những yếu tố quản trị nội bộ.

2.3.2.2. Phân tích dữ liệu định tính

Chọn đối tượng phỏng vấn:

Mẫu nghiên cứu định tính được lựa chọn từ VIMC và các doanh nghiệp thành viên trực thuộc nhằm làm rõ các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Để bảo đảm tính đại diện và phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, NCS tiến hành phỏng vấn 12 chuyên gia đang trực tiếp tham gia quản lý, điều hành và thực hiện công tác tài chính tại doanh nghiệp. Cụ thể gồm:

- (i) 03 chuyên gia là Giám đốc hoặc Tổng giám đốc doanh nghiệp thành viên;
- (ii) 02 chuyên gia là thành viên Hội đồng quản trị;
- (iii) 03 chuyên gia là Trưởng phòng tài chính;
- (iv) 04 chuyên gia là chuyên viên tài chính có nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản trị và sử dụng vốn.

Các chuyên gia được lựa chọn phỏng vấn căn cứ vào các tiêu chí: (i) có thời gian công tác trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp hoặc quản trị vốn từ 05 năm trở lên; (ii) đang trực tiếp tham gia quản lý, điều hành hoặc thực hiện công tác tài chính tại doanh nghiệp; (iii) có hiểu biết thực tế về hoạt động sử dụng vốn và đặc điểm hoạt động của doanh nghiệp hàng hải, vận tải biển.

Nội dung phỏng vấn tập trung vào việc đánh giá mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC. Các câu hỏi phỏng vấn được xây dựng xoay quanh các nội dung như: ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả sử dụng vốn; vai trò của quy mô vốn; tác động của trình độ quản lý vốn;

ảnh hưởng của công nghệ quản lý vốn; tác động của cơ chế quản lý vốn; đồng thời thu thập thêm ý kiến chuyên gia về các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn và các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

Việc lựa chọn các đối tượng phỏng vấn nêu trên xuất phát từ thực tế: đây là những người trực tiếp tham gia vào quá trình quản lý và sử dụng vốn của doanh nghiệp. Các ý kiến thu thập được không chỉ phản ánh góc nhìn chuyên môn tài chính mà còn thể hiện kinh nghiệm thực tiễn trong hoạt động quản trị vốn tại VIMC, qua đó giúp bảo đảm tính phù hợp và thực tiễn của mô hình nghiên cứu.

Thu thập và xử lý dữ liệu:

Sau khi kết thúc các cuộc phỏng vấn, NCS tiến hành tổng hợp thông tin, đối chiếu và so sánh ý kiến giữa các chuyên gia nhằm xác định các nội dung có mức độ đồng thuận cao liên quan đến các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Kết quả tổng hợp cho thấy các chuyên gia cơ bản đồng thuận với 05 nhóm yếu tố chính được đề xuất trong mô hình nghiên cứu, bao gồm: (i) cơ cấu vốn, (ii) quy mô vốn, (iii) trình độ quản lý vốn, (iv) công nghệ quản lý vốn và (v) cơ chế quản lý vốn. Các ý kiến đều thống nhất rằng đây là những nhóm yếu tố có cơ sở lý thuyết vững chắc và phù hợp với thực tiễn quản trị vốn trong doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh ngành hàng hải với đặc thù sử dụng vốn lớn và chịu ảnh hưởng mạnh từ rủi ro tài chính.

Dữ liệu thu thập được xử lý bằng phương pháp mã hóa dữ liệu phỏng vấn theo từng nhóm chủ đề nghiên cứu. Cụ thể, các ý kiến chuyên gia được phân loại theo các nhóm nội dung như: cơ cấu vốn, quy mô vốn, trình độ quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn, cơ chế quản lý vốn và các yếu tố bổ sung khác ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn. NCS đồng thời tiến hành thống kê tần suất xuất hiện của các ý kiến và từ khóa liên quan nhằm đánh giá mức độ quan tâm và sự thống nhất giữa các chuyên gia đối với từng yếu tố nghiên cứu.

Trong nghiên cứu này, dữ liệu phỏng vấn được mã hóa thủ công do số lượng dữ liệu không lớn. Phương pháp mã hóa bằng tay giúp NCS dễ dàng theo dõi nội dung trao đổi, kiểm tra tính phù hợp của các ý kiến và phát hiện các nội dung còn chưa rõ ràng hoặc trùng lặp trong thang đo nghiên cứu.

Kết quả phỏng vấn chuyên gia được sử dụng để hiệu chỉnh thang đo trước khi triển khai khảo sát chính thức. Cụ thể, các biến quan sát được nhiều chuyên gia đánh giá là phù hợp tiếp tục được giữ lại trong mô hình nghiên cứu. Một số biến được điều chỉnh lại cách diễn đạt nhằm bảo đảm tính dễ hiểu và phù hợp với đặc thù hoạt động của doanh nghiệp hàng hải. Đồng thời, thông qua ý kiến chuyên gia, nghiên cứu bổ sung thêm các nội dung phản ánh vai trò của công nghệ quản lý vốn và cơ chế quản lý vốn trong việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC. Các biến có nội dung trùng lặp hoặc chưa phản ánh rõ bản chất yếu tố nghiên cứu được lược bỏ hoặc điều chỉnh trước khi xây dựng bảng hỏi chính thức phục vụ nghiên cứu định lượng.

Quy trình hiệu chỉnh thang đo được triển khai dựa trên so sánh chéo giữa cơ sở lý thuyết, các nghiên cứu có liên quan và ý kiến chuyên gia. Các thang đo không được xem như sao chép nguyên trạng từ một nghiên cứu đơn lẻ; NCS kế thừa nội hàm khái niệm, sau đó điều chỉnh biến quan sát cho thích hợp với đặc điểm riêng quản trị vốn của VIMC và kiểm định lại độ tin cậy, giá trị hội tụ, giá trị phân biệt trên mẫu khảo sát chính thức.

2.3.2.3. Phân tích dữ liệu khảo sát bằng EFA và hồi quy tuyến tính bội

Việc kết hợp EFA và hồi quy tuyến tính bội trong luận án được đặt trong giới hạn của dữ liệu khảo sát. EFA có nhiệm vụ nhận diện cấu trúc của các biến quan sát và kiểm tra mức độ các phát biểu hội tụ vào những nhóm khái niệm dự kiến. Bước này đặc biệt cần thiết vì các nội dung như trình độ quản lý, cơ chế quản lý hay công nghệ quản lý không thể đo trực tiếp bằng một chỉ tiêu duy nhất. Mỗi khái niệm được phản ánh qua nhiều biểu hiện trong thực tiễn quản

trị. Khi các biến quan sát cùng tải vào một nhân tố và đạt yêu cầu về độ tin cậy, nghiên cứu có thêm cơ sở để sử dụng điểm nhân tố trong mô hình hồi quy.

Hệ số hồi quy được diễn giải như mức độ liên hệ trong đánh giá của người trả lời khi các biến khác được kiểm soát, không phải bằng chứng nhân quả trực tiếp. Sự phân biệt này giúp tránh đồng nhất cảm nhận của cán bộ quản lý với kết quả tài chính đã thực hiện. Người trả lời có thể đánh giá cao vai trò của năng lực quản trị do họ trực tiếp trải nghiệm quy trình lập kế hoạch, thẩm định và kiểm soát; trong khi ROA, ROE hoặc ROI còn chịu tác động của cước vận tải, giá nhiên liệu, lãi suất, tỷ giá và chu kỳ thương mại quốc tế. Bởi vậy, kết quả hồi quy được sử dụng để xác định trọng tâm quản trị, sau đó được kiểm tra tính hợp lý bằng dữ liệu tài chính và đặc điểm hoạt động của VIMC.

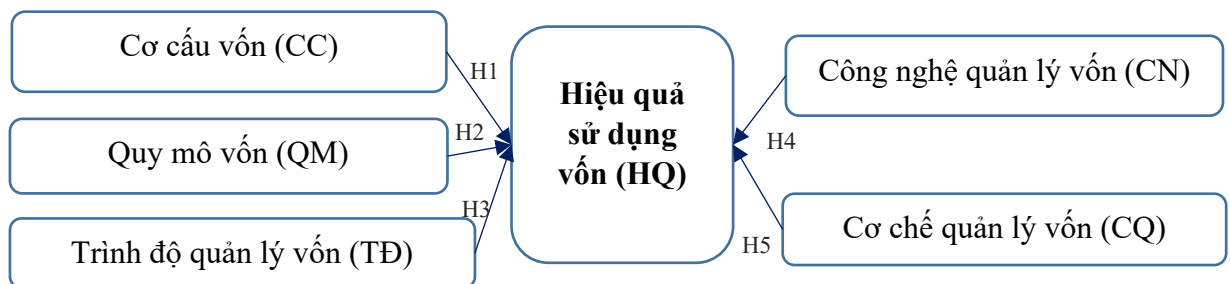
Thiết kế đối chiếu còn giúp nhận diện trường hợp độ mạnh của nhận thức và mức cải thiện tài chính không trùng nhau. Chẳng hạn, công nghệ có thể được đánh giá là cần thiết nhưng hệ số hiện tại chưa cao do các dự án số hóa mới ở giai đoạn đầu, dữ liệu chưa liên thông hoặc lợi ích có độ trễ. Quy mô vốn có thể mang dấu dương nhưng tác động thấp nếu phần vốn tăng thêm tập trung vào tài sản có thời gian hoàn vốn dài hoặc chưa đạt công suất thiết kế. Những khác biệt như vậy không được xem là mâu thuẫn; chúng cung cấp thông tin về điều kiện cần để một nguồn lực quản trị chuyển thành kết quả tài chính.

Độ tin cậy của kết luận được củng cố bằng ba lớp kiểm tra. Lớp thứ nhất là các tiêu chuẩn thống kê của thang đo và mô hình. Lớp thứ hai là sự phù hợp về dấu và logic kinh tế của các hệ số. Lớp thứ ba là đối chiếu với diễn biến tài chính theo thời gian và theo khối hoạt động. Chỉ khi một nhận định vượt qua cả ba lớp, luận án mới sử dụng nó làm căn cứ ưu tiên giải pháp. Cách xử lý này hạn chế nguy cơ đề xuất chính sách chỉ dựa trên một kết quả thống kê riêng lẻ và tăng khả năng gắn kết giữa mô hình nghiên cứu với thực tiễn quản trị vốn tại Tổng công ty.

Trình tự của phương pháp này được thực hiện như sau:

Bước 1: Xây dựng mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở tổng hợp các lý thuyết nền tảng về cơ cấu vốn, quản trị doanh nghiệp, lý thuyết thể chế và hiệu quả sử dụng nguồn lực, đồng thời kế thừa kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn, kết hợp với ý kiến tham vấn của các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính - quản trị doanh nghiệp và thực tiễn hoạt động của ngành hàng hải, nghiên cứu xây dựng mô hình phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC. Theo đó, năm nhóm yếu tố trọng tâm được lựa chọn gồm: (i) cơ cấu vốn, (ii) quy mô vốn, (iii) trình độ quản lý vốn, (iv) công nghệ quản lý vốn và (v) cơ chế quản lý vốn.



Sơ đồ 2. 1: Mô hình nghiên cứu định lượng

Nguồn: Đề xuất của NCS

Mô hình nghiên cứu cụ thể như sau:

$$HQ = \alpha + \beta_1 CC_i + \beta_2 QM_i + \beta_3 TĐ_i + \beta_4 CN_i + \beta_5 CQ_i + \varepsilon$$

Trong đó:

* Biến phụ thuộc:

HQ: Cảm nhận của người được khảo sát về hiệu quả khai thác vốn của VIMC

Trong mô hình khảo sát, HQ là biến tiềm ẩn được đo bằng thang Likert, thể hiện xem xét chủ quan của cán bộ điều hành và nhân sự tài chính. Biến này khác về bản chất với ROA, ROE, ROI và hệ thống chỉ tiêu được tính từ báo cáo

tài chính. Vì vậy, kết quả hồi quy chỉ được diễn giải là mức liên hệ và mức ảnh hưởng theo cảm nhận trong mẫu khảo sát.

* Các biến độc lập:

CC: Cơ cấu vốn

QM: Quy mô vốn

TĐ: Trình độ quản lý vốn

CN: Công nghệ quản lý vốn

CQ: Cơ chế quản lý vốn

α là hằng số, β là hệ số biến thiên giải thích, ε là phần dư và i là số quan sát

Bước 2: Thiết lập giả thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở hệ thống lý thuyết và kết quả tổng quan tại Mục 2.2, luận án đề xuất mô hình gồm năm nhóm yếu tố có liên hệ với hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC, bao gồm: cơ cấu vốn, quy mô vốn, trình độ quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn và cơ chế quản lý vốn. Việc lựa chọn các yếu tố này dựa trên sự kết hợp giữa ba căn cứ: kết quả của các nghiên cứu trước; đặc điểm quản trị tài chính của doanh nghiệp; và điều kiện tổ chức, hoạt động của VIMC sau cổ phần hóa.

Trong các nghiên cứu thực nghiệm, hiệu quả tài chính thường được phản ánh qua những chỉ tiêu như ROA, ROE, vòng quay tài sản và chu kỳ chuyển đổi tiền. Các nghiên cứu cũng xem xét mối liên hệ giữa kết quả hoạt động với đòn bẩy tài chính, quy mô doanh nghiệp, khả năng quản trị và những đặc điểm tổ chức khác. Tuy nhiên, các công trình của Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995) chủ yếu giải thích những yếu tố chi phối lựa chọn cơ cấu vốn, trong khi Abor (2005), Zeitun và Tian (2007), Gill và cộng sự (2011) tập trung nhiều hơn vào mối liên hệ giữa cơ cấu tài trợ và kết quả hoạt động. Do khác nhau về câu hỏi nghiên cứu, dữ liệu và phương pháp đo lường, kết quả của các công trình này được sử dụng làm căn cứ định hướng chứ không được chuyển nguyên vẹn thành thang đo cho VIMC.

Mô hình khảo sát của luận án cũng không sử dụng ROA, ROE hoặc ROI làm biến phụ thuộc trực tiếp. Biến HQ phản ánh đánh giá của người tham gia khảo sát về hiệu quả sử dụng vốn tại doanh nghiệp. Tương tự, năm biến độc lập được đo bằng các mệnh đề thể hiện nhận thức của người trả lời về mức độ phù hợp của cơ cấu nguồn tài trợ, khả năng đáp ứng của quy mô vốn, năng lực quản trị, mức độ ứng dụng công nghệ và chất lượng của cơ chế điều hành vốn. Vì vậy, kết quả hồi quy được diễn giải là mối liên hệ giữa các yếu tố quản trị – tài chính với cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn, không phải bằng chứng về tác động nhân quả trực tiếp đối với các tỷ số tài chính của VIMC.

(i) Cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn thể hiện cách doanh nghiệp kết hợp vốn chủ sở hữu, nợ vay và các nguồn tài trợ khác để hình thành nguồn lực phục vụ hoạt động kinh doanh. Lựa chọn cơ cấu tài trợ ảnh hưởng đến chi phí vốn, nghĩa vụ thanh toán, khả năng chủ động tài chính và mức độ rủi ro mà doanh nghiệp phải đối mặt.

Titman và Wessels (1988) phân tích các nhân tố có khả năng giải thích lựa chọn cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Rajan và Zingales (1995) tiếp tục xem xét quyết định tài trợ trong phạm vi các doanh nghiệp thuộc những quốc gia công nghiệp phát triển. Hai nghiên cứu này cung cấp cơ sở nhận diện cơ cấu vốn như một quyết định tài chính quan trọng, nhưng không trực tiếp xây dựng thang đo cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn. Trong khi đó, Abor (2005), Zeitun và Tian (2007), Margaritis và Psillaki (2010), Gill và cộng sự (2011) cung cấp thêm bằng chứng về mối liên hệ giữa đòn bẩy, cơ cấu tài trợ và kết quả hoạt động; chiều hướng và mức độ của mối liên hệ có thể khác nhau tùy loại nợ, ngành kinh doanh và bối cảnh nghiên cứu.

Đối với VIMC, tác động kinh tế của cơ cấu vốn phụ thuộc vào sự phù hợp giữa thời hạn nguồn tài trợ với chu kỳ thu hồi vốn của tài sản. Tàu biển, cầu cảng và thiết bị xếp dỡ có giá trị lớn, thời gian khai thác dài, trong khi dòng

tiền chịu ảnh hưởng của giá cước, nhiên liệu, tỷ giá và thương mại quốc tế. Cơ cấu vốn không phù hợp có thể làm tăng áp lực thanh toán và tái cấp vốn; ngược lại, cơ cấu tài trợ hợp lý tạo điều kiện để doanh nghiệp duy trì thanh khoản và khai thác tài sản trong dài hạn.

Trong mô hình khảo sát, cơ cấu vốn không được đo bằng tỷ lệ nợ thực tế mà thông qua đánh giá của người trả lời về mức độ hợp lý của sự kết hợp giữa các nguồn tài trợ, khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính và sự phù hợp giữa kỳ hạn nguồn vốn với tài sản. Do các mệnh đề tập trung vào tính phù hợp của cơ cấu tài trợ, giả thuyết được xác định theo chiều thuận như sau:

H1: Mức độ phù hợp của cơ cấu vốn có mối liên hệ cùng chiều với cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

(ii) Quy mô vốn

Quy mô vốn phản ánh phạm vi nguồn lực tài chính mà doanh nghiệp có khả năng huy động và đưa vào hoạt động. Nguồn vốn đủ lớn có thể tạo điều kiện để doanh nghiệp đầu tư tài sản, mở rộng công suất, đổi mới công nghệ và khai thác lợi thế kinh tế theo quy mô. Tuy nhiên, quy mô vốn chỉ tạo ra lợi ích khi nguồn lực được phân bổ phù hợp và tài sản hình thành từ vốn được khai thác hiệu quả.

Hall và Weiss (1967), Majumdar (1997), Zeitun và Tian (2007) xem xét mối liên hệ giữa quy mô doanh nghiệp với khả năng sinh lời hoặc kết quả hoạt động. Các nghiên cứu gợi mở rằng quy mô có thể đem lại lợi thế về tiếp cận nguồn lực, thị trường và chi phí bình quân. Tuy vậy, doanh nghiệp lớn cũng có thể phát sinh chi phí phối hợp, bộ máy quản lý phức tạp và tình trạng tài sản hoạt động dưới công suất. Do đó, không thể suy luận rằng tăng quy mô vốn trong mọi trường hợp đều làm tăng hiệu quả.

Đối với VIMC, quy mô vốn phải được xem xét trong quan hệ với nhu cầu đầu tư và khả năng khai thác của từng khối hoạt động. Vận tải biển và cảng

biến cân nguồn vốn dài hạn để hình thành tài sản có giá trị lớn; hoạt động logistics đòi hỏi sự linh hoạt của vốn lưu động và khả năng kiểm soát công nợ. Thiếu vốn có thể làm gián đoạn đầu tư và hoạt động khai thác, nhưng vốn vượt quá nhu cầu hoặc phân bổ không hợp lý có thể tạo ra tài sản nhàn rỗi và làm giảm hiệu suất sử dụng nguồn lực.

Trong nghiên cứu này, biến quy mô vốn không đo trực tiếp bằng tổng tài sản hoặc giá trị vốn trên báo cáo tài chính. Các biến quan sát phản ánh nhận định của người khảo sát về mức độ đáp ứng của nguồn vốn đối với nhu cầu hoạt động, đầu tư và mở rộng kinh doanh của VIMC. Theo đó, giả thuyết H2 được xác lập như sau:

H2: Mức độ đáp ứng của quy mô vốn có mối liên hệ cùng chiều với cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

(iii) Trình độ quản lý vốn

Trình độ quản lý vốn thể hiện năng lực của đội ngũ quản lý trong việc dự báo nhu cầu, lập kế hoạch, lựa chọn phương án tài trợ, thẩm định đầu tư, kiểm soát dòng tiền và đánh giá kết quả sử dụng vốn. Đây là yếu tố phản ánh chất lượng của quá trình chuyển hóa nguồn lực tài chính thành tài sản, doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền.

Lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) cho thấy sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành có thể làm phát sinh xung đột lợi ích và chi phí giám sát. Trong khi đó, quan điểm dựa trên nguồn lực của Barney (1991) xem năng lực quản trị và tri thức tổ chức là những nguồn lực có thể tạo ra lợi thế nếu có giá trị và khó thay thế. Các nghiên cứu của Demsetz và Villalonga (2001), Carpenter và Sanders (2002), Daily và cộng sự (2003) tiếp cận mối liên hệ giữa quản trị, cấu trúc sở hữu, đội ngũ điều hành và kết quả doanh nghiệp từ những góc độ khác nhau. Vì vậy, các công trình này chủ yếu tạo nền tảng lý luận cho việc lựa chọn yếu tố năng lực quản trị, thay vì cung cấp trực tiếp một thang đo về trình độ quản lý vốn.

Trong bối cảnh VIMC, năng lực quản lý vốn còn đòi hỏi sự kết hợp giữa kiến thức tài chính và hiểu biết về hoạt động hàng hải. Việc đánh giá dự án tàu biển, cảng hoặc logistics phải gắn với công suất khai thác, thời gian thu hồi vốn, chi phí nhiên liệu, vòng quay phương tiện, công nợ và các rủi ro thị trường. Nếu quyết định tài chính tách rời dữ liệu vận hành, doanh nghiệp khó xác định chính xác nguyên nhân làm thay đổi hiệu quả vốn.

Biên trình độ quản lý vốn được đo lường qua đánh giá của người trả lời về chất lượng lập kế hoạch, dự báo dòng tiền, thẩm định và phân bổ vốn, kiểm soát rủi ro và xử lý sai lệch so với mục tiêu. Trên cơ sở đó, luận án đề xuất:

H3: Trình độ quản lý vốn có mối liên hệ cùng chiều với cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

(iv) Công nghệ quản lý vốn

Công nghệ quản lý vốn thể hiện mức độ doanh nghiệp ứng dụng và tích hợp công nghệ thông tin vào quá trình thu thập dữ liệu, lập kế hoạch, quản lý tài sản, theo dõi dòng tiền và hỗ trợ quyết định tài chính. Giá trị của công nghệ không chỉ phụ thuộc vào số lượng phần mềm được trang bị mà còn phụ thuộc vào chất lượng thông tin, khả năng liên thông và mức độ sử dụng dữ liệu trong quản trị.

Porter và Millar (1985) làm rõ vai trò của công nghệ thông tin trong việc tổ chức chuỗi giá trị và hỗ trợ lợi thế cạnh tranh. DeLone và McLean (2003) chỉ ra rằng thành công của hệ thống thông tin liên quan đến chất lượng hệ thống, chất lượng thông tin, việc sử dụng, sự hài lòng của người dùng và lợi ích thu được. Poston và Grabski (2001), Hunton và cộng sự (2003) xem xét kết quả hoạt động của doanh nghiệp sau khi triển khai hệ thống ERP. Những nghiên cứu này cho thấy lợi ích của công nghệ phụ thuộc vào thời gian triển khai, chất lượng tích hợp và khả năng khai thác hệ thống; vì vậy, không thể mặc nhiên coi việc trang bị công nghệ là nguyên nhân trực tiếp làm tăng hiệu quả tài chính.

Đối với VIMC, dữ liệu tài chính, tài sản, công nợ và đầu tư được hình thành tại công ty mẹ và nhiều doanh nghiệp thành viên. Việc chuẩn hóa và kết nối dữ liệu có thể hỗ trợ theo dõi vốn theo đơn vị, dự án và tài sản, đồng thời cảnh báo sớm tình trạng vượt ngân sách, công nợ kéo dài hoặc công suất khai thác thấp. Ngược lại, các phần mềm vận hành rời rạc và dữ liệu thiếu nhất quán có thể làm tăng chi phí mà chưa cải thiện chất lượng quyết định.

Trong mô hình nghiên cứu, công nghệ quản lý vốn được thể hiện qua nhận định của người khảo sát về mức độ ứng dụng phần mềm, khả năng liên thông dữ liệu, tính kịp thời của báo cáo và mức độ hỗ trợ của hệ thống đối với quyết định tài chính. Từ đó, luận án đề xuất:

H4: Mức độ ứng dụng và tích hợp công nghệ trong quản lý vốn có mối liên hệ cùng chiều với cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

(v) Cơ chế quản lý vốn

Cơ chế quản lý vốn là hệ thống nguyên tắc, thẩm quyền, quy trình và trách nhiệm được thiết lập để điều chỉnh hoạt động huy động, phân bổ, sử dụng và giám sát nguồn vốn. Một cơ chế phù hợp phải xác định rõ chủ thể ra quyết định, giới hạn thẩm quyền, luồng báo cáo, tiêu chí đánh giá và trách nhiệm khi kết quả không đạt yêu cầu.

Shleifer và Vishny (1997) tiếp cận quản trị doanh nghiệp từ vấn đề bảo vệ lợi ích của các chủ thể cung cấp vốn và hạn chế xung đột đại diện. La Porta và cộng sự (1999) phân tích cấu trúc sở hữu và quyền kiểm soát cuối cùng tại doanh nghiệp, qua đó cho thấy sự cần thiết phải nhận diện rõ chủ thể có quyền chi phối. Brown và Caylor (2006) xem xét mối liên hệ giữa các đặc điểm quản trị với định giá và một số phương diện kết quả hoạt động. Các nghiên cứu này không trực tiếp xây dựng thang đo cơ chế quản lý vốn cho VIMC, nhưng cung cấp căn cứ để lựa chọn những nội dung về phân quyền, giám sát, minh bạch và trách nhiệm giải trình.

Trong mô hình công ty mẹ – công ty con, cơ chế quản lý vốn phải tạo được sự cân bằng giữa quyền chủ động của đơn vị thành viên và yêu cầu kiểm soát của công ty mẹ. Tập trung quyền quyết định quá mức có thể làm chậm quá trình xử lý cơ hội kinh doanh; ngược lại, phân cấp nhưng thiếu giám sát có thể làm tăng rủi ro đầu tư và giảm trách nhiệm sau giải ngân. Vì vậy, chất lượng cơ chế quản lý được đánh giá bằng tính rõ ràng, phù hợp và khả năng thực thi, không phải bằng số lượng quy định được ban hành.

Yếu tố cơ chế quản lý vốn được đo lường thông qua nhận định của người khảo sát về phân định thẩm quyền, kiểm soát nội bộ, giám sát vốn, minh bạch thông tin và trách nhiệm giải trình. Trên cơ sở đó, luận án đề xuất:

H5: Mức độ phù hợp của cơ chế điều hành và kiểm soát vốn có mối liên hệ cùng chiều với cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

Như vậy, năm giả thuyết đều được thiết lập theo logic về mối liên hệ giữa đánh giá của người trả lời đối với từng yếu tố và cảm nhận của họ về hiệu quả sử dụng vốn. Cách diễn giải này phù hợp với bản chất của dữ liệu khảo sát, đồng thời tránh đồng nhất kết quả hồi quy với tác động thực tế lên ROA, ROI hoặc ROE.

Bước 3: Xây dựng thang đo

Từ năm nhóm yếu tố và biến phụ thuộc HQ, luận án chuyển các khái niệm nghiên cứu thành hệ thống biến quan sát. Mỗi biến quan sát được trình bày dưới dạng một mệnh đề trong phiếu hỏi và được đánh giá bằng thang Likert năm mức, từ mức độ hoàn toàn không đồng ý đến hoàn toàn đồng ý (Likert, 1932). Việc sử dụng cùng một cấu trúc trả lời giúp lượng hóa nhận định của người tham gia và tạo dữ liệu phục vụ kiểm định thang đo.

Các thang đo không được sao chép nguyên trạng từ một công trình riêng lẻ. Nội dung ban đầu được NCS tổng hợp từ nền tảng lý thuyết, các kết quả nghiên cứu trình bày tại Chương 1 và đặc điểm quản trị vốn của VIMC. Sau

đó, các mệnh đề được điều chỉnh thông qua tham vấn chuyên gia nhằm bảo đảm cách diễn đạt rõ ràng, hạn chế sự chồng lấn giữa các khái niệm và phù hợp với hiểu biết của người trả lời.

Đối với cơ cấu vốn, các biến quan sát tập trung vào tính hợp lý của sự kết hợp giữa nguồn vốn chủ sở hữu và nợ, sự phù hợp về kỳ hạn và khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính. Thang đo quy mô vốn phản ánh mức độ đáp ứng của nguồn lực đối với hoạt động, đầu tư và mở rộng kinh doanh. Thang đo trình độ quản lý vốn thể hiện năng lực lập kế hoạch, phân bổ, kiểm soát dòng tiền và quản trị rủi ro. Thang đo công nghệ quản lý vốn tập trung vào khả năng ứng dụng, tích hợp và khai thác dữ liệu. Thang đo cơ chế quản lý vốn phản ánh mức độ rõ ràng của phân quyền, giám sát, minh bạch và trách nhiệm giải trình.

Biên phụ thuộc HQ được xây dựng để phản ánh cảm nhận của người khảo sát về kết quả quản lý và khai thác vốn tại doanh nghiệp. Biên này cần được phân biệt với các tỷ số tài chính thực tế. Điểm HQ cao cho biết người trả lời đánh giá tích cực hơn về hiệu quả sử dụng vốn; điểm số đó không đồng nghĩa trực tiếp với việc ROA, ROI hoặc ROE của doanh nghiệp đã tăng tương ứng.

Sau khi hình thành, dữ liệu thang đo được kiểm tra độ tin cậy và phân tích nhân tố khám phá để đánh giá mức độ tập hợp của các biến quan sát. Những biến không đáp ứng yêu cầu thống kê được xem xét loại bỏ trước khi tính giá trị đại diện cho từng nhân tố. Các nhân tố đạt yêu cầu tiếp tục được sử dụng trong phân tích hồi quy nhằm kiểm định năm giả thuyết nghiên cứu.

Do dữ liệu được thu thập tại cùng một thời điểm và chủ yếu dựa trên nhận định của người trả lời, kết quả mô hình được giới hạn ở việc xác định mức độ và chiều hướng liên hệ trong mẫu khảo sát. Việc kiểm định độ tin cậy, EFA và hồi quy giúp tăng tính nhất quán của quá trình phân tích nhưng chưa đủ để khẳng định quan hệ nhân quả hoặc thay thế bằng chứng từ báo cáo tài chính. Vì vậy, luận án sử dụng kết quả khảo sát như một lớp bằng chứng về các điều

kiện quản trị nội bộ và đối chiếu với phân tích tài chính của VIMC trong giai đoạn nghiên cứu.

Trên cơ sở đó, NCS lập Bảng 2.1 để trình bày thang đo cảm nhận đối với năm nhóm yếu tố và biến phụ thuộc HQ như sau:

Bảng 2. 1: Thang đo cảm nhận các yếu tố ảnh hưởng hiệu quả sử dụng vốn của VIMC

Nhóm / Biến	Thang đo	Mã hóa	Cơ sở hình thành	Tình trạng so với ý kiến phỏng vấn chuyên gia	Lý do
Biến phụ thuộc					
Hiệu quả sử dụng vốn	Tỷ suất sinh lời trên vốn của Tổng công ty được đánh giá đạt mức tích cực trong những năm gần đây	HQ1	Titman (1988)	Giữ nguyên	Chỉ số tài chính chuẩn mực, phản ánh hiệu quả sử dụng vốn.
	Vốn được quay vòng hiệu quả trong kinh doanh	HQ2	Abor (2005)	Giữ nguyên	Phù hợp với chu kỳ luân chuyển vốn ngành hàng hải.
	Việc sử dụng vốn giúp nâng cao lợi nhuận	HQ3	Gill (2011)	Giữ nguyên	Phản ánh mục tiêu tài chính cốt lõi.
	Công ty sử dụng/phân bổ vốn hiệu quả, tránh lãng phí	HQ4	Zeitun (2007)	Giữ nguyên	Đảm bảo tính tiết kiệm theo quy định quản lý.
Biến độc lập					
Cơ cấu vốn	Cơ cấu vốn phù hợp đặc điểm và chiến lược phát triển	CC1	Titman (1988)	Giữ nguyên	Định hướng chiến lược dài hạn của VIMC.

Nhóm / Biến	Thang đo	Mã hóa	Cơ sở hình thành	Tình trạng so với ý kiến phỏng vấn chuyên gia	Lý do
	Tỷ lệ nợ/VCSH phù hợp nhu cầu huy động vốn	CC2	Abor (2005)	Giữ nguyên	Đánh giá áp lực nợ vay trong cơ cấu vốn.
	Việc sử dụng vốn vay phù hợp khả năng thanh toán	CC3	Rajan (1995)	Giữ nguyên	Đảm bảo tính an toàn tài chính chuẩn mực.
	Cơ cấu vốn cân nhắc chi phí huy động các nguồn	CC4	Abor (2005)	Giữ nguyên	Tối ưu hóa chi phí sử dụng vốn (WACC).
	Thường xuyên xem xét và điều chỉnh cơ cấu vốn	CC5	Margaritis (2010)	Giữ nguyên	Đảm bảo tính linh hoạt trước thị trường.
Quy mô vốn	Quy mô vốn đáp ứng nhu cầu hoạt động sản xuất kinh doanh	QM1	Hall (1967)	Giữ nguyên	Đánh giá tổng quát năng lực tài chính.
	Quy mô vốn tạo điều kiện mở rộng hoạt động	QM2	Zeitun (2007)	Giữ nguyên	Phù hợp chiến lược tăng trưởng thị phần.
	Quy mô vốn tạo thuận lợi triển khai đầu tư	QM3	Majumdar (1997)	Giữ nguyên	Đánh giá năng lực thực hiện dự án đầu tư.
	Công ty có khả năng huy động vốn đa nguồn	QM4	Hall (1967)	Giữ nguyên	Đa dạng hóa nguồn vốn an toàn.

Nhóm / Biến	Thang đo	Mã hóa	Cơ sở hình thành	Tình trạng so với ý kiến phỏng vấn chuyên gia	Lý do
	Quy mô vốn tăng cường năng lực cạnh tranh	QM5	Zeitun (2007)	Giữ nguyên	Giá trị cạnh tranh từ quy mô vốn lớn.
Trình độ quản lý vốn	Công tác lập kế hoạch và phân bổ vốn hợp lý	TĐ1	Jensen (1976)	Giữ nguyên	Quy trình quản trị tài chính cơ bản.
	Kiểm soát và theo dõi dòng tiền thường xuyên	TĐ2	Barney (1991)	Giữ nguyên	Quản lý tốt dòng tiền hàng ngày.
	Các dự án đầu tư được thẩm định kỹ lưỡng	TĐ3	Carpenter (2002)	Giữ nguyên	Đảm bảo hiệu quả đầu tư dự án.
	Theo dõi và kiểm soát các khoản nợ, rủi ro tài chính	TĐ4	Daily (2003)	Giữ nguyên	Đặc thù ngành chịu rủi ro thị trường lớn.
	Năng lực quản lý và điều phối các nguồn vốn	TĐ5	Demsetz (2001)	Giữ nguyên	Năng lực điều hành vốn nội tại.
Công nghệ quản lý vốn	Ứng dụng phần mềm quản lý tài chính (ERP)	CN1	Porter (1985)	Giữ nguyên	Hệ thống ERP là nền tảng quản trị hiện đại.
	Hệ thống công nghệ hỗ trợ hiệu quả giám sát dòng tiền	CN2	DeLone (2003)	Giữ nguyên	Đảm bảo tự động hóa trong giám sát.
	Công nghệ quản lý hỗ trợ theo dõi tài sản, vốn kịp thời	CN3	Poston (2001)	Giữ nguyên	Đảm bảo tính kịp thời trong quản lý.

Nhóm / Biến	Thang đo	Mã hóa	Cơ sở hình thành	Tình trạng so với ý kiến phỏng vấn chuyên gia	Lý do
	Công nghệ số hỗ trợ phân tích và ra quyết định	CN4	Hunton (2003)	Giữ nguyên	Hỗ trợ phân tích dữ liệu tài chính số.
	Mức độ ứng dụng công nghệ ngày càng tăng cường	CN5	DeLone (2003)	Giữ nguyên	Xu hướng chuyển đổi số hiện đại.
Cơ chế quản lý vốn	Cơ chế quản lý vốn, tài sản đầy đủ và phù hợp	CQ1	Shleifer (1997)	Giữ nguyên	Chuẩn mực về kiểm soát nội bộ.
	Công tác kiểm tra và giám sát vốn chặt chẽ	CQ2	Brown (2006)	Giữ nguyên	Đảm bảo tính tuân thủ pháp luật.
	Cơ chế quản lý vốn hỗ trợ phân bổ vốn đúng mục tiêu	CQ3	La Porta (1999)	Giữ nguyên	Đảm bảo minh bạch trong phân bổ vốn.
	Chính sách đầu tư và sử dụng vốn công khai, minh bạch	CQ4	Shleifer (1997)	Giữ nguyên	Yêu cầu đối với doanh nghiệp Nhà nước.
	Cơ chế quản lý đáp ứng yêu cầu kiểm soát nguồn vốn	CQ5	La Porta (1999)	Giữ nguyên	Đảm bảo đáp ứng các chuẩn mực kiểm soát.

Nguồn: NCS tổng hợp

Bước 4: Thiết lập bảng câu hỏi khảo sát

Bảng câu hỏi khảo sát nhằm thu hồi ý kiến đánh giá của các chuyên gia về mức độ ảnh hưởng của các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC.

Bảng hỏi gồm 3 khối thông tin: (1) Thông tin về Tổng công ty/ công ty con; (2) Thông tin về người trả lời; (3) Thông tin về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty/công ty con.

Bước 5: Chọn mẫu và đối tượng khảo sát

Mẫu nghiên cứu được thu thập tại VIMC và 36 công ty thành viên. Đây là mẫu nhiều đơn vị, trong đó nhóm người trả lời cùng một doanh nghiệp có khả năng chịu ảnh hưởng của môi trường quản trị chung.

Do dữ liệu khảo sát được thu thập ở cấp cá nhân nhưng người trả lời thuộc 36 công ty thành viên, các quan sát trong cùng một doanh nghiệp có thể tồn tại tương quan nội cụm do chịu tác động của môi trường quản trị chung. Luận án sử dụng hồi quy tuyến tính bội theo phương pháp OLS và chưa áp dụng sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm hoặc mô hình đa cấp; vì vậy, các hệ số ước lượng được diễn giải thận trọng như các mối liên hệ thống kê trong phạm vi mẫu khảo sát, không được suy diễn thành tác động nhân quả. Hạn chế này được ghi nhận như một giới hạn phương pháp và là hướng cần được xử lý trong các nghiên cứu tiếp theo.

Quy mô mẫu: thể hiện tính đại diện của tổng thể

Luận án sử dụng phương pháp phân tích số liệu trong mô hình nghiên cứu là EFA và phân tích hồi quy đa biến. Do đó, quy mô mẫu nghiên cứu được xác lập dựa trên các cơ sở sau:

- Đối với EFA: kích thước mẫu tối thiểu là gấp 5 lần tổng số biến quan sát (Tabachnick and Fidell, 1996).

- Đối với phân tích hồi quy đa biến: kích thước mẫu tối thiểu cần đạt được tính theo công thức: $N = 50 + 8 * m$ (với m là số biến độc lập) (Tabachnick & Fidell, 1996; Hair et al., 2010).

Bước 6: Thực hiện khảo sát

NCS thiết kế phiếu khảo sát trên phần mềm tổng hợp tự động của Google Forms và gửi đến địa chỉ email của 282 đối tượng được lựa chọn là Tổng Giám đốc, Giám đốc, Phó Tổng giám đốc, Phó Giám đốc công ty, đại diện Hội đồng quản trị của công ty, Trưởng, Phó phòng tài chính và nhân viên có từ 03 năm kinh nghiệm làm việc trở lên ở phòng tài chính của VIMC và các công ty. Đây là kích thước mẫu đủ lớn để tiến hành khảo sát.

Bước 7: Thu thập dữ liệu

Tổng số phiếu thu hồi được là 282 phiếu. Sau khi tiến hành kiểm tra và làm sạch dữ liệu, có 36 phiếu không hợp lệ bị loại bỏ do trả lời thiếu nhiều thông tin, lựa chọn cùng một phương án cho toàn bộ câu hỏi hoặc có dấu hiệu trả lời không nhất quán. Kết quả còn lại 246 phiếu hợp lệ được dùng để phân tích nghiên cứu. Với 5 biến độc lập, số phiếu này phù hợp và đảm bảo yêu cầu về mặt thống kê dựa theo tiêu chuẩn của Tabachnick and Fidell (1996).

Bước 8: Xử lý dữ liệu

Phiếu khảo sát sau khi thu hồi về được kiểm tra thông tin để đảm bảo độ phù hợp, mã hóa dữ liệu, khai báo, nhập dữ liệu trên phần mềm SPSS 22 sau đó phân tích dữ liệu nghiên cứu theo quy trình sau:

(1) Thống kê mô tả

Nghiên cứu sinh mô tả thực trạng vốn và hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty và các đơn vị thành viên trong giai đoạn 2020-2024. Các chỉ tiêu thể hiện là số trung bình, độ lệch chuẩn, trung vị và các tham số thống kê mô tả khác. Thống kê mô tả là bước quan trọng đầu tiên để tiến hành các phương pháp phân tích tiếp theo như kiểm định, phân tích hồi quy... Các chỉ tiêu tính toán được sử dụng để phân tổ các nhóm đơn vị thành viên để thấy rõ hơn các đặc trưng.

(2) Kiểm tra độ tin cậy của thang đo các yếu tố trong mô hình nghiên cứu

Để kiểm tra tính thống nhất của các mệnh đề câu hỏi của một thang đo trong luận án, nghiên cứu sinh tiến hành phân tích đánh giá độ tin cậy thông qua hệ số Cronbach Alpha và hệ số tương quan biến tổng (Nguyễn Văn Thắng, 2015). Hệ số Cronbach Alpha cho biết các biến quan sát đo lường một yếu tố có thực sự phù hợp và tin cậy hay không. Thang đo được đánh giá chất lượng tốt khi hệ số Cronbach Alpha của tổng thể $> 0,6$ và hệ số tương quan biến - tổng của các biến quan sát $> 0,3$ thì có thể khẳng định các biến quan sát của thang đo có độ tin cậy về tính gắn kết để có thể tổng hợp thành biến độc lập.

Về lý thuyết, Cronbach Alpha càng cao càng tốt, tuy nhiên một thang đo có độ tin cậy tốt khi nó biến thiên trong khoảng 0.7 - 0.8 (Nguyễn Đình Thọ, 2011).

(3) Phân tích yếu tố khám phá (Exploratory Factor Analysis - EFA)

Để nhóm lại các biến có mối quan hệ chặt chẽ với nhau để tạo thành yếu tố mới, đồng thời tách các nhóm biến quan sát khác ít liên quan hơn, tác giả sử dụng phương pháp phân tích yếu tố khám phá (Nguyễn Thị Tuyết Mai và Nguyễn Vũ Hùng, 2015).

EFA được sử dụng để đánh giá cấu trúc của các thang đo cảm nhận, xác định mức độ hội tụ của các biến quan sát và rút gọn chúng thành các nhóm nhân tố có ý nghĩa về mặt khái niệm. EFA không phải là phương pháp kiểm định quan hệ nhân quả; kết quả EFA chỉ tạo cơ sở cho việc hình thành và kiểm định các thang đo trước khi đưa các nhân tố vào mô hình hồi quy tuyến tính bội theo phương pháp OLS để ước lượng mức độ và chiều hướng liên hệ thống kê giữa các biến trong mẫu khảo sát.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương 2 đã xây dựng quy trình nghiên cứu phù hợp với mục tiêu kết hợp hai lớp bằng chứng tại VIMC: kết quả tài chính quan sát được và dữ liệu khảo sát cảm nhận về các yếu tố quản trị vốn. Phân tích chỉ tiêu và mô hình DuPont được sử dụng để nhận diện biến động ROA, ROE; kiểm định thang đo, EFA và hồi quy tuyến tính được sử dụng cho dữ liệu khảo sát. Việc phân định chức năng của từng nguồn dữ liệu là căn cứ để diễn giải kết quả tại Chương 3 trong đúng giới hạn phương pháp.

Thứ nhất, luận án đã xác định cách tiếp cận nghiên cứu phù hợp, bao gồm tiếp cận hệ thống và tiếp cận kết hợp giữa nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng. Cách tiếp cận này cho phép xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn trong mối quan hệ tổng thể, đồng thời bảo đảm tính toàn diện và độ tin cậy của kết quả nghiên cứu.

Thứ hai, luận án đã xây dựng khung phân tích nghiên cứu trên cơ sở mục tiêu nghiên cứu, cơ sở lý luận và khoảng trống nghiên cứu đã được xác định. Khung phân tích là căn cứ để nhận diện các yếu tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn và làm cơ sở cho việc thu thập, xử lý và phân tích dữ liệu.

Thứ ba, luận án đã trình bày các phương pháp nghiên cứu cụ thể được sử dụng, bao gồm phương pháp thu thập thông tin, công cụ xử lý thông tin và các phương pháp phân tích dữ liệu. Việc kết hợp các phương pháp này giúp bảo đảm tính chính xác, khách quan và khả năng kiểm chứng của kết quả nghiên cứu.

Những nội dung được trình bày trong chương 2 là cơ sở phương pháp luận quan trọng để triển khai nghiên cứu thực tiễn, đánh giá mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp và đề xuất các hàm ý quản trị phù hợp trong các chương tiếp theo của luận án.

CHƯƠNG 3. THỰC TRẠNG CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN TẠI TỔNG CÔNG TY HÀNG HẢI VIỆT NAM

3.1. Khái quát về Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

3.1.1. Quá trình hình thành và phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

VIMC được thành lập năm 1995 để thực hiện vai trò nòng cốt trong lĩnh vực hàng hải Việt Nam (Thủ tướng Chính phủ, 1995). Tại thời điểm thành lập, Tổng công ty có 24 doanh nghiệp thành viên, 49 tàu với tổng trọng tải khoảng 400.000 DWT, hệ thống cảng gồm khoảng 6.900 m cầu bến và gần 1.500 tỷ đồng vốn nhà nước. Các thông số này là điểm xuất phát để nhận diện quá trình mở rộng quy mô tài sản và phạm vi hoạt động của VIMC.

Đến năm 2000, đội tàu tăng lên 79 chiếc với tổng trọng tải trên 844.000 DWT. Việc mở tuyến container nội địa trong giai đoạn này đánh dấu bước chuyển từ vận tải hàng rời truyền thống sang dịch vụ container và tạo tiền đề kết nối vận tải đa phương thức.

Năm 2005, Vinalines quản lý 104 tàu, tổng trọng tải gần 1,2 triệu DWT và khoảng 9.000 m cầu cảng; vốn nhà nước vượt 2.900 tỷ đồng. Tòa nhà Ocean Park được đưa vào sử dụng làm trụ sở và khai thác văn phòng. Sự mở rộng cùng với đó đội tàu, cảng và tài sản bất động sản làm tăng quy mô vốn nhưng cũng đặt ra yêu cầu kiểm soát danh mục đầu tư.

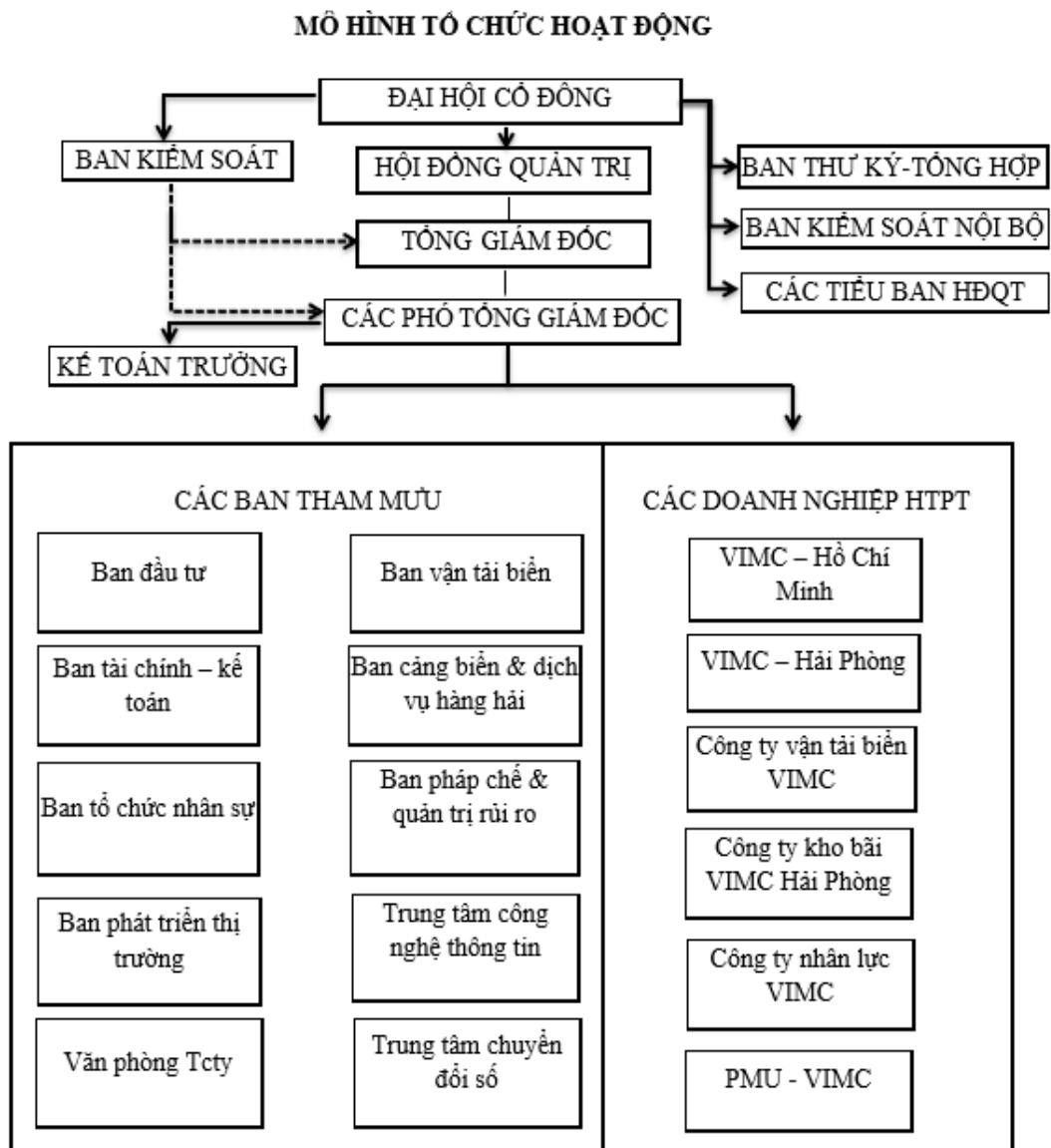
Năm 2010, quy mô đội tàu đạt 150 chiếc với tổng trọng tải gần 2,7 triệu DWT; chiều dài cầu bến vượt 16.000 m và sản lượng hàng qua cảng xấp xỉ 70 triệu tấn. Vốn nhà nước đạt 8.087 tỷ đồng. Đây là giai đoạn quy mô tài sản tăng nhanh, làm cho hiệu quả phân bổ và khả năng thu hồi vốn trở thành vấn đề quản trị trọng yếu.

Giai đoạn tiếp theo gắn với quá trình cơ cấu lại hoạt động, xử lý các khoản đầu tư kém hiệu quả và chuẩn bị chuyển đổi mô hình sở hữu. Thay vì tiếp tục mở rộng theo chiều rộng, Tổng công ty phải tập trung vào các lĩnh vực cốt lõi, cải thiện quản trị và củng cố an toàn tài chính.

Từ năm 2020, doanh nghiệp hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với tên VIMC - CTCP. Sự chuyển đổi làm thay đổi cơ chế quản trị, yêu cầu công bố thông tin và trách nhiệm đối với vốn nhà nước, đồng thời tạo bối cảnh trực tiếp cho giai đoạn phân tích 2020-2024 của luận án.

3.1.2. Cơ cấu tổ chức và lĩnh vực hoạt động chính của VIMC

Cơ cấu tổ chức:



Sơ đồ 3. 1: Cơ cấu tổ chức của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Nguồn: Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Các đơn vị thuộc VIMC:

Công ty hạch toán phụ thuộc:

- (1) Chi nhánh Vinalines tại Hải Phòng,
- (2) Chi nhánh Vinalines tại TP. HCM,
- (3) Công ty vận tải biển VIMC (VLC),
- (4) Công ty nhân lực VIMC (MANPOWER),
- (5) Công ty kho bãi VIMC Hải Phòng (WAREHOUSING)
- (6) BQLDA chuyên ngành Hàng hải.

Công ty con gồm:

- (1) CTCP Cảng Sài Gòn,
- (2) CTCP Cảng Hải Phòng,
- (3) CTCP Cảng Đà Nẵng,
- (4) CTCP Cảng Cam Ranh,
- (5) CTCP Cảng Quy Nhơn,
- (6) CTCP Cảng Cần Thơ,
- (7) CTCP Cảng Nghệ Tĩnh,
- (8) Công ty TNHH MTV Dịch vụ Hàng hải Hậu Giang,
- (9) CTCP Đầu tư Cảng Cái Lân,
- (10) CTCP vận tải container VIMC
- (11) Công ty TNHH Vận chuyển hàng Công nghệ cao,
- (12) CTCP Vận tải biển Việt Nam,
- (13) CTCP Vận tải biển Vinaship (Vinaship),
- (14) Công ty TNHH MTV Vận tải Biển Đông,
- (15) Công ty TNHH khai thác container Việt Nam,
- (16) CTCP Đại lý Hàng hải Việt Nam (VOSA),
- (17) CTCP VIMC Logistics Việt Nam và
- (18) CTCP Vinalines Nha Trang.

Công ty liên kết:

- (1) CTCP Vận tải và thuê tàu biển Việt Nam (Vitranchart)
- (2) Công ty TNHH Cảng Quốc tế Cái Mép (CMIT),
- (3) Công ty Liên doanh Dịch vụ container quốc tế Cảng Sài Gòn - SSA (SSIT),
- (4) Công ty TNHH cảng Quốc tế SP-PSA (SP - PSA),
- (5) CTCP Tư vấn xây dựng công trình Hàng hải (CMB),
- (6) CTCP Cảng Khuyến Lương (Khuyen Luong Port),
- (7) CTCP Cảng Năm Căn (Năm Căn),
- (8) CTCP Hàng hải Đông Đô (Dong do Marine),
- (9) CTCP Vận tải biển và Hợp tác lao động quốc tế,
- (10) CTCP Vận tải biển và Thương mại Phương Đông (OSTC),
- (11) CTCP Dịch vụ vận tải và Thương mại (TRANSCO),
- (12) Công ty Liên doanh Vận tải quốc tế Nhật Việt (Vijaco)

3.2. Thực trạng vốn và hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

3.2.1. Thực trạng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Bảng 3. 1: Vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

TT	Chỉ tiêu	ĐVT	2020	2021	2022	2023	2024	2024/ 2020 (%)
	Tổng nguồn vốn	Triệu đồng	24.482.919	26.253.392	26.946.485	27.537.463	30.424.970	124,3
1	Theo nguồn hình thành							
	Vốn CSH	Triệu đồng	9.425.868	11.443.199	14.085.368	15.368.503	17.416.698	184,8
	Tỷ lệ vốn CSH	%	38,5	43,6	52,3	55,8	57,2	148,7

TT	Chỉ tiêu	ĐVT	2020	2021	2022	2023	2024	2024/ 2020 (%)
	Nợ phải trả	Triệu đồng	15.057.051	14.810.193	12.861.117	12.168.960	13.008.273	86,4
	Tỷ lệ nợ phải trả	%	61,5	56,4	47,7	44,2	42,7	69,5
2	Theo phương thức đầu tư vào tài sản							
	Tài sản ngắn hạn	Triệu đồng	9.987.683	12.154.579	12.835.962	11.965.376	13.250.276	132,6
	Tỷ lệ TSNH	%	40,8	46,3	47,6	43,4	43,5	106,7
	Tài sản dài hạn	Triệu đồng	14.495.236	14.098.813	14.110.524	15.572.088	17.174.694	118,5
3.	Theo hoạt động kinh doanh							
	Khối cảng biển	Triệu đồng	13.486.275	14.925.638	15.382.472	15.964.530	17.286.483	128,2
	Khối vận tải biển	Triệu đồng	8.742.519	9.486.275	10.284.630	10.106.807	10.924.464	124,9
	Khối dịch vụ	Triệu đồng	2.254.125	1.841.475	1.279.384	1.466.126	2.214.024	98,2

Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Bảng 3.1 phản ánh quy mô vốn của VIMC có xu hướng gia tăng trong giai đoạn 2020-2024. Tổng nguồn vốn tăng từ 24.482.919 triệu đồng năm 2020 lên 30.424.970 triệu đồng năm 2024, tương ứng tăng 24,3%. Mức tăng này cho thấy doanh nghiệp duy trì xu hướng mở rộng quy mô hoạt động sau giai đoạn tái cơ cấu, đồng thời phản ánh nhu cầu bổ sung nguồn lực tài chính nhằm đáp ứng yêu cầu đầu tư trong lĩnh vực hàng hải và logistics.

Nếu phân tích theo nguồn hình thành vốn, cơ cấu nguồn vốn của VIMC có sự chuyển dịch đáng kể theo hướng gia tăng tỷ trọng vốn chủ sở hữu. Cụ thể, vốn chủ sở hữu tăng từ 9.425.868 triệu đồng năm 2020 lên 17.416.698 triệu

đồng năm 2024, tương ứng tăng 84,8%, trong khi nợ phải trả giảm 13,6% trong cùng giai đoạn. Bởi vậy, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn tăng từ 38,5% lên 57,2%, còn tỷ lệ nợ phải trả giảm từ 61,5% xuống 42,7%.

Sự thay đổi này cho thấy mức độ phụ thuộc vào nguồn vốn vay của doanh nghiệp đã giảm đáng kể. Về mặt tài chính, cơ cấu vốn này giúp doanh nghiệp cải thiện khả năng tự chủ tài chính và giảm áp lực thanh toán nợ trong bối cảnh thị trường vận tải biển có nhiều biến động. Dẫu vậy, việc giảm tỷ trọng nợ vay cũng đồng nghĩa với việc doanh nghiệp giảm mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong trường hợp hiệu quả đầu tư không tăng tương ứng, khả năng gia tăng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu có thể bị hạn chế. Trên cơ sở đó, sự chuyển dịch cơ cấu vốn chỉ thực sự tạo ra hiệu quả khi doanh nghiệp duy trì được khả năng khai thác tài sản và tạo lợi nhuận ổn định.

Xét theo hướng phân bổ tài sản, nguồn lực dành cho tài sản ngắn hạn tăng 32,6% trong kỳ phân tích, nhanh hơn mức tăng của tài sản dài hạn (18,5%). Vì thế, tỷ trọng tài sản ngắn hạn dịch chuyển từ 40,8% lên 43,5% tổng tài sản. Sự dịch chuyển này tạo thêm dư địa thanh khoản và vốn lưu động cho VIMC trong bối cảnh thị trường vận tải biển, logistics biến động mạnh sau COVID-19. Tuy vậy, tài sản dài hạn vẫn là bộ phận chi phối do hoạt động hàng hải đòi hỏi đầu tư lớn vào cảng, đội tàu, kho bãi và hạ tầng logistics. Cấu trúc đó vừa tạo nền tảng năng lực khai thác dài hạn, vừa đặt ra yêu cầu cao hơn đối với tốc độ thu hồi vốn và hiệu suất của tài sản cố định.

So sánh ba lĩnh vực cho thấy vốn của VIMC được phân bổ không đồng đều. Khối cảng biển đứng đầu về quy mô và tăng 28,2% trong giai đoạn 2020-2024, vượt tốc độ tăng của tổng nguồn vốn; đây là dấu hiệu cho thấy cảng biển đang giữ vị trí ưu tiên trong chiến lược logistics tích hợp. Vốn của khối vận tải biển tăng 24,9% nhưng dao động lớn hơn, phù hợp với mức độ nhạy cảm của ngành trước giá nhiên liệu, cước quốc tế và thương mại toàn cầu. Do đó, hiệu quả ở khối này phụ thuộc nhiều vào kiểm soát chi phí khai thác và năng lực

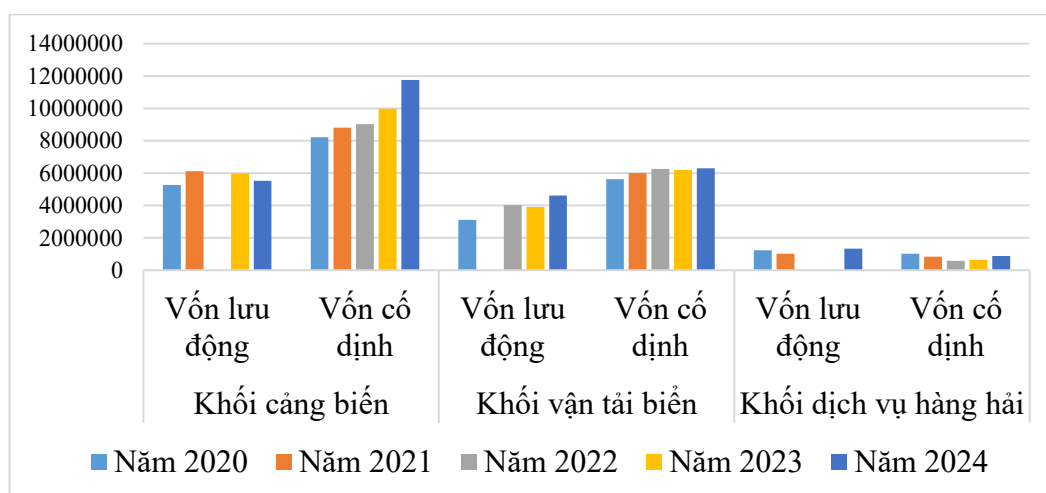
ứng phó chu kỳ thị trường. Khối dịch vụ hàng hải có quy mô nhỏ nhất; vốn giảm trong các năm 2020-2022 rồi phục hồi vào năm 2024. Mặc dù đóng góp vốn hạn chế, khối dịch vụ vẫn có ý nghĩa liên kết cảng biển với vận tải biển và hoàn thiện chuỗi logistics của Tổng công ty.

Khái quát lại, cơ cấu vốn của VIMC trong thời kỳ 2020-2024 có xu hướng dịch chuyển theo hướng giảm phụ thuộc vào nợ vay và gia tăng năng lực tự chủ tài chính. Cùng với đó, doanh nghiệp tiếp tục tập trung vốn vào các lĩnh vực cốt lõi như cảng biển và vận tải biển nhằm duy trì năng lực cạnh tranh trong ngành hàng hải. Tuy nhiên, việc gia tăng quy mô vốn và mở rộng đầu tư chỉ thực sự cải thiện kết quả khai thác vốn khi doanh nghiệp đảm bảo được khả năng khai thác tài sản, kiểm soát chi phí và duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tương ứng với tốc độ tăng của nguồn vốn đầu tư.

3.2.1.1. Thực trạng vốn lưu động và vốn cố định của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Thực trạng vốn lưu động và vốn cố định của ba khối: cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải thuộc VIMC được thể hiện trong biểu đồ 3.1.

Đơn vị tính: triệu đồng



Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Biểu đồ 3.1: Vốn lưu động và vốn cố định của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam giai đoạn 2020–2024

Biểu đồ 3.1 cho thấy Thực trạng vốn lưu động và vốn cố định của ba khối hoạt động gồm cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải thuộc VIMC giai đoạn 2020–2024 cho thấy sự khác biệt đáng kể về quy mô vốn, cơ cấu vốn cũng như định hướng phân bổ nguồn lực tài chính giữa các lĩnh vực kinh doanh. Sự biến động của các chỉ tiêu này phản ánh xu hướng tái cơ cấu hoạt động và chiến lược đầu tư của Tổng công ty trong bối cảnh thị trường hàng hải và logistics có nhiều biến động sau đại dịch COVID-19.

Tại khối cảng biển, vốn lưu động thể hiện chiều hướng tăng trong giai đoạn 2020-2022, từ 5.260.000 triệu đồng năm 2020 lên khoảng 6.350.000 triệu đồng năm 2022, trước khi giảm xuống còn 5.530.000 triệu đồng vào năm 2024. Ở chiều ngược lại, vốn cố định tăng liên tục từ 8.226.275 triệu đồng lên 11.756.483 triệu đồng, tương ứng mức tăng khoảng 42,9% trong cả giai đoạn. Tốc độ gia tăng của vốn cố định cao hơn đáng kể so với vốn lưu động cho thấy cơ cấu vốn của khối cảng biển đang dịch chuyển theo hướng gia tăng tỷ trọng tài sản dài hạn. Xu hướng này tương thích với đặc điểm của ngành khai thác cảng biển là ngành có cường độ vốn cao, đòi hỏi đầu tư lớn vào cầu cảng, kho bãi, thiết bị xếp dỡ và hạ tầng logistics.

Mặt khác, việc vốn lưu động giảm từ sau năm 2022 trong khi vốn cố định tiếp tục gia tăng cho thấy Tổng công ty đã có xu hướng tập trung năng lực tài chính vào đầu tư chiều sâu thay vì mở rộng vốn ngắn hạn. Điều này có thể hỗ trợ cải thiện năng lực khai thác và khả năng tạo doanh thu xét về dài hạn, song cùng với đó cũng làm gia tăng áp lực về hiệu quả sử dụng tài sản cố định và khả năng thu hồi vốn đầu tư. Nếu tốc độ tăng doanh thu và lợi nhuận không tương xứng với tốc độ tăng vốn cố định thì kết quả khai thác vốn của khối cảng biển có thể bị suy giảm xét về dài hạn.

Tại khối vận tải biển, vốn lưu động tăng từ 3.120.000 triệu đồng năm 2020 lên 4.624.464 triệu đồng năm 2024, tương ứng mức tăng khoảng 48,2%. Trong

cùng giai đoạn, vốn cố định tăng từ 5.622.519 triệu đồng lên 6.300.000 triệu đồng, song tốc độ tăng thấp hơn đáng kể so với vốn lưu động. Diễn biến này hàm ý nhu cầu vốn của khối vận tải biển chủ yếu tập trung vào phục vụ hoạt động khai thác ngắn hạn như nhiên liệu, chi phí vận hành tàu, bảo dưỡng, chi phí logistics và thanh toán quốc tế. Đặc điểm này cho thấy tính chất biến động cao của ngành vận tải biển, vốn chịu ảnh hưởng trực tiếp từ biến động giá nhiên liệu, giá cước vận tải và thương mại toàn cầu.

Mặt khác, mặc dù vốn cố định của khối vận tải biển vẫn duy trì ở mức cao, tốc độ tăng tương đối chậm cho thấy Tổng công ty có xu hướng thận trọng hơn trong hoạt động đầu tư đội tàu và tài sản dài hạn. Điều này là hợp lý trong bối cảnh thị trường vận tải biển giai đoạn sau đại dịch có nhiều biến động và tiềm ẩn rủi ro về hiệu quả khai thác tàu. So với khối cảng biển, cơ cấu vốn của khối vận tải biển có tỷ trọng vốn lưu động cao hơn, phản ánh yêu cầu duy trì khả năng thanh khoản và tính linh hoạt tài chính để thích ứng với biến động của thị trường quốc tế.

Tại khối dịch vụ hàng hải, quy mô vốn nhỏ hơn đáng kể so với hai khối còn lại. Vốn lưu động giảm mạnh từ 1.240.000 triệu đồng năm 2020 xuống còn khoảng 690.000 triệu đồng năm 2022, sau đó phục hồi lên 1.340.000 triệu đồng năm 2024. Ở chiều ngược lại, vốn cố định giảm từ 1.014.125 triệu đồng năm 2020 xuống 589.384 triệu đồng năm 2022 trước khi tăng trở lại đạt 874.024 triệu đồng vào năm 2024. Xu hướng này cho thấy hoạt động của khối dịch vụ hàng hải chịu tác động tương đối mạnh từ biến động của thị trường logistics và hoạt động thương mại quốc tế trong giai đoạn 2021–2022.

Việc cả vốn lưu động và vốn cố định của khối dịch vụ hàng hải cùng suy giảm trong giai đoạn đầu cho thấy Tổng công ty đã có xu hướng thu hẹp hoặc tái cơ cấu một số hoạt động dịch vụ có hiệu quả thấp nhằm tối ưu hóa năng lực tài chính. Tuy nhiên, từ năm 2023 quy mô vốn bắt đầu tăng trở lại, phản ánh

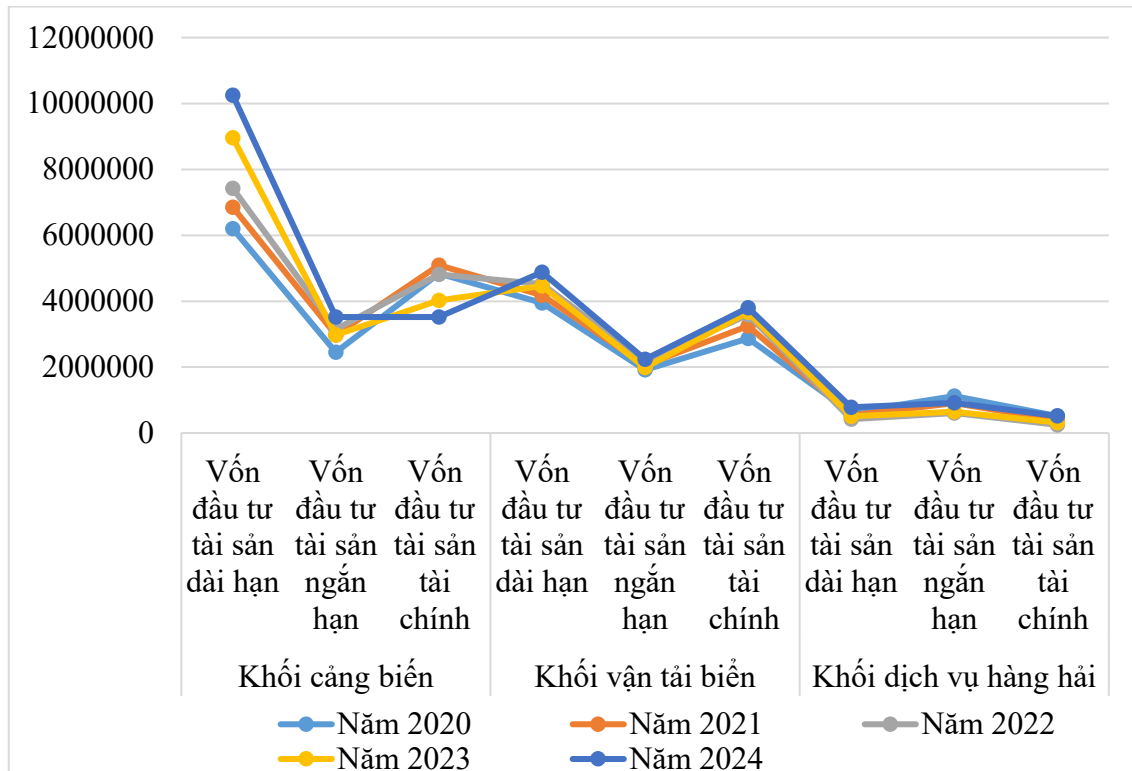
tín hiệu phục hồi của hoạt động dịch vụ hàng hải khi nhu cầu logistics và vận tải quốc tế được cải thiện. So với hai khối còn lại, cơ cấu vốn của khối dịch vụ hàng hải có tính linh hoạt cao hơn và phụ thuộc nhiều hơn vào biến động ngắn hạn của thị trường.

Trên bình diện chung, cơ cấu vốn của VIMC trong thời kỳ 2020–2024 thể hiện chiều hướng tăng tỷ trọng vốn cố định, đặc biệt tại khối cảng biển. Kết quả này phản ánh chiến lược ưu tiên đầu tư vào các lĩnh vực có khả năng tạo dòng tiền ổn định và lợi thế cạnh tranh dài hạn. Ở chiều ngược lại, khối vận tải biển duy trì cơ cấu vốn cân đối hơn giữa vốn lưu động và vốn cố định để bảo đảm tính linh hoạt tài chính trước biến động của thị trường quốc tế. Tại khối dịch vụ hàng hải, quy mô vốn còn tương đối nhỏ và biến động mạnh hơn, cho thấy lĩnh vực này vẫn chịu ảnh hưởng đáng kể từ biến động của nhu cầu logistics và thương mại toàn cầu. Khái quát lại, sự thay đổi cơ cấu vốn giữa các khối hoạt động phản ánh quá trình tái phân bổ năng lực tài chính của Tổng công ty theo hướng tập trung hơn vào các lĩnh vực có khả năng tạo giá trị gia tăng và kết quả khai thác vốn cao hơn trong dài hạn.

3.2.1.2. Thực trạng vốn đầu tư vào tài sản dài hạn, vốn đầu tư vào tài sản ngắn hạn và vốn đầu tư vào tài sản tài chính VIMC

Thực trạng vốn đầu tư vào tài sản dài hạn, vốn đầu tư vào tài sản ngắn hạn và vốn đầu tư vào tài sản tài chính của ba khối: cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải thuộc VIMC được thể hiện trong biểu đồ 3.2.

Đơn vị tính: triệu đồng



Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Biểu đồ 3.2: Thực trạng vốn đầu tư của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Biểu đồ 3.2 cho thấy cơ cấu đầu tư vốn của VIMC trong giai đoạn 2020-2024 có sự phân hóa rõ rệt giữa ba khối hoạt động, phản ánh đặc điểm sử dụng vốn, mức độ rủi ro và định hướng phân bổ nguồn lực khác nhau của từng lĩnh vực kinh doanh.

Tại khối cảng biển, vốn đầu tư tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu đầu tư và gia tăng rõ rệt xuyên suốt thời kỳ khảo sát. Giá trị đầu tư tài sản dài hạn tăng từ 6.200.000 triệu đồng năm 2020 lên 10.250.000 triệu đồng năm 2024, tạo ra mức tăng khoảng 65,3%. Theo hướng ngược lại, vốn đầu tư tài sản tài chính lại giảm từ 4.836.275 triệu đồng xuống còn 3.516.483 triệu đồng. Xu hướng này cho thấy năng lực tài chính của khối cảng biển đang

được dịch chuyển từ các khoản đầu tư tài chính sang đầu tư trực tiếp vào tài sản phục vụ hoạt động khai thác. Sự gia tăng nhanh của tài sản dài hạn cho thấy xu hướng mở rộng đầu tư vào hệ thống cảng biển, kho bãi, thiết bị xếp dỡ và hạ tầng logistics để cải thiện năng lực khai thác xét về dài hạn. Điều này tương thích với đặc điểm của lĩnh vực cảng biển là ngành có cường độ vốn cao và khả năng tạo dòng tiền tương đối ổn định. Dẫu vậy, việc gia tăng rõ rệt đầu tư dài hạn cũng làm tăng yêu cầu về hiệu quả khai thác tài sản cố định. Nếu tốc độ tăng doanh thu và công suất khai thác không tương ứng với tốc độ tăng vốn đầu tư, kết quả khai thác vốn có thể bị suy giảm do áp lực khấu hao và chi phí vận hành gia tăng.

Mặt khác, vốn đầu tư tài sản ngắn hạn của khối cảng biển biến động không lớn trong thời kỳ được xem xét. Sau khi tăng từ 2.450.000 triệu đồng năm 2020 lên 3.150.000 triệu đồng năm 2022, giá trị này giảm nhẹ năm 2023 trước khi tăng trở lại lên 3.520.000 triệu đồng năm 2024. Diễn biến này hàm ý doanh nghiệp vẫn duy trì quy mô vốn lưu động ở mức tương đối ổn định để bảo đảm khả năng thanh khoản và đáp ứng nhu cầu vận hành thường xuyên, trong khi trọng tâm đầu tư được chuyển mạnh sang tài sản dài hạn.

Tại khối vận tải biển, cơ cấu đầu tư vốn có sự cân bằng hơn giữa tài sản dài hạn và tài sản tài chính. Vốn đầu tư tài sản dài hạn tăng từ 3.950.000 triệu đồng năm 2020 lên 4.880.000 triệu đồng năm 2024, tạo ra mức tăng khoảng 23,5%, thấp hơn đáng kể so với khối cảng biển. Theo hướng ngược lại, vốn đầu tư tài sản tài chính tăng liên tục từ 2.872.519 triệu đồng lên 3.804.464 triệu đồng. Xu hướng này cho thấy chiến lược duy trì mức độ linh hoạt tài chính cao hơn trong hoạt động vận tải biển. Đặc điểm trên xuất phát từ tính chất biến động mạnh của ngành vận tải biển, vốn phụ thuộc nhiều vào giá nhiên liệu, giá cước vận tải và tình hình thương mại quốc tế. Trong điều kiện thị trường có mức độ rủi ro cao, việc duy trì tỷ trọng đáng kể ở tài sản tài chính giúp doanh nghiệp tăng khả năng

thanh khoản và hạn chế áp lực tài chính ngắn hạn. Cùng với đó, tốc độ tăng đầu tư tài sản dài hạn ở mức vừa phải cho thấy doanh nghiệp có xu hướng thận trọng hơn trong việc mở rộng đội tàu và đầu tư tài sản khai thác nhằm tránh rủi ro dư thừa công suất trong bối cảnh thị trường biến động.

Vốn đầu tư tài sản ngắn hạn của khối vận tải biển tăng tương đối chậm trong thời kỳ được xem xét và có biến động qua các năm. Sau khi tăng lên 2.180.000 triệu đồng năm 2022, giá trị này giảm vào năm 2023 trước khi phục hồi năm 2024. Kết quả này phản ánh áp lực biến động chi phí khai thác và nhu cầu vốn lưu động trong hoạt động vận tải biển chưa thực sự ổn định.

Tại khối dịch vụ hàng hải, quy mô đầu tư nhỏ hơn đáng kể so với hai khối còn lại và biến động mạnh hơn trong khoảng thời gian phân tích. Vốn đầu tư tài sản dài hạn giảm từ 620.000 triệu đồng năm 2020 xuống 420.000 triệu đồng năm 2022 trước khi tăng trở lại lên 780.000 triệu đồng năm 2024. Tương tự, vốn đầu tư tài sản ngắn hạn và tài sản tài chính đều sụt giảm đáng kể trong giai đoạn đầu trước khi phục hồi vào năm cuối kỳ. Xu hướng này cho thấy hoạt động dịch vụ hàng hải chịu ảnh hưởng tương đối lớn từ biến động của thị trường logistics và thương mại quốc tế trong giai đoạn sau đại dịch COVID-19. Việc quy mô đầu tư giảm trong giai đoạn 2020-2022 cho thấy xu hướng thu hẹp hoặc tái cơ cấu các hoạt động dịch vụ có hiệu quả thấp nhằm tối ưu hóa năng lực tài chính. Dẫu vậy, sự phục hồi của cả ba nhóm tài sản trong năm 2024 cho thấy lĩnh vực dịch vụ hàng hải bắt đầu phục hồi cùng với sự cải thiện của hoạt động logistics và chuỗi cung ứng quốc tế.

Từ các kết quả trên, cơ cấu đầu tư vốn của VIMC trong thời kỳ 2020-2024 có xu hướng tập trung mạnh hơn vào tài sản dài hạn, đặc biệt tại khối cảng biển. Kết quả này phản ánh định hướng ưu tiên đầu tư vào các lĩnh vực có khả năng tạo dòng tiền ổn định và lợi thế cạnh tranh dài hạn. Ở chiều ngược lại, khối vận tải biển duy trì cơ cấu đầu tư linh hoạt hơn nhằm thích ứng với biến động của

thị trường quốc tế, còn khối dịch vụ hàng hải có xu hướng tái cơ cấu mạnh hơn để cải thiện kết quả khai thác vốn. Sự thay đổi trong cơ cấu đầu tư giữa các khối hoạt động cho thấy quá trình phân bổ năng lực tài chính của doanh nghiệp đang chuyển dịch theo hướng tập trung hơn vào các lĩnh vực cốt lõi và có khả năng tạo giá trị gia tăng cao hơn trong dài hạn.

3.2.2. Hiệu quả sử dụng vốn của VIMC

3.2.2.1. Hiệu quả sử dụng vốn nói chung

Thực trạng kết quả khai thác vốn nói chung được nghiên cứu sinh phân tích đối với ba khối: cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải thuộc VIMC như sau:

Bảng 3. 2: Hiệu quả tổng hợp sử dụng vốn của VIMC

DVT: %

TT	Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	2024 so 2020 (+/-)
1	ROI Tổng công ty	0,8	9,1	6,2	4,8	6,7	5,9
	Khối cảng biển	1,8	12,5	9,2	7,1	10,4	8,6
	Khối vận tải biển	1,1	8,6	6,5	3,1	4,2	3,1
	Khối dịch vụ hàng hải	1,2	5,8	4,2	3,0	2,8	1,6
2	ROE Tổng công ty	2,1	29,1	18,0	11,1	15,1	13,0
	Khối cảng biển	2,5	33,4	18,5	13,3	20,6	18,1
	Khối vận tải biển	1,4	24,7	18,8	8,2	9,8	8,4
	Khối dịch vụ hàng hải	1,5	18,0	13,1	9,1	8,3	6,8

Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Trong luận án, ROI tại Bảng 3.2 được dùng theo nghĩa tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng vốn đầu tư bình quân của phạm vi phân tích; ROE là tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân. ROA được trình bày ở chương lý luận như chỉ tiêu tham chiếu về sinh lời của tổng tài sản và được phản ánh về cơ chế thông qua vòng quay tổng tài sản trong phân tích DuPont. Ba chỉ tiêu không được sử dụng thay thế cho nhau: ROI phục vụ đánh giá kết quả trên tổng nguồn vốn đầu tư, ROE là biến kết quả của phân rã DuPont, còn ROA chỉ được dùng khi tử số và mẫu số đúng với định nghĩa sinh lời trên tài sản.

Bảng 3.2 phản ánh hiệu quả tổng hợp sử dụng vốn của VIMC trong giai đoạn 2020–2024 thông qua hai chỉ tiêu cơ bản là tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROI) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Kết quả cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty có sự cải thiện đáng kể so với thời điểm đầu kỳ, mặc dù các chỉ tiêu sinh lời vẫn có sự biến động nhất định dưới tác động của điều kiện thị trường và đặc thù hoạt động của từng lĩnh vực kinh doanh.

Ở phạm vi toàn Tổng công ty, ROI từ 0,80% năm 2020 đạt 6,7% vào năm 2024, tức cao hơn 5,9 điểm phần trăm. Chỉ tiêu này không tăng đều: sau mức đỉnh 9,1% năm 2021, ROI lùi về 6,2% năm 2022 và 4,8% năm 2023, rồi phục hồi lên 6,7% trong năm 2024. Quỹ đạo trên phản ánh độ nhạy của lợi nhuận đầu tư trước chu kỳ hàng hải và logistics quốc tế. Dù chưa trở lại đỉnh năm 2021, mức năm 2024 vẫn vượt xa năm đầu kỳ, qua đó ghi nhận tác dụng của tái cơ cấu, quản trị tài chính và điều chỉnh hoạt động kinh doanh.

Nếu phân tích theo từng lĩnh vực hoạt động, khối cảng biển là lĩnh vực có kết quả khai thác vốn đầu tư cao nhất xuyên suốt thời kỳ khảo sát. ROI tăng từ 1,8% năm 2020 lên 10,4% năm 2024, tạo ra mức tăng 8,6 điểm phần trăm. Sau khi đạt mức 12,5% vào năm 2021, chỉ tiêu này giảm xuống 9,2% năm 2022 và 7,1% năm 2023 trước khi phục hồi trong năm 2024. Mặc dù thay đổi qua các năm, ROI của khối cảng biển luôn duy trì ở mức cao hơn các lĩnh vực còn lại,

cho thấy khả năng tạo lợi nhuận tốt từ nguồn vốn đầu tư cũng như tính ổn định tương đối của hoạt động khai thác cảng và dịch vụ logistics.

Tại khối vận tải biển, ROI tăng từ 1,1% năm 2020 lên 4,2% năm 2024, tương ứng tăng 3,1 điểm phần trăm. Chỉ tiêu này đạt mức cao nhất 8,6% vào năm 2021 trước khi giảm xuống còn 6,5% năm 2022 và 3,1% năm 2023, sau đó phục hồi nhẹ trong năm 2024. Diễn biến này phản ánh tính nhạy cảm cao của hoạt động vận tải biển đối với những biến động của thị trường vận tải quốc tế, giá cước vận chuyển và nhu cầu thương mại toàn cầu. Mặc dù kết quả khai thác vốn đầu tư đã được cải thiện so với đầu kỳ, khả năng sinh lời của khối vận tải biển vẫn chưa thực sự ổn định và còn chịu nhiều rủi ro từ môi trường kinh doanh.

Tại khối dịch vụ hàng hải, ROI tăng từ 1,2% năm 2020 lên 2,8% năm 2024, tạo ra mức tăng 1,6 điểm phần trăm. Chỉ tiêu này gia tăng rõ rệt lên 5,8% năm 2021 trước khi giảm dần xuống 4,2% năm 2022, 3,0% năm 2023 và 2,8% năm 2024. Mặc dù mức sinh lời trên vốn đầu tư còn thấp hơn so với hai lĩnh vực còn lại, các số liệu nêu trên hàm ý khối dịch vụ hàng hải vẫn duy trì được khả năng tạo lợi nhuận từ nguồn vốn đầu tư và được cải thiện nhất định so với thời điểm đầu kỳ. Kết quả này cho thấy những nỗ lực của các đơn vị trong việc cải thiện hiệu suất hoạt động kinh doanh và mở rộng các dịch vụ hỗ trợ hàng hải trong bối cảnh thị trường cạnh tranh theo hướng ngày một gia tăng.

ROE của VIMC cải thiện rõ nếu so sánh hai đầu kỳ: từ 2,1% năm 2020 lên 15,1% năm 2024, chênh 13 điểm phần trăm. Tuy nhiên, đường đi của chỉ tiêu không ổn định. ROE đạt 29,1% năm 2021, sau đó lần lượt giảm còn 18,0% năm 2022 và 11,1% năm 2023 trước khi tăng trở lại trong năm 2024. Như vậy, khả năng tạo lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu chịu tác động đồng thời của biến động lợi nhuận sau thuế và thay đổi cấu trúc nguồn tài trợ. Kết quả cuối kỳ chưa lặp lại mức đột biến của năm 2021 nhưng vẫn xác nhận sự cải thiện so với nền thấp năm 2020.

Nếu phân tích theo từng lĩnh vực hoạt động, khối cảng biển là lĩnh vực có mức cải thiện mạnh nhất về năng lực tạo lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. ROE tăng từ 2,5% năm 2020 lên 20,6% năm 2024, tạo ra mức tăng 18%. Mặc dù ROE thể hiện chiều hướng giảm từ mức đỉnh 33,4% năm 2021 xuống 13,3% năm 2023, chỉ tiêu này đã phục hồi đáng kể trong năm 2024. Các số liệu nêu trên hàm ý khối cảng biển duy trì được năng lực tạo lợi nhuận tương đối tốt trên nguồn vốn chủ sở hữu và tiếp tục đóng vai trò là lĩnh vực hoạt động hiệu quả nhất trong Tổng công ty.

Tại khối vận tải biển, ROE thay đổi lớn hơn so với các lĩnh vực còn lại. Từ mức 1,4% năm 2020, ROE gia tăng rõ rệt lên 24,7% năm 2021, sau đó giảm xuống 18,8% năm 2022 và còn 8,2% năm 2023 trước khi nhích lên 9,8% vào năm 2024. Mặc dù ROE năm 2024 cao hơn 8,3% so với năm 2020, xu hướng giảm liên tục trong giai đoạn 2021-2023 cho thấy kết quả khai thác vốn chủ sở hữu của khối vận tải biển chưa thực sự ổn định và vẫn phụ thuộc tương đối mạnh vào những biến động của thị trường vận tải biển cũng như kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong lĩnh vực này.

Tại khối dịch vụ hàng hải, ROE cũng ghi nhận sự cải thiện tích cực trong khoảng thời gian phân tích. Chỉ tiêu này tăng từ 1,5% năm 2020 lên 8,3% năm 2024, tạo ra mức tăng 6,8%. Sau khi đạt mức 18,0% năm 2021, ROE giảm dần xuống còn 13,1% năm 2022, 9,1% năm 2023 và 8,3% năm 2024. Mặc dù xu hướng giảm xuất hiện trong những năm gần đây, mức ROE năm 2024 vẫn cao hơn đáng kể so với năm 2020, cho thấy kết quả khai thác vốn chủ sở hữu của khối dịch vụ hàng hải đã được cải thiện, song khả năng duy trì mức sinh lời cao và ổn định vẫn còn là thách thức đối với lĩnh vực này.

Tổng hợp kết quả phân tích cho thấy kết quả khai thác vốn của VIMC trong thời kỳ 2020–2024 đã được cải thiện rõ rệt, thể hiện qua xu hướng gia tăng của cả ROI và ROE. Mặc dù các chỉ tiêu sinh lời còn biến động qua từng năm do

tác động của điều kiện thị trường và đặc thù hoạt động của từng lĩnh vực, xu hướng chung cho thấy năng lực khai thác và sử dụng nguồn vốn của Tổng công ty ngày càng được nâng cao.

Nếu phân tích theo từng lĩnh vực hoạt động, khối cảng biển duy trì kết quả khai thác vốn cao và ổn định nhất, thể hiện ở mức ROI tương đối bền vững và ROE đạt mức tăng trưởng mạnh trong khoảng thời gian phân tích. Đây là lĩnh vực giữ vai trò chủ lực, đóng góp quan trọng vào năng lực tạo lợi nhuận và sự ổn định tài chính của Tổng công ty. Theo hướng ngược lại, khối vận tải biển ghi nhận mức cải thiện mạnh nhất về kết quả khai thác vốn đầu tư, thể hiện quá trình phục hồi tích cực sau giai đoạn khó khăn, song các chỉ tiêu sinh lời vẫn biến động đáng kể, cho thấy lĩnh vực này còn tiềm ẩn nhiều rủi ro và chịu ảnh hưởng lớn từ biến động của thị trường vận tải biển quốc tế. Tại khối dịch vụ hàng hải, các chỉ tiêu ROI và ROE đều có xu hướng cải thiện so với đầu kỳ, cho thấy những chuyển biến tích cực trong hoạt động kinh doanh, mặc dù năng lực tạo lợi nhuận và tính ổn định vẫn thấp hơn so với khối cảng biển.

Từ các kết quả trên, kết quả phân tích cho thấy những nỗ lực tái cơ cấu, nâng cao hiệu quả quản trị tài chính và tối ưu hóa hoạt động sản xuất kinh doanh của VIMC trong thời gian qua đã mang lại những kết quả tích cực. Tuy nhiên, sự khác biệt về kết quả khai thác vốn giữa các lĩnh vực hoạt động cũng đặt ra yêu cầu Tổng công ty cần tiếp tục hoàn thiện công tác quản trị vốn, phân bổ nguồn lực hợp lý giữa các khối kinh doanh, nâng cao hiệu quả đầu tư và đẩy mạnh kiểm soát rủi ro nhằm bảo đảm khả năng sinh lời và phát triển bền vững trong những năm tới.

3.2.2.2. Hiệu quả sử dụng vốn lưu động của VIMC

Dựa vào báo cáo tài chính của ba khối thuộc VIMC, nghiên cứu sinh xây dựng các chỉ tiêu thể hiện kết quả khai thác vốn lưu động và trình bày trong bảng 3.3.

Bảng 3. 3: Hiệu quả sử dụng vốn lưu động của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024
Tổng công ty Hàng hải Việt Nam					
Doanh thu thuần (triệu đồng)	9.971.651	13.266.757	14.342.999	12.815.019	16.961.248
Vốn lưu động bình quân (triệu đồng)	9.472.802	11.069.277	12.681.281	12.396.926	12.606.945
Vòng quay vốn lưu động	1,05	1,20	1,13	1,03	1,35
Khối cảng biển					
Doanh thu thuần (triệu đồng)	5.584.125	7.694.719	7.458.359	6.279.359	7.971.787
Vốn lưu động bình quân (triệu đồng)	4.921.106	6.779.072	6.725.489	5.443.828	4.846.380
Vòng quay vốn lưu động (vòng)	1,24	1,25	1,11	1,18	1,59
Khối vận tải biển					
Doanh thu thuần (triệu đồng)	3.390.361	4.245.362	5.163.480	4.228.956	5.088.374
Vốn lưu động bình quân (triệu đồng)	3.841.955	3.489.783	4.915.882	4.470.999	3.590.547
Vòng quay vốn lưu động (vòng)	0,85	1,15	1,19	0,95	1,24
Khối dịch vụ hàng hải					
Doanh thu thuần (triệu đồng)	997.165	1.326.676	1.721.160	2.306.703	3.901.087
Vốn lưu động bình quân (triệu đồng)	709.742	800.422	1.039.911	2.482.099	4.170.019
Vòng quay vốn lưu động (vòng)	0,85	1,00	0,99	0,88	1,15

Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Bảng 3.3 phản ánh hiệu quả sử dụng vốn lưu động của VIMC giai đoạn 2020-2024 thông qua chỉ tiêu vòng quay vốn lưu động. Chỉ tiêu này cho biết một đồng vốn lưu động bình quân tạo ra bao nhiêu đồng doanh thu thuần trong kỳ, qua đó phản ánh tốc độ luân chuyển vốn và khả năng khai thác vốn lưu động trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

Đối với Tổng công ty, vòng quay vốn lưu động có xu hướng biến động nhưng nhìn chung được cải thiện trong khoảng thời gian phân tích. Xét cụ thể, năm 2020 vòng quay vốn lưu động đạt 1,05 vòng, tăng lên 1,20 vòng năm 2021 trước khi giảm xuống còn 1,13 vòng năm 2022 và 1,03 vòng năm 2023. Đến năm 2024, chỉ tiêu này gia tăng rõ rệt lên 1,35 vòng – mức cao nhất trong cả giai đoạn. Diễn biến trên cho thấy kết quả khai thác vốn lưu động của VIMC chưa thực sự ổn định, phụ thuộc tương đối mạnh vào biến động doanh thu và nhu cầu vốn phục vụ hoạt động kinh doanh. Trong giai đoạn 2022-2023, mặc dù vốn lưu động bình quân duy trì ở mức cao nhưng doanh thu thuần tăng chậm, thậm chí giảm trong năm 2023, làm cho tốc độ luân chuyển vốn suy giảm. Dẫu vậy, sang năm 2024, doanh thu thuần gia tăng rõ rệt lên 16.961.248 triệu đồng trong khi vốn lưu động bình quân chỉ tăng nhẹ, hỗ trợ cải thiện đáng kể kết quả khai thác vốn lưu động.

Nếu phân tích theo từng lĩnh vực hoạt động, khối cảng biển là bộ phận có kết quả khai thác vốn lưu động cao và ổn định nhất trong Tổng công ty. Vòng quay vốn lưu động của khối này luôn duy trì trên 1 vòng xuyên suốt thời kỳ khảo sát, dao động từ 1,11 đến 1,59 vòng. Đặc biệt, năm 2024 chỉ tiêu đạt 1,59 vòng, cao nhất trong các khối hoạt động. Kết quả này cho thấy đặc điểm hoạt động của lĩnh vực cảng biển với dòng tiền tương đối ổn định, chu kỳ kinh doanh ngắn và khả năng kiểm soát vốn lưu động tốt. Cùng với đó, vốn lưu động bình quân của khối cảng biển thể hiện chiều hướng giảm dần trong các năm 2023–2024, trong khi doanh thu phục hồi và tăng trưởng, cho thấy doanh nghiệp đã cải thiện đáng kể hiệu quả quản trị tài sản ngắn hạn.

Khối vận tải biển chuyển biến rõ rệt về kết quả khai thác vốn lưu động nhưng mức độ biến động còn lớn. Năm 2020, vòng quay vốn lưu động chỉ đạt 0,85 vòng, cho thấy tình trạng luân chuyển vốn chậm và hiệu quả khai thác vốn chưa cao. Sang giai đoạn 2021-2022, chỉ tiêu này tăng lên 1,15 và 1,19 vòng nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh hơn tốc độ tăng vốn lưu động. Dầu vậy, năm 2023 vòng quay giảm xuống còn 0,95 vòng do doanh thu suy giảm trong khi quy mô vốn lưu động vẫn duy trì ở mức cao. Đến năm 2024, chỉ tiêu phục hồi lên 1,24 vòng nhờ doanh thu tăng trở lại và vốn lưu động bình quân giảm đáng kể. Diễn biến này hàm ý hoạt động vận tải biển chịu ảnh hưởng lớn từ biến động thị trường vận tải, giá cước và nhu cầu logistics quốc tế, dẫn đến kết quả khai thác vốn lưu động thiếu tính ổn định.

Tại khối dịch vụ hàng hải, vòng quay vốn lưu động ở mức thấp trong phần lớn giai đoạn nghiên cứu, dao động từ 0,85 đến 1,00 vòng trong giai đoạn 2020-2022. Diễn biến này hàm ý khả năng luân chuyển vốn còn chậm, vốn lưu động chưa được khai thác hiệu quả. Năm 2023, mặc dù doanh thu tăng mạnh lên 2.306.703 triệu đồng nhưng vốn lưu động bình quân cũng tăng nhanh hơn, khiến vòng quay giảm còn 0,88 vòng. Sang năm 2024, chỉ tiêu tăng lên 1,15 vòng nhờ doanh thu tăng đột biến lên 3.901.087 triệu đồng, cao hơn tốc độ tăng vốn lưu động. Sự cải thiện này phản ánh xu hướng mở rộng hoạt động dịch vụ hàng hải và nâng cao hiệu quả khai thác vốn trong giai đoạn cuối kỳ nghiên cứu, tuy nhiên kết quả khai thác vốn lưu động của khối này vẫn thấp hơn khối cảng biển và vận tải biển.

Từ các kết quả trên, kết quả khai thác vốn lưu động của VIMC có xu hướng cải thiện trong thời kỳ 2020–2024, đặc biệt rõ nét trong năm 2024. Trong đó, khối cảng biển đóng vai trò chủ lực với kết quả khai thác vốn cao và ổn định nhất; khối vận tải biển có khả năng phục hồi nhưng biến động mạnh; còn khối dịch vụ hàng hải vẫn tồn tại hạn chế về tốc độ luân chuyển vốn. Diễn biến này

hàm ý VIMC cần tiếp tục nâng cao chất lượng quản trị vốn lưu động, tối ưu hóa cơ cấu tài sản ngắn hạn và kiểm soát nhu cầu vốn theo từng lĩnh vực hoạt động để cải thiện kết quả khai thác vốn trong toàn Tổng công ty.

3.2.2.3. Thực trạng hiệu quả sử dụng vốn của VIMC qua nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng vốn cố định

Dựa vào báo cáo tài chính của ba khối thuộc VIMC, nghiên cứu sinh xây dựng các chỉ tiêu phản ánh kết quả khai thác vốn cố định và thể hiện trong bảng 3.4.

Bảng 3. 4: Hiệu quả sử dụng vốn cố định của VIMC

Đơn vị tính: triệu đồng, %, lần

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024
VIMC					
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng) (1)	196.339	3.188.967	2.540.478	1.701.819	2.629.829
Vốn cố định bình quân (triệu đồng) (2)	15.434.915	14.297.024	14.108.522	14.841.306	16.373.255
Doanh thu thuần (triệu đồng) (3)	9.971.651	13.266.757	14.342.999	12.815.019	16.961.248
Tỷ suất lợi nhuận vốn cố định (%) (4) = (1)/(2)	1,27	22,31	18,01	11,47	16,06
Hàm lượng vốn cố định (lần) (5) = (2)/(3)	1,55	1,08	0,98	1,16	0,97
Khối cảng biển					
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng) (1)	141.364	2.262.561	1.471.931	1.106.182	1.840.880

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024
Vốn cố định bình quân (triệu đồng) (2)	7.169.950	6.630.027	6.609.822	8.289.147	8.836.048
Doanh thu thuần (triệu đồng) (3)	5.584.125	7.694.719	7.458.359	6.279.359	7.971.787
Tỷ suất lợi nhuận vốn cố định (%) (4) = (1)/(2)	1,97	34,13	22,27	13,34	20,83
Hàm lượng vốn cố định (lần) (5) = (2)/(3)	1,28	0,86	0,89	1,32	1,11
Khối vận tải biển					
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng) (1)	39.268	831.824	862.856	425.455	578.562
Vốn cố định bình quân (triệu đồng) (2)	1.525.771	1.504.844	1.591.741	3.094.173	4.551.608
Doanh thu thuần (triệu đồng) (3)	3.390.361	4.245.362	5.163.480	4.228.956	5.088.374
Tỷ suất lợi nhuận vốn cố định (%) (4) = (1)/(2)	2,57	55,28	54,21	13,75	12,71
Hàm lượng vốn cố định (lần) (5) = (2)/(3)	0,45	0,35	0,31	0,73	0,89
Khối dịch vụ hàng hải					
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng) (1)	15.707	232.911	203.025	170.182	210.386

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024
Vốn cố định bình quân (triệu đồng) (2)	6.739.194	6.162.154	5.906.959	3.457.986	2.985.599
Doanh thu thuần (triệu đồng) (3)	997.165	1.326.676	1.721.160	2.306.703	3.901.087
Tỷ suất lợi nhuận vốn cố định (%) (4) = (1)/(2)	0,23	3,78	3,44	4,92	7,05
Hàm lượng vốn cố định (lần) (5) = (2)/(3)	6,76	4,64	3,43	1,5	0,77

Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Bảng 3.4 phản ánh hiệu quả sử dụng vốn cố định của VIMC trong giai đoạn 2020-2024 thông qua hai nhóm chỉ tiêu chủ yếu gồm tỷ suất lợi nhuận vốn cố định và hàm lượng vốn cố định. Các chỉ tiêu này cho phép đánh giá khả năng khai thác tài sản dài hạn để tạo doanh thu và lợi nhuận, đồng thời phản ánh mức độ thâm dụng vốn của từng lĩnh vực hoạt động trong cơ cấu kinh doanh của doanh nghiệp.

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn cố định của VIMC thể hiện một chu kỳ tăng - giảm khá rõ: 1,27% năm 2020, 22,31% năm 2021, 11,47% năm 2023 và 16,06% năm 2024. Năm 2020, lượng tài sản dài hạn lớn nhưng khả năng tạo lợi nhuận suy yếu dưới tác động của COVID-19; đặc điểm thâm dụng tài sản khiến doanh nghiệp khó điều chỉnh nhanh quy mô vốn cố định. Sự phục hồi thương mại và logistics giúp chỉ tiêu bật tăng trong các năm 2021-2022, song mức giảm năm 2023 cho thấy hiệu suất tài sản vẫn nhạy với cước vận tải và chi

phí khai thác. Bởi vậy, tăng đầu tư tài sản chỉ cải thiện hiệu quả vốn khi doanh thu và lợi nhuận tăng đủ nhanh để bù khấu hao cùng chi phí vận hành phát sinh.

Biến động của tỷ suất lợi nhuận vốn cố định cần được đọc cùng hai thành phần là lợi nhuận sau thuế và quy mô vốn cố định bình quân. Mức tăng của tỷ suất trong một năm có thể xuất phát từ lợi nhuận cải thiện, từ việc thu hẹp tài sản không hiệu quả hoặc từ cả hai yếu tố. Ngược lại, tỷ suất giảm không nhất thiết đồng nghĩa toàn bộ tài sản được quản lý kém; trong giai đoạn đầu tư mới, vốn cố định đã được ghi nhận nhưng dự án chưa vận hành đủ công suất, làm mẫu số tăng trước khi lợi nhuận hình thành. Vì vậy, đánh giá cần gắn với tiến độ dự án, thời điểm đưa tài sản vào khai thác và chu kỳ thị trường.

Đối với VIMC, kết quả năm 2021 mang dấu ấn của điều kiện thị trường hàng hải thuận lợi sau giai đoạn gián đoạn ban đầu của đại dịch. Khi nhu cầu vận chuyển và giá cước thay đổi nhanh, lợi nhuận có thể tăng mạnh hơn tốc độ biến động của vốn cố định. Mức tỷ suất cao trong năm này vì thế vừa phản ánh khả năng nắm bắt cơ hội, vừa chứa thành phần thuận lợi của thị trường. Việc chỉ dùng năm 2021 làm chuẩn có thể dẫn tới kỳ vọng không phù hợp cho các năm bình thường. Giai đoạn 2022-2024 cung cấp nền so sánh cân bằng hơn để đánh giá khả năng duy trì hiệu suất sau khi thị trường điều chỉnh.

Ở khối cảng biển, hiệu quả vốn cố định phụ thuộc vào sản lượng thông qua cảng, năng suất thiết bị, thời gian tàu chờ và mức độ sử dụng cầu bến. Các chỉ tiêu này có quan hệ trực tiếp với doanh thu nhưng cũng chịu giới hạn từ luồng lạch, đường kết nối và cơ cấu nguồn hàng. Ở khối vận tải biển, ngày tàu hữu ích, thời gian tàu nằm chờ, tiêu hao nhiên liệu và chi phí sửa chữa là những biến trung gian quan trọng. Cùng một giá trị tàu, đơn vị tổ chức tuyến và bảo dưỡng tốt hơn có thể tạo dòng tiền khác biệt đáng kể. Do đó, quản trị vốn cố định phải đi từ quản lý giá trị kế toán sang quản lý hiệu suất vận hành của từng nhóm tài sản.

Hàm ý quan trọng là VIMC cần thiết lập đường cơ sở hiệu suất cho tài sản trước và sau đầu tư. Mỗi dự án phải xác định rõ công suất mục tiêu, thời gian đạt điểm hòa vốn, mức doanh thu tối thiểu và ngưỡng chi phí vận hành. Sau khi tài sản đi vào hoạt động, kết quả thực tế cần được so sánh định kỳ với phương án được phê duyệt. Cơ chế này giúp phân biệt tác động của thị trường với sai lệch trong chuẩn bị, khai thác hoặc kiểm soát dự án, qua đó nâng chất lượng quyết định phân bổ vốn ở các kỳ tiếp theo.

Đối với chỉ tiêu hàm lượng vốn cố định, giá trị giảm từ 1,55 lần năm 2020 xuống 0,97 lần năm 2024 cho thấy mức vốn cố định cần thiết để tạo ra một đơn vị doanh thu đã giảm đáng kể trong thời kỳ được xem xét. Xu hướng này phản ánh hiệu quả khai thác tài sản dài hạn của doanh nghiệp được cải thiện, đồng thời cho thấy khả năng sử dụng công suất tài sản tốt hơn sau quá trình tái cơ cấu và phục hồi hoạt động kinh doanh.

Nếu phân tích theo từng lĩnh vực hoạt động, khối cảng biển duy trì kết quả khai thác vốn cố định ở mức tương đối cao và ổn định trong khoảng thời gian phân tích. Tỷ suất lợi nhuận vốn cố định tăng từ 1,97% năm 2020 lên 20,83% năm 2024, cùng với đó đạt mức cao nhất 34,13% vào năm 2021. Mặc dù chỉ tiêu này giảm xuống 13,34% năm 2023 trước khi phục hồi trong năm 2024, xu hướng chung vẫn cho thấy khả năng khai thác và sử dụng tài sản cố định của khối cảng biển chuyên biến rõ rệt so với đầu kỳ. Kết quả này cho thấy hiệu quả của việc khai thác hệ thống cảng biển và hạ tầng logistics, cùng với đó cho thấy lĩnh vực cảng biển có khả năng tạo lợi nhuận tương đối tốt từ nguồn vốn đầu tư dài hạn. Hàm lượng vốn cố định của khối cảng biển dao động trong khoảng từ 0,86 đến 1,32 lần. Việc chỉ tiêu này tăng lên mức 1,32 lần năm 2023 cho thấy lượng vốn cố định cần thiết để tạo ra một đồng doanh thu diễn biến theo chiều hướng tăng, cho thấy hiệu quả khai thác tài sản chưa thực sự tối ưu trong bối cảnh quy mô vốn đầu tư tăng nhanh hơn tốc độ tăng doanh thu. Dẫu vậy, đến

năm 2024, hàm lượng vốn cố định giảm còn 1,11 lần, cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản dài hạn đã được cải thiện trở lại.

Tại khối vận tải biển, kết quả khai thác vốn cố định thay đổi mạnh hơn so với các lĩnh vực còn lại. Tỷ suất lợi nhuận vốn cố định tăng từ 2,57% năm 2020 lên 55,28% năm 2021 và duy trì ở mức cao 54,21% năm 2022 trước khi giảm xuống 13,75% năm 2023 và 12,71% năm 2024. Diễn biến này cho thấy rõ tính chu kỳ của ngành vận tải biển khi năng lực tạo lợi nhuận của tài sản cố định chịu tác động lớn từ biến động của thị trường vận tải quốc tế, giá cước vận chuyển và nhu cầu thương mại toàn cầu. Mặc dù mức sinh lời từ vốn cố định trong giai đoạn 2021–2022 rất cao, xu hướng suy giảm trong các năm cuối kỳ cho thấy hiệu quả khai thác tài sản dài hạn chưa thực sự bền vững. Mặt khác, hàm lượng vốn cố định giảm từ 0,45 lần năm 2020 xuống 0,31 lần năm 2022, cho thấy khả năng tạo doanh thu tốt hơn trên mỗi đồng vốn cố định đầu tư. Dẫn vậy, chỉ tiêu này tăng trở lại lên 0,73 lần năm 2023 và 0,89 lần năm 2024, cho thấy tốc độ gia tăng vốn cố định cao hơn tốc độ tăng doanh thu, nhờ vậy làm giảm hiệu quả sử dụng tài sản dài hạn trong giai đoạn cuối kỳ.

Tại khối dịch vụ hàng hải, tỷ suất lợi nhuận vốn cố định có xu hướng cải thiện liên tục trong suốt giai đoạn nghiên cứu, tăng từ 0,23% năm 2020 lên 7,05% năm 2024. Mặc dù mức sinh lời vẫn thấp hơn so với khối cảng biển và vận tải biển, từ kết quả đó có thể nhận định khả năng khai thác và sử dụng tài sản cố định của lĩnh vực dịch vụ hàng hải đã được nâng cao đáng kể. Đặc biệt, hàm lượng vốn cố định sụt giảm đáng kể từ 6,76 lần năm 2020 xuống còn 0,77 lần năm 2024. Xu hướng này cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn nhiều so với tốc độ gia tăng vốn cố định, cùng với đó cho thấy hiệu quả khai thác tài sản dài hạn được cải thiện rõ rệt. Kết quả trên cũng cho thấy lĩnh vực dịch vụ hàng hải có khả năng mở rộng quy mô hoạt động và gia tăng doanh thu mà không đòi hỏi mức đầu tư bổ sung tương ứng vào tài sản cố định, nhờ vậy góp phần cải thiện kết quả khai thác vốn xét về dài hạn.

Khái quát các bằng chứng vừa phân tích, kết quả ước lượng cung cấp bằng chứng rằng kết quả khai thác vốn cố định của VIMC đã được cải thiện giai đoạn 2020-2024, đặc biệt sau quá trình phục hồi của thị trường hàng hải và logistics. Dẫu vậy, mức độ ổn định về kết quả khai thác vốn giữa các lĩnh vực hoạt động còn khác biệt đáng kể. Khối cảng biển có khả năng khai thác tài sản dài hạn ổn định hơn, trong khi khối vận tải biển có hiệu quả sinh lời cao nhưng biến động mạnh và tiềm ẩn rủi ro lớn hơn. Tại khối dịch vụ hàng hải, kết quả khai thác vốn cố định có xu hướng cải thiện rõ rệt nhờ khả năng gia tăng doanh thu với mức đầu tư tài sản thấp hơn. Diễn biến này hàm ý việc cải thiện kết quả khai thác vốn cố định của VIMC trong giai đoạn tiếp theo cần gắn liền với tối ưu hóa công suất khai thác tài sản, kiểm soát đầu tư dài hạn và cải thiện hiệu suất vận hành trong từng lĩnh vực kinh doanh.

3.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC

3.3.1. Phân rã các nhân tố tài chính ảnh hưởng đến ROE theo mô hình DuPont

Để thấy ảnh hưởng của các yếu tố tới kết quả khai thác vốn chủ sở hữu của VIMC luận án đã sử dụng phương pháp DuPont bằng cách thiết lập quan hệ sau:

$$\text{ROE} = \text{Tỷ suất sinh lời của doanh thu} * \text{Số vòng quay của tài sản} * \text{Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu}$$

Bảng 3. 5: Hiệu quả sử dụng vốn của VIMC thông qua mô hình DuPont

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	Tăng giảm năm 2024 so với năm 2020
VIMC						
ROS (%) (1)	1,97	25,08	17,69	13,28	15,50	13,54
Số vòng quay của tài sản (vòng) (2)	0,41	0,51	0,53	0,47	0,56	0,15

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	Tăng giảm năm 2024 so với năm 2020
Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu (lần) (3)	2,59	2,29	1,91	1,79	1,74	-0,85
ROE (%)= (1)*(2)*(3)	2,1	29,1	18,0	11,1	15,1	13,0
Khối cảng biển						
ROS (%) (1)	2,53	29,40	19,74	17,62	23,09	20,56
Số vòng quay của tài sản (vòng) (2)	0,46	0,57	0,55	0,47	0,55	0,09
Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu (lần) (3)	2,18	1,97	1,69	1,62	1,63	-0,55
ROE(%) = (1)*(2)*(3)	2,5	33,4	18,5	13,3	20,6	18,1
Khối vận tải biển						
ROS (%) (1)	1,16	19,59	16,71	10,06	11,37	10,21
Số vòng quay của tài sản (vòng) (2)	0,33	0,39	0,46	0,37	0,41	0,08
Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu (lần) (3)	3,74	3,19	2,46	2,23	2,10	-1,64
ROE (%) = (1)*(2)*(3)	1,4	24,7	18,8	8,2	9,8	8,4
Khối dịch vụ hàng hải						
Tỷ suất sinh lời của doanh thu (ROS) (%) (1)	1,58	17,56	11,80	7,38	5,39	3,82

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	Tăng giảm năm 2024 so với năm 2020
Số vòng quay của tài sản (vòng) (2)	0,51	0,63	0,80	0,93	1,17	0,66
Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu (lần) (3)	1,81	1,62	1,38	1,31	1,31	-0,5
ROE(%) (1)*(2)*(3)	1,5	18,0	13,1	9,1	8,3	6,8

Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Bảng 3.5 phản ánh hiệu quả sử dụng vốn của VIMC thông qua mô hình DuPont, trong đó tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) được phân tách thành ba nhân tố cơ bản gồm tỷ suất sinh lời của doanh thu (ROS), số vòng quay tài sản và hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu. Việc phân tích theo mô hình DuPont cho phép đánh giá rõ mức độ tác động của khả năng sinh lời, hiệu quả sử dụng tài sản và chính sách đòn bẩy tài chính đến hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu của Tổng công ty cũng như từng lĩnh vực hoạt động chủ yếu.

Đối với ROE tăng từ 2,1% năm 2020 lên 15,1% năm 2024, tạo ra mức tăng 13%. Dẫu vậy, ROE thay đổi khá mạnh trong khoảng thời gian phân tích khi đạt mức cao nhất 29,1% vào năm 2021, sau đó giảm xuống 11,1% năm 2023 trước khi phục hồi lên 15,1% năm 2024. Sự cải thiện của ROE chủ yếu đến từ năng lực tạo lợi nhuận của doanh thu khi ROS tăng từ 1,97% lên 15,50%, tạo ra mức tăng 13,53%. Diễn biến này hàm ý mỗi đồng doanh thu tạo ra theo hướng ngày một nhiều lợi nhuận hơn, cho thấy sự cải thiện đáng kể trong hiệu quả hoạt động kinh doanh của Tổng công ty. Mặt khác, số vòng quay tài sản tăng từ 0,41 vòng lên 0,56 vòng, tăng 0,15 vòng, cho thấy hiệu quả khai thác tài sản được nâng cao khi doanh nghiệp tạo ra nhiều doanh thu hơn trên mỗi

đồng tài sản đầu tư. Ngược lại, hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu giảm từ 2,59 lần xuống còn 1,74 lần tương đương giảm 0,85 lần cho thấy xu hướng giảm dần mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính. Diễn biến này hàm ý VIMC đang từng bước đẩy mạnh năng lực tự chủ tài chính bằng cách gia tăng vốn chủ sở hữu và giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay. Mặc dù việc giảm đòn bẩy tài chính làm hạn chế tác động khuếch đại ROE, song lại hỗ trợ cải thiện mức độ an toàn tài chính và giảm rủi ro cho doanh nghiệp.

Tại khối cảng biển, ROE tăng từ 2,5% năm 2020 lên 20,6% năm 2024, tạo ra mức tăng 18,1% và là lĩnh vực có kết quả khai thác vốn cao nhất trong toàn Tổng công ty. Kết quả này chủ yếu xuất phát từ sự cải thiện mạnh mẽ của tỷ suất sinh lời doanh thu khi ROS tăng từ 2,53% lên 23,09%, tạo ra mức tăng 20,56%. Kết quả này cho thấy khả năng tạo lợi nhuận từ hoạt động khai thác cảng theo hướng ngày một hiệu quả. Cùng với đó, số vòng quay tài sản tăng từ 0,46 vòng lên 0,55 vòng, cho thấy hiệu quả khai thác hệ thống cảng và cơ sở hạ tầng được cải thiện. Theo hướng ngược lại, hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu giảm từ 2,18 lần xuống còn 1,63 lần cho thấy việc giảm dần sử dụng đòn bẩy tài chính. Dẫu vậy, sự gia tăng rõ rệt của ROS đã bù đắp hoàn toàn tác động giảm của đòn bẩy tài chính, giúp khối cảng biển duy trì vị thế là lĩnh vực tạo lợi nhuận và kết quả khai thác vốn cao nhất của VIMC.

Tại khối vận tải biển, ROE tăng từ 1,4% năm 2020 lên 9,8% năm 2024, tạo ra mức tăng 8,4%. Dẫu vậy, kết quả khai thác vốn của khối này thay đổi đáng kể trong khoảng thời gian phân tích khi ROE đạt 24,7% năm 2021, giảm xuống còn 8,2% năm 2023 và phục hồi nhẹ lên 9,8% năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ sự biến động của năng lực tạo lợi nhuận trong bối cảnh thị trường vận tải biển quốc tế thay đổi mạnh. ROS tăng từ 1,16% lên 11,37%, tạo ra mức tăng 10,21%, cho thấy sự cải thiện đáng kể về hiệu quả kinh doanh. Mặt khác, số vòng quay tài sản tăng từ 0,33 vòng lên 0,41 vòng, cho thấy khả năng khai thác đội tàu và tài sản vận tải được cải thiện. Dẫu vậy, hệ số tài sản trên vốn

chủ sở hữu sụt giảm đáng kể từ 3,74 lần xuống còn 2,1 lần, tương đương giảm 1,64 lần cho thấy doanh nghiệp giảm đáng kể mức độ sử dụng vốn vay và đẩy mạnh nguồn vốn chủ sở hữu. Điều này giúp nâng cao mức độ an toàn tài chính nhưng cùng với đó cũng làm giảm tác động của đòn bẩy tài chính đối với ROE.

Tại khối dịch vụ hàng hải, ROE tăng từ 1,5% năm 2020 lên 8,3% năm 2024, tạo ra mức tăng 6,8%. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ hiệu quả sử dụng tài sản khi số vòng quay tài sản gia tăng rõ rệt từ 0,51 vòng lên 1,17 vòng, tạo ra mức tăng 0,66 vòng và là mức tăng cao nhất trong ba lĩnh vực hoạt động. Diễn biến này hàm ý các doanh nghiệp dịch vụ hàng hải đã khai thác tài sản theo hướng ngày một hiệu quả để tạo ra doanh thu. Mặt khác, ROS tăng từ 1,58% lên 5,39%, tạo ra mức tăng 3,82%, cho thấy năng lực tạo lợi nhuận từ doanh thu được cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp hơn so với khối cảng biển và vận tải biển. Theo hướng ngược lại, hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu giảm từ 1,81 lần xuống còn 1,31 lần tương ứng giảm 0,5 lần, cho thấy xu hướng giảm dần sử dụng đòn bẩy tài chính và đẩy mạnh năng lực tự chủ vốn. Mặc dù ROE đã chuyển biến rõ rệt, nhưng mức sinh lời của khối dịch vụ hàng hải vẫn còn tương đối thấp, cho thấy lĩnh vực này vẫn còn nhiều dư địa để cải thiện kết quả khai thác vốn trong thời gian tới.

Khái quát các bằng chứng vừa phân tích, kết quả phân tích DuPont cho thấy sự cải thiện kết quả khai thác vốn của VIMC giai đoạn 2020-2024 chủ yếu được thúc đẩy bởi sự gia tăng năng lực tạo lợi nhuận của doanh thu và sự cải thiện hiệu quả khai thác tài sản. Theo hướng ngược lại, việc giảm dần hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu cho thấy Tổng công ty đang theo đuổi chiến lược đẩy mạnh năng lực tự chủ tài chính và giảm phụ thuộc vào vốn vay. Trong các lĩnh vực hoạt động, khối cảng biển là lĩnh vực có kết quả khai thác vốn cao và ổn định nhất; khối vận tải biển có mức sinh lời khá nhưng nhạy cảm rõ rệt trước biến động thị trường; còn khối dịch vụ hàng hải có tốc độ cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản nhanh nhất nhưng năng lực tạo lợi nhuận vẫn còn thấp so với các lĩnh vực còn lại.

Bảng 3. 6: Tác động của từng chỉ tiêu tài chính đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam thông qua mô hình DuPont

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	2021/2020 (%)	2022/2021 (%)	2023/2022 (%)	2024/2023 (%)	2024/2020 (%)
Tổng công ty Hàng hải Việt Nam										
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	196.339	3.327.295	2.537.812	1.701.819	2.629.829	1594,67	-23,73	-32,94	54,53	1239,43
Doanh thu thuần (triệu đồng)	9.971.651	13.266.757	14.342.999	12.815.019	16.961.248	33,04	8,11	-10,65	32,35	70,09
(1) ROS (%)	1,97	25,08	17,69	13,28	15,50	23,11	-7,39	-4,41	2,23	13,54
Tổng tài sản (triệu đồng)	24.482.919	26.253.392	26.946.486	27.535.429	30.424.971	7,23	2,64	2,19	10,49	24,27
(2) Số vòng quay của tài sản (vòng)	0,41	0,51	0,53	0,47	0,56	0,10	0,03	-0,07	0,09	0,15
Vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	9.425.868	11.443.199	14.085.368	15.366.315	17.416.698	21,40	23,09	9,09	13,34	84,78

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	2021/2020 (%)	2022/2021 (%)	2023/2022 (%)	2024/2023 (%)	2024/2020 (%)
(3) Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu (lần)	2,59	2,29	1,91	1,79	1,74	-30,32	-38,12	-12,11	-4,50	-85,05
ROE (%) = (1)*(2)*(3)	2,1	29,1	18,0	11,1	15,1	27,0	-11,1	-6,9	4,0	13,0
Khối cảng biển										
Doanh thu (triệu đồng)	5.584.125	7.694.719	7.458.359	6.279.359	7.971.787	37,80%	-3,07%	-15,81%	26,95%	42,76%
Lợi nhuận (triệu đồng)	141.364	2.262.561	1.471.931	1.106.182	1.840.880	1500,52%	-34,94%	-24,85%	66,42%	1202,23%
(1) ROS (%)	2,53	29,40	19,74	17,62	23,09	26,87	-9,67	-2,12	5,48	20,56
Tài sản (triệu đồng)	12.241.460	13.389.230	13.473.243	13.492.360	14.603.986	9,38	0,63	0,14	8,24	19,30
Nợ phải trả (triệu đồng)	6.641.169	6.607.858	5.529.122	5.183.712	5.654.658	-0,50	-16,33	-6,25	9,09	-14,85
Vốn CSH (triệu đồng)	5.600.290	6.781.372	7.944.121	8.308.648	8.949.328	21,09%	17,15	4,59	7,71	59,80

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	2021/2020 (%)	2022/2021 (%)	2023/2022 (%)	2024/2023 (%)	2024/2020 (%)
(2) Số vòng quay của tài sản (vòng) = DTT/Tổng tài sản	0,46	0,57	0,55	0,47	0,55	0,12	-0,02	-0,09	0,08	0,09
(3) Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu (lần)	2,18	1,97	1,69	1,62	1,63	-21,14	-27,84	-7,21	0,80	-55,40
ROE = (1)*(2)*(3)	2,5%	33,4%	18,5%	13,3%	20,6%	30,8%	-14,8%	-5,2%	7,3%	18,0%
Khối vận tải biển										
Doanh thu (triệu đồng)	3.390.361	4.245.362	5.163.480	4.228.956	5.088.374	25,22	21,63	-18,10	20,32	50,08
Lợi nhuận (triệu đồng)	39.268	831.824	862.856	425.455	578.562	2018,34	3,73	-50,69	35,99	1373,38
(1) ROS (%)	1,16	19,59	16,71	10,06	11,37	18,44	-2,88	-6,65	1,31	10,21
Tài sản (triệu đồng)	10.282.826	10.763.891	11.317.524	11.564.880	12.474.238	4,68	5,14	2,19	7,86	21,31
Nợ phải trả (triệu đồng)	7.538.684	7.393.754	6.729.794	6.385.463	6.549.969	-1,92	-8,98	-5,12	2,58	-13,12

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	2021/2020 (%)	2022/2021 (%)	2023/2022 (%)	2024/2023 (%)	2024/2020 (%)
Vốn CSH (triệu đồng)	2.744.142	3.370.137	4.587.730	5.179.417	5.924.269	22,81	36,13	12,90	14,38	115,89
(2) Số vòng quay của tài sản (vòng)	0,33	0,39	0,46	0,37	0,41	0,06	0,06	-0,09	0,04	0,08
(3) Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu = Tổng tài sản/VCSH (lần)	374,72%	319,39%	246,69%	223,29%	210,56%	-55,33%	-72,70%	-23,41%	-12,72%	-164,16%
ROE = (1)*(2)*(3)	1,4%	24,7%	18,8%	8,2%	9,8%	23,3%	-5,9%	-10,6%	1,6%	8,3%
Khối dịch vụ hàng hải										
Doanh thu (triệu đồng)	997.165	1.326.676	1.721.160	2.306.703	3.901.087	33,04%	29,73%	34,02%	69,12%	291,22%
Lợi nhuận (triệu đồng)	15.707	232.911	203.025	170.182	210.386	1382,83%	-12,83%	-16,18%	23,62%	1239,43%
(1) ROS (%)	1,58%	17,56%	11,80%	7,38%	5,39%	15,98%	-5,76%	-4,42%	-1,98%	3,82%
Tài sản (triệu đồng)	1.958.634	2.100.271	2.155.719	2.478.189	3.346.747	7,23%	2,64%	14,96%	35,05%	70,87%

Chỉ tiêu	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024	2021/2020 (%)	2022/2021 (%)	2023/2022 (%)	2024/2023 (%)	2024/2020 (%)
Nợ phải trả (triệu đồng)	877.198	808.581	602.202	599.939	803.646	-7,82%	-25,52%	-0,38%	33,95%	-8.38%
Vốn CSH (triệu đồng)	1.081.435	1.291.690	1.553.517	1.878.250	2.543.101	19,44%	20,27%	20,90%	35,40%	135.16%
(2) Số vòng quay của tài sản (vòng)	0,51	0,63	0,80	0,93	1,17	0,12	0,17	0,13	0,23	0,66
(3) Hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu (lần)	1,81	1,62	1,38	1,31	1,31	-18,52	-23,83	-6,82	-0,34	-49,51
ROE (%) = (1)*(2)*(3)	1,5	18,0	13,1	9,1	8,3	16,6	-5,0	-4,0	-0,8	6,8

Nguồn: NCS tính toán và tổng hợp từ Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC thời kỳ 2020-2024; số liệu phân theo ba khối được tổng hợp từ báo cáo quản trị nội bộ và báo cáo của các đơn vị trong hệ thống

Bảng 3.6 phân tích mô hình DuPont cho thấy hiệu quả sử dụng vốn (ROE) của VIMC giai đoạn 2020-2024 biến động chủ yếu do sự thay đổi của khả năng sinh lời trên doanh thu (ROS), trong khi các yếu tố hiệu quả sử dụng tài sản và đòn bẩy tài chính đóng vai trò hỗ trợ hoặc kìm hãm sự gia tăng ROE.

Thứ nhất, yếu tố doanh thu là động lực quan trọng thúc đẩy kết quả khai thác vốn. Trong giai đoạn nghiên cứu, doanh thu thuần tăng từ 9.971 tỷ đồng năm 2020 lên 16.961 tỷ đồng năm 2024, tương ứng tăng 70,09%. Tuy nhiên, tốc độ biến động của lợi nhuận luôn lớn hơn nhiều so với doanh thu. Năm 2021, doanh thu chỉ tăng 33,04% nhưng lợi nhuận sau thuế tăng tới 1.594,67%, làm ROS tăng từ 1,97% lên 25,08% và kéo ROE tăng từ 2,1% lên 29,1%. Diễn biến này hàm ý sự cải thiện kết quả khai thác vốn không xuất phát đơn thuần từ mở rộng quy mô doanh thu mà chủ yếu đến từ khả năng chuyển hóa doanh thu thành lợi nhuận. Ngược lại, giai đoạn 2022-2023, doanh thu giảm 10,65% nhưng lợi nhuận giảm tới 32,94%, khiến ROS giảm mạnh xuống 13,28% và làm ROE suy giảm tương ứng.

Thứ hai, yếu tố tài sản có tác động thông qua khả năng khai thác và luân chuyển vốn đầu tư. Tổng tài sản của Tổng công ty tăng từ 24.483 tỷ đồng lên 30.425 tỷ đồng trong thời kỳ được xem xét, tương đương tăng 24,27%, thấp hơn đáng kể tốc độ tăng doanh thu. Nhờ đó, vòng quay tổng tài sản tăng từ 0,41 vòng lên 0,56 vòng. Kết quả này phản ánh các tài sản hiện có, nhất là hệ thống cảng biển, đội tàu và cơ sở hạ tầng logistics, được khai thác hiệu quả hơn, tạo thêm doanh thu trên mỗi đồng vốn đầu tư. Đặc biệt, khối dịch vụ hàng hải có vòng quay tài sản tăng từ 0,51 vòng lên 1,17 vòng, cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản là nhân tố quan trọng hỗ trợ tăng ROE trong toàn hệ thống.

Thứ ba, yếu tố nợ vay và vốn chủ sở hữu tác động trực tiếp đến đòn bẩy tài chính. Trong suốt giai đoạn nghiên cứu, vốn chủ sở hữu của Tổng công ty tăng từ 9.426 tỷ đồng lên 17.417 tỷ đồng, tương đương tăng 84,78%, chủ yếu

nhờ lợi nhuận giữ lại và tích lũy vốn từ hoạt động kinh doanh. Ở chiều ngược lại, tốc độ tăng tổng tài sản thấp hơn tốc độ tăng vốn chủ sở hữu làm hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu giảm từ 2,59 lần xuống còn 1,74 lần. Diễn biến này hàm ý doanh nghiệp từng bước giảm phụ thuộc vào nguồn vốn vay và nâng cao khả năng tự chủ tài chính. Tuy nhiên, việc giảm sử dụng đòn bẩy tài chính cũng làm suy giảm khả năng khuếch đại ROE. Nói cách khác, nếu không được cải thiện mạnh của lợi nhuận và doanh thu thì việc giảm nợ vay sẽ làm ROE thấp hơn.

Thứ tư, yếu tố lãi và lỗ tài chính cũng góp phần tạo nên sự biến động của kết quả khai thác vốn. Việc giảm dần nợ phải trả ở nhiều đơn vị thành viên, nhất là khối cảng biển và vận tải biển, giúp chi phí lãi vay được tiết giảm đáng kể so với các giai đoạn trước. Điều này góp phần làm lợi nhuận sau thuế tăng nhanh hơn doanh thu, nhờ vậy cải thiện ROS và ROE. Ngược lại, trong những năm thị trường vận tải biển suy giảm, chi phí tài chính phát sinh từ hoạt động khai thác đội tàu, chênh lệch tỷ giá và chi phí vốn vẫn là nhân tố làm thu hẹp biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Thứ năm, lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết là một trong những nguồn đóng góp quan trọng vào kết quả kinh doanh hợp nhất của Tổng công ty. Khi hoạt động khai thác cảng biển và logistics tăng trưởng thuận lợi trong giai đoạn 2021-2022, phần lợi nhuận được chia từ các công ty liên doanh, liên kết gia tăng đáng kể, góp phần làm lợi nhuận sau thuế tăng nhanh hơn tốc độ tăng doanh thu. Điều này giúp ROS tăng mạnh và trở thành nguyên nhân trực tiếp làm ROE đạt mức cao trong các năm 2021 và 2022. Ngược lại, khi thị trường hàng hải giảm tốc từ năm 2023, mức đóng góp từ các đơn vị liên doanh, liên kết cũng suy giảm, kéo theo sự suy giảm của lợi nhuận hợp nhất.

Cuối cùng, yếu tố thị trường là nguyên nhân nền tảng chi phối toàn bộ sự biến động của kết quả khai thác vốn trong khoảng thời gian phân tích. Giai đoạn 2021-2022, sự phục hồi mạnh của thương mại quốc tế sau đại dịch Covid-19, giá

cước vận tải biển tăng đột biến và sản lượng hàng hóa thông qua cảng tăng cao đã mở ra khả năng cho doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng vượt bậc. Ngược lại, từ năm 2023, giá cước vận tải biển giảm sâu, nhu cầu vận chuyển hàng hóa quốc tế suy yếu và cạnh tranh trong ngành logistics gia tăng đã làm lợi nhuận suy giảm nhanh hơn doanh thu, kéo theo ROS và ROE sụt giảm đáng kể. Đến năm 2024, thị trường dần phục hồi, hoạt động vận tải biển, khai thác cảng và dịch vụ logistics khởi sắc trở lại, giúp doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng, nhờ vậy cải thiện kết quả khai thác vốn của Tổng công ty.

Từ các kết quả trên, xét về mức độ ảnh hưởng, biến động kết quả khai thác vốn của VIMC thời kỳ 2020–2024 chủ yếu xuất phát từ các yếu tố thị trường làm thay đổi doanh thu và lợi nhuận; tiếp đến là đóng góp từ các công ty liên doanh, liên kết và chi phí tài chính; trong khi yếu tố tài sản đóng vai trò nâng cao hiệu quả khai thác vốn còn việc giảm nợ vay và tăng vốn chủ sở hữu giúp củng cố an toàn tài chính nhưng làm giảm tác động của đòn bẩy tài chính đối với ROE.

3.3.2. Phân tích các yếu tố bối cảnh và điều kiện hoạt động ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn

Hiệu quả sử dụng vốn của VIMC chịu tác động đồng thời từ nhiều yếu tố, trong đó có cả yếu tố bên ngoài và yếu tố nội tại. Việc nhận diện và phân tích mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố sẽ giúp Tổng công ty có căn cứ quản trị vốn phù hợp, cải thiện kết quả khai thác vốn trong bối cảnh thị trường hàng hải và logistics đang biến động mạnh.

Phân tích ảnh hưởng của từng yếu tố

(1) Ảnh hưởng của các yếu tố bên ngoài

Trước hết, chính sách của Nhà nước đối với ngành logistics và vận tải biển có ý nghĩa đáng kể, nhất là các cơ chế ưu đãi thuế, hỗ trợ tín dụng, phát triển hạ tầng cảng biển và các khu dịch vụ hậu cần. Nếu Tổng công ty được hưởng

các chính sách ưu đãi về thuế nhập khẩu tàu, thuế xăng dầu hoặc các khoản hỗ trợ nâng cấp cơ sở hạ tầng, chi phí hoạt động sẽ giảm đáng kể, từ đó gián tiếp cải thiện tỷ suất sinh lời vốn đầu tư.

Tỷ giá ngoại tệ cũng là yếu tố bên ngoài có mức liên hệ đáng chú ý vì ngành hàng hải gắn liền với thanh toán quốc tế và các hợp đồng vận tải bằng USD. Khi tỷ giá biến động mạnh, chi phí nhiên liệu, chi phí thuê tàu và doanh thu vận tải tính theo ngoại tệ có thể bị ảnh hưởng, dẫn đến biến động trong doanh thu và lợi nhuận thuần, nhờ vậy tác động trực tiếp đến kết quả khai thác vốn.

Mặt khác, giá cả đầu vào vật chất như nhiên liệu, thiết bị sửa chữa, phụ tùng thay thế cho đội tàu hoặc hạ tầng cảng biển cũng ảnh hưởng đáng kể. Nếu giá nhiên liệu tăng đột biến sẽ làm tăng chi phí vận hành, giảm lợi nhuận, kéo theo hiệu suất sử dụng vốn cố định và vốn lưu động bị giảm sút.

Chính sách tiền lương, bảo hiểm xã hội và phúc lợi cho người lao động cũng là yếu tố chi phí cần kiểm soát. Khi các quy định về mức lương tối thiểu vùng, mức đóng bảo hiểm xã hội, bảo hiểm thất nghiệp thay đổi, chi phí nhân công toàn hệ thống sẽ tăng lên, ảnh hưởng gián tiếp đến lợi nhuận sau thuế và tỷ suất hoàn vốn.

Cuối cùng, cạnh tranh trên thị trường logistics và vận tải biển theo hướng ngày một gay gắt khi nhiều doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp FDI tham gia khai thác tuyến vận tải biển quốc tế, dịch vụ logistics tích hợp. Các đối thủ cạnh tranh có tiềm lực tài chính mạnh, đội tàu hiện đại, công nghệ quản trị tiên tiến sẽ tạo áp lực buộc Tổng công ty phải đầu tư đổi mới, gia tăng vốn đầu tư cố định và lưu động, cùng với đó buộc phải duy trì kết quả khai thác vốn ở mức cao để bảo đảm năng lực cạnh tranh.

(2) Ảnh hưởng của các yếu tố bên trong

Trong giai đoạn 2020–2024, VIMC đã có những chuyển biến đáng kể trong hoạt động quản trị và khai thác nguồn vốn. Những thay đổi này không

chỉ thể hiện qua sự cải thiện của các chỉ tiêu tài chính mà còn phản ánh quá trình điều chỉnh mô hình quản trị, cơ cấu nguồn lực và phương thức vận hành nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong bối cảnh doanh nghiệp chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần.

Kết quả phân tích thực trạng cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của VIMC chịu ảnh hưởng tổng hợp từ các yếu tố nội tại, trong đó nổi bật gồm: cơ cấu vốn, quy mô vốn, năng lực quản lý vốn, mức độ ứng dụng công nghệ trong quản trị và cơ chế điều hành vốn trong toàn hệ thống.

(i) Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả sử dụng vốn

Trong giai đoạn nghiên cứu, VIMC đã từng bước thực hiện điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng tính an toàn tài chính và nâng cao khả năng chủ động trong sử dụng vốn. Quá trình tái cơ cấu vốn được triển khai không chỉ tại công ty mẹ mà còn tại một số doanh nghiệp thành viên nhằm xử lý những tồn tại về nghĩa vụ tài chính, giảm áp lực chi phí vốn và cải thiện khả năng cân đối dòng tiền.

Điểm đáng chú ý trong quá trình này là việc quản trị vốn không còn tập trung đơn thuần vào việc mở rộng quy mô nguồn lực mà chuyển sang chú trọng hơn đến chất lượng sử dụng vốn. Việc điều chỉnh tỷ trọng giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay, cơ cấu lại kỳ hạn các khoản nợ và kiểm soát chi phí tài chính đã góp phần giảm mức độ phụ thuộc vào nguồn vốn vay ngắn hạn, qua đó hỗ trợ doanh nghiệp duy trì khả năng thanh toán và ổn định hoạt động kinh doanh.

Một số đơn vị thành viên trong hệ thống VIMC như Công ty cổ phần Vận tải biển VinaShip và Công ty cổ phần Vận tải và Thuê tàu biển Việt Nam (Vitranschart) đã từng bước thực hiện các biện pháp tái cấu trúc tài chính, cải thiện khả năng quản trị nguồn vốn và nâng cao hiệu quả khai thác tài sản.

Từ góc độ nghiên cứu hiệu quả sử dụng vốn, sự thay đổi trong cơ cấu vốn của VIMC cho thấy một cơ cấu tài chính phù hợp có vai trò như một điều kiện

nền tảng giúp doanh nghiệp giảm rủi ro tài chính, đồng thời tạo dư địa để phân bổ vốn vào những lĩnh vực có khả năng tạo giá trị cao hơn.

(ii) Ảnh hưởng của quy mô vốn đến hiệu quả khai thác nguồn lực

Quy mô vốn là một lợi thế quan trọng của VIMC trong quá trình phát triển hệ sinh thái hàng hải. Với đặc điểm hoạt động bao gồm vận tải biển, khai thác cảng và dịch vụ logistics, doanh nghiệp cần duy trì lượng vốn lớn để đầu tư vào đội tàu, hệ thống cảng, thiết bị khai thác và cơ sở hạ tầng phục vụ chuỗi cung ứng.

Trong giai đoạn 2020–2024, việc duy trì quy mô nguồn lực lớn đã tạo điều kiện để VIMC khai thác mạng lưới hoạt động gồm nhiều cảng biển quan trọng, trong đó có các cảng giữ vai trò đầu mối trong vận tải biển quốc tế và nội địa.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô vốn chỉ thực sự tạo ra lợi thế khi đi kèm với khả năng tổ chức khai thác hiệu quả. Đối với doanh nghiệp hàng hải, việc sở hữu lượng vốn lớn đồng thời đặt ra yêu cầu cao trong quản lý tài sản có giá trị lớn, thời gian thu hồi vốn dài và mức độ chuyên môn hóa cao.

Do đó, tác động của quy mô vốn đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC không nằm ở việc gia tăng lượng vốn sở hữu mà ở khả năng chuyên hóa nguồn lực này thành năng lực khai thác thực tế. Việc tập trung vốn vào các lĩnh vực có lợi thế cạnh tranh như cảng biển, vận tải container và dịch vụ logistics tích hợp đã góp phần nâng cao khả năng tạo giá trị của doanh nghiệp.

(iii) Ảnh hưởng của năng lực quản lý vốn đến hiệu quả sử dụng vốn

Năng lực quản lý vốn là yếu tố có vai trò quyết định trong việc biến nguồn lực tài chính thành kết quả kinh doanh. Thực tiễn tại VIMC cho thấy quá trình phục hồi và phát triển trong giai đoạn nghiên cứu gắn liền với sự thay đổi trong tư duy quản trị, từ chú trọng mở rộng quy mô sang nâng cao hiệu quả khai thác nguồn lực.

Trong những năm gần đây, đội ngũ quản lý tài chính và quản trị doanh nghiệp tại VIMC đã từng bước nâng cao năng lực phân tích, dự báo và kiểm

soát vốn. Điều này thể hiện qua khả năng thích ứng trước biến động của thị trường vận tải biển, điều chỉnh phương án khai thác tàu, kiểm soát chi phí và lựa chọn các cơ hội kinh doanh phù hợp.

Năm 2022, VIMC được đánh giá là một trong những doanh nghiệp có kết quả nổi bật trong nhóm các tập đoàn, tổng công ty do Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp theo dõi khi kết quả doanh thu và lợi nhuận vượt kế hoạch đề ra. Năm 2023, mặc dù thị trường hàng hải chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố bất ổn như xung đột địa chính trị, chính sách kiểm soát dịch bệnh và áp lực lạm phát, doanh nghiệp vẫn duy trì được kết quả kinh doanh tích cực nhờ khả năng thích ứng và điều chỉnh phương án khai thác.

Điều này cho thấy năng lực quản lý vốn không chỉ thể hiện ở hoạt động kiểm soát tài chính mà còn bao gồm khả năng nhận diện cơ hội thị trường, điều chỉnh chiến lược kinh doanh và sử dụng linh hoạt nguồn lực hiện có.

(iv) Ảnh hưởng của công nghệ quản lý vốn đến hiệu quả sử dụng vốn

Trong quá trình chuyển đổi số, VIMC đã từng bước ứng dụng công nghệ vào hoạt động quản trị và điều hành nhằm nâng cao khả năng kiểm soát thông tin, cải thiện hiệu quả vận hành và hỗ trợ quá trình ra quyết định.

Việc triển khai các nền tảng quản trị dữ liệu và hệ thống báo cáo thông minh như MIS-BI đã góp phần nâng cao khả năng tổng hợp, phân tích thông tin phục vụ quản trị. Thông qua các công cụ số hóa, doanh nghiệp có điều kiện theo dõi sát hơn tình hình tài chính, hoạt động kinh doanh và hiệu quả sử dụng nguồn lực tại các đơn vị thành viên.

Bên cạnh quản trị tài chính, công nghệ cũng được ứng dụng trong hoạt động khai thác kinh doanh như quản lý thông tin chỗi, báo giá, tra cứu hàng hóa, chăm sóc khách hàng, dịch vụ cảng điện tử và đặt chỗ trực tuyến trong vận tải container.

Đối với lĩnh vực cảng biển, việc ứng dụng công nghệ góp phần giảm sự phụ thuộc vào thao tác thủ công, rút ngắn thời gian xử lý nghiệp vụ và nâng cao

chất lượng phục vụ khách hàng. Đối với lĩnh vực quản trị nội bộ, các nền tảng như VIMC Cloud, VIMC eOffice, VIMC eDoc và hệ thống báo cáo tập trung đã hỗ trợ quá trình điều hành thống nhất trong toàn Tổng công ty.

Như vậy, công nghệ quản lý vốn không chỉ đóng vai trò là công cụ hỗ trợ tác nghiệp mà còn trở thành nền tảng nâng cao năng lực kiểm soát và sử dụng vốn trong doanh nghiệp có quy mô lớn.

(v) Ảnh hưởng của cơ chế quản lý vốn đến hiệu quả hoạt động của Tổng công ty

Với đặc điểm tổ chức gồm công ty mẹ và nhiều đơn vị thành viên hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau, cơ chế quản lý vốn có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng phối hợp và sử dụng hiệu quả nguồn lực trong toàn hệ thống VIMC.

Trong giai đoạn nghiên cứu, VIMC đã từng bước hoàn thiện cơ chế điều hành theo hướng tăng cường kiểm soát, nâng cao tính minh bạch và gắn trách nhiệm quản lý với kết quả sử dụng vốn. Việc chuyển đổi từ mô hình quản lý hành chính sang mô hình quản trị doanh nghiệp theo nguyên tắc thị trường đã tạo điều kiện để các đơn vị chủ động hơn trong hoạt động kinh doanh nhưng vẫn bảo đảm sự kiểm soát thống nhất từ công ty mẹ.

Cơ chế quản lý vốn hiệu quả đã hỗ trợ VIMC duy trì hoạt động ổn định trên ba lĩnh vực chính.

Đối với lĩnh vực cảng biển, việc tập trung đầu tư chiều sâu, nâng cao năng suất khai thác và ứng dụng công nghệ đã giúp nhóm hoạt động này tiếp tục giữ vai trò quan trọng trong việc tạo doanh thu và lợi nhuận cho Tổng công ty.

Đối với lĩnh vực vận tải biển, khả năng theo dõi thị trường, điều chỉnh phương án khai thác và linh hoạt trong quản lý hợp đồng đã giúp doanh nghiệp tận dụng được những thời điểm thuận lợi của thị trường để cải thiện hiệu quả kinh doanh.

Đối với lĩnh vực dịch vụ hàng hải, quá trình tái cơ cấu tổ chức, điều chỉnh phương thức kinh doanh và phát triển thêm các dịch vụ logistics đã góp phần mở rộng nguồn thu và nâng cao khả năng khai thác vốn.

Nhìn chung, những kết quả đạt được trong giai đoạn 2020–2024 cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của VIMC không phải là kết quả của một yếu tố đơn lẻ mà là sự kết hợp giữa năng lực quản trị, cơ cấu tài chính, quy mô nguồn lực, nền tảng công nghệ và cơ chế điều hành.

Sự cải thiện trong từng yếu tố bên trong đã tạo ra những tác động tích cực đến khả năng khai thác vốn của Tổng công ty, đồng thời là cơ sở thực tiễn để nghiên cứu sinh đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong giai đoạn tiếp theo.

Hạn chế trong hoạt động sử dụng vốn của VIMC:

Bên cạnh những kết quả đạt được trong quá trình quản trị và khai thác nguồn vốn giai đoạn 2020–2024, hoạt động sử dụng vốn của VIMC vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định. Những hạn chế này xuất phát từ đặc điểm lịch sử phát triển của Tổng công ty, quá trình tái cơ cấu kéo dài, đặc thù ngành nghề có mức độ đầu tư vốn lớn và sự khác biệt trong hiệu quả hoạt động giữa các lĩnh vực kinh doanh.

Việc nhận diện các hạn chế trong sử dụng vốn có ý nghĩa quan trọng nhằm xác định những điểm nghẽn trong quá trình chuyển hóa nguồn lực tài chính thành kết quả kinh doanh, từ đó làm cơ sở đề xuất các giải pháp phù hợp trong giai đoạn tiếp theo.

Thứ nhất, hiệu quả khai thác vốn chưa đồng đều giữa các lĩnh vực hoạt động

Một trong những hạn chế nổi bật trong hoạt động sử dụng vốn của VIMC là mức độ hiệu quả khai thác nguồn lực có sự khác biệt giữa các lĩnh vực kinh doanh.

Trong cơ cấu hoạt động của Tổng công ty, lĩnh vực cảng biển thường có khả năng tạo dòng tiền tương đối ổn định nhờ lợi thế về vị trí, hạ tầng và nhu cầu vận chuyển hàng hóa. Trong khi đó, lĩnh vực vận tải biển chịu ảnh hưởng lớn hơn từ biến động của thị trường quốc tế, giá nhiên liệu, cung cầu tàu biển và biến động giá cước vận tải.

Sự khác biệt này dẫn đến tình trạng một số nguồn lực vốn được khai thác với hiệu suất cao, trong khi một số tài sản có thời điểm chưa phát huy đầy đủ giá trị đầu tư. Đặc biệt, đối với các tài sản có giá trị lớn như tàu biển, thiết bị khai thác cảng hoặc cơ sở hạ tầng logistics, nếu công suất khai thác không đạt kỳ vọng sẽ làm gia tăng chi phí khấu hao, chi phí duy trì và ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của vốn.

Điều này cho thấy vấn đề đặt ra đối với VIMC không chỉ là duy trì quy mô vốn mà quan trọng hơn là nâng cao khả năng phân bổ và khai thác vốn theo từng lĩnh vực có lợi thế cạnh tranh.

Thứ hai, cơ cấu vốn vẫn chịu áp lực từ đặc điểm đầu tư dài hạn của ngành hàng hải

Mặc dù VIMC đã có nhiều nỗ lực trong tái cơ cấu tài chính, cơ cấu vốn của Tổng công ty vẫn chịu ảnh hưởng bởi đặc điểm ngành nghề yêu cầu lượng vốn đầu tư lớn và thời gian thu hồi vốn kéo dài.

Các dự án liên quan đến cảng biển, đội tàu và hạ tầng logistics thường cần nguồn vốn dài hạn với quy mô lớn. Trong khi đó, khả năng tạo dòng tiền của các dự án này phụ thuộc vào nhiều yếu tố bên ngoài như tốc độ tăng trưởng thương mại, biến động thị trường vận tải và mức độ cạnh tranh trong ngành.

Do vậy, việc cân đối giữa nhu cầu đầu tư phát triển và yêu cầu duy trì an toàn tài chính vẫn là thách thức đối với VIMC. Trong một số thời điểm, áp lực từ nghĩa vụ tài chính có thể làm giảm khả năng linh hoạt trong việc sử dụng vốn cho các cơ hội đầu tư mới.

Bên cạnh đó, sự khác biệt về chu kỳ kinh doanh giữa các lĩnh vực vận tải biển, cảng biển và dịch vụ hàng hải cũng đặt ra yêu cầu cao hơn trong việc xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp cho từng nhóm hoạt động.

Thứ ba, hoạt động quản trị vốn giữa công ty mẹ và các đơn vị thành viên chưa hoàn toàn đồng bộ

Mô hình tổ chức của VIMC bao gồm công ty mẹ và nhiều đơn vị thành viên hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau. Đây là lợi thế giúp Tổng công ty hình thành hệ sinh thái hàng hải tương đối toàn diện, nhưng đồng thời cũng tạo ra những khó khăn trong quản lý và điều phối vốn.

Sự khác biệt về quy mô tài sản, đặc điểm kinh doanh, năng lực quản trị và mức độ tự chủ tài chính giữa các đơn vị có thể dẫn đến sự khác nhau trong cách thức sử dụng vốn.

Trong thực tế, việc đánh giá hiệu quả sử dụng vốn tại các đơn vị thành viên không chỉ phụ thuộc vào kết quả tài chính cuối cùng mà còn cần xem xét đặc điểm ngành nghề, chu kỳ đầu tư và vai trò chiến lược của từng đơn vị trong toàn hệ thống. Tuy nhiên, việc xây dựng một hệ thống tiêu chuẩn đánh giá thống nhất vẫn là vấn đề cần tiếp tục hoàn thiện.

Ngoài ra, cơ chế phân bổ vốn giữa các đơn vị cần tiếp tục được nghiên cứu theo hướng gắn chặt hơn với hiệu quả đầu tư, khả năng tạo giá trị và mức độ đóng góp vào mục tiêu chung của Tổng công ty.

Thứ tư, công tác đánh giá hiệu quả sử dụng vốn chưa thực sự toàn diện

Một hạn chế khác trong hoạt động quản trị vốn của VIMC là việc đánh giá hiệu quả sử dụng vốn vẫn chủ yếu dựa trên các chỉ tiêu tài chính truyền thống như doanh thu, lợi nhuận, khả năng thanh toán hoặc các tỷ suất sinh lời.

Các chỉ tiêu này có vai trò quan trọng trong đánh giá kết quả kinh doanh nhưng chưa phản ánh đầy đủ chất lượng vận hành của nguồn vốn, đặc biệt đối với doanh nghiệp có tài sản chuyên dụng và chu kỳ đầu tư dài như VIMC.

Ví dụ, cùng một mức lợi nhuận nhưng hiệu quả sử dụng vốn có thể khác nhau tùy thuộc vào mức độ khai thác tài sản, thời gian quay vòng vốn, khả năng tạo dòng tiền hoặc hiệu quả sử dụng từng nhóm tài sản.

Do đó, VIMC cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống đánh giá hiệu quả vốn theo hướng kết hợp giữa chỉ tiêu tài chính và chỉ tiêu vận hành. Việc đánh giá cần

phản ánh được khả năng khai thác tài sản, hiệu suất sử dụng vốn tại từng đơn vị và mức độ đóng góp của từng khoản đầu tư.

Thứ năm, ứng dụng công nghệ trong quản trị vốn chưa khai thác hết tiềm năng VIMC đã có những bước tiến trong quá trình chuyển đổi số và ứng dụng công nghệ vào quản lý, điều hành. Tuy nhiên, việc khai thác dữ liệu phục vụ quản trị vốn vẫn còn dư địa để tiếp tục phát triển.

Hiện nay, công nghệ mới chủ yếu hỗ trợ số hóa quy trình nghiệp vụ, quản lý thông tin và nâng cao hiệu quả vận hành. Trong khi đó, yêu cầu cao hơn đối với quản trị vốn là khả năng phân tích dữ liệu phục vụ dự báo, đánh giá hiệu quả đầu tư và hỗ trợ ra quyết định tài chính.

Đối với doanh nghiệp có quy mô lớn và nhiều đơn vị thành viên như VIMC, việc hình thành hệ thống dữ liệu quản trị vốn tập trung có ý nghĩa quan trọng. Hệ thống này cần cho phép theo dõi dòng vốn, hiệu quả khai thác tài sản và tình trạng sử dụng vốn theo từng lĩnh vực hoạt động.

Nếu chưa khai thác đầy đủ khả năng của công nghệ, doanh nghiệp có thể gặp khó khăn trong việc phát hiện sớm những điểm chưa hiệu quả trong sử dụng vốn hoặc đưa ra quyết định điều chỉnh kịp thời.

Thứ sáu, năng lực quản trị vốn chưa đồng đều giữa các cấp quản lý

Mặc dù VIMC đã có sự cải thiện đáng kể về năng lực quản trị trong những năm gần đây, song mức độ chuyên môn hóa về quản trị vốn giữa các đơn vị và các cấp quản lý vẫn có sự khác biệt.

Đặc điểm của ngành hàng hải đòi hỏi người quản lý không chỉ am hiểu hoạt động kinh doanh chuyên môn mà còn cần có khả năng đánh giá hiệu quả đầu tư, quản trị dòng tiền và kiểm soát rủi ro tài chính.

Trong một số trường hợp, quyết định sử dụng vốn vẫn có thể chịu ảnh hưởng nhiều bởi yêu cầu duy trì hoạt động trước mắt hơn là đánh giá toàn diện về hiệu quả dài hạn. Điều này đặt ra yêu cầu tiếp tục nâng cao năng lực quản trị tài chính cho đội ngũ quản lý tại các đơn vị thành viên.

Việc phát triển nguồn nhân lực có khả năng kết hợp giữa kiến thức chuyên ngành hàng hải và năng lực quản trị vốn sẽ là yếu tố quan trọng giúp VIMC nâng cao chất lượng sử dụng nguồn lực trong tương lai.

Tổng hợp lại, những hạn chế trong hoạt động sử dụng vốn của VIMC không xuất phát từ việc thiếu nguồn lực tài chính mà chủ yếu liên quan đến khả năng tổ chức, phân bổ và khai thác nguồn vốn trong một môi trường kinh doanh có mức độ biến động cao.

Các vấn đề như sự khác biệt về hiệu quả giữa các lĩnh vực, áp lực từ cơ cấu vốn, sự chưa đồng bộ trong quản trị giữa các đơn vị thành viên, hạn chế trong hệ thống đánh giá vốn và mức độ khai thác công nghệ chưa đầy đủ là những yếu tố ảnh hưởng đến khả năng nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

Đây cũng là những nội dung cần được tập trung xử lý trong giai đoạn tiếp theo nhằm giúp VIMC chuyển từ mô hình phát triển dựa trên quy mô nguồn lực sang mô hình phát triển dựa trên hiệu quả khai thác và khả năng tạo giá trị của vốn.

Nguyên nhân của các hạn chế trong hoạt động sử dụng vốn của VIMC:

Thứ nhất, cơ cấu vốn chưa cân đối và chưa phù hợp với tình hình thực tế

Một số doanh nghiệp thành viên của VIMC có cơ cấu vốn còn bất hợp lý và chính sách đòn bẩy tài chính rất cao, nguồn vốn chủ sở hữu thường chỉ chiếm khoảng 20–30%, còn lại là vay tín dụng từ các Ngân hàng thương mại, trong khi đó, các tổ chức này lại thường không thể đáp ứng được nhu cầu vốn vay trung hạn và dài hạn của doanh nghiệp. Cơ cấu vốn chưa hợp lý này đã chứa đựng các nguy cơ, rủi ro rất lớn cho doanh nghiệp. Trong đó, rủi ro lớn nhất của doanh nghiệp thành viên là phải vay vốn với lãi suất cao, chi phí vốn lớn, dẫn tới hiệu quả sinh lời thấp. Mặt khác, chi phí tiêu hao nhiên liệu cao, chi phí sửa chữa, lãi vay lớn dẫn đến kém lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh. Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp thành viên suy

giảm nghiêm trọng, thua lỗ kéo dài; hiện tại, tồn tại một số doanh nghiệp lỗ lũy kế, âm vốn chủ sở hữu, bao gồm: công ty cổ phần Vận tải biển và Thương mại Phương Đông, Công ty cổ phần Vận tải và thuê tàu biển Việt Nam.

Thứ hai, quy mô vốn hạn chế

VIMC đặt mục tiêu với lĩnh vực dịch vụ hàng hải và logistics trong giai đoạn 2021-2025, cụ thể là phát triển một thương hiệu duy nhất về hoạt động logistics tích hợp có năng lực cạnh tranh cao, hoạt động trên nền tảng công nghệ số, thiết kế và cung cấp các giải pháp tối ưu trong dịch vụ chuỗi logistics khép kín đối với hoạt động cảng biển-vận tải biển-dịch vụ logistics của VIMC. Dẫu vậy, do các doanh nghiệp dịch vụ hàng hải và logistics của VIMC có quy mô vốn nhỏ, hạn chế về nguồn lực để đầu tư mở rộng, nâng cấp phương tiện vận tải, phát triển cơ sở hạ tầng logistics. Trên cơ sở đó, năng lực và lợi thế cạnh tranh thấp so với các doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp tư nhân hoạt động cùng lĩnh vực/thị trường.

Thứ ba, trình độ quản lý vốn còn nhiều hạn chế

VIMC chưa có một mô hình quản lý, đầu tư xây dựng, khai thác cảng biển hiện đại, đạt chuẩn mực quốc tế như nhiều nước mạnh về lĩnh vực hàng hải hiện nay. Nguyên nhân là do năng lực quản lý vốn của các doanh nghiệp cảng biển còn hạn chế nên máy móc, thiết bị khai thác cảng chưa tốt, quản trị chưa thật hiện đại tiên tiến nên ảnh hưởng đến chất lượng dịch vụ của nhiều cảng, khiến thời gian xếp dỡ, chờ tàu lâu và phát sinh chi phí chưa hợp lý.

Thứ tư, công nghệ quản lý vốn chưa tương xứng với tiềm năng phát triển

Việc áp dụng công nghệ và chuyển đổi số trong hoạt động cảng biển là một xu hướng không thể thiếu trong bối cảnh kinh tế toàn cầu ngày càng phát triển. Tuy nhiên, VIMC chưa kịp thời tập huấn cho nhân viên phát triển hệ thống tổng hợp và khai thác dữ liệu lớn (Big data) và phát triển nguồn lực công nghệ thông tin theo hướng tập trung và chuyên môn hóa hướng đến tự động hóa, giảm chi phí, tăng hiệu quả khai thác cảng và hướng tới cảng xanh, thông minh.

Mặt khác, VIMC có tài sản cố định lớn chủ yếu là 64 tàu biển với tổng trọng tải khoảng 1,5 triệu tấn, tương đương 21% trọng tải đội tàu Việt Nam, nhưng chưa quan tâm đúng mức đến quá trình đánh giá lại tài sản và vấn đề chống hao mòn tàu biển. Cùng với đó, VIMC chưa kịp thời đẩy nhanh quá trình chuyển đổi sang vận tải biển xanh, tìm các phương án giảm phát thải để đáp ứng quy định của liên minh Châu Âu.

Thứ năm, cơ chế quản lý vốn chưa linh hoạt

Cơ chế quản lý vốn của VIMC còn nhiều hạn chế, một số chính sách và việc thực thi chính sách còn gây trở ngại cho các lĩnh vực trụ cột gồm cảng biển, vận tải biển và logistics, nhất là chính sách liên quan đến thủ tục hải quan, quản lý nhà nước. Đội tàu già (tuổi tàu trung bình là 20 tuổi), tính năng kỹ thuật kém, không đồng bộ, quy mô đội tàu ngày càng thu hẹp do quá trình tái cơ cấu cũng như do vướng mắc trong quy định về thủ tục đầu tư nên nhiều năm nay các doanh nghiệp của VIMC chưa đầu tư phát triển được đội tàu.

3.3.3. Phân tích ảnh hưởng tổng hợp của các yếu tố bên trong đến cảm nhận của người được khảo sát về hiệu quả sử dụng vốn của VIMC

Mô hình EFA/OLS trong mục này sử dụng dữ liệu điều tra theo thang đo Likert và thể hiện cảm nhận, xem xét chủ quan của cán bộ điều hành và nhân sự tài chính về mức ảnh hưởng của những yếu tố nội bộ. Bởi vậy, các hệ số hồi quy được hiểu là mức liên hệ trong nhận thức của người trả lời, không phải bằng chứng về quan hệ nhân quả một cách trực tiếp đối với hệ thống chỉ tiêu kết quả về tài chính quan sát được như ROA, ROE hoặc ROS. Hệ thống chỉ tiêu tài chính được phân tích riêng từ báo cáo tài chính hợp nhất và được dùng nhằm so sánh chéo, kiểm chứng tính hợp lý của các nhận định khảo sát.

Để thấy rõ hơn mối liên hệ giữa các yếu tố bên trong đến kết quả khai thác vốn của Tổng công ty tác giả đã sử dụng mô hình phân tích định lượng bằng mô hình EFA và phân tích hồi quy đa biến.

Hiệu quả sử dụng vốn của VIMC được biểu thị qua các yếu tố trong phương trình sau:

$$HQ = \alpha + \beta_1 CC_i + \beta_2 QM_i + \beta_3 TĐ_i + \beta_4 CN_i + \beta_5 CQ_i + \varepsilon$$

Trong đó:

* Biến phụ thuộc:

HQ: Hiệu quả sử dụng vốn của VIMC.

Biến phụ thuộc HQ thể hiện điểm trung bình cảm nhận từ phiếu khảo sát đối với các lãnh đạo quản lý, cán bộ tài chính và nhân viên tài chính thuộc VIMC. Thang đo HQ gồm 4 biến quan sát (HQ_1 , HQ_2 , HQ_3 và HQ_4) phản ánh cảm nhận của người trả lời về hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Điểm HQ được tính bằng giá trị trung bình của 4 biến quan sát theo công thức:

$$HQ = \frac{HQ_1 + HQ_2 + HQ_3 + HQ_4}{4}$$

* Các biến độc lập:

CC: Cơ cấu vốn

QM: Quy mô vốn

TĐ: Trình độ quản lý vốn

CN: Công nghệ quản lý vốn

CQ: Cơ chế quản lý vốn

α là hằng số, β là hệ số biến thiên giải thích, ε là phần dư

3.3.3.1. Mẫu điều tra

Mẫu nghiên cứu thu thập từ VIMC và 36 đơn vị thuộc Tổng công ty (06 đơn vị hạch toán phụ thuộc, 18 công ty con và 12 công ty liên kết). Tại mỗi đơn vị, NCS sẽ lựa chọn gửi phiếu điều tra cho bốn nhóm đối tượng khảo sát, gồm:

Nhà quản lý của các đơn vị như Tổng Giám đốc/ Phó Tổng giám đốc/ Giám đốc/ Phó Giám đốc công ty

Đại diện Hội đồng quản trị của công ty

Trưởng hoặc Phó trưởng phòng tài chính - kế toán

Cán bộ, nhân viên có từ 03 năm kinh nghiệm làm việc trở lên ở phòng tài chính - kế toán

3.3.3.2. Kiểm định chất lượng thang đo

Bảng 3. 7: Thống kê mô tả đặc điểm đối tượng khảo sát

Đặc điểm chung	Số lượng	Tỷ lệ (%)	Lũy kế (%)
Độ tuổi			
Từ 22 đến 30 tuổi	24	9,76	9,76
Từ 30 đến dưới 40 tuổi	75	30,49	40,25
Từ 40 đến 50 tuổi	89	36,18	76,43
Trên 50 tuổi	58	23,57	100,00
Tổng	246	100,00	
Số năm công tác			
Dưới 5 năm	21	8,54	8,54
Từ 5 đến 10 năm	85	34,55	43,09
Từ 10 đến 20 năm	91	36,99	80,08
Trên 20 năm	49	19,92	100,00
Tổng	246	100,00	
Vị trí công tác			
Tổng giám đốc/Giám đốc công ty	12	4,88	4,88
Thành viên Hội đồng quản trị	10	4,07	8,95
Trưởng phòng tài chính	31	12,60	21,55
Nhân viên phòng tài chính	193	78,45	100,00
Tổng	246	100,00	

Nguồn: NCS tổng hợp từ các phiếu khảo sát thu thập

Bảng 3.7 cho thấy đặc điểm cơ bản của các đối tượng tham gia khảo sát trong nghiên cứu. Trong tổng số 246 phiếu khảo sát hợp lệ, nhóm người được khảo sát chủ yếu nằm trong độ tuổi từ 40 đến 50 tuổi với 89 người, chiếm 36,18%; tiếp theo là nhóm từ 30 đến dưới 40 tuổi với 75 người, chiếm 30,49%. Nhóm trên 50 tuổi có 58 người, tương ứng 23,57%, trong khi nhóm từ 22 đến 30 tuổi có 24 người, chiếm 9,76%. Kết quả này cho thấy phần lớn đối tượng khảo sát thuộc nhóm tuổi trung niên, có kinh nghiệm và hiểu biết nhất định về hoạt động quản lý, sử dụng vốn trong doanh nghiệp.

Về số năm công tác, nhóm có thời gian làm việc từ 10 đến 20 năm chiếm tỷ lệ cao nhất với 91 người (36,99%), tiếp theo là nhóm có thời gian công tác từ 5 đến 10 năm với 85 người (34,55%). Nhóm có trên 20 năm kinh nghiệm gồm 49 người, chiếm 19,92%, trong khi nhóm có dưới 5 năm công tác là 21 người, chiếm 8,54%. Cơ cấu này cho thấy đa số người được khảo sát có quá trình làm việc tương đối dài, tích lũy được nhiều kinh nghiệm thực tiễn trong lĩnh vực tài chính và quản lý vốn, góp phần nâng cao độ tin cậy của các ý kiến đánh giá trong khảo sát.

Nếu phân tích theo vị trí công tác, nhân viên phòng tài chính chiếm tỷ trọng lớn nhất với 193 người, tương ứng 78,45%. Tiếp đến là trưởng phòng tài chính với 31 người (12,60%), tổng giám đốc hoặc giám đốc công ty với 12 người (4,88%) và thành viên hội đồng quản trị với 10 người (4,07%). Cơ cấu đối tượng khảo sát như vậy tương thích với mục tiêu nghiên cứu, bởi phần lớn người trả lời là những cá nhân trực tiếp tham gia hoặc có liên quan đến công tác quản lý tài chính và sử dụng vốn tại VIMC. Cùng với đó, sự tham gia của các nhà quản lý cấp cao cũng giúp bổ sung góc nhìn chiến lược, góp phần phản ánh toàn diện hơn các yếu tố ảnh hưởng đến kết quả khai thác vốn của doanh nghiệp.

Bảng 3. 8: Kiểm định thang đo bằng hệ số tin cậy Cronbach's Alpha

	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Tương quan biến tổng	Hệ số Cronbach's Alpha nếu loại biến
Cronbach's Alpha = 0,847				
HQ1	10,28	3,842	0,681	0,821
HQ2	10,11	3,765	0,704	0,814
HQ3	10,24	3,917	0,736	0,803
HQ4	10,17	3,886	0,698	0,816
HQ	10,20	3,853	0,705	0,814
Cronbach's Alpha = 0,754				
CC1	7,45	2,539	0,551	0,778
CC2	7,31	2,598	0,501	0,843
CC3	7,38	2,564	0,527	0,741
CC4	7,09	2,617	0,538	0,752
CC5	7,24	2,523	0,546	0,760
CC	7,47	2,816	0,528	0,793
Cronbach's Alpha = 0,827				
QM1	10,14	4,138	0,631	0,825
QM2	10,03	3,709	0,558	0,814
QM3	10,27	4,312	0,627	0,809
QM4	10,05	4,019	0,619	0,828
QM5	10,12	4,105	0,646	0,816
QM	10,22	4,126	0,652	0,842
Cronbach's Alpha = 0,823				
TĐ1	12,37	4,022	0,689	0,821
TĐ2	12,21	4,115	0,714	0,852
TĐ3	12,38	4,164	0,725	0,831
TĐ4	12,15	4,217	0,737	0,816
TĐ5	12,06	4,318	0,738	0,819
TĐ	12,11	4,122	0,719	0,820
Cronbach's Alpha = 0,819				

	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Tương quan biến tổng	Hệ số Cronbach's Alpha nếu loại biến
CN1	8,62	1,895	0,716	0,808
CN2	8,39	1,801	0,725	0,817
CN3	8,47	1,823	0,718	0,820
CN4	8,35	1,935	0,638	0,813
CN5	8,29	1,968	0,629	0,812
CN	8,58	1,868	0,730	0,816
Cronbach's Alpha = 0,812				
CQ1	8,02	1,672	0,624	0,810
CQ2	8,19	1,751	0,638	0,814
CQ3	8,33	1,615	0,627	0,801
CQ4	8,11	1,627	0,636	0,813
CQ5	8,14	1,706	0,619	0,809
CQ	8,27	1,601	0,655	0,811

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS

Kết quả kiểm định Cronbach's Alpha các yếu tố trong mô hình nghiên cứu tại bảng 3.8 cho thấy các yếu tố đều có ý nghĩa thống kê và đạt hệ số tin cậy cần thiết. Mô hình nghiên cứu sau khi thực hiện đánh giá độ tin cậy của thang đo bằng hệ số Cronbach's Alpha có 5 yếu tố với 25 biến quan sát.

3.3.3.3. Phân tích yếu tố khám phá

Kết quả phân tích yếu tố khám phá được thể hiện qua các bảng sau:

Bảng 3. 9: Kiểm định hệ số KMO và Bartlett

Hệ số KMO		0,782
Kiểm định Bartlett	Giá trị Chi bình phương	2.416,327
	df – Bậc tự do	300
	Sig. – Mức ý nghĩa	0,000

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS

Kết quả kiểm định hệ số KMO và Bartlett cho thấy hệ số KMO = 0,782 > 0,5 chứng tỏ dữ liệu nghiên cứu phù hợp để thực hiện phân tích yếu tố khám phá. Mặt khác, kiểm định Bartlett có ý nghĩa thống kê (Sig. < 0,05). Điều đó khẳng định kết quả EFA hoàn toàn tin cậy để sử dụng phân tích.

Bảng 3. 10: Ma trận xoay

Biến	Yếu tố				
	1	2	3	4	5
CC1	0,506				
CC3	0,614				
CC2	0,612				
CC5	0,549				
CC4	0,611				
QM3		0,613			
QM2		0,625			
QM1		0,607			
QM4		0,622			
QM5		0,616			
TĐ2			0,715		
TĐ4			0,632		
TĐ1			0,614		
TĐ3			0,709		
TĐ5			0,715		
CN1				0,613	
CN2				0,702	
CN3				0,711	
CN4				0,706	
CN5				0,725	
CQ1					0,612
CQ2					0,529
CQ4					0,573

Biến	Yếu tố				
	1	2	3	4	5
CQ3					0,618
CQ5					0,621
Phương pháp trích: PCA.					
a. 5 yếu tố trích.					

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS

Kết quả phân tích yếu tố dựa trên ma trận xoay cho thấy các nhóm yếu tố được rút ra từ các biến quan sát với các hệ số tải trên các yếu tố đều khá cao ($> 0,5$), các hệ số tải được xem là có ý nghĩa.

Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Bảng 3.11 thể hiện kết quả kiểm định sự phù hợp của mô hình.

Bảng 3. 11: Bảng mô hình tóm tắt kiểm tra độ phù hợp của mô hình

Mẫu	R	R bình phương	R bình phương hiệu chỉnh	Sai số chuẩn ước tính	Hệ số Durbin-Watson
1	0,775 ^a	0,600	0,585	0,660	1,504

a. Biến độc lập: CC, QM, TĐ, CN, CQ

b. Biến phụ thuộc: HQ

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS

Bảng 3.11 cho thấy:

Chỉ số Durbin - Watson = 1,504 (trong khoảng từ $1,5 < D < 3$) nằm sát ngưỡng dưới của khoảng kinh nghiệm thường được sử dụng. Kết quả này chưa cho thấy dấu hiệu tự tương quan nghiêm trọng, nhưng cần được diễn giải thận trọng thay vì khẳng định tuyệt đối. Hệ số R^2 hiệu chỉnh trong mô hình là 0,585 cho thấy các biến độc lập trong mô hình giải thích được 58,5% sự biến động của biến phụ thuộc HQ trong mẫu khảo sát. Điều này cũng có nghĩa hiệu quả

sử dụng vốn của VIMC được 5 biến độc lập giải thích với mức độ ảnh hưởng là 58,5%, các phần còn lại do sai số ngẫu nhiên.

Phân tích hồi quy

Kết quả phân tích hồi quy được tổng hợp trong các bảng sau:

Bảng 3. 12: Phân tích hồi quy ANOVA

Mô hình	Tổng bình phương	df	Bình phương trung bình	F	Sig.
1 Hồi quy	58,613	5	11,723	158,362	0,000 ^b
Phần dư	9,697	240	0,074		
Tổng	68,311	245			

a. Biến phụ thuộc: HQ

b. Biến độc lập: CC, QM, TĐ, CN, CQ

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS

Trong bảng phân tích ANOVA trên cho thấy: giá trị Sig. = 0,000 < 0,05, điều đó cho kết luận: mô hình hồi quy tuyến tính bội gồm 05 biến độc lập: CC, QM, TĐ, CN và CQ là phù hợp.

Bảng 3. 13: Phân tích hồi quy bội

Mô hình		Hệ số hồi quy chưa chuẩn hóa		Hệ số hồi quy chuẩn hóa	t	Sig.	Thống kê đa cộng tuyến	
		B	Sai số chuẩn	Beta			Độ chấp nhận	VIF
1	(Hằng số)	0,450	0,225		1,997	0,048		
	CC	0,514	0,060	0,319	8,531	0,001	0,293	1,413
	QM	0,226	0,059	0,102	3,802	0,000	0,596	1,679
	TĐ	0,559	0,069	0,468	8,138	0,002	0,328	1,049
	CN	0,276	0,069	0,108	4,007	0,001	0,442	1,265
	CQ	0,014	0,056	0,123	2,253	0,002	0,408	1,453

a. Biến phụ thuộc: HQ

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS

Bảng 3.13 cho thấy: hệ số phóng đại phương sai (VIF) của 05 biến độc lập có giá trị từ 1,049 đến 1,679 đều nhỏ hơn 2 nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Các trị số VIF thấp cho thấy chưa có đa cộng tuyến nghiêm trọng ở cấp độ biến tổng hợp trong mẫu khảo sát. Tuy nhiên, kết quả này không loại bỏ hoàn toàn khả năng giao thoa về nội hàm giữa trình độ quản lý, công nghệ quản lý và cơ chế quản lý. Luận án phân biệt ba khái niệm theo trọng tâm: năng lực con người và kỹ năng ra quyết định; hạ tầng, dữ liệu và công cụ số; quy tắc phân quyền, kiểm soát và phối hợp. EFA cung cấp bằng chứng ban đầu về sự tách biệt của các nhóm biến, nhưng nghiên cứu tiếp theo cần kiểm định giá trị phân biệt bằng CFA và mô hình cấu trúc trên mẫu độc lập trước khi khẳng định cấu trúc đo lường có tính ổn định rộng hơn.

Tất cả 05 biến độc lập CC, QM, TĐ, CN và CQ đều có Sig. < 0,05 chứng tỏ tất cả các biến này đều có ý nghĩa trong mô hình hồi quy.

Ta viết được phương trình về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC như sau:

$$HQ = 0,45 + 0,319 CC + 0,102 QM + 0,468 TĐ + 0,108 CN + 0,123 CQ$$

Kết quả phân tích hồi quy tại Bảng 3.12 cho thấy các giả thuyết H1, H2, H3, H4 và H5 đều được chấp nhận. Kết quả này cho thấy cả năm yếu tố nghiên cứu đều có mối quan hệ cùng chiều với biến phụ thuộc HQ. Nói cách khác, khi mức độ đánh giá của người được khảo sát đối với các yếu tố này tăng lên thì mức độ đánh giá về kết quả khai thác vốn của doanh nghiệp cũng thể hiện chiều hướng tăng lên.

Yếu tố TĐ có hệ số $\beta = 0,468$, là hệ số cao nhất trong số các biến độc lập. Kết quả này cho phép nhận định rằng khi mức độ đánh giá của người được khảo sát đối với yếu tố trình độ quản lý vốn tăng thêm một đơn vị thì điểm đánh giá

về kết quả khai thác vốn tăng trung bình 0,468 đơn vị, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Đây là mức tác động lớn nhất trong mô hình nghiên cứu, cho thấy người được khảo sát đánh giá trình độ quản lý vốn là yếu tố có liên hệ mạnh nhất đến kết quả khai thác vốn của VIMC. Khi đội ngũ lãnh đạo có năng lực cao, có khả năng hoạch định chiến lược và điều hành hiệu quả, VIMC sẽ giảm thiểu được chi phí không cần thiết, nâng cao năng suất, cùng với đó tối ưu hóa kết quả khai thác vốn. Trình độ quản lý còn giúp VIMC kịp thời nắm bắt cơ hội đầu tư, điều chỉnh cơ cấu vốn hợp lý, cân bằng giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay, nhờ vậy bảo đảm tính bền vững trong sử dụng vốn. Mặt khác, trình độ quản lý vốn còn thể hiện ở khả năng phân tích, dự báo tài chính, kiểm soát rủi ro và xây dựng hệ thống quản lý tài chính minh bạch, góp phần quan trọng vào việc cải thiện kết quả khai thác vốn. Trình độ quản lý cao giúp VIMC lập kế hoạch tài chính chính xác, sử dụng nguồn vốn linh hoạt, giảm thiểu chi phí vốn và gia tăng lợi nhuận. Trên cơ sở đó, việc đầu tư vào nâng cao trình độ của đội ngũ quản lý, cải thiện quy trình ra quyết định tài chính và áp dụng các phương pháp quản trị hiện đại là hết sức cần thiết để duy trì và cải thiện kết quả khai thác vốn lâu dài.

Trong mô hình hồi quy, CC đứng thứ hai với $\beta = 0,319$ và mang dấu dương. Khi điểm đánh giá cơ cấu vốn tăng một đơn vị, điểm kết quả khai thác vốn được dự báo tăng 0,319 đơn vị, giả định các biến còn lại không đổi. Đây là mức liên hệ đáng chú ý, cho thấy cách phối hợp vốn chủ sở hữu, nợ vay và các nguồn tài trợ khác có thể tạo khác biệt về chi phí vốn, rủi ro và khả năng đầu tư. Đối với VIMC, cải thiện CC cần được hiểu là lựa chọn cấu trúc tài trợ phù hợp với dòng tiền và vòng đời tài sản, không chỉ là tăng hoặc giảm một nguồn vốn riêng lẻ. Cơ cấu hợp lý sẽ hỗ trợ vận hành tài sản, kiểm soát chi phí tài chính và củng cố năng lực tài chính của Tổng công ty.

Biến CQ có hệ số $\beta = 0,123$, xếp thứ ba về cường độ tác động và mang dấu dương. Theo kết quả ước lượng, điểm đánh giá cơ chế quản lý vốn tăng

một đơn vị gắn với mức tăng trung bình 0,123 đơn vị của điểm kết quả khai thác vốn. Hệ số không lớn nhưng có ý nghĩa về quản trị: quy định phân cấp, giám sát, công khai thông tin và trách nhiệm giải trình quyết định mức độ chủ động trong huy động, phân bổ và kiểm soát vốn. Với VIMC, một khuôn khổ rõ ràng và ổn định giúp hạn chế thất thoát, đầu tư kém hiệu quả, đồng thời rút ngắn quá trình ra quyết định. Ngược lại, thủ tục thiếu nhất quán hoặc môi trường pháp lý biến động có thể làm giảm tốc độ phản ứng trước thay đổi của thị trường.

CN có $\beta = 0,108$ và quan hệ thuận với kết quả khai thác vốn, nhưng cường độ đứng thứ tư trong năm biến của mô hình. Một đơn vị tăng trong đánh giá công nghệ quản lý vốn đi kèm mức tăng trung bình 0,108 đơn vị của biến phụ thuộc. Kết quả khiêm tốn có thể xuất phát từ độ trễ của đầu tư công nghệ, chi phí triển khai ban đầu và mức độ tích hợp chưa đồng đều giữa các đơn vị. Tuy nhiên, công nghệ vẫn tạo giá trị thông qua rút ngắn thời gian xử lý dữ liệu, giảm sai lệch, hỗ trợ kiểm soát dòng tiền và nâng năng suất vận hành. Vì thế, VIMC cần ưu tiên nền tảng số có khả năng kết nối dữ liệu tài chính với dữ liệu khai thác, tự động hóa và phân tích phục vụ quyết định.

QM có hệ số $\beta = 0,102$, thấp nhất trong mô hình nhưng vẫn mang dấu dương. Điều này hàm ý điểm đánh giá quy mô vốn tăng một đơn vị chỉ gắn với mức tăng trung bình 0,102 đơn vị của kết quả khai thác vốn. Quy mô lớn tạo điều kiện mở rộng thị phần, đầu tư và tiếp cận nguồn tài trợ, song không tự động chuyển thành hiệu quả. Nếu phân bổ dàn trải, bộ máy quản lý không theo kịp hoặc chi phí cố định tăng nhanh, lợi thế quy mô có thể bị triệt tiêu. Do đó, VIMC cần đặt quyết định mở rộng trong mối quan hệ với chất lượng dự án, năng lực quản trị, tốc độ quay vòng vốn và khả năng kiểm soát chi phí; trọng tâm không phải quy mô tuyệt đối mà là giá trị tạo ra trên mỗi đơn vị vốn bổ sung.

Khi đặt năm hệ số trong cùng một hệ thống giải thích, có thể nhận thấy các biến quản trị trực tiếp tạo ra mức liên hệ mạnh hơn so với quy mô đơn

thuần. Điều này phù hợp với đặc điểm của vốn: nguồn lực chỉ hình thành tiềm năng, còn kết quả phụ thuộc vào chất lượng quyết định và cách tổ chức khai thác. Năng lực quản trị vốn có hệ số cao phản ánh vai trò của lập kế hoạch dòng tiền, lựa chọn dự án, phân bổ nguồn lực và kiểm soát rủi ro. Cơ cấu vốn đứng sau năng lực quản trị vì nó quyết định chi phí sử dụng vốn và mức độ an toàn tài chính. Ba yếu tố còn lại tạo điều kiện để các quyết định đó được thực hiện nhất quán trong toàn hệ thống.

Sự khác biệt về hệ số không nên được chuyển thành thứ tự đầu tư cứng nhắc. Nếu chỉ tập trung đào tạo cán bộ nhưng dữ liệu phân tán và quyền hạn không rõ, năng lực mới khó được sử dụng. Nếu chỉ tối ưu cơ cấu nợ nhưng danh mục dự án không được sàng lọc, chi phí vốn giảm chưa chắc làm hiệu quả chung tăng. Nếu đầu tư công nghệ trong khi quy trình chưa chuẩn hóa, hệ thống có thể số hóa cả những điểm bất hợp lý đang tồn tại. Do đó, giải pháp phải xác định một yếu tố dẫn dắt và các yếu tố hỗ trợ đi kèm.

Đối chiếu với số liệu tài chính cho thấy logic trên có cơ sở thực tiễn. ROI và ROE của VIMC cải thiện so với đầu kỳ nhưng biến động mạnh qua các năm; vòng quay vốn và hiệu suất tài sản cũng khác nhau giữa các khối. Điều đó hàm ý Tổng công ty đã tạo được kết quả tích cực nhưng chưa loại bỏ hoàn toàn độ nhạy trước chu kỳ. Năng lực quản trị tốt hơn có thể triệt tiêu biến động thị trường, song giúp doanh nghiệp chuẩn bị kịch bản, giữ thanh khoản, điều chỉnh danh mục và giảm thời gian phản ứng. Đây là cơ chế khiến yếu tố quản trị có thể được người khảo sát đánh giá cao ngay cả khi một số tỷ số tài chính chưa ổn định.

Kết quả khảo sát còn gợi ý cách thiết kế hệ thống đánh giá. Thay vì chỉ giao chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận, VIMC cần kết hợp chỉ tiêu về dòng tiền, vòng quay tài sản, chi phí vốn, công suất khai thác và mức độ tuân thủ giới hạn rủi ro. Bộ chỉ tiêu phải được phân tầng cho công ty mẹ, từng khối và từng đơn vị thành viên. Khi trách nhiệm được gắn với các biến mà nhà quản lý có khả

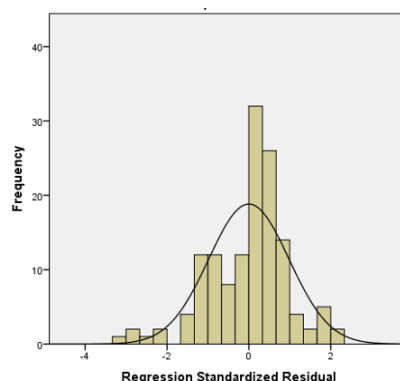
năng kiểm soát, kết quả đánh giá sẽ công bằng hơn và tạo động lực cải thiện hiệu quả vốn thực chất.

Nhìn tổng thể, mô hình không khuyến nghị mở rộng vốn bằng mọi giá mà nhấn mạnh chất lượng chuyển hóa vốn thành dòng tiền và lợi nhuận. Quy mô chỉ phát huy tác dụng khi đi cùng dự án có hiệu quả, cấu trúc tài trợ phù hợp, đội ngũ đủ năng lực, dữ liệu đáng tin cậy và cơ chế giám sát rõ ràng. Đây cũng là nguyên tắc liên kết trực tiếp kết quả Chương 3 với các nhóm giải pháp ở Chương 4.

Tổng hợp các kết quả ước lượng cung cấp bằng chứng rằng cả năm yếu tố trong mô hình đều có mối quan hệ cùng chiều với biến phụ thuộc HQ. Kết quả khảo sát cho thấy người được hỏi đánh giá rằng các yếu tố trình độ quản lý vốn, cơ cấu vốn, cơ chế quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn và quy mô vốn đều có liên hệ tích cực đến kết quả khai thác vốn của doanh nghiệp, tuy cường độ tác động là khác nhau. Trong đó, trình độ quản lý vốn (TĐ) được đánh giá là yếu tố có liên hệ mạnh nhất với hệ số $\beta = 0,468$. Các yếu tố còn lại như cơ cấu vốn CC, cơ chế quản lý vốn CQ, công nghệ quản lý vốn CN và quy mô vốn QM, tuy có tác động thấp hơn nhưng vẫn góp phần quan trọng, thể hiện mối quan hệ đồng biến giữa cảm nhận của người được khảo sát với kết quả khai thác vốn (HQ). Kết quả này khẳng định mô hình nghiên cứu là phù hợp, cùng với đó chỉ ra rằng để cải thiện kết quả khai thác vốn, VIMC cần cùng với đó cải thiện cả về trình độ quản lý, cơ cấu vốn, quy mô hoạt động, ứng dụng công nghệ và hoàn thiện cơ chế quản lý vốn nhằm tạo ra sự cân bằng và phát triển hài hòa trong hoạt động tài chính. Kết quả này tương thích với xu thế hiện nay, khi nâng cao năng lực quản trị tài chính, hoàn thiện cơ chế quản lý, và đẩy mạnh ứng dụng công nghệ là những giải pháp trọng tâm để doanh nghiệp cải thiện kết quả khai thác vốn, bảo đảm sự phát triển bền vững và năng lực cạnh tranh lâu dài.

Kiểm tra sự vi phạm của các giả định trong hồi quy tuyến tính

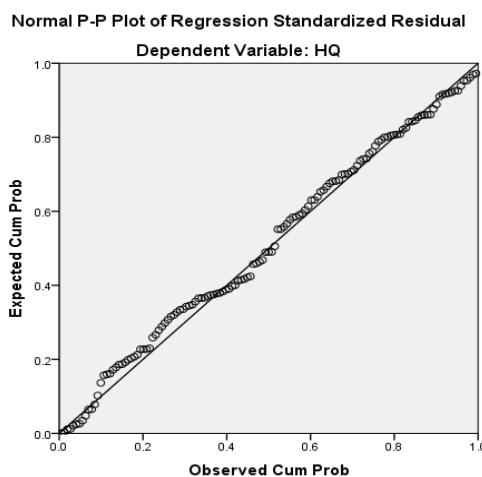
Mô hình hồi quy tuyến tính được thực hiện với một số giả định và mô hình chỉ thực sự có ý nghĩa khi các giả định này được đảm bảo. Bởi vậy, để đảm bảo độ tin cậy của mô hình, NCS đã dò tìm sự vi phạm của các giả định thông qua các hình sau:



Hình 3. 1: Biểu đồ tần số của phần dư chuẩn hóa

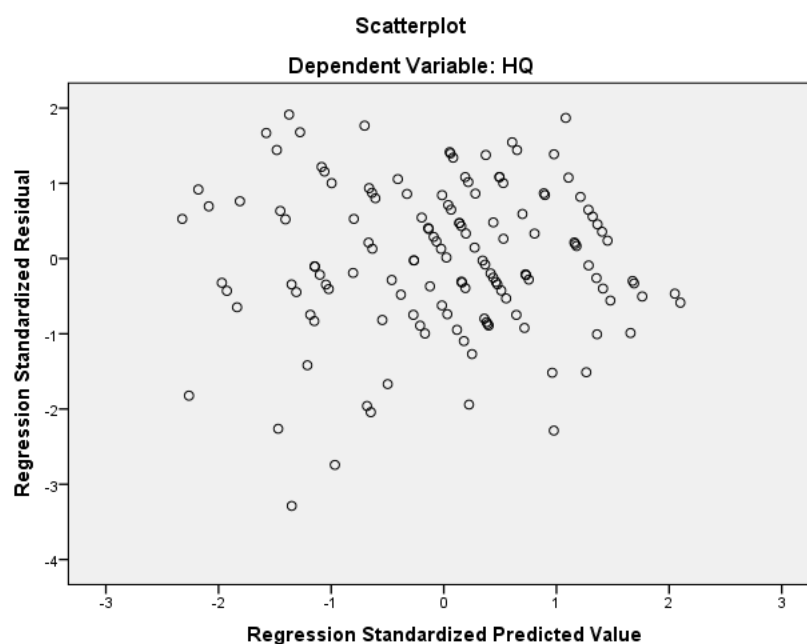
Theo hình 3.1, phân phối phần dư xấp xỉ chuẩn, giả định phân phối chuẩn của phần dư không bị vi phạm.

Đồ thị so sánh với phân phối chuẩn của phần dư chuẩn hóa có kết quả như sau:



Hình 3. 2: Đồ thị so sánh với phân phối chuẩn của phần dư chuẩn hóa

Theo hình 3.2, các điểm quan sát thực tế tập trung khá sát với đường chéo những giá trị kỳ vọng, như vậy, phần dư có phân phối xấp xỉ chuẩn, giả định phân phối chuẩn của phần dư không bị vi phạm.



Hình 3. 3: Đồ thị phân bố ngẫu nhiên của phần dư chuẩn hóa

Hình 3.3 cho thấy phần dư phân bố tương đối ngẫu nhiên quanh đường tung độ 0 và không hình thành dạng cong hoặc hình phễu rõ rệt. Quan sát này ủng hộ giả định tuyến tính và phương sai phần dư tương đối ổn định trong phạm vi mẫu nghiên cứu.

Như vậy, các mục 3.3.1, 3.3.2 và 3.3.3 khác nhau về đối tượng và loại bằng chứng. Mục 3.3.1 sử dụng số liệu báo cáo tài chính để lượng hóa sự thay đổi của ROE qua ba cấu phần của mô hình DuPont. Mục 3.3.2 phân tích cơ chế tác động của các yếu tố bối cảnh và điều kiện hoạt động nhằm giải thích biến động tài chính. Mục 3.3.3 sử dụng dữ liệu khảo sát để xem xét mối liên hệ thống kê giữa năm nhóm yếu tố quản trị nội bộ với cảm nhận của người trả lời về hiệu quả sử dụng vốn.

3.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Việc thảo luận kết quả cần phân biệt ba loại quan hệ. Thứ nhất là quan hệ thống kê giữa đánh giá của người trả lời đối với từng yếu tố và đánh giá về hiệu quả khai thác vốn. Thứ hai là quan hệ kinh tế giữa quyết định quản trị với các

chỉ tiêu tài chính. Thứ ba là tác động của bối cảnh thị trường tới cả hai nhóm kết quả. Ba loại quan hệ này có thể cùng chiều nhưng không nhất thiết thay đổi đồng thời. Một cải tiến quản trị có thể được cán bộ nhận biết sớm, trong khi lợi ích tài chính chỉ xuất hiện sau khi dự án hoàn tất hoặc chu kỳ thị trường thuận lợi hơn.

Đối với năng lực quản trị vốn, cơ chế tác động bắt đầu từ chất lượng thông tin và dự báo. Dự báo dòng tiền chính xác giúp doanh nghiệp xác định nhu cầu vốn theo thời điểm, giảm lượng tiền nhàn rỗi và hạn chế vay ngắn hạn đột xuất. Thẩm định dự án tốt giúp loại bỏ phương án không đáp ứng chi phí vốn hoặc có rủi ro vượt khả năng chịu đựng. Kiểm soát sau đầu tư giúp phát hiện chậm tiến độ, vượt chi phí hoặc công suất thấp. Những hoạt động này không trực tiếp tạo doanh thu, nhưng làm giảm thất thoát và nâng xác suất vốn được đưa vào đúng nơi có khả năng sinh lời.

Đối với cơ cấu vốn, lợi ích không chỉ là giảm lãi vay. Kỳ hạn, đồng tiền, lãi suất và điều kiện ràng buộc của nguồn tài trợ quyết định khả năng chống chịu khi thị trường giảm. Một doanh nghiệp có lợi nhuận kế toán dương vẫn có thể gặp khó khăn nếu dòng tiền không khớp lịch trả nợ. Với VIMC, rủi ro này đáng chú ý vì tài sản dài hạn lớn và doanh thu vận tải biển có tính chu kỳ. Cơ cấu vốn phù hợp phải tạo đủ khoảng đệm để doanh nghiệp duy trì hoạt động, bảo dưỡng tài sản và tiếp tục các dự án thiết yếu trong giai đoạn bất lợi.

Đối với cơ chế và công nghệ quản lý, tác động chủ yếu đi qua tính minh bạch và tốc độ phản ứng. Phân cấp rõ giúp quyết định được đưa ra ở cấp có thông tin phù hợp, còn giới hạn và hậu kiểm bảo đảm quyền chủ động không làm tăng rủi ro mất kiểm soát. Công nghệ giúp rút ngắn thời gian tổng hợp dữ liệu và tạo khả năng theo dõi gần thời gian thực. Tuy nhiên, hai yếu tố này phụ thuộc lẫn nhau: hệ thống thông tin không thể thay thế trách nhiệm quản lý, còn cơ chế giám sát khó hiệu quả nếu dữ liệu chậm và không nhất quán.

Đối với quy mô vốn, kết quả hệ số thấp nhắc lại nguyên tắc lợi suất không tự động tăng theo quy mô. Khi doanh nghiệp mở rộng, chi phí phối hợp, yêu cầu kiểm soát và nguy cơ đầu tư dàn trải cũng tăng. Lợi thế quy mô chỉ xuất hiện nếu tài sản bổ sung tạo được liên kết mạng lưới, tăng công suất hữu ích hoặc giảm chi phí đơn vị. Vì vậy, quyết định mở rộng cần được đánh giá trên cơ sở giá trị gia tăng của phần vốn mới thay vì dựa vào tăng trưởng tổng tài sản.

Tổng hợp các cơ chế trên cho thấy hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC là kết quả của tương tác giữa năng lực nội bộ và điều kiện thị trường. Luận án không quy toàn bộ biến động tài chính cho năm yếu tố khảo sát, mà sử dụng chúng để xác định phần doanh nghiệp có thể chủ động cải thiện. Cách tiếp cận này bảo đảm các khuyến nghị tập trung vào công cụ quản trị thực tế, đồng thời thừa nhận giới hạn kiểm soát của doanh nghiệp trước cuộc vận tải, nhiên liệu và thương mại quốc tế.

Kết quả mô hình khảo sát chỉ ra người được hỏi xem xét năm nhóm yếu tố nội bộ gồm năng lực quản trị vốn, cấu trúc nguồn tài trợ, cơ chế điều hành và kiểm soát vốn, mức ứng dụng công nghệ trong quản trị vốn và quy mô nguồn vốn đều có liên hệ cùng chiều với cảm nhận về hiệu quả khai thác vốn của VIMC. Cách diễn giải này cần phải được phân biệt rõ với kết quả phân tích hệ thống chỉ tiêu tài chính: mô hình khảo sát không đo một cách trực tiếp ROA/ROE và không cho phép khẳng định quan hệ nhân quả giữa những biến cảm nhận với kết quả về tài chính quan sát được.

Việc thảo luận được triển khai theo nguyên tắc “so sánh chéo có điều kiện”. Các kết quả điều tra Likert chỉ được so sánh về chiều hướng và vai trò tương đối của những yếu tố quản trị, không so sánh một cách trực tiếp trị số hệ số với các nghiên cứu sử dụng số liệu tài chính khách quan hoặc dữ liệu bảng. cùng lúc, phân rã theo mô hình DuPont và biến động thị trường được vận dụng như lớp bằng chứng bổ sung để giải thích vì sao nhận thức nội bộ có khả năng thích hợp hoặc khác biệt với kết quả về tài chính quan sát được.

Dựa vào đó, nghiên cứu so sánh chéo với các công trình về vận tải biển, cảng biển và logistics nhằm nhận diện điểm tương đồng về cơ chế quản trị, công nghệ và cấu trúc nguồn lực. Những khác biệt về bối cảnh sở hữu nhà nước, quá trình cổ phần hóa, chu kỳ ngành và biến động giá cước được xem như điều kiện giới hạn khi diễn giải (Tongzon & Heng, 2005).

Kết quả tổng hợp chỉ ra hai lớp bằng chứng bổ sung cho nhau nhưng không đồng nhất. dữ liệu điều tra thể hiện xem xét của đội ngũ điều hành về các năng lực nội bộ có khả năng kiểm soát; trong khi số liệu lấy từ báo cáo tài chính chỉ ra ROE còn chịu tác động mạnh của ROS, vòng quay tài sản, đòn bẩy tài chính và các cú sốc bên ngoài như giá cước vận tải, giá nhiên liệu, sản lượng hàng qua cảng và chu kỳ thương mại quốc tế. Từ đó, hiệu quả khai thác vốn của VIMC phải được giải thích đồng thời từ góc độ năng lực quản trị và điều kiện thị trường.

3.4.1. Yếu tố trình độ quản lý vốn

Trong mô hình khảo sát, năng lực quản trị vốn có hệ số chuẩn hóa lớn nhất ($\beta = 0,468$; Sig. $< 0,05$), chỉ ra người được hỏi xem xét cao vai trò của năng lực lập kế hoạch vốn, dự báo luồng tiền, thẩm định dự án, phân bổ nguồn lực và kiểm soát rủi ro. Kết quả này thích hợp với lý thuyết đại diện và lý thuyết nguồn lực: năng lực quản trị góp phần giảm chi phí đại diện, giảm thiểu đầu tư dàn trải và cải thiện chất lượng quyết định sử dụng vốn.

Việc so sánh chéo với DuPont chỉ ra nhận định này có cơ sở nhưng không nên hiểu theo quan hệ nhân quả một cách trực tiếp. Sự cải thiện ROE của VIMC liên hệ với tăng ROS và vòng quay tài sản, trong khi hệ thống chỉ tiêu này chịu ảnh hưởng cùng với đó của điều hành nội bộ và điều kiện thị trường. Năng lực quản trị vốn giữ vai trò chuyển hóa cơ hội thị trường thành kết quả về tài chính qua kiểm soát chi phí, bố trí tài sản, quản trị công nợ và lựa chọn danh mục đầu tư; song không thể loại trừ tác động của giá cước và chu kỳ ngành.

Tại VIMC, trình độ quản lý vốn không chỉ phụ thuộc vào năng lực chuyên môn tài chính của cán bộ mà còn gắn với năng lực tổ chức quản trị trong mô hình công ty mẹ - doanh nghiệp thành viên. Theo định hướng quản trị mới, các đơn vị chuyên môn nghiệp vụ thuộc Cơ quan Văn phòng Tổng công ty giữ vai trò là đầu mối xây dựng chuẩn quản trị, giám sát thực thi và hỗ trợ các doanh nghiệp thành viên nâng cao hiệu quả hoạt động. Từ đó, chất lượng đội ngũ quản lý vốn cần được xem xét trên ba phương diện: năng lực hoạch định và phân bổ năng lực tài chính; năng lực phân tích dữ liệu phục vụ quyết định; và năng lực phối hợp, giám sát việc thực hiện tại các đơn vị thành viên.

Đối với VIMC, đặc thù hoạt động trong lĩnh vực vận tải biển, cảng biển và logistics làm cho quyết định sử dụng vốn có độ phức tạp cao, liên quan đến đầu tư tài sản lớn, chu kỳ thu hồi vốn dài và biến động mạnh của thị trường. Bởi vậy, nâng cao năng lực cán bộ quản lý vốn cần chuyển từ cách tiếp cận quản lý tác nghiệp sang quản trị dựa trên mục tiêu, chỉ tiêu hiệu quả và dữ liệu quản trị.

3.4.2. Yếu tố cơ cấu vốn

Cấu trúc nguồn tài trợ có hệ số $\beta = 0,319$ (Sig. < 0,05), thể hiện xem xét của người được khảo sát rằng cân đối giữa vốn chủ sở hữu, nợ vay và các nguồn tài trợ dài hạn có ý nghĩa đáng chú ý đối với hiệu quả khai thác vốn. Kết quả thích hợp với lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng, theo đó cấu trúc nguồn tài trợ hợp lý có khả năng giảm chi phí sử dụng vốn nhưng việc sử dụng nợ quá mức làm gia tăng rủi ro tài chính (Panayides & Song, 2009).

Phân rã theo mô hình DuPont chỉ ra hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu của VIMC thể hiện chiều hướng giảm, trong khi ROE vẫn được cải thiện nhờ ROS và vòng quay tài sản. Điều này hàm ý hiệu quả không đến từ việc gia tăng đòn bẩy đơn thuần mà phần lớn từ cải thiện chất lượng hoạt động và củng cố nền tảng vốn chủ sở hữu. Với ngành hàng hải có nhu cầu đầu tư dài hạn lớn, cấu trúc nguồn tài trợ cần phải được thiết kế thích hợp với vòng đời đội tàu, cảng biển và luồng tiền dự án.

3.4.3. Yếu tố cơ chế quản lý vốn

Cơ chế điều hành và kiểm soát vốn có hệ số $\beta = 0,123$ (Sig. < 0,05), thể hiện người trả lời xem xét tích cực vai trò của quy chế phân cấp, quy trình phê duyệt đầu tư, hệ thống kiểm soát nội bộ, trách nhiệm giải trình và giám sát vốn tại công ty mẹ - công ty con. Cơ chế điều hành tốt kéo giảm bất cân xứng thông tin và giảm thiểu xung đột lợi ích trong một Tổng công ty có cấu trúc sở hữu phức tạp.

Mức tác động cảm nhận thấp hơn trình độ điều hành và cấu trúc nguồn tài trợ có khả năng được giải thích bởi khoảng cách giữa quy định và thực thi. Cơ chế chỉ phát huy hiệu quả khi được vận hành bởi đội ngũ có năng lực, dữ liệu kịp thời và chế tài rõ ràng. Trên cơ sở đó, cần cân nhắc cơ chế điều hành qua kết quả triển khai ngân sách, tiến độ dự án, chất lượng công nợ và tỷ suất sinh lời theo từng đơn vị, thay vì chỉ dựa trên sự tồn tại của quy trình.

Cơ chế quản lý vốn tại VIMC cần được nhìn nhận như một hệ thống quản trị xuyên suốt từ Công ty mẹ đến các doanh nghiệp thành viên. Hiệu quả sử dụng vốn không chỉ chịu tác động bởi quyết định tài chính riêng lẻ mà còn phụ thuộc vào mức độ hoàn thiện của cơ chế phân cấp, kiểm soát, báo cáo và trách nhiệm giải trình.

Việc hoàn thiện cơ chế quản lý vốn cần bảo đảm nguyên tắc một nhiệm vụ có một đầu mối chịu trách nhiệm cuối cùng; đồng thời xác định rõ đơn vị chủ trì, đơn vị phối hợp và cơ chế cung cấp dữ liệu. Cách tiếp cận này giúp hạn chế tình trạng phân tán thông tin, chậm phản ứng trước biến động thị trường và nâng cao khả năng kiểm soát kết quả khai thác vốn trong toàn hệ thống VIMC.

3.4.4. Yếu tố công nghệ quản lý vốn

Mức ứng dụng công nghệ trong quản trị vốn có hệ số $\beta = 0,108$ (Sig. < 0,05), chỉ ra người được khảo sát nhìn nhận ERP, phần mềm quản trị tài chính, cơ sở dữ liệu tập trung và công cụ phân tích là điều kiện hỗ trợ kiểm soát luồng

tiền, tài sản và rủi ro. Vai trò này thích hợp với quan điểm hệ thống thông tin điều hành: công nghệ làm gia tăng chất lượng, tốc độ và khả năng truy xuất của thông tin phục vụ quyết định.

Dù vậy, hệ số cảm nhận chưa cao chỉ ra công nghệ chưa tự động chuyển thành hiệu quả tài chính. Lợi ích chỉ xuất hiện khi dữ liệu được chuẩn hóa giữa công ty mẹ và đơn vị thành viên, hệ thống được tích hợp với quy trình ngân sách - đầu tư - kho quỹ, và người sử dụng có đủ năng lực phân tích. Đây là điều kiện để cải thiện vòng quay tài sản, giảm vốn nhàn rỗi và phát hiện sớm rủi ro chi phí.

3.4.5. Yếu tố quy mô vốn

Quy mô nguồn vốn có hệ số $\beta = 0,102$ (Sig. < 0,05), thấp nhất trong năm yếu tố, chỉ ra người được khảo sát không đồng nhất quy mô nguồn vốn lớn với hiệu quả cao. Quy mô mở ra khả năng đầu tư đội tàu, cảng biển và hạ tầng logistics, nhưng đồng thời làm gia tăng chi phí quản trị, nguy cơ đầu tư dàn trải và thời gian thu hồi vốn (Shepherd, 1972).

Kết quả DuPont củng cố nhận định rằng hiệu quả phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng khai thác tài sản và biên lợi nhuận so với quy mô tuyệt đối. Bởi vậy, mở rộng vốn chỉ có ý nghĩa khi liên hệ với tiêu chí hiệu quả dự án, năng lực hấp thụ vốn, cơ cấu thị trường và khả năng tạo luồng tiền; nếu không, quy mô lớn có khả năng kéo giảm vòng quay tài sản và kéo dài thời gian hoàn vốn.

3.4.6. Đối chiếu kết quả khảo sát với hiệu quả tài chính thực tế của VIMC

Việc so sánh chéo được triển khai theo hướng bổ sung bằng chứng, không coi dữ liệu điều tra là phép kiểm định một cách trực tiếp đối với ROE. Kết quả điều tra cho biết những yếu tố nội bộ mà cán bộ điều hành cho là đáng chú ý; còn phân rã theo mô hình DuPont cho biết các kênh kết quả về tài chính quan sát được làm ROE biến động. Hai nguồn dữ liệu gặp nhau ở chỗ năng lực quản trị, cấu trúc nguồn tài trợ, cơ chế và công nghệ có khả năng tác động gián tiếp qua ROS, vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính.

Trong thời kỳ 2020-2024, ROE của VIMC biến động mạnh cùng với ROS, đặc biệt trong các năm giá cước vận tải và nhu cầu thị trường thay đổi lớn (Lun & Quaddus, 2009). Điều này chỉ ra yếu tố thị trường bên ngoài là nguồn giải thích đáng chú ý, nhất là đối với khối vận tải biển. Kết quả điều tra nhấn mạnh năng lực quản trị vốn không mâu thuẫn với phát hiện này: quản trị nội bộ không tạo ra giá cước thị trường, nhưng quyết định mức doanh nghiệp khai thác cơ hội, kiểm soát chi phí nhiên liệu, bố trí công suất và bảo toàn luồng tiền khi chu kỳ đảo chiều.

Tại khối cảng biển, ROE và ROS tương đối ổn định hơn chỉ ra lợi thế tài sản hạ tầng, vị trí khai thác và luồng tiền dịch vụ tạo nền tảng bền vững; hiệu quả còn chịu chi phối bởi công suất sử dụng tài sản và chính sách giá dịch vụ (Cullinane & Wang, 2010; Notteboom & Rodrigue, 2012). Tại khối dịch vụ hàng hải, sự cải thiện vòng quay tài sản chỉ ra vai trò của quản trị công nợ, tổ chức tài sản và số hóa quy trình. Các khác biệt giữa ba khối xác nhận rằng cùng một yếu tố quản trị có khả năng truyền dẫn đến kết quả về tài chính qua các kênh không đồng nhất.

Tổng hợp lại, hiệu quả khai thác vốn của VIMC là kết quả của sự tương tác giữa những yếu tố nội bộ có khả năng kiểm soát và những biến động thị trường khó kiểm soát. Mô hình khảo sát cung cấp bằng chứng về nhận thức quản trị; phân rã theo mô hình DuPont cung cấp bằng chứng về kết quả về tài chính. Việc phối hợp hai cách tiếp cận góp phần tránh quy kết đơn nhân và tạo cơ sở thích hợp hơn cho các nhóm giải pháp ở Chương 4.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương 3 đã phân tích kết quả khai thác vốn của VIMC thời kỳ 2020-2024 dựa vào hai nguồn bằng chứng có tính bổ sung: số liệu tài chính hợp nhất và dữ liệu khảo sát cảm nhận của cán bộ quản lý, nhân sự tài chính. Hai nguồn dữ liệu được phân biệt rõ về bản chất đo lường: EFA được sử dụng để kiểm định và xác lập cấu trúc các thang đo cảm nhận, trong khi hồi quy OLS được sử dụng để ước lượng mối liên hệ thống kê giữa các nhân tố cảm nhận. Bởi vậy, các hệ số hồi quy không được diễn giải như bằng chứng về tác động nhân quả trực tiếp của các yếu tố quản trị đối với ROA hoặc ROE thực tế của VIMC.

Kết quả phân tích hệ thống chỉ tiêu tài chính chỉ ra ROE của VIMC được hình thành bởi ba kênh DuPont gồm ROS, vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính; trong đó biến động ROS và điều kiện thị trường, đặc biệt giá cước vận tải biển và chu kỳ thương mại, giữ vai trò nổi bật. mức hiệu quả không đồng nhất giữa khối cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải thể hiện sự khác biệt về cấu trúc tài sản, mô hình doanh thu và mức nhạy cảm với thị trường.

Kết quả điều tra chỉ ra người được hỏi xem xét năng lực quản trị vốn và cấu trúc nguồn tài trợ là hai yếu tố đáng chú ý nhất, tiếp theo là cơ chế điều hành, công nghệ điều hành và quy mô nguồn vốn. Các kết quả này cung cấp bằng chứng về những năng lực nội bộ mà VIMC có khả năng chủ động cải thiện, nhưng cần phải được xem xét cùng với những yếu tố bên ngoài và hệ thống chỉ tiêu tài chính khách quan.

Việc tích hợp hai lớp bằng chứng chỉ ra hiệu quả khai thác vốn không do một yếu tố riêng lẻ quyết định mà là kết quả tương tác giữa năng lực quản trị, cơ cấu tài trợ, chất lượng hệ thống kiểm soát - công nghệ và biến động của thị trường hàng hải. Đây là căn cứ để Chương 4 xây dựng nhóm giải pháp theo từng chủ thể, từng khối hoạt động và từng kênh truyền dẫn tài chính.

CHƯƠNG 4. GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA TỔNG CÔNG TY HÀNG HẢI VIỆT NAM

4.1. Mục tiêu và định hướng phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

4.1.1. Bối cảnh và yêu cầu phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Trong giai đoạn phát triển mới, ngành hàng hải Việt Nam đang chịu tác động đồng thời từ sự thay đổi của thương mại quốc tế, xu hướng tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu, yêu cầu chuyển đổi xanh và sự phát triển nhanh chóng của công nghệ số trong lĩnh vực logistics. Những thay đổi này tạo ra cả cơ hội mở rộng thị trường nhưng cũng đặt ra áp lực lớn đối với các doanh nghiệp hàng hải trong việc nâng cao năng lực cạnh tranh, tối ưu hóa nguồn lực và kiểm soát rủi ro tài chính.

Đối với VIMC, quá trình phát triển trong những năm qua đã hình thành hệ thống năng lực tương đối toàn diện trong ba lĩnh vực chính gồm vận tải biển, khai thác cảng và dịch vụ hàng hải. Đây là những lĩnh vực có mối liên hệ chặt chẽ trong chuỗi cung ứng logistics, trong đó mỗi lĩnh vực vừa có đặc điểm kinh doanh riêng, vừa có khả năng hỗ trợ lẫn nhau nhằm gia tăng giá trị khai thác của toàn Tổng công ty.

Tuy nhiên, đặc điểm hoạt động của VIMC cũng đặt ra yêu cầu quản trị vốn đặc thù. Doanh nghiệp phải duy trì lượng vốn lớn để đầu tư và khai thác các tài sản có giá trị cao như tàu biển, cầu cảng, thiết bị xếp dỡ, kho bãi và hệ thống hạ tầng logistics. Trong khi đó, hiệu quả sử dụng các nguồn lực này chịu ảnh hưởng mạnh bởi chu kỳ kinh doanh, biến động thị trường vận tải quốc tế, chi phí đầu tư dài hạn và mức độ khai thác công suất tài sản.

Vì vậy, mục tiêu phát triển của VIMC trong giai đoạn tới không chỉ hướng tới mở rộng quy mô hoạt động mà quan trọng hơn là nâng cao chất lượng tăng trưởng thông qua sử dụng hiệu quả nguồn lực tài chính, tăng khả năng tạo dòng tiền và nâng cao giá trị doanh nghiệp.

4.1.2. Mục tiêu phát triển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Trên cơ sở định hướng phát triển ngành hàng hải và yêu cầu nâng cao năng lực cạnh tranh, mục tiêu phát triển của VIMC trong thời gian tới được xác định theo hướng xây dựng doanh nghiệp hàng hải có năng lực cung cấp dịch vụ tích hợp, khai thác hiệu quả lợi thế về cảng biển, vận tải biển và logistics.

Trước hết, VIMC hướng tới củng cố vai trò là doanh nghiệp có vị trí quan trọng trong hệ thống hàng hải Việt Nam, thông qua việc nâng cao năng lực khai thác các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi. Thay vì mở rộng hoạt động theo chiều rộng, doanh nghiệp cần tập trung phát triển chiều sâu, nâng cao năng suất khai thác tài sản hiện có và lựa chọn các dự án đầu tư có khả năng tạo giá trị bền vững.

Đối với lĩnh vực vận tải biển, mục tiêu phát triển đặt ra là từng bước nâng cao chất lượng đội tàu theo hướng phù hợp với nhu cầu thị trường, tăng khả năng khai thác các tuyến vận tải có hiệu quả kinh tế, đồng thời nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh yêu cầu về tiết kiệm nhiên liệu và bảo vệ môi trường ngày càng gia tăng.

Đối với lĩnh vực cảng biển, VIMC định hướng phát huy lợi thế từ hệ thống cảng hiện hữu thông qua đầu tư chiều sâu, hiện đại hóa trang thiết bị khai thác, nâng cao công suất phục vụ và cải thiện khả năng kết nối giữa cảng biển với mạng lưới logistics trong nước và quốc tế.

Đối với lĩnh vực dịch vụ hàng hải và logistics, doanh nghiệp tập trung phát triển các dịch vụ có khả năng tạo giá trị gia tăng cao như kho bãi, trung tâm phân phối, dịch vụ hậu cần cảng và các giải pháp logistics tích hợp. Đây được xem là hướng phát triển giúp doanh nghiệp giảm sự phụ thuộc vào một lĩnh vực kinh doanh đơn lẻ và nâng cao khả năng ổn định dòng tiền.

Bên cạnh mục tiêu tăng trưởng kinh doanh, VIMC cần hướng tới mục tiêu nâng cao hiệu quả quản trị vốn. Trong đó, trọng tâm là hoàn thiện cơ chế phân bổ vốn giữa các đơn vị thành viên, kiểm soát hiệu quả đầu tư, tăng khả năng khai thác tài sản và nâng cao mức sinh lời trên nguồn vốn được sử dụng.

4.1.3. Định hướng phát triển gắn với nâng cao hiệu quả sử dụng vốn

Xuất phát từ kết quả nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC, định hướng phát triển của Tổng công ty cần được xem xét gắn với yêu cầu nâng cao chất lượng quản trị tài chính. Trong đó, việc mở rộng quy mô hoạt động phải đi đôi với khả năng kiểm soát hiệu quả sử dụng nguồn lực.

Thứ nhất, VIMC cần ưu tiên phân bổ vốn vào các lĩnh vực có lợi thế cạnh tranh và khả năng tạo dòng tiền ổn định. Việc quyết định đầu tư cần dựa trên đánh giá đầy đủ về hiệu quả kinh tế, thời gian hoàn vốn, mức độ rủi ro và khả năng khai thác tài sản sau đầu tư.

Thứ hai, doanh nghiệp cần tiếp tục hoàn thiện cơ cấu vốn theo hướng cân bằng giữa yêu cầu phát triển và mức độ an toàn tài chính. Đối với các dự án có quy mô vốn lớn, thời gian thu hồi dài như cảng biển hoặc đội tàu, việc lựa chọn nguồn tài trợ phù hợp có ý nghĩa quan trọng trong việc giảm áp lực chi phí vốn và duy trì khả năng thanh toán.

Thứ ba, VIMC cần tăng cường quản trị vốn theo hướng tập trung dữ liệu và minh bạch thông tin. Việc xây dựng hệ thống thông tin quản trị thống nhất sẽ hỗ trợ doanh nghiệp theo dõi tình trạng sử dụng vốn tại các đơn vị thành viên, đánh giá hiệu quả từng khoản đầu tư và nâng cao chất lượng ra quyết định.

Thứ tư, doanh nghiệp cần đẩy mạnh ứng dụng công nghệ trong quản lý tài chính và khai thác tài sản. Đối với một doanh nghiệp có mạng lưới hoạt động rộng như VIMC, công nghệ không chỉ là công cụ hỗ trợ vận hành mà còn là nền tảng nâng cao khả năng kiểm soát vốn, dự báo dòng tiền và tối ưu hóa nguồn lực.

Thứ năm, phát triển nguồn nhân lực quản trị tài chính cần được xem là một nội dung quan trọng trong chiến lược phát triển dài hạn. Hiệu quả sử dụng vốn phụ thuộc không chỉ vào hệ thống quy trình mà còn phụ thuộc vào năng lực của đội ngũ tham gia vào quá trình lập kế hoạch, đầu tư, kiểm soát và đánh giá hiệu quả sử dụng vốn.

4.1.4. Định hướng phát triển VIMC đến năm 2030

Trong giai đoạn đến năm 2030, VIMC định hướng phát triển theo mô hình doanh nghiệp hàng hải tích hợp, trong đó vận tải biển, cảng biển và dịch vụ logistics đóng vai trò là các nhóm hoạt động hỗ trợ, tạo thành chuỗi giá trị thống nhất.

Định hướng này đòi hỏi doanh nghiệp chuyển từ tư duy phát triển dựa trên mở rộng tài sản sang phát triển dựa trên hiệu quả khai thác tài sản. Các khoản đầu tư mới cần được lựa chọn trên cơ sở khả năng tạo giá trị dài hạn, khả năng kết nối với hệ sinh thái logistics và mức độ đóng góp vào năng lực cạnh tranh tổng thể.

Trong lĩnh vực cảng biển, trọng tâm là nâng cao năng suất khai thác, hiện đại hóa thiết bị và tăng khả năng cung cấp các dịch vụ logistics tích hợp. Trong lĩnh vực vận tải biển, doanh nghiệp cần nâng cao hiệu quả khai thác đội tàu, điều chỉnh cơ cấu phương tiện phù hợp với nhu cầu thị trường. Trong lĩnh vực dịch vụ hàng hải, cần phát triển các dịch vụ có hàm lượng công nghệ và giá trị gia tăng cao hơn.

Đồng thời, quá trình phát triển cần gắn chặt với yêu cầu bảo toàn và phát triển vốn nhà nước, nâng cao hiệu quả đầu tư và cải thiện năng lực quản trị doanh nghiệp theo chuẩn mực hiện đại.

Như vậy, mục tiêu và định hướng phát triển của VIMC trong giai đoạn tới không chỉ tập trung vào tăng trưởng quy mô hoạt động mà hướng tới sự cân bằng giữa phát triển kinh doanh, hiệu quả sử dụng vốn và năng lực quản trị dài hạn. Đây là cơ sở quan trọng để luận án đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn phù hợp với đặc điểm hoạt động của Tổng công ty trong chương tiếp theo.

4.2. Giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam

Các giải pháp được xây dựng từ hai lớp bằng chứng: kết quả tài chính hợp nhất và phân rã DuPont; kết quả khảo sát cán bộ quản lý, tài chính. Thứ tự ưu

tiên vì vậy dựa đồng thời vào mức độ tác động trong mô hình khảo sát, điểm nghề thể hiện qua số liệu và khả năng can thiệp của VIMC.

4.2.1. Nâng cao trình độ của đội ngũ cán bộ quản lý vốn

Để giải pháp phát triển năng lực tạo ra thay đổi đo lường được, VIMC cần chuyển từ đào tạo theo số lượt sang quản trị năng lực theo vị trí. Mỗi nhóm công việc như lập kế hoạch vốn, quản lý dòng tiền, thẩm định đầu tư, quản trị nợ, kiểm soát tài sản và phân tích hiệu quả cần có khung năng lực riêng. Khung này xác định kiến thức, kỹ năng, mức độ thành thạo và minh chứng đầu ra. Kết quả đánh giá năng lực là căn cứ lựa chọn nội dung đào tạo, giao nhiệm vụ và xây dựng lộ trình phát triển cán bộ.

Chương trình đào tạo nên sử dụng tình huống thực tế của VIMC thay cho nội dung chung. Với vận tải biển, tình huống có thể yêu cầu xây dựng dòng tiền cho một tàu theo các kịch bản cước, nhiên liệu, tỷ giá và ngày khai thác. Với cảng biển, học viên đánh giá dự án thiết bị dựa trên sản lượng, năng suất, thời gian tàu chờ và chi phí vòng đời. Với dịch vụ hàng hải, nội dung tập trung vào vốn lưu động, công nợ khách hàng và hiệu quả của dịch vụ tích hợp. Cách đào tạo theo tình huống giúp kết nối kiến thức tài chính với quyết định vận hành.

Sau đào tạo, cán bộ phải thực hiện một nhiệm vụ cải tiến có chỉ tiêu trước và sau. Ví dụ, rút ngắn thời gian lập báo cáo dòng tiền, giảm công nợ quá hạn, nâng độ chính xác dự báo hoặc hoàn thiện hồ sơ thẩm định. Kết quả nhiệm vụ được người quản lý xác nhận và lưu trong hồ sơ năng lực. Cơ chế này giúp Tổng công ty đánh giá lợi ích của đào tạo, đồng thời tạo nguồn sáng kiến có thể nhân rộng giữa các đơn vị.

Điều kiện thực hiện là sự phối hợp giữa Ban Tài chính - Kế toán, bộ phận nhân sự, đơn vị kinh doanh và Trung tâm Công nghệ thông tin. Ban chuyên môn xác định chuẩn nghiệp vụ; bộ phận nhân sự tổ chức đánh giá và lộ trình; đơn vị kinh doanh cung cấp tình huống; bộ phận công nghệ bảo đảm công cụ dữ liệu. Chỉ tiêu theo dõi gồm tỷ lệ vị trí đạt chuẩn, tỷ lệ dự báo trong biên sai số, số sáng kiến được áp dụng và giá trị tài chính tạo ra hoặc tiết kiệm được.

Kết quả phân tích của luận án chỉ ra trình độ quản lý vốn là yếu tố có liên hệ lớn nhất đến kết quả khai thác vốn của VIMC. Thực tiễn thời kỳ 2020–2024 cho thấy ROE đã cải thiện mạnh, từ 2,08% lên 15,10%, gắn liền với những chuyển biến tích cực trong kiểm soát chi phí, quản trị dòng tiền và khai thác tài sản. Kết quả này khẳng định năng lực của đội ngũ quản lý vốn giữ vai trò quyết định đối với quá trình chuyển hóa các năng lực tài chính thành kết quả và hiệu quả kinh doanh.

Mục tiêu đến năm 2030 là nâng ROE của toàn Tổng công ty lên trên 18%, duy trì ROS ở mức tối thiểu 16–18%, đồng thời nâng số vòng quay tài sản đạt từ 0,60 vòng trở lên. Để thực hiện các mục tiêu này, VIMC cần xây dựng chương trình phát triển nguồn nhân lực tài chính theo hướng chuyên sâu, hiện đại và tương thích với yêu cầu quản trị doanh nghiệp trong bối cảnh mới.

Trong giai đoạn 2026–2027, Tổng công ty cần hoàn thành việc rà soát, đánh giá năng lực của đội ngũ quản lý tài chính tại công ty mẹ và các đơn vị thành viên, làm cơ sở xây dựng khung năng lực quản trị vốn thống nhất trong toàn hệ thống. Trong giai đoạn 2027–2028, VIMC cần triển khai các chương trình đào tạo chuyên sâu về quản trị vốn đầu tư, quản trị dòng tiền, quản trị rủi ro tài chính, phân tích dữ liệu tài chính và ứng dụng trí tuệ nhân tạo trong quản trị doanh nghiệp. Đến năm 2030, tối thiểu 80% cán bộ quản lý tài chính cấp trung và cấp cao phải được đào tạo, bồi dưỡng và cập nhật kiến thức chuyên môn định kỳ hằng năm.

Cơ chế triển khai cần được giao cho Ban Tài chính - Kế toán chủ trì, phối hợp với Ban Tổ chức nhân sự. Đối tượng đào tạo bao gồm lãnh đạo và chuyên viên của Ban Tài chính - Kế toán, Ban Đầu tư, Ban Kiểm toán nội bộ và người đại diện phần vốn do VIMC cử tại các đơn vị trong hệ thống Tổng công ty. Kết quả đào tạo cần được sử dụng làm căn cứ đánh giá KPI/BSC, thực hiện chế độ tiền lương, bổ nhiệm và quy hoạch cán bộ. Nội dung đào tạo cần có các mô-

đun chuyên biệt, tương thích với đặc thù của ngành hàng hải, như kiểm soát rủi ro giá nhiên liệu, lãi suất và tỷ giá; thẩm định dự án đầu tư đội tàu và cảng biển; quản trị luồng tiền theo các kịch bản; phân tích dữ liệu tổng hợp của toàn Tổng công ty; và đánh giá hiệu quả sau đầu tư.

Ngoài hình thức đào tạo và bồi dưỡng chuyên môn, Tổng công ty cần áp dụng mạnh mẽ cơ chế luân chuyển cán bộ giữa ba khối vận tải biển, cảng biển và dịch vụ hàng hải. Việc luân chuyển không chỉ giúp cán bộ tích lũy kinh nghiệm thực tiễn, hiểu rõ mối quan hệ giữa các lĩnh vực hoạt động mà còn nâng cao năng lực quản trị vốn theo chuỗi giá trị, cùng với đó đẩy mạnh tính độc lập và khách quan trong quản lý vốn tại các doanh nghiệp thành viên.

Bên cạnh các chương trình đào tạo và cơ chế luân chuyển, VIMC cần xây dựng khung năng lực cho từng vị trí công việc, nhất là các chức danh trực tiếp tham gia quản lý, giám sát và đại diện phần vốn. Khung năng lực cần được thiết kế dựa trên yêu cầu chuyên môn, phạm vi trách nhiệm, cấp độ quản lý và đặc thù hoạt động của ngành hàng hải; đồng thời bảo đảm tính khoa học, đồng bộ và khả năng áp dụng thống nhất trong toàn hệ thống.

Việc xác định và chuẩn hóa các nhóm năng lực cốt lõi, năng lực chuyên môn và năng lực quản lý đối với từng vị trí sẽ tạo cơ sở để VIMC thực hiện hiệu quả công tác tuyển dụng, quy hoạch, bố trí, sử dụng và đánh giá nhân sự theo nguyên tắc “đúng người, đúng việc”. Nhờ vậy, năng lực, kinh nghiệm và sở trường của mỗi cá nhân được khai thác phù hợp, góp phần nâng cao chất lượng nguồn nhân lực và hiệu quả quản trị vốn của Tổng công ty.

Để khung năng lực được xây dựng hợp lý, nhất quán và tương thích với xu hướng quản trị hiện đại, VIMC cần cùng với đó nâng cao năng lực cho đội ngũ cán bộ làm công tác tổ chức – nhân sự. Theo đó, Tổng công ty có thể lựa chọn cán bộ phù hợp tham gia các chương trình đào tạo, khảo sát và trao đổi kinh nghiệm tại những quốc gia có ngành hàng hải phát triển. Dựa vào tiếp thu

có chọn lọc các thông lệ quốc tế tiên tiến, kết hợp với điều kiện thể chế, môi trường kinh doanh tại Việt Nam và đặc điểm tổ chức, hoạt động của VIMC, Tổng công ty có thể hoàn thiện hệ thống tiêu chuẩn năng lực tương thích với từng nhóm chức danh và cấp độ quản lý.

Việc tích hợp khung năng lực, trách nhiệm cá nhân, kết quả đào tạo và hệ thống chỉ tiêu KPI/BSC sẽ hỗ trợ cải thiện tính minh bạch, khách quan trong đánh giá cán bộ. Đây cũng là cơ sở để VIMC từng bước chuyển đổi phương thức quản lý vốn từ mô hình thiên về kiểm soát hành chính sang quản trị dựa trên kết quả, kết quả khai thác vốn và giá trị gia tăng được tạo ra. Sự chuyển đổi này có ý nghĩa quan trọng trong việc nâng cao trách nhiệm giải trình, tạo động lực làm việc và đẩy mạnh hiệu quả quản trị vốn tại VIMC trong bối cảnh hội nhập và cạnh tranh theo hướng ngày một sâu rộng.

Điều kiện thực hiện giải pháp nâng cao trình độ đội ngũ quản lý vốn:

Thứ nhất, VIMC cần xây dựng chiến lược chuyển đổi số gắn với chiến lược phát triển nguồn nhân lực, trong đó xác định rõ vai trò của trí tuệ nhân tạo và công nghệ dữ liệu trong quản trị tài chính, quản trị vốn và hỗ trợ quá trình ra quyết định.

Thứ hai, Tổng công ty cần bảo đảm năng lực tài chính ổn định để đầu tư cho hạ tầng công nghệ thông tin, phần mềm quản trị tài chính và các chương trình đào tạo chuyên sâu, nhờ vậy tạo nền tảng cần thiết cho việc nâng cao năng lực quản lý vốn trong toàn hệ thống.

Thứ ba, VIMC cần hình thành cơ chế khuyến khích đổi mới, học tập liên tục và chia sẻ tri thức trong nội bộ, nhằm thúc đẩy cán bộ quản lý chủ động cập nhật kiến thức chuyên môn, nâng cao năng lực số và vận dụng các phương pháp quản trị hiện đại vào thực tiễn công việc.

Thứ tư, Tổng công ty cần xây dựng hệ thống đánh giá, đãi ngộ và thăng tiến gắn với mức độ đáp ứng khung năng lực, kết quả thực hiện nhiệm vụ quản

lý vốn và khả năng ứng dụng công nghệ của đội ngũ lãnh đạo, quản lý. Cơ chế này cần bảo đảm sự thống nhất giữa năng lực, trách nhiệm, kết quả công việc và quyền lợi của cán bộ, nhờ vậy tạo động lực nâng cao hiệu quả quản trị vốn một cách bền vững.

4.2.2. Tối ưu hóa cơ cấu vốn

Tối ưu cơ cấu vốn cần được triển khai theo nguyên tắc ghép nguồn tài trợ với đặc điểm dòng tiền của tài sản. Tài sản có vòng đời dài và thời gian tạo dòng tiền chậm phải được tài trợ chủ yếu bằng nguồn vốn dài hạn; nhu cầu mùa vụ và vốn lưu động có thể sử dụng hạn mức ngắn hạn. Việc ghép kỳ hạn giúp giảm rủi ro doanh nghiệp phải tái cấp vốn trong thời điểm thị trường bất lợi. Đồng tiền vay cũng cần tương thích với nguồn thu để hạn chế trạng thái mở ngoại tệ không cần thiết.

VIMC cần xây dựng biên an toàn thay vì chỉ đặt một tỷ lệ nợ mục tiêu. Biên an toàn bao gồm ngưỡng đòn bẩy, khả năng trả lãi, thanh khoản, chênh lệch kỳ hạn và mức tổn thất có thể chịu trong kịch bản cước giảm, nhiên liệu tăng hoặc tỷ giá biến động. Mỗi dự án mới phải được kiểm tra tác động tới các ngưỡng này ở cả cấp đơn vị và cấp hợp nhất. Khi một chỉ tiêu tiến gần giới hạn, phương án vốn cần bổ sung phần vốn chủ sở hữu, kéo dài kỳ hạn hoặc điều chỉnh tiến độ đầu tư.

Đối với nguồn vốn xanh và vốn liên kết bền vững, lợi ích không chỉ nằm ở lãi suất mà còn ở yêu cầu chuẩn hóa dự án, dữ liệu phát thải và cơ chế báo cáo. VIMC chỉ nên lựa chọn công cụ này khi có dự án đáp ứng tiêu chí, hệ thống đo lường đáng tin cậy và khả năng duy trì cam kết trong suốt kỳ hạn. Việc gán nhãn nguồn vốn khi chưa đủ dữ liệu có thể làm tăng chi phí tuân thủ và rủi ro uy tín.

Hiệu quả của giải pháp được đánh giá qua chi phí vốn bình quân, tỷ trọng nợ phù hợp kỳ hạn, mức độ tập trung nguồn vay, tỷ lệ nghĩa vụ nợ được bảo vệ

trước rủi ro và khả năng duy trì thanh khoản trong kịch bản bất lợi. Báo cáo cơ cấu vốn cần trình bày đồng thời số liệu hiện tại, giới hạn được phê duyệt và dự báo sau các dự án lớn. Cách báo cáo này giúp Hội đồng quản trị nhìn thấy tác động tích lũy của quyết định đầu tư thay vì xem từng khoản vay riêng lẻ.

Kết quả phân tích của luận án chỉ ra cơ cấu vốn là yếu tố có tác động lớn thứ hai đến kết quả khai thác vốn của VIMC. Thực tế phân tích DuPont thời kỳ 2020-2024 cho thấy sự thay đổi của hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu có mức liên hệ đáng chú ý đến năng lực tạo lợi nhuận của doanh nghiệp, đặc biệt tại khối vận tải biển. Trong giai đoạn 2020-2022, tình trạng âm vốn chủ sở hữu đã làm ROE của khối này biến động mạnh và giảm xuống mức rất thấp. Dầu vậy, sau khi thực hiện tái cơ cấu tài chính và từng bước khôi phục vốn chủ sở hữu, kết quả khai thác vốn đã được cải thiện rõ rệt. Diễn biến này hàm ý việc xây dựng cơ cấu vốn hợp lý không chỉ giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu suất tài chính mà còn góp phần giảm thiểu rủi ro trong hoạt động kinh doanh.

Mục tiêu đến năm 2030 là duy trì hệ số tài sản trên vốn chủ sở hữu của toàn Tổng công ty ở mức từ 1,6 đến 1,8 lần, giảm chi phí sử dụng vốn bình quân tối thiểu 1% so với giai đoạn hiện nay, đồng thời duy trì ROE của toàn Tổng công ty trên 18% và ROE của khối vận tải biển trên 12%. Để đạt được mục tiêu này, VIMC cần tiếp tục rà soát toàn bộ danh mục đầu tư hiện có nhằm xác định các khoản đầu tư kém hiệu quả hoặc không còn tương thích với định hướng phát triển chiến lược. Nguồn vốn thu hồi từ hoạt động thoái vốn cần được ưu tiên đầu tư vào các lĩnh vực cốt lõi như cảng biển, vận tải container và logistics tích hợp.

Lộ trình điều chỉnh cấu trúc vốn cần chia thành ba bước. Trong năm 2026-2027, VIMC rà soát nguồn tài trợ tại công ty mẹ và các đơn vị, đồng thời thiết lập ngưỡng cảnh báo về đòn bẩy, thanh khoản, chênh lệch kỳ hạn, lãi suất và tỷ giá. Giai đoạn 2027-2028 ưu tiên xử lý khoản vay có chi phí cao và ghép kỳ

hạn nợ với vòng đời tài sản. Từ 2028 đến 2030, Tổng công ty có thể mở rộng kênh huy động sang trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu xanh, khoản vay liên kết bền vững, thuê tài chính và hợp tác với định chế trong, ngoài nước. Riêng đội tàu container thế hệ mới, phương án vốn phải bám dòng tiền khai thác, quy định phân vốn chủ sở hữu tối thiểu, có cơ chế kiểm soát rủi ro lãi suất - tỷ giá và chỉ tiêu giảm phát thải đo lường được.

Cơ chế triển khai do Ban Tài chính - Kế toán chủ trì; Ban Đầu tư thẩm định hiệu quả và mức thích hợp chiến lược; Ban Vận tải biển xác lập nhu cầu đầu tư đội tàu; Ban Cảng biển xác lập nhu cầu đầu tư, nâng cấp hệ thống thiết bị khai thác và vận hành cảng; Hội đồng thành viên/Hội đồng quản trị phê duyệt hạn mức rủi ro và phương án huy động vốn. Hệ thống giám sát phải theo dõi định kỳ chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền, hệ số nợ, khả năng trả nợ, độ lệch kỳ hạn, tỷ trọng nguồn vốn xanh và hiệu quả vốn theo từng dự án.

Điều kiện thực hiện giải pháp:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần xây dựng hệ thống phân tích chi phí vốn và rủi ro tài chính đủ mạnh để xác định mức cơ cấu vốn tối ưu tương thích với từng giai đoạn phát triển.

Thứ hai, cần có cơ chế minh bạch thông tin tài chính, nâng cao uy tín tín dụng nhằm mở ra khả năng thuận lợi trong tiếp cận các nguồn vốn dài hạn với chi phí hợp lý.

Thứ ba, cần có sự phối hợp chặt chẽ giữa bộ phận tài chính - kế toán và bộ phận chiến lược trong việc xây dựng kế hoạch huy động và sử dụng vốn trung, dài hạn.

Thứ tư, cần bảo đảm môi trường pháp lý ổn định và sự hỗ trợ từ các tổ chức tài chính, thị trường vốn để đa dạng hóa kênh tài trợ.

4.2.3. Hoàn thiện cơ chế quản lý vốn

Bằng chứng tại Chương 3 cho thấy kết quả khai thác vốn của VIMC chưa đồng đều giữa các khối hoạt động. Trong khi khối cảng biển duy trì ROE ở mức

tương đối ổn định thì khối vận tải biển và dịch vụ hàng hải có mức biến động lớn qua các năm. Diễn biến này hàm ý bên cạnh các yếu tố về thị trường và cơ cấu vốn, cơ chế quản lý vốn hiện hành vẫn còn những hạn chế nhất định trong việc phân bổ nguồn lực, giám sát hiệu quả đầu tư và kiểm soát rủi ro tài chính. Bởi vậy, hoàn thiện cơ chế quản lý vốn cần được xác định là một giải pháp trọng tâm để cải thiện kết quả khai thác vốn trên phạm vi toàn Tổng công ty.

Mục tiêu đến năm 2030 là xây dựng hệ thống quản lý vốn thống nhất trên toàn VIMC theo hướng hiện đại, minh bạch và dựa trên hiệu quả. Trong đó, 100% đơn vị thành viên phải áp dụng bộ chỉ tiêu đánh giá kết quả khai thác vốn thống nhất; thời gian tổng hợp và báo cáo thông tin tài chính giảm tối thiểu 50% so với hiện nay; tỷ lệ các dự án đầu tư được đánh giá hiệu quả định kỳ đạt 100%; tỷ lệ nợ quá hạn và các khoản phải thu khó đòi được kiểm soát ở mức thấp hơn thời kỳ 2020–2024.

Ở giai đoạn ngắn hạn (2026-2027), VIMC cần rà soát quy chế điều hành tài chính, củng cố phân cấp giữa công ty mẹ và đơn vị thành viên, cùng với đó ban hành bộ chỉ tiêu hiệu quả khai thác vốn thống nhất. Việc phân cấp phải đi kèm ma trận thẩm quyền - trách nhiệm đối với quyết định đầu tư, huy động vốn, giá dịch vụ, tín dụng khách hàng và xử lý tài sản. Hệ thống chỉ tiêu trọng tâm gồm ROA, ROE, ROS, vòng quay tài sản, vòng quay vốn lưu động, thời gian thu hồi công nợ, chi phí sử dụng vốn và mức bảo toàn vốn; kết quả phải được theo dõi theo từng khối và từng dự án.

Trong trung hạn (2028-2030), VIMC cần triển khai hệ thống quản trị tài chính tích hợp trên nền tảng số, kết nối dữ liệu giữa công ty mẹ với các đơn vị thành viên để cải thiện khả năng giám sát dòng tiền, theo dõi kết quả khai thác vốn theo thời gian thực và hỗ trợ ra quyết định nhanh chóng. Cơ chế quản lý vốn cần chuyển từ phương thức quản lý hành chính sang quản trị dựa trên hiệu quả và giá trị tạo ra. Việc phân bổ vốn đầu tư phải dựa trên các tiêu chí định

lượng rõ ràng như tỷ suất sinh lời kỳ vọng, thời gian hoàn vốn, tác động đến dòng tiền và mức độ tương thích với chiến lược phát triển dài hạn.

Đối với quản lý vốn lưu động, Tổng công ty cần đẩy mạnh kiểm soát các khoản phải thu, xây dựng chính sách tín dụng khách hàng tương thích với từng nhóm đối tượng và đẩy mạnh ứng dụng công nghệ trong quản lý công nợ. Mục tiêu đến năm 2030 là rút ngắn thời gian thu hồi công nợ bình quân ít nhất 15-20% so với hiện nay và giảm tỷ lệ vốn bị chiếm dụng trong quá trình kinh doanh. Cùng với đó, VIMC cần xây dựng cơ chế quản lý dòng tiền tập trung để cải thiện hiệu quả sử dụng nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi, hạn chế tình trạng tồn đọng vốn tại các đơn vị thành viên.

Đối với vốn cố định, cần cân nhắc hiệu quả khai thác định kỳ đối với đội tàu, cầu bến, thiết bị xếp dỡ, kho bãi và hạ tầng logistics. Tài sản có hiệu suất thấp kéo dài phải được phân loại để tái cơ cấu khai thác, cho thuê, chuyển nhượng hoặc thanh lý. Đối với cảng nước sâu, công ty mẹ cần xây dựng khung nguyên tắc giá và biên độ phân cấp; doanh nghiệp cảng được chủ động điều chỉnh giá trong phạm vi phê duyệt theo công suất cầu bến, chất lượng dịch vụ, thời gian tàu chờ và mặt bằng cạnh tranh, nhưng phải công khai, kiểm soát xung đột lợi ích và xem xét tác động đến sản lượng - lợi nhuận.

Hoàn thiện cơ chế quản lý vốn theo mô hình quản trị ba lớp gồm: lớp định hướng chiến lược, lớp kiểm soát thực thi tại Cơ quan Tổng công ty và lớp tổ chức triển khai tại các doanh nghiệp thành viên. Trong đó, Công ty mẹ giữ vai trò thiết lập chuẩn quản trị, xây dựng hệ thống chỉ tiêu, giám sát và cảnh báo; doanh nghiệp thành viên chịu trách nhiệm tổ chức thực hiện và chịu trách nhiệm về kết quả sử dụng vốn.

Cùng với việc hoàn thiện quy chế phân cấp, VIMC cần xây dựng hệ thống báo cáo quản trị vốn thống nhất, quy định rõ chu kỳ báo cáo, tiêu chuẩn dữ liệu và cơ chế xử lý khi chỉ tiêu vượt ngưỡng kiểm soát.

Điều kiện thực hiện giải pháp:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần hoàn thiện khung thể chế nội bộ về quản lý tài chính, bảo đảm sự thống nhất giữa chiến lược, kế hoạch và cơ chế kiểm soát vốn.

Thứ hai, cần đầu tư cho hệ thống công nghệ thông tin và phần mềm quản trị tài chính để cải thiện chất lượng thông tin phục vụ quản lý.

Thứ ba, cần đào tạo đội ngũ cán bộ tài chính và cán bộ quản lý về kế toán quản trị, kiểm soát nội bộ và quản trị rủi ro tài chính.

Thứ tư, cần thiết lập cơ chế giám sát độc lập và đánh giá định kỳ kết quả khai thác vốn nhằm kịp thời phát hiện và điều chỉnh các sai lệch.

4.2.4. Đổi mới công nghệ quản lý vốn

Chuyển đổi số trong quản trị vốn cần bắt đầu từ kiến trúc dữ liệu chứ không bắt đầu từ việc mua phần mềm. VIMC cần thống nhất danh mục đơn vị, tài sản, dự án, hợp đồng, khách hàng và nguồn vốn; đồng thời quy định chủ sở hữu dữ liệu, tần suất cập nhật và tiêu chuẩn kiểm tra chất lượng. Khi mã dữ liệu được dùng thống nhất, thông tin từ kế toán, kho bạc, đầu tư và khai thác mới có thể kết nối để tạo báo cáo quản trị đáng tin cậy.

Lớp ứng dụng ưu tiên gồm quản lý dòng tiền, ngân sách vốn, danh mục đầu tư, công nợ và hiệu suất tài sản. Bảng điều hành phải cho phép đi từ chỉ tiêu hợp nhất xuống đơn vị và giao dịch nguồn, giúp người sử dụng xác định nguyên nhân thay vì chỉ nhìn thấy sai lệch tổng. Hệ thống cảnh báo cần dựa trên ngưỡng được phê duyệt như công nợ quá hạn, vượt ngân sách, công suất thấp, chênh lệch dòng tiền hoặc suy giảm khả năng trả nợ.

Trí tuệ nhân tạo và phân tích dự báo chỉ nên triển khai sau khi dữ liệu nền đạt chất lượng. Các mô hình có thể hỗ trợ dự báo dòng tiền, phát hiện giao dịch bất thường, ước tính nhu cầu bảo dưỡng và mô phỏng kịch bản khai thác. Tuy nhiên, kết quả mô hình phải được giải thích, kiểm tra và phê duyệt bởi người có thẩm quyền. Trách nhiệm quyết định không được chuyển hoàn toàn cho thuật toán, đặc biệt với các quyết định đầu tư và huy động vốn có giá trị lớn.

Lộ trình triển khai nên chia thành các gói nhỏ có sản phẩm sử dụng được. Giai đoạn đầu chuẩn hóa dữ liệu và báo cáo dòng tiền; giai đoạn tiếp theo tích hợp ngân sách, đầu tư và hiệu suất tài sản; giai đoạn sau mới mở rộng phân tích dự báo. Mỗi giai đoạn có tiêu chí nghiệm thu về độ đầy đủ dữ liệu, thời gian lập báo cáo, số quy trình tự động, tỷ lệ cảnh báo được xử lý và giá trị tiết kiệm. Cách triển khai này giảm rủi ro đầu tư công nghệ lớn nhưng chậm tạo lợi ích.

Bằng chứng tại Chương 3 cho thấy kết quả khai thác vốn của các khối hoạt động có mối liên hệ chặt chẽ với hiệu quả khai thác tài sản. Tại khối cảng biển và dịch vụ hàng hải, sự cải thiện của vòng quay tài sản là một trong những yếu tố quan trọng thúc đẩy ROE tăng trưởng trong thời kỳ được xem xét. Diễn biến này hàm ý việc ứng dụng công nghệ trong quản lý và khai thác tài sản có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với việc cải thiện kết quả khai thác vốn của VIMC.

Mục tiêu đến năm 2030 là hoàn thành quá trình chuyển đổi số trong quản trị tài chính và quản lý tài sản, bảo đảm 100% dữ liệu tài chính, đầu tư, khai thác tàu và cảng được quản lý trên nền tảng số thống nhất. Cùng với đó, phấn đấu giảm tối thiểu 20% chi phí quản lý tài chính, giảm 15% thời gian xử lý nghiệp vụ và nâng vòng quay tài sản của toàn Tổng công ty lên mức tối thiểu 0,65 vòng.

Trong giai đoạn 2026-2027, VIMC cần ưu tiên xây dựng cơ sở dữ liệu tập trung về tài sản, đầu tư, dòng tiền và công nợ. Hệ thống dữ liệu phải được kết nối giữa công ty mẹ và các đơn vị thành viên nhằm cung cấp thông tin chính xác, kịp thời cho hoạt động quản trị vốn. Cùng với đó, Tổng công ty cần triển khai các phần mềm quản trị nguồn lực doanh nghiệp (ERP), quản trị tài chính và quản lý đầu tư nhằm chuẩn hóa quy trình nghiệp vụ và nâng cao chất lượng thông tin quản trị.

Trong thời kỳ 2028-2030, VIMC cần đẩy mạnh ứng dụng AI, dữ liệu lớn, IoT và các nền tảng tích hợp trong điều hành tài sản và vận hành. Đối với vận

tải biển, hệ thống phải hỗ trợ tối ưu lịch tàu, tốc độ hành trình, tiêu hao nhiên liệu, bảo dưỡng dự báo và mô phỏng các kịch bản giá nhiên liệu; dữ liệu tiêu hao thực tế là căn cứ xây dựng định mức, lựa chọn thời điểm mua nhiên liệu và xem xét công cụ phòng ngừa rủi ro thích hợp với quy chế tài chính. Đối với cảng biển, IoT và tự động hóa được dùng nhằm nâng năng suất xếp dỡ, giảm thời gian tàu chờ, thời gian lưu bãi và tăng hiệu suất khai thác cầu bến.

Một nội dung bổ sung là, VIMC cần nghiên cứu xây dựng Trung tâm điều hành và Dữ liệu tạo nền tảng quản trị vốn dựa trên dữ liệu, phân tích số liệu tài chính theo thời gian thực để dự báo luồng tiền, xem xét hiệu quả đầu tư và cảnh báo sớm rủi ro. Hệ thống cần tích hợp số liệu tài chính với dữ liệu khai thác tàu, cảng, công nợ và nhiên liệu; phân quyền truy cập rõ ràng; lưu vết thay đổi; có cơ chế kiểm toán dữ liệu. Trung tâm này không thay thế chức năng của Ban Tài chính Kế toán mà đóng vai trò là đầu mối xây dựng kiến trúc dữ liệu quản trị, vận hành và cung cấp công cụ phân tích phục vụ quyết định. Trung tâm Công nghệ thông tin chịu trách nhiệm nền tảng, Ban Tài chính - Kế toán chịu trách nhiệm chuẩn số liệu tài chính, các khối kinh doanh chịu trách nhiệm chất lượng dữ liệu đầu vào.

Việc hình thành Trung tâm Điều hành số và Dữ liệu giúp Công ty mẹ theo dõi được tình trạng sử dụng vốn tại từng doanh nghiệp thành viên theo thời gian gần thực, nhận diện sớm các dấu hiệu suy giảm hiệu quả vốn và hỗ trợ điều phối nguồn lực giữa các đơn vị.

Điều kiện thực hiện giải pháp:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần xây dựng hệ thống thông tin quản lý dòng tiền và vốn lưu động kịp thời, chính xác và có khả năng kết nối dữ liệu giữa các bộ phận.

Thứ hai, cần hoàn thiện quy trình quản lý tín dụng thương mại, chính sách bán chịu và thu hồi công nợ tương thích với từng nhóm khách hàng.

Thứ ba, cần đào tạo đội ngũ cán bộ nghiệp vụ về quản trị vốn lưu động, quản lý dòng tiền và phân tích thanh khoản.

Thứ tư, cần thiết lập cơ chế phối hợp nội bộ hiệu quả giữa tài chính – kế toán, kinh doanh và sản xuất nhằm tối ưu hóa chu kỳ vận động vốn.

4.2.5. Cải thiện quy mô vốn

Mở rộng quy mô vốn phải đi cùng cơ chế sàng lọc danh mục. Trước hết, VIMC cần phân loại dự án thành nhóm duy trì an toàn khai thác, nhóm nâng hiệu suất, nhóm mở rộng công suất và nhóm chiến lược. Mỗi nhóm sử dụng tiêu chí đánh giá khác nhau. Dự án an toàn có thể bắt buộc dù lợi ích tài chính trực tiếp thấp; dự án mở rộng phải chứng minh nhu cầu thị trường và khả năng đạt công suất; dự án chiến lược cần thể hiện tác động tới chuỗi dịch vụ và vị thế dài hạn.

Quyết định phân bổ vốn không dừng ở NPV hoặc IRR mà phải xem xét chất lượng giả định. Dự báo sản lượng, giá dịch vụ, cước, nhiên liệu, tiến độ và chi phí đầu tư cần có nguồn dữ liệu, người chịu trách nhiệm và biên độ rủi ro. Hội đồng thẩm định phải kiểm tra kịch bản bất lợi và xác định biến nào làm dự án mất hiệu quả. Nếu dự án chỉ khả thi trong một tập hợp giả định hẹp, doanh nghiệp cần điều chỉnh quy mô, phân kỳ đầu tư hoặc tìm cơ chế chia sẻ rủi ro.

Sau phê duyệt, vốn được giải ngân theo mốc kết quả thay vì chỉ theo tiến độ chi tiêu. Mỗi mốc gắn với sản phẩm kỹ thuật, điều kiện pháp lý, hợp đồng đầu ra hoặc mức độ sẵn sàng khai thác. Khi giả định trọng yếu thay đổi, dự án phải được tái thẩm định phần còn lại. Cơ chế dừng hoặc thu hẹp dự án cần được quy định trước để tránh tâm lý tiếp tục đầu tư chỉ vì đã phát sinh chi phí.

Ở cấp danh mục, Tổng công ty cần theo dõi mức tập trung vốn theo lĩnh vực, địa bàn, loại tài sản và nguồn rủi ro. Nhiều dự án riêng lẻ có thể đạt yêu cầu nhưng khi cộng lại tạo mức tập trung quá lớn vào một chu kỳ thị trường. Hạn mức danh mục giúp VIMC duy trì khả năng đầu tư trong tương lai và tránh sử dụng hết dư địa tài chính trong một giai đoạn. Hiệu quả mở rộng được đo bằng dòng tiền tăng thêm, vòng quay tài sản, lợi nhuận sau chi phí vốn và mức đóng góp cho chuỗi dịch vụ, không chỉ bằng tăng tổng tài sản.

Kết quả phân tích của luận án chỉ ra quy mô vốn có quan hệ cùng chiều đến kết quả khai thác vốn nhưng mức độ ảnh hưởng thấp hơn so với các yếu tố quản trị và cơ cấu vốn. Thực tế tại VIMC cũng cho thấy việc gia tăng quy mô tài sản chưa tự động tạo ra hiệu quả tài chính nếu không đi kèm với sự cải thiện về khả năng khai thác và quản lý tài sản. Từ đó, trong giai đoạn tới, mục tiêu không chỉ là mở rộng quy mô vốn mà còn phải nâng cao hiệu quả sử dụng từng đồng vốn đầu tư.

Mục tiêu đến năm 2030 là duy trì tốc độ tăng trưởng tổng tài sản bình quân từ 6–8%/năm, đồng thời nâng ROE của toàn Tổng công ty lên trên 18% và nâng vòng quay tài sản lên tối thiểu 0,65 vòng. Tất cả các dự án đầu tư mới phải đáp ứng các tiêu chuẩn về hiệu quả tài chính và thời gian hoàn vốn theo quy định của Tổng công ty.

Trong ngắn hạn, VIMC cần tập trung rà soát toàn bộ danh mục đầu tư hiện có, đánh giá kết quả khai thác vốn tại từng dự án và từng đơn vị thành viên. Các khoản đầu tư có hiệu quả thấp kéo dài cần được xem xét tái cơ cấu hoặc thoái vốn nhằm tập trung nguồn lực cho các lĩnh vực cốt lõi. Việc phân bổ vốn đầu tư phải ưu tiên cho các dự án có khả năng tạo dòng tiền ổn định và tác động trực tiếp đến nâng cao năng lực cạnh tranh của Tổng công ty.

Ở trung và dài hạn, danh mục ưu tiên của VIMC nên tập trung vào đội tàu container tiết kiệm nhiên liệu, cảng nước sâu, trung tâm logistics và hạ tầng số. Việc phê duyệt không nên dựa chủ yếu vào quy mô vốn của dự án. Mỗi đề xuất cần có cấu trúc tài trợ riêng, dự báo dòng tiền theo ba kịch bản, điểm dừng hoặc điều chỉnh, tiêu chí môi trường và quy trình hậu kiểm. Thứ tự phân bổ vốn được xác lập trên cơ sở NPV, IRR, thời gian hoàn vốn, tác động đến vòng quay tài sản, mức bổ sung cho chuỗi dịch vụ tích hợp và sức chịu rủi ro của toàn Tổng công ty.

Bên cạnh việc mở rộng đầu tư, Tổng công ty cần đẩy mạnh khai thác thị trường, mở rộng mạng lưới khách hàng và phát triển các chuỗi dịch vụ logistics

tích hợp để cải thiện hiệu suất sử dụng tài sản hiện có. Việc gia tăng sản lượng hàng hóa thông qua cảng, tăng hệ số sử dụng đội tàu và mở rộng dịch vụ logistics sẽ giúp cải thiện vòng quay tài sản là có ý nghĩa đáng kể trong việc nâng cao ROE của VIMC.

Một nội dung bổ sung là, VIMC cần đẩy mạnh kiểm soát chi phí đầu tư và chi phí vận hành bằng cách áp dụng các công cụ quản trị hiện đại, phân tích hiệu quả đầu tư theo vòng đời dự án và thực hiện đánh giá hậu kiểm đối với các dự án hoàn thành. Mỗi quyết định đầu tư phải được xem xét dựa vào kết quả khai thác vốn thay vì chỉ dựa trên mục tiêu tăng quy mô tài sản.

Điều kiện thực hiện giải pháp:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần xây dựng chiến lược đầu tư dài hạn gắn với chiến lược phát triển tổng thể và năng lực tài chính thực tế của doanh nghiệp.

Thứ hai, cần bảo đảm nguồn vốn trung và dài hạn ổn định cho đầu tư tài sản cố định và công nghệ, tránh tình trạng mất cân đối tài chính.

Thứ ba, cần nâng cao năng lực thẩm định dự án đầu tư, quản lý rủi ro và giám sát hiệu quả đầu tư trong suốt vòng đời dự án.

Thứ tư, cần hoàn thiện hệ thống quản trị công nghệ, bảo đảm khả năng tích hợp, khai thác và vận hành hiệu quả các nền tảng số và công nghệ mới.

4.2.6. Quản trị rủi ro biến động giá nhiên liệu và thị trường vận tải biển

Giá nhiên liệu và giá cước là hai biến số bên ngoài có khả năng làm thay đổi nhanh ROS và luồng tiền của khối vận tải biển. VIMC cần thiết lập chính sách kiểm soát rủi ro theo ba lớp: dự báo và lập ngân sách theo kịch bản; kiểm soát vận hành để giảm tiêu hao; và sử dụng công cụ hợp đồng thích hợp nhằm ổn định chi phí. Chính sách này không nhằm đầu cơ giá mà nhằm giới hạn mức tổn thất có khả năng chấp nhận và bảo vệ luồng tiền khai thác.

Ban Vận tải biển chủ trì xây dựng định mức nhiên liệu theo từng tàu, tuyến và điều kiện khai thác; Ban Tài chính - Kế toán xây dựng hạn mức rủi ro, quy

trình phê duyệt và hạch toán; Ban Pháp chế kiểm soát điều khoản hợp đồng; doanh nghiệp thành viên triển khai báo cáo sai lệch định mức. Các biện pháp gồm tối ưu tốc độ và hành trình, mua nhiên liệu theo kế hoạch cuốn chiếu, điều khoản phụ phí nhiên liệu trong hợp đồng vận tải và, khi đủ điều kiện pháp lý - năng lực kiểm soát, xem xét hợp đồng kỳ hạn hoặc hoán đổi với đối tác được phê duyệt.

Chỉ tiêu xem xét gồm mức tiêu hao nhiên liệu trên đơn vị vận tải, tỷ lệ chi phí nhiên liệu/doanh thu, sai lệch giữa giá thực tế và giá ngân sách, tỷ lệ hợp đồng có cơ chế điều chỉnh phụ phí, và mức tuân thủ hạn mức rủi ro. Kết quả được báo cáo hàng tháng đối với khối vận tải biển và tích hợp vào xem xét hiệu quả khai thác vốn.

VIMC cần xem xét thành lập Trung tâm Quản lý hiệu suất khai thác tàu nhằm đẩy mạnh khả năng quản trị hiệu quả sử dụng tài sản và vốn đầu tư trong lĩnh vực vận tải biển. Trung tâm có chức năng theo dõi hiệu suất đội tàu, phân tích chi phí khai thác, đánh giá hiệu quả từng tuyến, chuyên và hỗ trợ quyết định điều chỉnh nguồn lực trong toàn Tổng công ty.

Việc thành lập Trung tâm Quản lý hiệu suất khai thác tàu có ý nghĩa quan trọng trong bối cảnh vốn đầu tư đội tàu chiếm tỷ trọng lớn, trong khi hiệu quả khai thác phụ thuộc mạnh vào giá nhiên liệu, thị trường cước vận tải và năng lực điều hành. Đây sẽ là cơ chế hỗ trợ Công ty mẹ kiểm soát tốt hơn kết quả khai thác vốn tại các doanh nghiệp vận tải biển thành viên.

4.2.7. Lộ trình ưu tiên giải pháp theo từng khối hoạt động của VIMC

Để tránh triển khai dàn trải, VIMC cần chuyển các nhóm giải pháp thành danh mục ưu tiên có chủ thể chịu trách nhiệm, thời hạn và chỉ tiêu kết quả. Ở cấp công ty mẹ, trọng tâm là chuẩn hóa dữ liệu vốn, thiết lập hạn mức đầu tư và cảnh báo sớm theo dòng tiền; các chỉ tiêu theo dõi gồm chênh lệch ngân sách, tỷ lệ dự án chậm tiến độ, chi phí vốn bình quân và mức độ tuân thủ báo

cáo. Hội đồng thành viên phê duyệt khẩu vị rủi ro, Ban điều hành tổ chức thực hiện, còn bộ phận tài chính và kiểm soát nội bộ định kỳ xác nhận chất lượng dữ liệu và mức hoàn thành.

Đối với khối vận tải biển, thứ tự ưu tiên là cơ cấu lại đội tàu theo tuyến và phân khúc có khả năng tạo dòng tiền, kiểm soát tiêu hao nhiên liệu, lựa chọn thời điểm sửa chữa - đầu tư và quản trị rủi ro giá cước. Các dự án đóng mới hoặc mua tàu chỉ được đưa vào danh mục khi vượt qua kiểm tra sức chịu đựng với kịch bản giá cước giảm, nhiên liệu tăng và thời gian tàu nằm chờ kéo dài. Chỉ tiêu kiểm soát cần gắn với hệ số sử dụng tàu, chi phí nhiên liệu trên hải lý, số ngày off-hire, dòng tiền khai thác và suất sinh lời sau điều chỉnh rủi ro.

Đối với khối cảng biển, ưu tiên là nâng công suất hữu dụng của tài sản hiện có trước khi mở rộng quy mô, đồng bộ thiết bị bốc xếp với năng lực cầu bến, luồng tàu và kết nối hậu phương. Mỗi dự án phải xác định sản lượng hòa vốn, cam kết nguồn hàng và phương án phối hợp với mạng lưới logistics. Các chỉ tiêu gồm năng suất cầu bến, thời gian giải phóng tàu, hệ số sử dụng thiết bị, sản lượng trên một đơn vị tài sản và dòng tiền tự do của dự án. Cách tiếp cận này hạn chế tình trạng tăng tài sản nhưng công suất không được khai thác tương xứng.

Đối với khối logistics và dịch vụ hàng hải, trọng tâm là rút ngắn chu kỳ tiền, kiểm soát công nợ theo khách hàng, tích hợp dữ liệu đơn hàng - kho - vận tải và tăng tỷ trọng dịch vụ trọn gói. Hạn mức tín dụng thương mại cần được điều chỉnh theo lịch sử thanh toán và biên lợi nhuận của hợp đồng; các khoản phải thu quá hạn phải có cơ chế cảnh báo và trách nhiệm thu hồi rõ ràng. Chỉ tiêu đánh giá gồm số ngày phải thu, vòng quay vốn lưu động, tỷ lệ đơn hàng số hóa, chi phí phục vụ trên đơn hàng và biên lợi nhuận theo khách hàng.

Lộ trình thực hiện có thể chia thành ba bước. Trong 12 tháng đầu, VIMC chuẩn hóa dữ liệu, xác lập đường cơ sở và xử lý các điểm nghẽn vốn lưu động; giai đoạn 12–36 tháng tập trung tối ưu tài sản hiện hữu và sàng lọc danh mục

đầu tư; sau 36 tháng mới mở rộng các dự án quy mô lớn đã đáp ứng ngưỡng hiệu quả và sức chịu đựng. Cơ chế rà soát theo quý cần cho phép dừng, điều chỉnh hoặc thoái vốn khỏi phương án không đạt mốc kiểm soát, qua đó biến giải pháp quản trị vốn thành quy trình có khả năng đo lường và chịu trách nhiệm.

4.3. Kiến nghị đối với Nhà nước và các cơ quan liên quan

4.3.1. Kiến nghị với Chính phủ

Từ các điểm nghẽn vượt quá thẩm quyền xử lý của doanh nghiệp, luận án đề xuất Chính phủ tập trung vào cơ chế giá, nguồn vốn dài hạn, thủ tục hàng hải và điều kiện phát triển vận tải xanh.

(i) Đối với cảng biển, cần hoàn thiện cơ chế giá theo nguyên tắc phản ánh chi phí, chất lượng, mức tự động hóa và điều kiện từng khu vực. Nhà nước quy định giới hạn và yêu cầu công khai; doanh nghiệp được chủ động xác định giá trong phạm vi cho phép. Cơ chế này vừa ngăn ngừa lạm dụng vị thế vừa tạo nguồn tái đầu tư hạ tầng.

Đối với vận tải biển, chính sách phát triển đội tàu cần được đặt trong lộ trình trẻ hóa, tăng tàu container và đáp ứng tiêu chuẩn xanh. Hỗ trợ của Nhà nước nên tập trung vào những dự án chứng minh được hiệu quả khai thác, khả năng tiết kiệm nhiên liệu và đóng góp cho năng lực vận tải quốc gia.

Ưu đãi thuế nhập khẩu tàu, thiết bị và phụ tùng chỉ nên áp dụng đối với hàng hóa trong nước chưa sản xuất được hoặc chưa đạt tiêu chuẩn kỹ thuật cần thiết. Điều kiện hưởng ưu đãi phải gắn với mục đích sử dụng, thời gian khai thác và cơ chế hậu kiểm để tránh đầu tư dàn trải.

Nguồn vốn dài hạn cho đội tàu có thể được hỗ trợ qua cơ chế tín dụng phù hợp, bảo hiểm hàng hải và chương trình đào tạo thuyền viên, kỹ sư, cán bộ quản lý. Chính sách tín dụng cần dựa trên dòng tiền dự án và năng lực trả nợ, không thay thế trách nhiệm thẩm định của doanh nghiệp.

Chính sách giá cảng cần phối hợp với tín dụng dài hạn và tài chính xanh. Nhà nước cần ban hành tiêu chí nhận diện dự án hàng hải xanh, yêu cầu sử

dụng vốn và khung báo cáo tác động, qua đó tạo cơ sở cho trái phiếu xanh hoặc khoản vay liên kết bền vững.

(ii) Quy định về giá dịch vụ hàng hải và vận tải container quốc tế cần được rà soát theo hướng minh bạch, ổn định và tương thích với cam kết quốc tế. Mục tiêu là giúp doanh nghiệp dự báo chi phí, xây dựng phương án giá và cạnh tranh bình đẳng, không can thiệp hành chính vào những giao dịch có thể vận hành theo thị trường.

(iii) Thủ tục đăng ký tàu, chứng nhận an toàn, tàu đến - tàu rời và dịch vụ hậu cần cần được liên thông trên nền tảng số. Hiệu quả cải cách nên đo bằng thời gian xử lý, số lần bổ sung hồ sơ và chi phí tuân thủ trên mỗi lượt tàu, thay vì chỉ tính số thủ tục được số hóa.

(iv) Cơ chế đăng kiểm cần mở rộng quyền lựa chọn tổ chức đủ năng lực và được công nhận quốc tế, đồng thời duy trì tiêu chuẩn cấp phép, kiểm tra và trách nhiệm pháp lý rõ ràng. Cạnh tranh dịch vụ chỉ có ý nghĩa khi không làm giảm yêu cầu an toàn kỹ thuật.

(v) Cần xây dựng quy phạm riêng cho vận tải hàng hóa ven biển và tuyến kết nối khu vực, làm rõ tiêu chuẩn tàu, hành trình, tải trọng, an toàn và phối hợp cảng. Khung quy định ổn định sẽ hỗ trợ chuyển hàng từ đường bộ sang đường biển, giảm chi phí logistics và phát thải.

(vi) Chính sách nhân lực hàng hải cần khuyến khích cơ sở đào tạo liên kết doanh nghiệp, tăng thực hành trên mô hình và thiết bị đạt chuẩn. Kết quả hỗ trợ phải được đánh giá bằng năng lực nghề nghiệp, tỷ lệ việc làm và khả năng đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế của thuyền viên, kỹ sư và cán bộ vận hành.

4.3.2. Kiến nghị với các cơ quan liên quan

Các kiến nghị dưới đây tập trung vào đúng chức năng của từng cơ quan, tránh lặp lại những nhiệm vụ VIMC có thể tự thực hiện.

4.3.2.1. Kiến nghị với Bộ Xây dựng

(i) Bộ Xây dựng cần rà soát khung giá dịch vụ cảng biển, bao gồm hoa tiêu, cầu bến, phao neo, bốc dỡ container và lai dắt. Việc điều chỉnh Thông tư số 54/2018/TT-BGTVT hoặc văn bản thay thế cần phân biệt khu vực cảng, loại dịch vụ, điều kiện khai thác và chất lượng cung ứng. Tác động của khung giá phải được đánh giá cùng với đó đối với khả năng tái đầu tư, chi phí logistics và cạnh tranh giữa các cảng.

(ii) Quy định về mua bán, nhập khẩu và chuyển đổi tàu biển cần được đơn giản hóa về hồ sơ và thời gian xử lý nhưng vẫn duy trì đầy đủ tiêu chuẩn an toàn, kỹ thuật, tuổi tàu và môi trường. Cơ chế rõ ràng giúp doanh nghiệp chủ động tái cơ cấu đội tàu và giảm thời gian vốn bị đình trệ trong quá trình thực hiện thủ tục.

4.3.2.2. Kiến nghị với Bộ Tài chính

(i) Bộ Tài chính cần đánh giá tổng thể tác động ngân sách trước khi áp dụng ưu đãi VAT hoặc thuế nhập khẩu đối với tàu, thiết bị và vật tư chưa sản xuất được trong nước. Ưu đãi nên có thời hạn, xác định đúng đối tượng và gắn với cam kết khai thác, tiêu chuẩn môi trường, công suất sử dụng. Chính sách thuế đối với thuyền viên có thể được xem xét trong quan hệ với mục tiêu duy trì lao động chuyên môn cao và năng lực cạnh tranh của đội tàu Việt Nam.

(ii) Bộ Tài chính và cơ quan hải quan cần rà soát Thông tư số 203/2014/TT-BTC ngày 22/12/2014 về xử lý hàng hóa tồn đọng. Trọng tâm là rút ngắn thời gian xác minh, định giá và xử lý, làm rõ trách nhiệm từng chủ thể và tăng công khai trạng thái hồ sơ. Chỉ tiêu đánh giá gồm thời gian lưu hàng, chi phí lưu kho, tỷ lệ hồ sơ quá hạn và diện tích bãi bị chiếm dụng.

4.3.2.3. Kiến nghị với Cục Hàng hải Việt Nam

(i) Cục Hàng hải Việt Nam cần xây dựng kế hoạch nạo vét, duy tu luồng dựa trên lưu lượng tàu, độ bồi lắng và yêu cầu tiếp nhận tàu lớn. Đối với luồng

do VIMC quản lý hoặc khai thác, trách nhiệm, nguồn kinh phí và lịch thực hiện phải được công khai. Hiệu quả được đo bằng độ sâu duy trì, thời gian gián đoạn và chi phí phát sinh do hạn chế môn nước.

(ii) Hợp tác quốc tế cần tập trung vào thực thi SOLAS, MARPOL, thỏa thuận ASEAN và các cam kết vận tải có liên quan. Cục Hàng hải Việt Nam nên cung cấp đầu mối thông tin, hướng dẫn tiêu chuẩn và hỗ trợ doanh nghiệp xử lý khác biệt pháp lý khi mở tuyến hoặc cung cấp dịch vụ tại nước ngoài.

Cơ chế hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng ra nước ngoài cần bao gồm thông tin thị trường, tư vấn pháp lý và hướng dẫn thủ tục lập chi nhánh, đại lý. Hỗ trợ của cơ quan quản lý nên giảm chi phí tìm kiếm và rủi ro pháp lý, trong khi quyết định đầu tư vẫn thuộc trách nhiệm doanh nghiệp.

Mạng lưới đại lý và đối tác quốc tế chỉ tạo hiệu quả khi gắn với nguồn hàng và chuỗi dịch vụ hiện có. Vì vậy, doanh nghiệp cần đánh giá mỗi điểm hiện diện theo doanh thu, chi phí duy trì, lượng khách hàng và khả năng kết nối vận tải - cảng - logistics.

Hợp tác kỹ thuật và đào tạo giúp tiếp cận tiêu chuẩn vận hành, công nghệ số và công nghệ xanh. Các chương trình cần có sản phẩm chuyên giao, nhân sự tiếp nhận và chỉ tiêu ứng dụng cụ thể, tránh dừng ở hoạt động trao đổi kinh nghiệm.

Ở phạm vi quản lý nhà nước, hợp tác hàng hải còn hỗ trợ an toàn, an ninh và thực hiện nghĩa vụ quốc tế. Tuy nhiên, các nội dung này là bối cảnh chính sách; luận án chỉ liên hệ với hiệu quả vốn ở khía cạnh giảm rủi ro gián đoạn và tạo môi trường khai thác ổn định.

Tóm lại, hợp tác quốc tế cần được lựa chọn theo khả năng mở thị trường, tiếp nhận công nghệ và giảm rủi ro tuân thủ. Nhà nước, doanh nghiệp và hiệp hội phải phân định rõ trách nhiệm để tránh trùng lặp nguồn lực.

4.3.2.4. Kiến nghị với Cục Phát triển doanh nghiệp

Cục Phát triển doanh nghiệp cần hỗ trợ VIMC và các cảng liên doanh chủ yếu về tư vấn tái cơ cấu, chuẩn hóa quản trị và kết nối nguồn tài chính theo

cơ chế thị trường. Việc bảo lãnh hoặc hỗ trợ vốn, nếu có, phải dựa trên phương án phục hồi, khả năng trả nợ và mức kiểm tra cụ thể. Kết quả hỗ trợ được đo bằng tiến độ tái cơ cấu, mức giảm chi phí, cải thiện công suất và dòng tiền của dự án.

4.3.2.5. Kiến nghị với các cơ quan khác

Hiệp hội Chủ tàu Việt Nam, Hiệp hội Chủ hàng Việt Nam và Hiệp hội Doanh nghiệp Dịch vụ Logistics Việt Nam cần phát huy vai trò tổng hợp dữ liệu, cho thấy vướng mắc và xây dựng chuẩn thực hành chung. Các hiệp hội có thể tổ chức cơ sở dữ liệu giá, năng lực vận tải, nhu cầu chủ hàng và tiêu chuẩn dịch vụ; cùng với đó làm đầu mối đối thoại chính sách. Hiệu quả hoạt động cần được đánh giá qua số kiến nghị được xử lý, mức tham gia của hội viên và giá trị dịch vụ thông tin cung cấp, thay vì chỉ dựa vào số lượng sự kiện.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Chương 4 đã chuyển hóa kết quả DuPont, dữ liệu khảo sát và đặc điểm vận hành của ba khối thành sáu nhóm giải pháp. Mỗi nhóm được xác định theo căn cứ, mục tiêu, đơn vị chủ trì, lộ trình và chỉ tiêu theo dõi. Hệ thống giải pháp nhấn mạnh chất lượng quản trị và khai thác tài sản, không đồng nhất mở rộng quy mô vốn với gia tăng hiệu quả. Các kiến nghị đối với cơ quan nhà nước được giới hạn ở những điều kiện vượt thẩm quyền của VIMC.

Nhóm giải pháp thứ nhất hướng vào năng lực quản trị nội bộ, tổng hợp phát triển đội ngũ, điều chỉnh cấu trúc nguồn vốn, củng cố phân cấp và kiểm soát, số hóa dữ liệu và nâng chất lượng thẩm định đầu tư. Trách nhiệm được phân công cho Ban Tài chính - Kế toán, Ban Đầu tư, Ban Vận tải biển, Trung tâm Công nghệ thông tin, công ty mẹ và các đơn vị thành viên theo chức năng.

Nhóm giải pháp thứ hai xuất phát từ đặc điểm của ngành hàng hải: kiểm soát rủi ro giá nhiên liệu và cước vận tải, tăng tỷ trọng nguồn vốn dài hạn và vốn xanh cho đầu tư đội tàu, nâng hiệu suất khai thác tàu - cảng - kho bãi, đồng thời trao quyền linh hoạt hơn về giá dịch vụ tại cảng nước sâu trong một khung giám sát minh bạch.

Nhóm kiến nghị chính sách tập trung vào cơ chế giá dịch vụ hàng hải, tín dụng dài hạn và tài chính xanh, thủ tục đầu tư - đăng kiểm - mua bán tàu, duy tu luồng hàng hải và phát triển nhân lực. Kết quả triển khai cần được lượng hóa bằng ROA, ROE, ROS, vòng quay tài sản, chi phí vốn, thời gian thu hồi công nợ, mức tiêu hao nhiên liệu, hiệu suất tài sản và tỷ lệ dự án đạt mục tiêu sau đầu tư.

KẾT LUẬN

Luận án xem xét hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam sau cổ phần hóa, trong điều kiện doanh nghiệp tổ chức theo mô hình công ty mẹ - công ty con và chịu ảnh hưởng rõ của chu kỳ vận tải biển. Nguồn bằng chứng được hình thành từ báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2020-2024 và khảo sát cảm nhận của đội ngũ quản lý, nhân sự tài chính.

Ở phương diện lý luận, nghiên cứu hệ thống hóa khái niệm, chỉ tiêu và năm nhóm nhân tố gồm cấu trúc nguồn tài trợ, quy mô nguồn vốn, năng lực quản trị vốn, công nghệ hỗ trợ quản trị và cơ chế điều hành vốn. Các quan hệ được giải thích dựa trên lý thuyết cơ cấu vốn, đại diện, nguồn lực, hiệu quả và hệ thống thông tin. Đồng thời, nghiên cứu tách bạch kết quả tài chính khách quan với đánh giá cảm nhận về hiệu quả sử dụng vốn trong mô hình khảo sát.

Ở phương diện thực tiễn, phân rã DuPont cho thấy ROE của VIMC được tạo nên bởi ROS, vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính, trong khi giá cước, giá nhiên liệu và chu kỳ thị trường là những điều kiện bên ngoài có ảnh hưởng lớn. Kết quả điều tra ghi nhận năng lực quản trị vốn và cấu trúc nguồn tài trợ được người trả lời đánh giá nổi bật hơn, sau đó là cơ chế quản lý, công nghệ và quy mô vốn. Cần lưu ý rằng các hệ số từ khảo sát chỉ biểu hiện quan hệ trong nhận thức của người tham gia, không phải bằng chứng nhân quả trực tiếp đối với ROA hay ROE.

Trên cơ sở tích hợp hai lớp bằng chứng, luận án đề xuất hệ thống giải pháp về năng lực quản trị, cơ cấu vốn, cơ chế quản lý, công nghệ, quy mô đầu tư, quản trị rủi ro nhiên liệu và chính sách giá cảng. Một số hạn chế cần được lưu ý gồm: dữ liệu khảo sát phản ánh nhận thức chủ quan của người trả lời; mô hình hồi quy OLS chưa kiểm soát đầy đủ khả năng tương quan nội cụm giữa các cá nhân thuộc cùng một đơn vị; và phạm vi nghiên cứu tập trung tại một

Tổng công ty nên khả năng khái quát hóa còn hạn chế. Các nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng dữ liệu bảng ở cấp doanh nghiệp, áp dụng sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm hoặc mô hình đa cấp đối với dữ liệu cá nhân lồng trong doanh nghiệp, đồng thời xem xét SEM khi mục tiêu là kiểm định đồng thời quan hệ giữa các biến tiềm ẩn. Việc mở rộng mẫu sang các doanh nghiệp hàng hải khác cũng sẽ giúp tăng khả năng đối chiếu và khái quát hóa kết quả. Mặc dù còn những giới hạn nêu trên, kết quả luận án vẫn cung cấp căn cứ khoa học và thực tiễn cho việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

Ngoài ra, khoảng cách giữa kỳ dữ liệu tài chính 2020–2024 và thời điểm khảo sát đầu năm 2025 tạo ra nguy cơ sai lệch hồi cứu; thiết kế một trường hợp tại VIMC làm giảm khả năng khái quát cho toàn ngành; và thang đo nhận thức có thể chịu tác động của xu hướng trả lời xã hội. Mặc dù EFA, kiểm định độ tin cậy và VIF hỗ trợ đánh giá chất lượng thang đo, các thủ tục này chưa thay thế được dữ liệu bảng nhiều doanh nghiệp hoặc thiết kế theo dõi dọc. Vì vậy, kết luận của luận án được giới hạn cho bối cảnh nghiên cứu; hướng tiếp theo là kết hợp dữ liệu tài chính theo đơn vị thành viên, biến vĩ mô và CFA/SEM trên mẫu mở rộng để kiểm định độ bền của mô hình.

DANH MỤC CÁC CÔNG BỐ KHOA HỌC

1. ThS. Trần Thị Hương “*Sử dụng vốn trên cơ sở quản trị rủi ro trong các doanh nghiệp hàng hải: Kinh nghiệm thế giới và gợi ý cho Tổng công ty Hàng hải Việt Nam*” đăng số 01 tháng 01/2025 trên Tạp chí Kinh tế - Tài chính.

2. ThS. Trần Thị Hương. “*Identification of Financial Risks in Vietnam Maritime Corporation*” Volume: 38, Jan-2025 - Spanish Journal of Innovation and Integrity.

3. ThS. Trần Thị Hương, GS.TS. Phạm Thị Mỹ Dung “*Đánh giá hiệu quả sử dụng vốn cố định của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam*” đăng số 1001 ngày 14/10/2025 trên Tạp chí Kinh tế - Tài chính điện tử.

4. ThS. Trần Thị Hương “*Nâng cao hiệu quả sử dụng vốn lưu động cho Tổng công ty Hàng hải Việt Nam*” đăng số 28 tháng 9/2025 trên Tạp chí Công Thương.

5. ThS. Trần Thị Hương “*Giải pháp nhân lực nhằm nâng cao hiệu quả vốn đầu tư của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam*” đăng số 1202 tháng 12/2025 trên Tạp chí Kinh tế - Tài chính điện tử.

6. ThS. Trần Thị Hương “*Financial Health Benchmarking in the F&B Sector: Lessons from UK Public Firms for Vietnamese Enterprises*” đăng tại kỷ yếu Socio-economic and Environmental Issues in Development 2025 Proceedings, ISBN: 978-604-79-5010-2.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

TIẾNG VIỆT

1. Bùi Văn Vân và Vũ Văn Ninh (2015). Tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Tài chính.
2. Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền và Ngô Thị Quyên (2015). Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 215.
3. Đặng Thị Hương và Nguyễn Thị Hồng Nga (2018). Yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm từ dữ liệu của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết. Tạp chí Khoa học và Công nghệ, số 46, tr. 72.
4. Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2005). Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS. Nhà xuất bản Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.
5. Lưu Thị Hương (2012). Tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Giáo dục.
6. Lưu Thị Hương và Vũ Duy Hào (2007). Tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân.
7. Ngô Thế Chi và Nguyễn Trọng Cơ (2008). Phân tích tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Tài chính.
8. Nguyễn Đình Hòa và Vũ Văn Hiếu (2007). Tiếp cận hệ thống trong nghiên cứu môi trường và phát triển. Nhà xuất bản Đại học Quốc gia, Hà Nội.
9. Nguyễn Đình Kiệm và Bạch Đức Hiền (2008). Tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Tài chính.
10. Nguyễn Đình Thọ (2011). Phương pháp nghiên cứu khoa học trong kinh doanh. Nhà xuất bản Lao động - Xã hội.
11. Nguyễn Minh Kiều (2008). Tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Thống kê.

12. Nguyễn Thị Hồng Duyên (2018). Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp hiện nay. Truy cập ngày 16/3/2018 từ: <https://dainam.edu.vn/vi/tin-tuc/cac-nhan-to-anh-huong-den-hieu-qua-su-dung-von-cua-doanh-nghiep-hien-nay>
13. Nguyễn Thị Tuyết Mai và Nguyễn Vũ Hùng (2015). Phương pháp điều tra - Nguyên lý và thực hành. Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân.
14. Nguyễn Văn Phúc (2018). Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sử dụng vốn trong doanh nghiệp: Lý luận và thực tiễn. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 259, tr. 35-42.
15. Nguyễn Văn Thắng (2015). Giáo trình Một số lý thuyết đương đại về quản trị kinh doanh: Ứng dụng trong nghiên cứu. Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân.
16. Quốc hội (2020). Luật Doanh nghiệp số 59/2020/QH14.
17. Tạ Đình Hòa (2019). Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn lưu động - Nghiên cứu với các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam. Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán, 3(188), tr. 34.
18. Thủ tướng Chính phủ (1995). Quyết định số 250/TTg về việc thành lập Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.
19. Thủ tướng Chính phủ (2018). Quyết định số 751/QĐ-TTg về phê duyệt Phương án cổ phần hóa Công ty mẹ - Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.
20. Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (2020-2024). Báo cáo quản trị nội bộ các năm 2020-2024.
21. Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (2020-2024). Báo cáo tài chính hợp nhất các năm 2020-2024.
22. Trần Thị Khoa và Nguyễn Thị Thanh Uyên (2014). Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam. Tạp chí Phát triển và Hội nhập, tr. 62-70.

TIẾNG ANH

23. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445. <https://doi.org/10.1108/15265940510633505>
24. Al-Taani, K. (2013). The relationship between capital structure and firm performance: Evidence from Jordan. *Journal of Finance and Accounting*, 1(3), 41-45. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20130103.11>
25. Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
26. Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.06.002>
27. Carpenter, M. A., & Sanders, W. G. (2002). Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, 23(4), 367-375. <https://doi.org/10.1002/smj.228>
28. Chang, C. (2014). Capital structure and firm performance: Evidence from Korean firms. *International Review of Economics & Finance*, 34, 101-114. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.08.004>
29. Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
30. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) (2013). *Internal Control-Integrated Framework*. <https://www.coso.org/guidance-on-ic>

31. Cullinane, K., & Wang, T. (2010). *The efficiency analysis of container port production using DEA panel data approaches*. *OR Spectrum*, 32, 717-738. <https://doi.org/10.1007/s00291-010-0202-7>
32. Creswell, J. W., & Plano Clark, V. L. (2011). *Designing and conducting mixed methods research* (2nd ed.). Sage.
33. Creswell, J. W. (2003). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (2nd ed.). Sage.
34. Creswell, J. W. (2007). *Qualitative inquiry and research design: Choosing among five approaches* (2nd ed.). Sage.
35. Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196703>
36. Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 387-405. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>
37. DeLone, W. H., & McLean, E. R. (2003). The DeLone and McLean model of information systems success: A ten-year update. *Journal of Management Information Systems*, 19(4), 9–30. <https://doi.org/10.1080/07421222.2003.11045748>
38. Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
39. Duliniec, A. (2007). *Enterprise financing*, Warsaw. *SGH Publishing House*.
40. Eling, M., Lehmann, M., & Schaper, P. (2022). Optimal labor and capital utilization by financial firms: Evidence from the German property and

casualty insurance industry. *Journal of Business Economics*, 92(6), 853-897.
<https://doi.org/10.1007/s11573-021-01071-8>

41. Farrell, M. J. (1957). The measurement of productive efficiency. *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (General)*, 120(3), 253-290.
<http://dx.doi.org/10.2307/2343100>

42. Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140-151.

43. Ghosh, S. (2012). Does leverage influence firm performance? Evidence from India. *Decision*, 39(2), 47–66.

44. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3-15.

45. Grzywacz, J. (2012). Capital in the enterprise and its structure, Warsaw. *Oficyna Wydawnicza SGH*.

46. Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E. (2010). Multivariate data analysis. *Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ*.

47. Hall, M., & Weiss, L. (1967). Firm size and profitability. *The Review of Economics and Statistics*, 49(3), 319–331. <https://doi.org/10.2307/1926642>

48. Hashmi, A., Iqbal, M. S., & A. (2022). Impact of working capital management on firm profitability and liquidity: The moderating role of family ownership. *Accounting Research Journal*, 35(5), 676–697.
<https://doi.org/10.1108/ARJ-07-2021-0212>

49. Hashmi, S. D., Gulzar, S., Ghafoor, Z., & Naz, I. (2020). Sensitivity of firm size measures to practices of corporate finance: Evidence from BRICS. *Future Business Journal*, 6(9). <https://doi.org/10.1186/s43093-020-00015-y>

50. Hunton, J. E., Lippincott, B., & Reck, J. L. (2003). Enterprise resource planning systems: Comparing firm performance of adopters and nonadopters. *International Journal of Accounting Information Systems*, 4(3), 165-184. [https://doi.org/10.1016/S1467-0895\(03\)00008-3](https://doi.org/10.1016/S1467-0895(03)00008-3)
51. Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2021). Determinants of enterprises' capital structure in energy industry: Evidence from European Union. *Energies*, 14(7). <https://doi.org/10.3390/en14071871>
52. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
53. Jõeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 294-308. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2012.05.001>
54. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
55. Likert, R. (1932). A technique for the measurement of attitudes. *Archives of Psychology*, 22(140), 1-55.
56. Lun, Y. H. V., & Quaddus, M. A. (2009). *An empirical model of the bulk shipping market*. *International Journal of Shipping and Transport Logistics*, 1(1), 37-54. <https://doi.org/10.1504/IJSTL.2009.021975>
57. Majumdar, S. K. (1997). The impact of size and age on firm-level performance: Some evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12(2), 231–241. <https://doi.org/10.1023/A:1007766324749>

58. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
59. Modigliani, F., and M. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*.
60. Modigliani, F., and Merton H. Miller (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*.
61. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
62. Notteboom, T., & Rodrigue, J.-P. (2012). *The corporate geography of global container terminal operators*. *Maritime Policy & Management*, 39(3), 249-279. <https://doi.org/10.1080/03088839.2012.671970>
63. North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press.
64. Onaolapo, A. A., & Kajola, S. O. (2010). Capital structure and firm performance: Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25, 70–82.
65. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing. <https://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance-9789264236882.htm>
66. Panayides, P. M., & Song, D.-W. (2009). *Port integration in global supply chains: Measures and implications for maritime logistics*. *International Journal of Logistics: Research and Applications*, 12(2), 133-145. <https://doi.org/10.1080/13675560902749407>

67. Pawlonka T. (2016). Application of capital structure theory to meat industry enterprises in Poland, Wrocław. *Doctoral dissertation*.
68. Porter, M. E., & Millar, V. E. (1985). How information gives you competitive advantage. *Harvard Business Review*, 63(4), 149-160.
69. Poston, R., & Grabski, S. (2001). Financial impacts of enterprise resource planning implementations. *International Journal of Accounting Information Systems*, 2(4), 271-294. [https://doi.org/10.1016/S1467-0895\(01\)00024-0](https://doi.org/10.1016/S1467-0895(01)00024-0)
70. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
71. Scott, W. R. (2001). *Institutions and organizations* (2nd ed.). Sage Publications.
72. Shepherd, W. G. (1972). The elements of market structure. *The Review of Economics and Statistics*, 54(1), 25-37.
73. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
74. Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (1996). *Using multivariate statistics* (3rd ed.). HarperCollins College Publishers.
75. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
76. Tongzon, J., & Heng, W. (2005). Port privatization, efficiency and competitiveness: Some empirical evidence from container ports (terminals). *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 39(5), 405-424. <https://doi.org/10.1016/j.tra.2005.02.001>

77. Towarnicka, H. (2003). *Startup Investment Strategy*, Wrocław. *Publishing House of the Academy of Economics in Wrocław*.
78. Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). The impact of trade credit use on firm profitability: Empirical evidence from Sweden. *Journal of Advances in Management Research*, 12(2), 111–132. <https://doi.org/10.1108/JAMR-09-2014-0067>
79. Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 40-61.

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 01:

CÂU HỎI PHÒNG VẤN SÂU

Phần 1. Giới thiệu lý do phỏng vấn

Xin chào Anh/Chị!

Tôi tên là: – Nghiên cứu sinh tại trường – đang thực hiện đề tài luận án ***“Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam”***. Để thực hiện luận án này, tôi cần tìm hiểu các thông tin về thực trạng hiệu quả sử dụng vốn và yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam giai đoạn 2020-2024.

Vì vậy, tôi rất mong Anh/Chị dành một chút thời gian quý báu tham vấn giúp tôi về các câu hỏi dưới đây để tôi có thể hoàn thiện, bổ sung cho đề tài nghiên cứu đã lựa chọn. Mọi ý kiến của Anh/Chị không đánh giá đúng hay sai và tất cả sẽ là nguồn thông tin cần thiết giúp tôi hoàn thành phần nội dung quan trọng của đề tài.

Tôi xin phép được ghi âm cuộc phỏng vấn và xin hứa mọi thông tin liên quan đến buổi phỏng vấn này đều nhằm mục đích nghiên cứu khoa học, sẽ được tôn trọng, đảm bảo tính bảo mật thông tin và không dùng vì mục đích khác.

Phần 2: Thông tin cá nhân của người được phỏng vấn:

- Họ và tên:
- Tuổi:
- Giới tính:
- Trình độ học vấn:
- Chức vụ quản lý:
- Số điện thoại:..... Email:.....

Phần 3: Tìm hiểu nhận thức chung về các vấn đề liên quan đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.

1.	Theo Anh/Chị, vốn có vai trò như thế nào đối với doanh nghiệp?
2.	Theo Anh/Chị, hiệu quả sử dụng vốn có ảnh hưởng như thế nào đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp?
3.	Theo Anh/Chị, doanh nghiệp cần quan tâm những vấn đề gì để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn?

Phần 4: Nội dung chính của cuộc phỏng vấn

1. Hiệu quả sử dụng vốn của công ty Anh/Chị có chịu ảnh hưởng bởi cơ cấu vốn không?

2. Theo Anh/Chị, quy mô vốn có phải là vấn đề được công ty quan tâm khi sử dụng vốn? Nếu có, xin Anh/Chị nêu rõ ảnh hưởng của quy mô vốn đến hiệu quả sử dụng vốn của DN?

3. Trong giai đoạn 2020–2024, công ty Anh/Chị có quan tâm đến trình độ quản lý vốn để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn không?

4. Công nghệ quản lý vốn có được công ty Anh/Chị quan tâm khi nâng cao hiệu quả sử dụng vốn không? Và công nghệ quản lý vốn ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả sử dụng vốn của công ty Anh/Chị?

5. Theo Anh/Chị, cơ chế quản lý vốn ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả sử dụng vốn của công ty?

6. Ý kiến khác:

6.1. Anh/Chị có thể gợi ý thêm các yếu tố khác có ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của VIMC?

6.2. Theo Anh/Chị, để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, VIMC cần phải làm gì?

7. Xin Anh/Chị cho ý kiến về Phiếu khảo sát liên quan đến các vấn đề sau:

- Anh/Chị có bổ sung hay loại trừ yếu tố nào không?
- Phát biểu nào Anh/Chị chưa hiểu rõ ý nghĩa?

- Phát biểu nào Anh/Chị cho rằng có từ ngữ khó hiểu hoặc thiếu rõ ràng, dễ gây hiểu nhầm cho người trả lời?

- Phát biểu nào Anh/Chị cho rằng không có thông tin trả lời hoặc thông tin thiếu sự tin cậy?

- Những phát biểu nào Anh/Chị cho rằng tương đồng nhau?

- Anh/Chị có thể nêu nhận xét về hình thức trình bày của phiếu khảo sát?

Xin trân trọng cảm ơn Anh/Chị!

PHỤ LỤC 02:**PHIẾU KHẢO SÁT ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU**

Xin chào Anh/Chị!

Tôi tên là:.....– Nghiên cứu sinh tại trường – đang thực hiện đề tài luận án ***“Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam”***. Để thực hiện luận án này, tôi cần tìm hiểu các thông tin về thực trạng hiệu quả sử dụng vốn và yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam giai đoạn 2020 – 2024.

Vì vậy, tôi rất mong Anh/Chị dành một chút thời gian quý báu tham vấn giúp tôi về những phát biểu dưới đây để tôi có thể hoàn thiện, bổ sung cho đề tài đã lựa chọn. Mọi ý kiến của Anh/Chị không đánh giá đúng hay sai và tất cả sẽ là nguồn thông tin cần thiết giúp tôi hoàn thành phần nội dung quan trọng của đề tài.

Tôi xin cam đoan giữ kín các thông tin mà Anh/Chị cung cấp. Tất cả các câu trả lời trong phiếu khảo sát sẽ được trình bày dưới hình thức bản báo cáo tổng hợp và tôi chỉ sử dụng cho nội dung nghiên cứu của đề tài, không sử dụng vào mục đích khác.

Rất mong Anh/Chị đọc kỹ câu dẫn và các phương án trả lời. Với các câu hỏi có nhiều lựa chọn, Anh/Chị có thể tích vào một hoặc nhiều ô tương ứng. Với các câu hỏi có ý kiến khác, xin Anh/Chị ghi trực tiếp nội dung hoặc ý kiến của mình vào phần để trống.

Xin chân thành cảm ơn sự hợp tác của Anh/Chị!

PHẦN I: THÔNG TIN VỀ TỔNG CÔNG TY/CÔNG TY CON ĐƯỢC ĐÁNH GIÁ

Tên Tổng công ty/công ty con:	
Địa chỉ:	
Số điện thoại/ Fax:	
(Sau đây được gọi là công ty được đánh giá)	

PHẦN II: THÔNG TIN VỀ NGƯỜI ĐƯỢC XIN Ý KIẾN ĐÁNH GIÁ

Họ tên Anh/Chị:				
Giới tính:	☐ Nam		☐ Nữ	
Địa chỉ:	Phường:		Quận:	
Độ tuổi:	☐ Từ 22 đến 30 tuổi	☐ Từ 30 đến dưới 40 tuổi	☐ Từ 40 đến 50 tuổi	☐ Trên 50 tuổi
Đơn vị công tác:				
Số năm công tác:	☐ Dưới 5 năm	☐ Từ 5 đến 10 năm	☐ Từ 10 đến 20 năm	☐ Trên 20 năm
Vị trí công tác	☐ Tổng giám đốc/ Giám đốc công ty	☐ Thành viên Hội đồng quản trị	☐ Trưởng phòng tài chính	☐ Nhân viên phòng tài chính
	☐ Phó Giám đốc Tổng công ty/ công ty		☐ Phó phòng tài chính	

PHẦN III: ĐÁNH GIÁ ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC YẾU TỐ ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA CÔNG TY ĐƯỢC ĐÁNH GIÁ

Xin Quý Anh/Chị vui lòng đánh dấu X vào cột đánh giá theo mức độ ảnh hưởng được xác định bằng thang đo Likert đánh số từ 1 đến 5 theo quy ước sau:

Điểm	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
Ý nghĩa	Không ảnh hưởng	Rất ít ảnh hưởng	Ảnh hưởng trung bình	Ảnh hưởng mạnh	Ảnh hưởng rất mạnh

A. THÔNG TIN KHẢO SÁT

STT	Yếu tố và biến quan sát	Mức độ ảnh hưởng				
Biến phụ thuộc: Hiệu quả sử dụng vốn						
	Tỷ suất sinh lời trên vốn của Tổng công ty được đánh giá đạt mức tích cực trong những năm gần đây	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
	Vốn của công ty được quay vòng hiệu quả trong hoạt động kinh doanh	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
	Việc sử dụng vốn giúp công ty nâng cao lợi nhuận và hiệu quả hoạt động	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
	Công ty sử dụng và phân bổ nguồn vốn hiệu quả, hạn chế lãng phí vốn	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
Các biến độc lập						
1.	Cơ cấu vốn					
1.1.	Cơ cấu vốn hiện tại phù hợp với đặc điểm hoạt động và chiến lược phát triển của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
1.2.	Tỷ lệ vốn vay và vốn chủ sở hữu hiện tại phù hợp với nhu cầu huy động vốn của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
1.3	Việc sử dụng vốn vay phù hợp với khả năng thanh toán và mức độ chấp nhận rủi ro của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
1.4	Cơ cấu vốn hiện tại được xây dựng trên cơ sở cân nhắc chi phí huy động vốn từ các nguồn tài trợ khác nhau.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
1.5	Công ty thường xuyên xem xét và điều chỉnh cơ cấu vốn để phù hợp với điều kiện kinh doanh và nhu cầu tài trợ vốn.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5

STT	Yếu tố và biến quan sát	Mức độ ảnh hưởng					
	Ý kiến khác về cơ cấu vốn:.....						
2.	Quy mô vốn						
2.1	Quy mô vốn hiện tại đáp ứng nhu cầu hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5	
2.2	Quy mô vốn hiện tại tạo điều kiện cho công ty mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5	
2.3	Quy mô vốn hiện tại tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai các kế hoạch đầu tư và phát triển của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5	
2.4	Công ty có khả năng huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau khi cần thiết.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5	
2.5	Quy mô vốn hiện tại góp phần tăng cường năng lực cạnh tranh của công ty trên thị trường.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5	
	Ý kiến khác về quy mô vốn:.....						
3.	Trình độ quản lý vốn						
3.1	Công tác lập kế hoạch và phân bổ vốn của công ty được thực hiện một cách hợp lý và phù hợp với nhu cầu hoạt động.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5	
3.2	Công ty thực hiện kiểm soát và theo dõi dòng tiền thường xuyên nhằm đáp ứng nhu cầu thanh toán và hoạt động kinh doanh.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5	

STT	Yếu tố và biến quan sát	Mức độ ảnh hưởng				
3.3	Các dự án đầu tư của công ty được thẩm định kỹ lưỡng trước khi đưa ra quyết định đầu tư.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
3.4	Công ty thường xuyên theo dõi và kiểm soát các khoản nợ cũng như rủi ro tài chính phát sinh.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
3.5	Công ty có năng lực quản lý và điều phối các nguồn vốn phục vụ hoạt động kinh doanh.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
	Ý kiến khác về trình độ quản lý vốn:.....					
4.	Công nghệ quản lý vốn					
4.1	Công ty ứng dụng phần mềm quản lý tài chính trong quá trình quản lý và theo dõi nguồn vốn.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
4.2	Hệ thống công nghệ của công ty hỗ trợ hiệu quả việc quản lý và giám sát dòng tiền.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
4.3	Công nghệ quản lý hỗ trợ công ty theo dõi và kiểm soát tài sản, nguồn vốn một cách kịp thời.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
4.4	Công nghệ số được sử dụng để hỗ trợ quá trình phân tích và ra quyết định đầu tư, tài chính.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
4.5	Mức độ ứng dụng công nghệ trong quản lý vốn tại công ty ngày càng được tăng cường.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
	Ý kiến khác về công nghệ quản lý vốn:.....					

STT	Yếu tố và biến quan sát	Mức độ ảnh hưởng				
5.	Cơ chế quản lý vốn					
5.1	Cơ chế quản lý vốn và tài sản hiện tại được xây dựng tương đối đầy đủ và phù hợp với hoạt động của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
5.2	Công tác kiểm tra và giám sát vốn được thực hiện thường xuyên và chặt chẽ.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
5.3	Cơ chế quản lý vốn hiện tại hỗ trợ việc phân bổ và sử dụng vốn theo đúng mục tiêu của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
5.4	Chính sách đầu tư và sử dụng vốn của công ty được công khai, minh bạch và dễ thực hiện.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
5.5	Cơ chế quản lý vốn hiện tại đáp ứng yêu cầu quản lý và kiểm soát nguồn vốn của công ty.	☐ 1	☐ 2	☐ 3	☐ 4	☐ 5
	Ý kiến khác về cơ chế quản lý vốn:.....					

B. THÔNG TIN KHÁC

Hãy nêu nhận xét của Anh/Chị về hiệu quả sử dụng vốn của công ty nơi Anh/Chị đang làm việc?	
Anh/Chị có mong muốn, đề xuất gì với Ban lãnh đạo công ty để nâng cao hơn nữa hiệu quả sử dụng vốn của công ty?	

Xin chân thành cảm ơn Anh/Chị đã dành thời gian trả lời các câu hỏi trong phiếu khảo sát của tôi. Chúc Anh/Chị luôn mạnh khỏe, hạnh phúc và thành công./.

PHỤ LỤC 03:**NGUYÊN TẮC PHÂN BỐ SỐ LIỆU THEO KHỐI KINH DOANH**

Phụ lục này được sử dụng để giải thích phương pháp hình thành số liệu theo khối trong Bảng 3.6. Các chỉ tiêu tổng hợp được lấy từ báo cáo tài chính hợp nhất của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam; phân phân tách theo khối cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải được thực hiện theo cách phân bổ của báo cáo quản trị nội bộ. Do đó, số liệu theo khối là số liệu phục vụ phân tích quản trị và không được hiểu là thuyết minh bộ phận được kiểm toán trực tiếp trên báo cáo tài chính hợp nhất.

Các khóa phân bổ sử dụng trong phụ lục được tổng hợp trên cơ sở báo cáo quản trị nội bộ của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam kết hợp với số liệu trên báo cáo tài chính hợp nhất giai đoạn 2020–2024. Việc phân bổ được thực hiện theo nguyên tắc nhất quán giữa các năm nhằm phục vụ mục đích phân tích xu hướng hiệu quả sử dụng vốn theo từng khối hoạt động. Trước khi sử dụng trong nghiên cứu, các số liệu phân bổ đã được đối chiếu với tổng số trên báo cáo tài chính hợp nhất để bảo đảm tổng doanh thu, lợi nhuận sau thuế, tài sản, vốn chủ sở hữu và nợ phải trả của ba khối bằng đúng số liệu hợp nhất; các sai lệch nếu có chỉ phát sinh do làm tròn số.

Bảng PL3.6-1. Cơ sở dữ liệu sử dụng để đối chiếu Bảng 3.6

Nhóm dữ liệu	Nguồn sử dụng	Vai trò trong Bảng 3.6	Cách kiểm soát
Số liệu hợp nhất toàn Tổng công ty	Báo cáo tài chính hợp nhất VIMC/MVN các năm 2020, 2021, 2022, 2023 và 2024	Làm tổng số kiểm soát cho các chỉ tiêu: doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế, tổng tài sản, vốn chủ sở hữu và nợ phải trả.	Tổng của ba khối sau phân bổ phải khớp với tổng số hợp nhất theo từng năm.

Nhóm dữ liệu	Nguồn sử dụng	Vai trò trong Bảng 3.6	Cách kiểm soát
Số liệu quản trị nội bộ	Báo cáo quản trị nội bộ và bảng tổng hợp phân bổ theo khối kinh doanh	Cung cấp tỷ trọng doanh thu, lợi nhuận, tài sản và hệ số đòn bẩy mục tiêu để phân tách số liệu hợp nhất thành ba khối.	Tổng tỷ trọng từng nhóm chỉ tiêu bằng 100%; sai số chỉ phát sinh do làm tròn.
Bảng phân tích trong luận án	Bảng 3.6	Trình bày hiệu quả sử dụng vốn theo cấp Tổng công ty và theo ba khối hoạt động.	Các hệ số được tính lại từ số liệu đã đối chiếu, không nhập độc lập.

Nguồn: NCS tổng hợp từ báo cáo tài chính hợp nhất VIMC/MVN và báo cáo quản trị nội bộ.

Bảng PL3.6-2. Nguyên tắc phân bổ và công thức đối chiếu các chỉ tiêu trong

Bảng 3.6

Chỉ tiêu trong Bảng 3.6	Tổng số kiểm soát	Khóa phân bổ/cách tính	Công thức khái quát	Ý nghĩa kiểm tra
Doanh thu bộ phận	Doanh thu thuần hợp nhất	Tỷ trọng doanh thu theo khối từ báo cáo quản trị nội bộ	$DT_{i,t} = DT \text{ hợp nhất}_t \times \text{tỷ trọng } DT_{i,t}$	$\Sigma DT_{i,t} = DT \text{ hợp nhất}_t$
Lợi nhuận bộ phận	Lợi nhuận sau thuế hợp nhất	Tỷ trọng lợi nhuận sau thuế theo khối	$LNST_{i,t} = LNST \text{ hợp nhất}_t \times \text{tỷ trọng } LNST_{i,t}$	$\Sigma LNST_{i,t} = LNST \text{ hợp nhất}_t$
Tài sản bộ phận	Tổng tài sản hợp nhất	Tỷ trọng tài sản theo khối	$TS_{i,t} = TS \text{ hợp nhất}_t \times \text{tỷ trọng } TS_{i,t}$	$\Sigma TS_{i,t} = TS \text{ hợp nhất}_t$

Chỉ tiêu trong Bảng 3.6	Tổng số kiểm soát	Khóa phân bổ/cách tính	Công thức khái quát	Ý nghĩa kiểm tra
Vốn chủ sở hữu bộ phận	Vốn chủ sở hữu hợp nhất	Chuẩn hóa theo hệ số tài sản/vốn chủ sở hữu mục tiêu từng khối	$VCSH_{i,t} = (TS_{i,t} / \text{hệ số mục tiêu}_{i,t}) \times \text{hệ số chuẩn hóa}_t$	$\Sigma VCSH_{i,t} = VCSH \text{ hợp nhất}_t$
Nợ phải trả bộ phận	Nợ phải trả hợp nhất	Xác định theo phần còn lại sau khi phân bổ tài sản và vốn chủ sở hữu	$NPT_{i,t} = TS_{i,t} - VCSH_{i,t}$	$\Sigma NPT_{i,t} = NPT \text{ hợp nhất}_t$
ROS bộ phận	Không phân bổ trực tiếp	Tính lại từ doanh thu và lợi nhuận bộ phận	$ROS_{i,t} = LNST_{i,t} / DT_{i,t}$	Phản ánh biên lợi nhuận của từng khối
Vòng quay tài sản bộ phận	Không phân bổ trực tiếp	Tính lại từ doanh thu và tài sản bộ phận	$VQTS_{i,t} = DT_{i,t} / TS_{i,t}$	Phản ánh hiệu suất khai thác tài sản
ROE bộ phận	Không phân bổ trực tiếp	Tính theo mô hình DuPont	$ROE_{i,t} = ROS_{i,t} \times VQTS_{i,t} \times (TS_{i,t}/VCSH_{i,t})$	Tương đương $LNST_{i,t} / VCSH_{i,t}$

Ghi chú: i là khối kinh doanh; t là năm nghiên cứu. Các khoản chênh lệch nhỏ (nếu có) là do làm tròn đến đơn vị triệu đồng.

Các khóa phân bổ dưới đây phản ánh cơ cấu phân bổ phục vụ công tác quản trị nội bộ của Tổng công ty theo từng năm nghiên cứu. Đây là cơ sở để tách số

liệu hợp nhất thành ba khối hoạt động nhằm phục vụ phân tích mô hình DuPont trong luận án, không phải số liệu báo cáo bộ phận được công bố theo báo cáo tài chính kiểm toán.

Bảng PL3.6-3. Khóa phân bổ quản trị nội bộ sử dụng cho Bảng 3.6

Nhóm khóa phân bổ	Khối	2020	2021	2022	2023	2024
Tỷ trọng doanh thu	Cảng biển	56,0%	58,0%	52,0%	49,0%	47,0%
	Vận tải biển	34,0%	32,0%	36,0%	33,0%	30,0%
	Dịch vụ hàng hải	10,0%	10,0%	12,0%	18,0%	23,0%
Tỷ trọng LNST	Cảng biển	72,0%	68,0%	58,0%	65,0%	70,0%
	Vận tải biển	20,0%	25,0%	34,0%	25,0%	22,0%
	Dịch vụ hàng hải	8,0%	7,0%	8,0%	10,0%	8,0%
Tỷ trọng tài sản	Cảng biển	50,0%	51,0%	50,0%	49,0%	48,0%
	Vận tải biển	42,0%	41,0%	42,0%	42,0%	41,0%
	Dịch vụ hàng hải	8,0%	8,0%	8,0%	9,0%	11,0%
Hệ số TS/VCSH mục tiêu	Cảng biển	1,75	1,70	1,65	1,60	1,55
	Vận tải biển	3,00	2,75	2,40	2,20	2,00
	Dịch vụ hàng hải	1,45	1,40	1,35	1,30	1,25
Tỷ trọng VCSH sau chuẩn hóa	Cảng biển	59,4%	59,3%	56,4%	54,1%	51,4%
	Vận tải biển	29,1%	29,5%	32,6%	33,7%	34,0%
	Dịch vụ hàng hải	11,5%	11,3%	11,0%	12,2%	14,6%

Nguồn: NCS tổng hợp trên cơ sở Báo cáo tài chính hợp nhất, báo cáo quản trị nội bộ và tài liệu phân tích cơ cấu hoạt động theo khối của VIMC

Lưu ý: Các khóa phân bổ trong Bảng PL3.6-3 chỉ được sử dụng nhằm phục vụ phân tích xu hướng hiệu quả sử dụng vốn theo mô hình DuPont trong phạm vi nghiên cứu của luận án. Các tỷ trọng và hệ số phân bổ không phải là chỉ tiêu được công bố hoặc kiểm toán riêng cho từng khối kinh doanh, do đó không được sử dụng cho các mục đích ngoài phạm vi nghiên cứu này.

Số: 368 /QĐ-ĐHĐĐ

Hà Nội, ngày 30 tháng 6 năm 2026

QUYẾT ĐỊNH

Về việc thành lập Hội đồng đánh giá luận án tiến sĩ cấp trường

HIỆU TRƯỞNG TRƯỜNG ĐẠI HỌC ĐÔNG ĐÔ

Căn cứ Quyết định số 534/TTg ngày 03/10/1994 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập Trường Đại học Dân lập Đông Đô; Quyết định 235/QĐ-TTg ngày 17/02/2017 của Thủ tướng Chính phủ về việc chuyển đổi Trường Đại học Dân lập Đông Đô sang loại hình trường đại học tư thục;

Căn cứ Thông tư số 18/2021/TT-BGDĐT ngày 28/6/2021 của Bộ Giáo dục và Đào tạo về việc ban hành Quy chế tuyển sinh và đào tạo trình độ tiến sĩ;

Căn cứ Quyết định số 140/QĐ-HĐT-ĐHĐĐ ngày 04/12/2025 của Hội đồng trường về việc ban hành Quy chế Tổ chức và hoạt động Trường Đại học Đông Đô;

Căn cứ Quyết định số 380/QĐ-ĐHĐĐ ngày 27/4/2022 của Hiệu trưởng Trường Đại học Đông Đô về việc ban hành quy định về tuyển sinh và đào tạo trình độ tiến sĩ;

Căn cứ Quyết định số 677/QĐ-ĐHĐĐ ngày 31/12/2025 của Hiệu trưởng Trường Đại học Đông Đô về việc sửa đổi, bổ sung quy định về tuyển sinh và đào tạo trình độ tiến sĩ;

Căn cứ Quyết định số 13/QĐ-ĐHĐĐ ngày 11/01/2024 của Hiệu trưởng Trường Đại học Đông Đô về việc công nhận tên đề tài luận án, tiểu luận tổng quan, các chuyên đề và phân công người hướng dẫn khoa học cho NCS Trần Thị Hương;

Theo đề nghị của Viện trưởng Viện Đào tạo Sau đại học tại Tờ trình số 02/TTr-SDH ngày 25/6/2026.

QUYẾT ĐỊNH:

Điều 1. Thành lập Hội đồng đánh giá luận án tiến sĩ cấp trường cho đề tài luận án: “Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam”

Nghiên cứu sinh: Trần Thị Hương

Mã nghiên cứu sinh: NCS.22.001

Chuyên ngành: Quản trị kinh doanh

Mã số: 9340101

Người hướng dẫn khoa học: GS.TS Phạm Thị Mỹ Dung

Danh sách thành viên Hội đồng:

1. Chủ tịch: PGS.TS. Hoàng Thị Thanh Nhân - Trường Đại học Đông Đô
2. Phản biện 1: GS.TS. Nguyễn Văn Song - Học viện Nông nghiệp Việt Nam
3. Phản biện 2: TS. Nguyễn Đức Vân - Trường Đại học Đông Đô
4. Ủy viên: PGS.TS. Trần Văn Trang - Trường Đại học Thương mại
5. Thư ký: PGS.TS. Lục Mạnh Hiên - Trường Đại học Lao động - Xã hội

Điều 2. Hội đồng có trách nhiệm tổ chức đánh giá luận án nêu trên theo đúng các quy định hiện hành của Bộ Giáo dục và Đào tạo và của Trường Đại học Đông Đô về đào tạo trình độ Tiến sĩ.

Hội đồng hoạt động kiêm nhiệm và tự giải thể sau khi hoàn thành nhiệm vụ.

Điều 3. Quyết định có hiệu lực từ ngày ký.

Viện trưởng Viện đào tạo Sau đại học, các đơn vị có liên quan, các cá nhân có tên tại Điều 1 và NCS Trần Thị Hương chịu trách nhiệm thi hành Quyết định này./.

Nơi nhận:

- Như Điều 3;
- HĐT (để b/c);
- BGH (để c/đ);
- Khoa KT&QL;
- Lưu: VT, SDH. 



**DANH SÁCH CÁC THÀNH VIÊN THAM GIA
HỘI ĐỒNG CHẤM LUẬN ÁN TIẾN SĨ CẤP TRƯỜNG**

Nghiên cứu sinh: **Trần Thị Hương**

Giới tính: Nữ

Mã số nghiên cứu sinh: NCS.22.001

Ngày, tháng, năm sinh: 05/06/1976

Nơi sinh: Nghệ An

Chuyên ngành: Quản trị kinh doanh

Mã ngành: 9340101

Người hướng dẫn: GS.TS. Phạm Thị Mỹ Dung

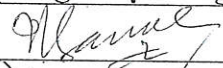
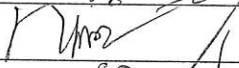
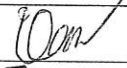
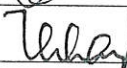
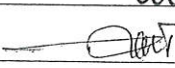
Tên luận án tiến sĩ: **Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam**

Địa điểm bảo vệ: Phòng 505 trường Đại học Đông Đô

Thời gian bảo vệ: ngày 02/08/2026

Quyết định số 368/QĐ-ĐHĐĐ ngày 30/6/2026 của Hiệu trưởng Trường Đại học Đông Đô về việc thành lập Hội đồng đánh giá luận án Tiến sĩ cấp trường của nghiên cứu sinh Trần Thị Hương sinh ngày 05/06/1976 tại Nghệ An.

Danh sách hội đồng gồm 05 thành viên:

TT	Họ và tên	Chức danh trong hội đồng	Chữ ký của thành viên tham gia hội đồng
1.	PGS.TS. Hoàng Thị Thanh Nhân	Chủ tịch	
2.	GS.TS. Nguyễn Văn Song	Phản biện 1	
3.	TS. Nguyễn Đức Vân	Phản biện 2	
4.	PGS.TS. Trần Văn Trang	Ủy viên	
5.	PGS.TS. Lục Mạnh Hiên	Thư ký	

Số thành viên có mặt: 05/05 thành viên;.

Số thành viên vắng (tên và nhiệm vụ trong Hội đồng):.....

Chủ tịch Hội đồng

Thư ký hội đồng



PGS.TS. Hoàng Thị Thanh Nhân



PGS.TS. Lục Mạnh Hiên

XÁC NHẬN CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC ĐÔNG ĐÔ



HIỆU TRƯỞNG

Nguyễn Anh Tuấn

CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

BẢN NHẬN XÉT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

(Dùng cho phản biện và thành viên ở Hội đồng đánh giá luận án cấp Trường)

Thông tin về người nhận xét:

Họ và tên: **Hoàng Thị Thanh Nhân**

Chức danh: PGS

Năm phong: 2003

Học vị: TS kinh tế

Chuyên ngành: Kinh tế Quốc tế

Cơ quan công tác: Đại Học Đông Đô, Hà Nội

Thông tin về luận án tiến sĩ:

Tên luận án: **Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.**

Ngành: Quản trị kinh doanh

Mã ngành: 9340101

Họ tên nghiên cứu sinh: **Trần Thị Hương**

Mã số nghiên cứu sinh: NCS.22.001

Khóa: II

Người hướng dẫn nghiên cứu sinh: GS. TS. Phạm Thị Mỹ Dung

Ý KIẾN NHẬN XÉT

1. Hình thức luận án:

- Xét từ góc độ của luận án tiến sĩ chuyên ngành quản trị kinh doanh, ncs Trần Thị Hương đã tôn trọng cấu thành về hình thức bắt buộc mà nhà trường yêu cầu.

- Cấu trúc luận án gồm 4 chương, trình tự sắp xếp hợp lý, theo logic của vấn đề nghiên cứu, từ đó giúp người đọc nhận diện tồn tại và những lợi thế để đạt được tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên tổng vốn sở hữu (ROE), và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS)

- Tác giả trình bày khá rõ nét các lý thuyết liên quan đến 5 nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty Hàng hải Việt nam, bên cạnh đó, tác giả tiến hành các nghiên cứu thực nghiệm về các yếu tố ảnh hưởng đến sử dụng hiệu quả vốn tại tổng công ty có quy mô lớn thuộc doanh nghiệp nhà nước. Sự kết nối này giúp luận án có sức thuyết phục thông qua phân tích sâu.

- Các trích dẫn đều có nguồn gốc rõ ràng và chỉ dẫn cẩn trọng, tài liệu đánh số, trích dẫn đều gắn với danh mục trong Tài liệu tham khảo, tác giả đã đáp ứng yêu cầu cần thiết của công trình nghiên cứu khoa học



2. Nội dung luận án:

2.1 Tính cần thiết, ý nghĩa khoa học và thực tiễn của luận án:

- Một trong phần nghiên cứu quan trọng nhất thuộc quản trị kinh doanh là quản trị nguồn vốn trong công ty. Luận án đặt mục tiêu nghiên cứu theo sát vấn đề mà thời cuộc đòi hỏi, đặc biệt vấn đề bảo toàn và phát triển nguồn vốn trong công ty Nhà nước. Tên đề tài và nội dung của công trình này đáp ứng yêu cầu thực tiễn và có ý nghĩa khoa học thực chứng.

2.2 Sự phù hợp của đề tài nghiên cứu và độ tin cậy:

- Tác giả lựa chọn đề tài nghiên cứu phù hợp với chuyên ngành đào tạo. Nội dung luận án bao quát, đi thẳng vào chủ đề cốt lõi đã chọn.

- Công trình sử dụng phương pháp nghiên cứu hiện đại, kết hợp truyền thống, đảm bảo độ tin cậy của các kết luận, phát hiện khoa học giá trị.

2.3 Sự trùng lặp của đề tài nghiên cứu (nếu nghiên cứu sinh có sử dụng kết quả từ các nghiên cứu trước khi thực hiện luận án thì cho ý kiến nhận xét về tính hợp lý và khối lượng so với nội dung toàn luận án).

-Nghiên cứu sinh có sử dụng tài liệu đã công bố trước đó, mức độ tham khảo và tiếp thu có chọn lọc, trong phạm vi chấp nhận được.

2.4 Những đóng góp mới của luận án:

.- Luận án mở ra hướng nghiên cứu thú vị về quản trị nguồn vốn và quản trị rủi ro tài chính ở một tập đoàn lớn thuộc sở hữu nhà nước. Bằng vận dụng phương pháp nghiên cứu hỗn hợp, công trình thực sự có giá trị thuyết phục và tham khảo đối với người đọc.

- Những đề xuất giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn ở VNMC là cần thiết và hữu dụng trong điều hành công ty, lãnh đạo tập đoàn có thêm cơ sở để cải tiến quản trị nguồn lực trong kinh doanh sản xuất.

2.5 Ưu và khuyết điểm của bản luận án:

-Luận án được thực hiện nghiêm túc, bố cục chặt chẽ, trình bày chuẩn với nguyên tắc cơ bản của luận án tiến sĩ do Bộ Giáo dục và nhà trường quy định. Văn bản được biên soạn cẩn thận, ít lỗi chính tả và ngữ văn

- Nội dung phong phú, thông qua phân tích định tính kết hợp định lượng, luận án đi đến những phát hiện khoa học đáng nghi nhận. Phần 3.4 Thảo luận kết quả nghiên cứu đã đi chi tiết 5 yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn (bao gồm: trình độ quản vốn, cơ cấu vốn, cơ chế quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn và quy mô vốn). Kết quả phân tích cho thấy quy mô vốn là yếu tố ảnh hưởng yếu nhất đến hiệu quả sử dụng vốn. Tôi rất chia sẻ nhận định của tác giả. Huy động vốn ồ ạt mà không sử dụng hiệu quả chỉ dẫn đến thua lỗ, gây lãng phí tài sản công ty.

- Tuy nhiên, tác giả có phần né tránh nhân tố con người, nhân lực trong ngành

hàng hải nói chung , trong VNMC nói riêng. Lịch sử phát triển kinh doanh của Vinaline trước năm 2020 so với 4 năm gần đây (sau khi chuyển đổi thành VNMC) chứng kiến sự đi lên từ đáy của tập đoàn hàng hải và logistics nước nhà.

- Trang 103 tác giả tổng kết : hiệu quả sử dụng vốn phụ thuộc nhiều hơn vào chất lượng quản trị, khả năng tổ chức quản trị nguồn lực và hiệu quả điều hành hoạt động tài chính trong công ty. Thực chất là thừa nhận yếu tố Con người có vai trò quyết định đề ra chiến lược và quản lý tài chính công ty.

2.6 Nội dung luận án đã được công bố trên tạp chí và giá trị của công trình công bố:

- Tác giả đã công bố 6 công trình, tất cả đăng vào năm 2025 trên các tạp chí chuyên ngành trong nước và quốc tế. Nội dung các công trình này đều phản ánh một phần nội dung cơ bản của luận án, hoặc gần với kết quả nghiên cứu trong công trình . Tuy nhiên, tôi cho rằng sẽ là rất đáng tiếc khi tác giả không thực hiện một bài nghiên cứu so sánh quản trị vốn giữa VNMC với một công ty tư nhân khá nổi tiếng trên lĩnh vực hàng hải là Gemadept- nơi có tiếng về quản trị nguồn lực tài chính và thực thi chiến lược kinh doanh phù hợp . Nếu thực hiện được nghiên cứu mang tính học thuật này sẽ làm nổi bật thành tựu của VNMC trong điều kiện chuyển đổi công nghệ số cũng như tìm ra điểm yếu trong phát triển nguồn vốn của tập đoàn.

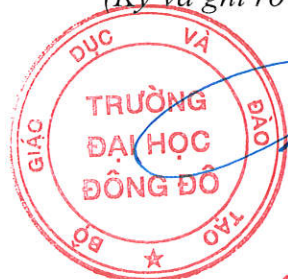
2.7 Đề nghị sửa chữa, bổ sung, yêu cầu giải thích: (tên luận án, trình bày, tổng quan tài liệu, phương pháp nghiên cứu, kết quả và thảo luận, kết luận và đề xuất, tài liệu tham khảo, ...)

- Mảng nghiên cứu so sánh của luận án còn yếu, hạn chế hiệu quả của các phát hiện khoa học , tác giả nên bổ sung hoàn thiện tốt hơn . Trên cơ sở đó, tôi ủng hộ tác giả chỉnh sửa và xuất bản sách in, sẽ rất hữu ích đối với độc giả quan tâm đến vấn đề quản trị tài chính công ty, hoặc làm tài liệu tham khảo cho sinh viên trong ngành quản trị kinh doanh

- Tác giả nên rà soát các giải pháp đồng thời nêu rõ tính liên kết , tác động qua lại của nhóm giải pháp để tăng thêm mức độ phong phú của nội dung.

3. Kết luận chung: Luận án đáp ứng các yêu cầu đối với luận án tiến sĩ, đóng góp mới giúp cho ứng dụng thực tế , tôi đồng ý cho NCS được bảo vệ luận án tại hội đồng đánh giá luận án cấp Trường để nhận học vị tiến sĩ./.

Xác nhận của cơ quan công tác
(Ký và ghi rõ họ tên, đóng dấu)



HIỆU TRƯỞNG

Nguyễn Anh Tuấn

Hà Nội, ngày 10 tháng 4 năm 2026
Người nhận xét

PGS.TS. Hoàng Thị Thanh Nhân

CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

BẢN NHẬN XÉT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

(Dùng cho phản biện và thành viên ở Hội đồng đánh giá luận án cấp Trường)

Thông tin về người nhận xét:

Họ và tên: **NGUYỄN VĂN SONG**

Chức danh: **Giáo sư** Năm phong: **2013** Học vị: **Tiến sĩ**

Chuyên ngành: **Kinh tế Nông nghiệp**

Cơ quan công tác: **Học viện Nông nghiệp Việt Nam**

Thông tin về luận án tiến sĩ:

Tên luận án: **Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.**

Ngành: **Quản trị kinh doanh**

Mã ngành: **9340101**

Họ tên nghiên cứu sinh: **Trần Thị Hương**

Mã số nghiên cứu sinh: **NCS.22.001**

Khóa: **II**

Người hướng dẫn nghiên cứu sinh: **GS. TS. Phạm Thị Mỹ Dung**

Ý KIẾN NHẬN XÉT

1. Hình thức luận án:

Ngoài phần mở đầu (lý do chọn đề tài, tổng quan các nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu,12 trang) Luận án chia làm 116 trang chia làm 4 chương: Chương 1 cơ sở lý luận về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp, chương này gồm 13 trang từ trang 13 đến trang 26; Chương 2 Phương pháp nghiên cứu; chương này 17 trang từ trang 27 đến trang 44; Chương 3, thực trạng các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn tại tổng công ty hàng hải Việt Nam, chương này 61 trang từ trang 45- 106; Chương 4, giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam, chương này 20 trang từ trang 107 đến 127;

Đánh giá chung kết cấu LA được chia làm 4 chương là phù hợp, nhưng cần cần đổi giữa các chương đặc biệt phần tổng quan nghiên cứu cần bổ sung thêm cho hàm lượng LA tốt hơn.

2. Nội dung luận án:

2.1 Tính cần thiết, ý nghĩa khoa học và thực tiễn của luận án:

Vốn, đất đai, lao động là 3 đầu vào quan trọng của tất cả các cơ sở sản xuất kinh doanh; Vốn tồn tại dưới nhiều dạng, nhiều hình thức hữu hình, phi hữu hình khác nhau. Vốn đóng vai trò quan trọng trong việc kết hợp đầu vào Đất đai và lao động để tạo ra sản phẩm, dịch vụ cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu đề tài có ý nghĩa khoa học và thực tiễn, nhưng tôi đánh giá cao ý nghĩa thực tiễn của nghiên cứu này với Tổng công ty.

2.2 Sự phù hợp của đề tài nghiên cứu và độ tin cậy:

Tên, nội dung của đề tài luận án phù hợp với chuyên ngành Quản trị kinh doanh mã số 9340101; Nguồn số liệu chủ yếu là số liệu thứ cấp có nguồn cụ thể từ Tổng CTy, các số liệu sơ cấp được điều tra tương đối toàn diện; Phương pháp tiếp cận, phân tích và xử lý số liệu cũng như các chỉ tiêu nghiên cứu tương đối phù hợp với mục tiêu nghiên cứu và nội dung nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng hiệu quả sử dụng vốn. Kết quả của đề tài luận văn tương đảm bảo tin cậy.

2.3 Sự trùng lặp của đề tài nghiên cứu (nếu nghiên cứu sinh có sử dụng kết quả từ các nghiên cứu trước khi thực hiện luận án thì cho ý kiến nhận xét về tính hợp lý và khối lượng so với nội dung toàn luận án).

Tại
Đề dạng phân tích hiệu quả sử dụng vốn, phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp (Công Ty, Tổng công ty) có rất nhiều nghiên cứu ở Việt Nam và trên Thế giới nghiên cứu về vấn đề này. Nhưng xét về thời gian, xét về không gian (của Tổng công ty Hàng Hải Việt Nam) thì chưa có nghiên cứu nào về vấn đề này như tôi được biết. Nên sự trùng lặp về địa điểm, thời gian là không bị trùng lặp.

2.4 Những đóng góp mới của luận án:

Tổng hợp được các vấn đề lý luận, thực tiễn và các nghiên cứu liên quan đến việc phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng CTy;

Phân tích hệ thống các yếu tố ảnh hưởng thực tiễn đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công Ty;

Đề xuất hệ thống giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả của sử dụng vốn tại Tổng Công ty Hàng Hải, Việt Nam.

2.5 Ưu và khuyết điểm của bản luận án:

2.5.1 Ưu điểm của Luận án

Logic giữa phần lý luận phân phân tích thực tiễn và phần giải pháp;

Phân áp dụng các chỉ tiêu phân tích tài chính của Tổng công ty (Doanh nghiệp) là rất sâu. Có ý nghĩa thực tiễn cao trong việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của Tổng Công ty.

2.5.2 Khuyết điểm của Luận án

Phương pháp phân tích lượng hoá (hàm hồi quy) dựa trên phương pháp điều tra gián tiếp cảm tính đánh giá của một nhóm người (EFA/phân tích nhân tố khám phá, phương pháp này có nhiều hạn chế do: Phụ thuộc hoàn toàn vào ý kiến của một

nhóm người mang tính cảm tính và chỉ là trong một lần điều tra (số liệu ngang/cross section data) nên kết quả khó khẳng định cho CTy trong một thời gian dài.

Hơn nữa các biến độc lập hoàn toàn phụ thuộc vào hiểu biết của người phỏng vấn về vấn đề hiệu quả sử dụng vốn, chiến lược của người trả lời, thời gian trả lời, ngữ cảnh trả lời.... và phương pháp sử dụng số liệu là số liệu ngang không phải số liệu chuỗi nên khẳng định cho hiệu quả sử dụng vốn của CT là hạn chế; Nếu tác giả sử dụng chỉ số hiệu quả thực các năm, các yếu tố ảnh hưởng lượng hoá theo các năm sẽ sẽ trực tiếp chỉ được ảnh hưởng của các yếu tố đến hiện quả.

2.6 Nội dung luận án đã được công bố trên tạp chí và giá trị của công trình công bố:

Tác giả có xuất bản 5 bài báo và một bài kỷ yếu hội thảo, trong 5 bài báo có 3 bài trên tạp chí Kinh tế dự báo (vì thực chất tạp chí Kinh tế - Tài chính là sự hợp nhất của 7 tạp chí trong đó có tạp chí kinh tế dự báo. 1 bài tạp chí quốc tế thường (Spanish Journal of Inovation and Integrity nhưng bài này và bài thứ 6 đăng bài hội thảo không liên quan tới đề tài Luận án như vậy tác giả có 4 bài liên quan đến kết quả của LA trong đó 3 trên tạp chí Kinh tế dự báo (hoặc tiền thân là KTDB...) và tạp chí Công thương. Đủ đáp ứng yêu cầu với NCS để bảo vệ LA.

2.7 Đề nghị sửa chữa, bổ sung, yêu cầu giải thích: (tên luận án (không thể đổi tên khi đã ra báo cáo chính thức), trình bày, tổng quan tài liệu, phương pháp nghiên cứu, kết quả và thảo luận, kết luận và đề xuất, tài liệu tham khảo,...)

Thứ nhất, viết lại những đóng góp mới cụ thể hơn ở phần 6 của phần Mở đầu trang 12 hiện nay viết có 2-3 dòng quá sơ sài!!! Cần lưu ý khi tổng quan tìm ~~gia~~ các khoảng trống gì về nội dung (2.4.1), các khoảng trống về phương pháp (2.4.2)... đã làm được gì giải quyết các khoảng trống này thường là những đóng góp mới!!

Thứ hai, mục tiêu cụ thể 1 là làm rõ thay vì tổng quát hoá cơ sở lý luận (trang 11). Bổ sung phần tổng quan theo các nội dung nghiên cứu (xem các nội dung nghiên cứu đã có các tác giả nào làm về vấn đề đó và kết luận của họ ra sao), hiện nay mang tính chất hệ thống nhiều.

Thứ ba, phần 2.3 “các phương pháp sử dụng trong nghiên cứu” đổi thành phương pháp phân tích và xử lý số liệu chia làm 2.3.1 là nguồn số liệu và chia phần này thành 2 phần nguồn số liệu thứ cấp và nguồn số liệu sơ cấp. Bỏ phần 2.3.2 công cụ xử lý số liệu (trang 30);

Thứ tư, 3.3.3 cần trình bày rõ các biến của mô hình hồi quy tuyến tính (phân tích các nguyên nhân ảnh hưởng (theo số liệu ngang/cross section data), sử dụng trong mô hình EFA không có ý nghĩa xu hướng và theo chuỗi thời gian.

Thứ năm, các thang đo cần nêu rõ ai đã sử dụng (cơ sở thực tiễn) hoặc cơ sở lý thuyết dựa trên cơ sở nào?

Thứ sáu, rất nhiều khái niệm, đoạn văn của phần lý luận, tổng quan cần bổ sung nguồn trích dẫn; đơn vị tính của nhiều bản.... cần thành lập đơn vị tính hơn là đưa đơn vị tính vào trong bảng, dòng... bảng có % ở đầu, trong lại có % (bảng 3.1); Bảng 3.5 và 3.6 cần có đơn vị tính; Dấu chấm dấu phẩy chưa thống nhất chỗ thì theo Việt, chỗ thì theo Anh. Bảng 3.6 hệ số tồn là gì???

3. Kết luận chung:

Luận án có đáp ứng đạt theo quy định tại Điều 30 Quy chế tuyển sinh và Đào tạo trình độ tiến sĩ của Bộ Giáo dục và Đào tạo theo Thông tư số 10/2009/TT-BGDĐT ngày 07/5/2009 của Bộ GD và ĐT, được sửa đổi theo thông tư số 05/2012/TT-BGDĐT ngày 15/02/2012 của Bộ trưởng Bộ Giáo dục và Đào tạo. Bản tóm tắt luận án phản ánh trung thành nội dung cơ bản của Luận án chính. Tôi đồng ý cho Luận án này được bảo vệ cấp trường cho NCS được bảo vệ luận án tại hội đồng đánh giá luận án cấp Trường để nhận học vị tiến sĩ.

Hà Nội, ngày 10 tháng 7 năm 2026

Người nhận xét

(Ký tên, ghi họ tên)

Xác nhận của cơ quan công tác

(Ký và ghi rõ họ tên, đóng dấu)



PHÓ GIÁM ĐỐC
PGS.TS. Nguyễn Công Tiệp

GS.TS. NGUT. NGUYỄN VĂN SONG



CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

BẢN NHẬN XÉT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

*(Quyết định số 368/QĐ-ĐHĐĐ ngày 30/6/2026 của Hiệu trưởng Trường đại học Đông Đô
v/v thành lập Hội đồng đánh giá luận án tiến sĩ cấp Trường)*

Thông tin về người nhận xét:

Họ và tên: Nguyễn Đức Vân

Chức danh: Phản biện 2

Học vị: Tiến sĩ

Chuyên ngành: Khoa học Quản lý – Đại học Kinh tế Quốc dân

Cơ quan công tác: Đại học Đông Đô

Thông tin về luận án tiến sĩ:

Tên luận án: *"Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam"*.

Ngành: Quản trị kinh doanh

Mã ngành: 9340101

Họ tên nghiên cứu sinh: Trần Thị Hương

Mã số nghiên cứu sinh: NCS.22.001 - Khóa: II

Người hướng dẫn nghiên cứu sinh: GS. TS. Phạm Thị Mỹ Dung

Ý KIẾN NHẬN XÉT

1. Hình thức luận án:

Luận án được trình bày: với 151 trang, kể cả phụ lục; Bố cục gồm có 4 chương; Bố cục phù hợp với yêu cầu của một luận án tiến sĩ.

2. Nội dung luận án:

2.1 Tính cần thiết, ý nghĩa khoa học và thực tiễn của luận án:

Đề tài "Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam" là một đề tài có ý nghĩa thực tiễn sâu sắc trong bối cảnh cần đẩy mạnh việc quản lý, sử dụng vốn hiệu quả đối với các Tổng công ty nói chung, hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam nói riêng. Kết quả nghiên cứu có giá trị tham khảo về khoa học và thực tiễn cho các doanh nghiệp, cơ quan quản lý tài chính ở Việt Nam.

2.2 Sự phù hợp của đề tài nghiên cứu và độ tin cậy:

Nội dung nghiên cứu của luận án phù hợp với tên đề tài và phù hợp với chuyên ngành nghiên cứu quản trị kinh doanh, với mã số đào tạo.

Thông tin trong luận án về mặt số liệu thống kê có độ tin cậy tốt. Các phương pháp nghiên cứu hiện đại và phù hợp với đối tượng nghiên cứu của đề tài.

2.3 Sự trùng lặp của đề tài nghiên cứu (nếu nghiên cứu sinh có sử dụng kết quả từ các nghiên cứu trước khi thực hiện luận án thì cho ý kiến nhận xét về tính hợp lý và khối lượng so với nội dung toàn luận án).

Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của các Tổng công ty hiện nay trên thực tế có nhiều người nghiên cứu, nhưng nội dung nghiên cứu "Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam" thì chưa có công trình nghiên cứu khoa học nào được công bố. Đề tài tập trung phân tích một cách hệ thống các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam



(VIMC) trên cơ sở dữ liệu hợp nhất, đề tài này không trùng lặp với các đề tài đã nghiên cứu trước đó.

Qua tổng quan các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước về hiệu quả sử dụng vốn và các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn, nghiên cứu sinh nhận thấy còn tồn tại một số khoảng trống nghiên cứu cần tiếp tục được làm rõ trong luận án.

2.4 Những đóng góp mới của luận án:

1. Về mặt tổng quan, tác giả đã hệ thống hóa được cơ sở lý luận của việc nghiên cứu: đã nêu lên được lý do lựa chọn đề tài, mục tiêu nghiên cứu, phương pháp cứu cũng như nói lên được ý nghĩa khoa học và đóng góp mới của luận án..

Về cơ sở lý luận, tác giả đã đề cập được những vấn đề cơ bản về : Cơ sở lý luận về vốn của doanh nghiệp, khái niệm vốn của doanh nghiệp và phân loại vốn của doanh nghiệp; Về hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp; Đồng thời tác giả đã nêu lên được các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp: cơ cấu vốn, quy mô vốn, quản lý vốn, công nghệ quản lý vốn cũng như cơ chế quản lý vốn của doanh nghiệp.

Luận án đã kế thừa các quan điểm truyền thống về hiệu quả sử dụng vốn mà còn phát triển theo hướng tiếp cận đa chiều. Cụ thể, hiệu quả sử dụng vốn không chỉ được đánh giá thông qua các chỉ tiêu tài chính như ROA, ROE, ROI.

- Một trong những đóng góp quan trọng của luận án là việc xây dựng khung lý thuyết tích hợp, kết hợp nhiều trường phái lý thuyết khác nhau, bao gồm: lý thuyết cơ cấu vốn, lý thuyết đại diện, lý thuyết hiệu quả, lý thuyết thể chế...

Trên cơ sở đó, luận án đã xác định được 5 nhóm yếu tố chính ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn: Cơ cấu vốn, Quy mô vốn, Trình độ quản lý vốn, Công nghệ quản lý, Cơ chế quản lý

Điểm mới là việc tích hợp đồng thời các yếu tố tài chính và phi tài chính trong cùng một mô hình phân tích, thay vì chỉ tập trung vào yếu tố tài chính như nhiều nghiên cứu trước. Luận án đã xây dựng mô hình nghiên cứu phù hợp với đặc thù của doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa, có quy mô lớn và cấu trúc tổ chức phức tạp.

2. Kết hợp phương pháp định tính và định lượng một cách hệ thống: Điểm đáng chú ý là việc kết hợp mô hình hồi quy với phân tích Dupont giúp làm rõ không chỉ mức độ ảnh hưởng của các yếu tố mà còn cơ chế tác động đến hiệu quả tài chính. Đã xây dựng thang đo phù hợp với bối cảnh Việt Nam

3. Đóng góp về mặt thực tiễn: Phân tích toàn diện thực trạng sử dụng vốn tại VIMC; Xác định mức độ ảnh hưởng của từng yếu tố; Đề xuất hệ thống giải pháp có tính khả thi; Đề xuất kiến nghị ở tầm vĩ mô

4. Giá trị ứng dụng và khả năng mở rộng: Giá trị ứng dụng cho Tổng công ty cũng như khả năng mở rộng ứng dụng sang các doanh nghiệp khác.

Nhìn chung, luận án đã có những đóng góp mới quan trọng cả về lý luận, phương pháp và thực tiễn. Những kết quả này không chỉ có ý nghĩa khoa học mà còn có giá trị ứng dụng tốt, góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp quy mô lớn trong lĩnh vực logistics và vận tải biển như Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.

2.5 Ưu và khuyết điểm của bản luận án:

- Ưu điểm:

- + Bố cục của luận văn phù hợp, trình bày mạch lạc;
- + Xác định rõ mục tiêu và đối tượng nghiên cứu;
- + Bám sát đối tượng nghiên cứu

- + Số liệu, tư liệu phong phú;
- + Có nhiều đóng góp mới có giá trị tham khảo.
- + Một số giải pháp có tính khả thi và có giá trị tham khảo tốt.
- Hạn chế:
- + Nguyên nhân của tồn tại, hạn chế: Cần chỉ rõ chủ thể chịu trách nhiệm.

Mới nêu chung chung “Thứ ba, trình độ quản lý vốn còn nhiều hạn chế”

Liên quan đến giải pháp “4.2.1. Nâng cao trình độ của đội ngũ cán bộ quản lý vốn”

2.6 Nội dung luận án đã được công bố trên tạp chí và giá trị của công trình công bố:

Nội dung các bài báo phù hợp với quá trình nghiên cứu của luận án.

2.7 Đề nghị sửa chữa, bổ sung, yêu cầu giải thích: (tên luận án, trình bày, tổng quan tài liệu, phương pháp nghiên cứu, kết quả và thảo luận, kết luận và đề xuất, tài liệu tham khảo,...)

- Cần bổ sung thêm Chương 1: mục kinh nghiệm về quản lý và hiệu quả sử dụng vốn của một số Tổng công ty 91 sau cổ phần hóa.

3. Kết luận chung: Luận án “Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam” của NCS Trần Thị Hương đáp ứng yêu cầu của một luận án tiến sĩ. Đề nghị Hội đồng cho NCS Trần Thị Hương được bảo vệ luận án tại hội đồng đánh giá luận án cấp Trường để nhận học vị tiến sĩ.

Xác nhận của cơ quan công tác

(Ký và ghi rõ họ tên, đóng dấu)



HIỆU TRƯỞNG

Nguyễn Anh Tuấn

Hà Nội, ngày 10 tháng 7 năm 2026

Người nhận xét

(Ký tên, ghi họ tên)

TS. Nguyễn Đức Vân



CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM

Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

BẢN NHẬN XÉT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Thông tin về người nhận xét:

Họ và tên: Trần Văn Trang

Chức danh: PGS

Năm phong: 2020

Học vị: TS

Chuyên ngành: Quản trị kinh doanh

Cơ quan công tác: Trường Đại học Thương mại

Thông tin về luận án tiến sĩ:

Tên luận án: Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.

Ngành: Quản trị kinh doanh

Mã ngành: 9340101

Họ tên nghiên cứu sinh: Trần Thị Hương

Mã số nghiên cứu sinh: NCS.22.001

Khóa: II

Người hướng dẫn nghiên cứu sinh: GS.TS. Phạm Thị Mỹ Dung

Ý KIẾN NHẬN XÉT

1. Hình thức luận án:

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận án được kết cấu thành 4 chương, bao gồm Cơ sở lý luận; Phương pháp nghiên cứu, Thực trạng các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn và giải pháp. Kết cấu của luận án cơ bản hợp lý và phù hợp với mục tiêu nghiên cứu.

Về văn phong và cách trình bày các chương, mục: luận án sử dụng ngôn ngữ và văn phong phù hợp với một nghiên cứu ở bậc tiến sĩ. Cách trình bày các chương mục, bảng, hình... cơ bản đáp ứng các yêu cầu và chuẩn mực chung của trình bày khoa học.

Cần rà soát kết cấu của Chương 2 cho phù hợp hơn và một số lỗi nhỏ về chính tả, định dạng bảng, cách ghi số liệu và thống nhất cách trình bày tài liệu tham khảo.

2. Nội dung luận án:

2.1. Tính cần thiết, ý nghĩa khoa học và thực tiễn của luận án:

Đề tài có tính cần thiết và phù hợp với bối cảnh Tổng công ty Hàng hải Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực có cường độ vốn cao, chịu áp lực nâng cao hiệu quả sử dụng vốn sau cổ phần hóa. Luận án có ý nghĩa thực tiễn ở việc mô tả thực trạng vốn, hiệu quả sử dụng vốn và đề xuất một số giải pháp quản trị vốn cho VIMC.



2.2. Sự phù hợp của đề tài nghiên cứu và độ tin cậy:

Tên đề tài phù hợp với ngành Quản trị kinh doanh. Luận án sử dụng dữ liệu tài chính hợp nhất giai đoạn 2020–2024 và dữ liệu khảo sát cán bộ quản lý tài chính tại Tổng công ty và các đơn vị thành viên. Các số liệu tài chính cấp Tổng công ty về cơ bản phù hợp với báo cáo tài chính hợp nhất.

Tuy nhiên, kết quả hồi quy cần được hiểu là phản ánh cảm nhận của người được khảo sát về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn, không nên diễn giải như bằng chứng nhân quả trực tiếp đối với ROA, ROE, ROI thực tế.

2.3. Sự trùng lặp của đề tài nghiên cứu:

Theo hiểu biết của người nhận xét, đề tài không trùng lặp trực tiếp về phạm vi nghiên cứu với các công trình đã công bố.

Nghiên cứu sinh có sử dụng và kế thừa các lý thuyết, nghiên cứu trước về cơ cấu vốn, quy mô vốn, quản trị vốn và hiệu quả tài chính; việc sử dụng tài liệu nhìn chung phù hợp với mục tiêu nghiên cứu.

2.4. Những đóng góp mới của luận án:

Luận án hệ thống hóa một số vấn đề lý luận về vốn, hiệu quả sử dụng vốn và các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Về thực tiễn, luận án mô tả thực trạng vốn và hiệu quả sử dụng vốn của VIMC hợp nhất trong giai đoạn 2020–2024, khảo sát nhận thức của cán bộ quản lý tài chính về các yếu tố ảnh hưởng, và đề xuất một số nhóm giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn cho Tổng công ty.

2.5. Ưu và khuyết điểm của bản luận án:

Ưu điểm: đề tài có ý nghĩa thực tiễn; phạm vi nghiên cứu gắn với một Tổng công ty lớn trong ngành hàng hải; luận án kết hợp phân tích số liệu tài chính với khảo sát; kết cấu tương đối đầy đủ; các bảng tài chính cấp Tổng công ty đã cung cấp được bức tranh tổng quát về vốn và hiệu quả sử dụng vốn.

Hạn chế: tổng quan nghiên cứu còn thiên về mô tả; cơ sở lý thuyết để hình thành mô hình các yếu tố ảnh hưởng tới còn chưa đủ thuyết phục; thang đo các biến số còn hạn chế, nguồn gốc và cách điều chỉnh thang đo khảo sát cần được trình bày chặt chẽ hơn; dữ liệu phân bổ theo khối hoạt động dựa trên báo cáo/quy ước nội bộ nên cần diễn giải thận trọng; chương giải pháp còn có nội dung chung, cần gắn rõ hơn với các kết quả phân tích trọng tâm.

2.6. Nội dung luận án đã được công bố trên tạp chí và giá trị của công trình công bố:

Theo danh mục công trình khoa học, nghiên cứu sinh có các bài báo liên quan đến đề tài luận án. Các công trình công bố có nội dung phù hợp với hướng nghiên cứu và có giá trị hỗ trợ cho quá trình thực hiện luận án.

2.7. Đề nghị sửa chữa, bổ sung, yêu cầu giải thích:

Nghiên cứu sinh cần lưu ý một số điểm sau: (i) củng cố thêm lập luận và cơ sở cho việc lựa chọn các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn, diễn giải nhất quán biến phụ thuộc IIQ

trong mô hình hồi quy là thang đo cảm nhận; (ii) trình bày thận trọng khi liên hệ kết quả khảo sát với hiệu quả tài chính thực tế; (iii) làm rõ hơn nguồn dữ liệu và phương pháp phân bổ số liệu theo khối cảng biển, vận tải biển và dịch vụ hàng hải; (iv) rà soát cách ghi tài liệu tham khảo, lỗi chính tả, định dạng bảng biểu và cách trình bày số liệu; (v) cụ thể hóa thêm một số giải pháp theo hướng có mục tiêu, đối tượng thực hiện và tiêu chí đánh giá.

3. Kết luận chung:

Luận án có chủ đề phù hợp với ngành Quản trị kinh doanh, có ý nghĩa khoa học và thực tiễn nhất định. Về cơ bản, luận án đáp ứng yêu cầu của một luận án tiến sĩ.

Tôi đồng ý đề nghị nghiên cứu sinh Trần Thị Hương bảo vệ luận án tại Hội đồng đánh giá luận án cấp Trường và đề nghị Hội đồng xem xét công nhận học vị tiến sĩ nếu nghiên cứu sinh bảo vệ thành công luận án trước Hội đồng.

Xác nhận của cơ quan công tác



(Ký và ghi rõ họ tên, đóng dấu)

TL. HIỆU TRƯỞNG
KT. CHÁNH VĂN PHÒNG
PHÓ CHÁNH VĂN PHÒNG

ThS. Vũ Thị Huyền

Hà Nội, ngày 10 tháng 7 năm 2026

Người nhận xét

(Ký tên, ghi họ tên)

Trần Văn Trang

Câu hỏi của thành viên Hội đồng cho nghiên cứu sinh:

Nghiên cứu sinh hãy làm rõ hơn mối quan hệ giữa kết quả khảo sát cảm nhận của cán bộ quản lý tài chính với các chỉ tiêu hiệu quả tài chính thực tế của VIMC; từ đó xác định 2-3 giải pháp ưu tiên nhất để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong giai đoạn tới.



CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập – Tự do – Hạnh phúc

BẢN NHẬN XÉT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

(Dùng cho phản biện và thành viên ở Hội đồng đánh giá luận án cấp Trường)

Thông tin về người nhận xét:

Họ và tên: **Lục Mạnh Hiên**

Chức danh: **PGS**

Năm phong: **2023**

Học vị: **Tiến sĩ**

Chuyên ngành: **Quản trị kinh doanh**

Cơ quan công tác: **Trường ĐH Lao động – Xã hội**

Thông tin về luận án tiến sĩ:

Tên luận án: **Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam.**

Ngành: **Quản trị kinh doanh**

Mã ngành: **9340101**

Họ tên nghiên cứu sinh: **Trần Thị Hương**

Mã số nghiên cứu sinh: **NCS.22.001**

Khóa: **II**

Người hướng dẫn nghiên cứu sinh: **GS. TS. Phạm Thị Mỹ Dung**

Ý KIẾN NHẬN XÉT

1. Hình thức luận án:

Luận án được trình bày tương đối chỉnh chu, đúng chuẩn mực cấu trúc quy định cho một luận án tiến sĩ ngành Quản trị kinh doanh với độ dài thích hợp, hệ thống sơ đồ, bảng biểu, phụ lục và biểu đồ được tổng hợp công phu. Khối lượng tư liệu, trích dẫn tài liệu tham khảo trong và ngoài nước phong phú. Bố cục gồm 4 chương chính cùng phần mở đầu, kết luận.

Tuy nhiên, về mặt kỹ thuật trình bày vẫn còn một số điểm tồn tại nhỏ: văn phong ở phần Mở đầu và Chương 1 còn mang nặng tính mô tả tình hình kinh tế - xã hội; một số thuật ngữ chuyên môn về kinh tế lượng và quản trị tài chính chưa được chuẩn hóa đồng bộ giữa các chương; một số bảng số liệu phân tích chưa ghi rõ nguồn chính xác từ báo cáo tài chính hợp nhất hay báo cáo riêng lẻ.

2. Nội dung luận án:

2.1 Tính cần thiết, ý nghĩa khoa học và thực tiễn của luận án:

Về tính cần thiết và ý nghĩa thực tiễn: Đề tài lựa chọn đối tượng nghiên cứu là Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (VIMC) – một Tập đoàn/Tổng công ty nhà nước có vai trò nòng cốt trong hạ tầng kinh tế biển. Trong bối cảnh VIMC vừa hoàn thành cổ phần hóa và đang tái cơ cấu toàn diện, việc tìm kiếm giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn cho 3 trụ cột (Cảng biển, Vận tải biển, Logistics) là vấn đề cấp thiết, mang lại ý nghĩa ứng dụng thực tiễn cao.

Về ý nghĩa khoa học: Luận án đã cố gắng tiếp cận vấn đề theo hướng tích hợp giữa số liệu tài chính định lượng thứ cấp (BCTC giai đoạn 2020–2024) và số liệu khảo sát sơ cấp đánh giá cảm nhận của các nhà quản lý, cán bộ tài chính. Tuy nhiên, lập luận về tính cấp thiết ở phần Mở đầu chưa làm nổi bật được mâu thuẫn giữa lý thuyết và thực tiễn (Research Problem), mới dừng lại ở việc khẳng định VIMC là một bối cảnh nghiên cứu mới.

2.2 Sự phù hợp của đề tài nghiên cứu và độ tin cậy:

Đề tài hoàn toàn phù hợp với mã ngành Quản trị kinh doanh (9340101). Đối tượng và phạm vi nghiên cứu được xác định rõ ràng. Dữ liệu thu thập gồm BCTC hợp nhất của VIMC giai đoạn 2020–2024 và 246 phiếu khảo sát hợp lệ từ dân mẫu cán bộ quản lý, nhân viên tài chính bảo đảm quy mô mẫu tối thiểu cho các phép kiểm định thống kê.

Tuy nhiên, độ tin cậy của phương pháp luận bị giảm sút do có sự đứt gãy và mâu thuẫn về mặt kỹ thuật xử lý dữ liệu:

- Về mặt lý thuyết, NCS đặt ra yêu cầu đánh giá các tác động phức tạp, gián tiếp, phi tuyến tính, nhưng thực tế trong Chương 3, NCS lại chỉ áp dụng kỹ thuật hồi quy tuyến tính bội OLS cơ bản trên phần mềm SPSS 22. Việc không áp dụng các mô hình cấu trúc hiện đại (như PLS-SEM) khiến mô hình chưa giải quyết triệt để các sai số đo lường đối với các biến ẩn (latent variables).
- Mẫu khảo sát sơ cấp thu thập từ 36 công ty con nhưng NCS chưa xử lý hiện tượng "phi độc lập của các quan sát" (Clustering effect/Multilevel) hoặc kiểm định hệ số tương quan nội lớp (ICC), dẫn đến rủi ro thiên lệch chọn mẫu.

2.3 Sự trùng lặp của đề tài nghiên cứu (nếu nghiên cứu sinh có sử dụng kết quả từ các nghiên cứu trước khi thực hiện hiện luận án thì cho ý kiến nhận xét về tính hợp lý và khối lượng so với nội dung toàn luận án).

Qua đối chiếu, luận án không vi phạm các quy định về sao chép hay trùng lặp học thuật. Các trích dẫn tài liệu tham khảo trong và ngoài nước đều được dẫn nguồn. Các công bố khoa học của NCS cũng phản ánh đúng các kết quả rút ra từ quá trình thực hiện luận án.

2.4 Những đóng góp mới của luận án:

Luận án đã hệ thống hóa và làm rõ cơ chế tác động của 5 nhóm yếu tố nội bộ (Trình độ quản lý vốn, Cơ cấu vốn, Cơ chế quản lý vốn, Công nghệ quản lý vốn, Quy mô vốn) đến cảm nhận hiệu quả sử dụng vốn tại VIMC.

Chỉ ra được rằng đối với một Tổng công ty nhà nước sau cổ phần hóa như VIMC, yếu tố *Trình độ quản lý vốn* ($\beta = 0,468$) và *Cơ cấu vốn* ($\beta = 0,319$) có mức độ tác động mạnh nhất, vượt trội hơn so với yếu tố *Quy mô vốn* ($\beta = 0,102$).

Kết hợp phân tích DuPont để làm rõ nguyên nhân biến động chỉ số ROE của VIMC giai đoạn 2020–2024 qua 3 khối ngành chính.

2.5 Ưu và khuyết điểm của bản luận án:

Ưu điểm:

Đề tài mang tính thời sự, gắn liền với thực tiễn tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước.

Số liệu thứ cấp (BCTC) phong phú, phân tích DuPont chi tiết theo từng lĩnh vực hoạt động (Cảng biển, Vận tải biển, Dịch vụ hàng hải).

Đã thực hiện đầy đủ các bước kiểm định Cronbach's Alpha, EFA, ANOVA và phân tích hồi quy.

Hạn chế:

Lỗi lệch pha về bản chất biến số: Luận án đo lường "Hiệu quả sử dụng vốn" (Biến phụ thuộc HQ) bằng cảm nhận chủ quan (thang đo Likert 1-5) của cán bộ nhân viên thay vì dùng các chỉ số tài chính thực tế (ROE, ROA) từ BCTC. Điều này làm mô hình dễ bị ảnh hưởng bởi thiên lệch tâm lý.

Thiếu sự kết nối logic giữa Kết quả Hồi quy định tính và Thực trạng BCTC: Phân tích BCTC cho thấy ROE của VIMC biến động rất mạnh theo *Giá cước vận tải biển toàn cầu* (Yếu tố thị trường bên ngoài), nhưng kết quả hồi quy khảo sát lại kết luận *Trình độ quản lý nội bộ* quyết định 58,5% hiệu quả. NCS chưa giải thích thấu đáo sự xung đột này.

Các giải pháp ở Chương 4 còn mang tính định hướng quản trị chung chung, chưa bám sát các chỉ số tài chính đặc thù của ngành hàng hải (như chi phí nhiên liệu, tuổi tàu, giá cước xếp dỡ cảng nước sâu).

2.6 Nội dung luận án đã được công bố trên tạp chí và giá trị của công trình công bố:

NCS đã công bố 06 bài báo khoa học liên quan trực tiếp đến đề tài trên các tạp chí chuyên ngành trong nước và kỷ yếu hội thảo quốc tế (trong đó có Tạp chí Kinh tế - Tài chính, Tạp chí Công Thương, Spanish Journal of Innovation and Integrity...). Các công trình đã phản ánh đầy đủ khối lượng và nội dung nghiên cứu cốt lõi của luận án.

2.7 Đề nghị sửa chữa, bổ sung, yêu cầu giải thích: (tên luận án, trình bày, tổng quan tài liệu, phương pháp nghiên cứu, kết quả và thảo luận, kết luận và đề xuất, tài liệu tham khảo,...)

Viết lại Tổng quan nghiên cứu (Chương 1): Tái cấu trúc theo phương pháp "Tổng quan theo chủ đề/vấn đề" (Problem-based review) thay vì liệt kê cơ học theo tác giả/năm. Phân biệt rõ khoảng trống về mặt bối cảnh và khoảng trống về mặt lý thuyết/phương pháp luận.

Luận giải cơ chế truyền dẫn lý thuyết (Chương 1 & 2): Bổ sung diễn giải sâu sắc về cơ chế truyền dẫn: *Tại sao Lý thuyết Đại diện (Jensen & Meckling) hay Lý thuyết Nguồn lực (RBV) lại giải thích được mối quan hệ giữa Trình độ quản lý/Công nghệ với Tốc độ luân chuyển vốn hay Tỷ suất ROS/ROE của VIMC?*

Thảo luận và Tích hợp kết quả (Chương 3): Viết lại phần Thảo luận kết quả (Mục 3.4). Cần dùng kết quả định lượng BCTC (phân tích DuPont) để đối chiếu, làm sâu sắc và giải thích bản chất cho các hệ số hồi quy β của mô hình khảo sát. Tránh so sánh khập khễnh giữa hệ số β của biến cảm nhận Likert với hệ số hồi quy của các nghiên cứu quốc tế chạy trên số liệu tài chính khách quan.

Cụ thể hóa Giải pháp (Chương 4): Bổ sung các giải pháp tài chính mang tính đặc thù cho ngành hàng hải, như: cơ chế quản trị rủi ro biến động giá nhiên liệu; cơ cấu nguồn vốn vay dài hạn/trái phiếu xanh để đầu tư đội tàu container vỏ xanh; và phân cấp giá dịch vụ xếp dỡ container tại các cảng nước sâu.

3.Kết luận chung: (khẳng định mức độ đáp ứng các yêu cầu đối với luận án tiến sĩ: Luận án có đáp ứng đầy đủ yêu cầu của một luận án tiến sĩ hay không? Có đồng ý cho NCS được bảo vệ luận án tại hội đồng đánh giá luận án cấp Trường để nhận học vị tiến sĩ hay không?).

Luận án tiến sĩ của NCS Trần Thị Hương là một công trình nghiên cứu khoa học nghiêm túc, độc lập, có khối lượng tư liệu thực nghiệm phong phú và mang lại giá trị ứng dụng thực tiễn. Mặc dù còn một số hạn chế về mặt phương pháp luận và tính kết nối dữ liệu cần phải chỉnh sửa, luận án nhìn chung đã đáp ứng được các yêu cầu cơ bản của một Luận án Tiến sĩ ngành Quản trị Kinh doanh.

Tôi đồng ý cho Nghiên cứu sinh Trần Thị Hương được bảo vệ Luận án tại Hội đồng đánh giá luận án cấp Trường sau khi đã tiếp thu, sửa chữa và bổ sung hoàn thiện các nội dung theo kết luận của Hội đồng.

Xác nhận của cơ quan công tác
(Ký và ghi rõ họ tên, đóng dấu)



ThS. Phạm Quốc Huy

Hà Nội, ngày 10 tháng 7 năm 2026

Người nhận xét
(Ký tên, ghi họ tên)

PGS.TS. Lục Mạnh Hiện

Hà Nội, ngày 02 tháng 08 năm 2026

**QUYẾT NGHỊ CỦA HỘI ĐỒNG ĐÁNH GIÁ
LUẬN ÁN TIẾN SĨ CẤP TRƯỜNG**

Căn cứ Quyết định số 368/QĐ-ĐHĐĐ ngày 30/6/2026 của Hiệu trưởng Trường Đại học Đông Đô về việc thành lập Hội đồng đánh giá luận án Tiến sĩ cấp trường của nghiên cứu sinh Trần Thị Hương sinh ngày 05/06/1976 tại Nghệ An.

Hội đồng đã họp vào hồi 14 giờ 30 phút, ngày 02/08/2026 tại phòng Hội trường 505 trường đại học Đông Đô

Tên đề tài luận án: “Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam”

Chuyên ngành: **Quản trị kinh doanh** Mã số: **9340101**

Sau khi nghe nghiên cứu sinh (NCS) trình bày tóm tắt luận án tiến sĩ; các phản biện đọc nhận xét; NCS trả lời các câu hỏi của Hội đồng và đại biểu tham dự; Hội đồng đã họp, trao đổi ý kiến và thống nhất kết luận như sau:

1. Về ý nghĩa khoa học của luận án, các kết quả luận án:

Luận án đã hệ thống hóa và phát triển cơ sở lý luận về vốn, hiệu quả sử dụng vốn và các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn trong các doanh nghiệp quy mô lớn. Đề tài có ý nghĩa thực tiễn sâu sắc, phản ánh bức tranh tổng quát về thực trạng quản lý, sử dụng vốn tại Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (VIMC) giai đoạn 2020–2024 sau khi cổ phần hóa. Kết quả nghiên cứu cung cấp căn cứ khoa học và thực tiễn hữu ích giúp các nhà quản trị VIMC và các cơ quan quản lý nhà nước tham khảo để nâng cao hiệu quả tài chính.

2. Về tính hiện đại, hợp lý và độ tin cậy của phương pháp nghiên cứu mà NCS đã sử dụng:

Luận án kết hợp phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng. Nguồn số liệu thứ cấp trích xuất từ BCTC hợp nhất của VIMC giai đoạn 2020–2024 bảo đảm độ tin cậy. Dữ liệu sơ cấp được thu thập qua khảo sát mẫu cán bộ, nhà quản lý tài chính. Luận án đã thực hiện các bước phân tích thống kê mô tả, kiểm



định độ tin cậy thang đo (Cronbach's Alpha), phân tích nhân tố khám phá (EFA), phân tích hồi quy và phân tích tài chính DuPont. Phương pháp tiếp cận cơ bản phù hợp với mục tiêu và nội dung nghiên cứu của chuyên ngành Quản trị kinh doanh.

3. Về các kết quả mới của luận án. Giá trị của các kết quả này trong lĩnh vực khoa học chuyên ngành về mặt lý thuyết và ứng dụng:

Về lý thuyết: Xây dựng khung phân tích tích hợp các yếu tố tài chính và phi tài chính (Trình độ quản lý vốn, Cơ cấu vốn, Cơ chế quản lý, Công nghệ quản lý, Quy mô vốn) ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn trong bối cảnh doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa.

Về thực tiễn: Đánh giá chi tiết thực trạng hiệu quả sử dụng vốn của VIMC theo 3 khối hoạt động chính (Cảng biển, Vận tải biển, Dịch vụ hàng hải); xác định rõ mức độ tác động cảm nhận của các yếu tố nội bộ đến hiệu quả sử dụng vốn; trên cơ sở đó đề xuất hệ thống giải pháp và kiến nghị có giá trị ứng dụng thực tế đối với VIMC.

4. Những thiếu sót về nội dung và hình thức của luận án:

Phần Mở đầu & Tổng quan (Chương 1):

Nội dung cần sửa: Viết lại phần Tổng quan nghiên cứu theo dạng nhóm chủ đề/vấn đề thay vì liệt kê tác giả; bổ sung và viết cụ thể hơn các "Đóng góp mới của luận án" tại phần Mở đầu có 2-3 dòng còn sơ sài. Bổ sung khoảng trống nghiên cứu: khoảng trống về nội dung, khoảng trống về phương pháp nghiên cứu, khoảng trống về thực tiễn chính sách (nếu có).

Phần Phương pháp & Phân tích (Chương 2 & Chương 3):

Diễn giải lại bản chất biến số (Khái quát chung, không đổi mô hình): NCS cần bổ sung câu từ diễn giải rõ ràng rằng các biến phụ thuộc của hàm hồi quy đa biến và kết quả hồi quy trong mô hình EFA/OLS thể hiện "cảm nhận/đánh giá chủ quan của cán bộ quản lý tài chính" về các yếu tố ảnh hưởng, tránh khẳng định đây là quan hệ nhân quả trực tiếp lên chỉ số ROA/ROE thực tế.

2.3 "các phương pháp sử dụng trong nghiên cứu" đổi tên thành phương pháp nghiên cứu (2.3.1 nguồn số liệu, 2.3.2 là phương pháp phân tích và xử lý số

liệu). Các thang đo cần nêu rõ nguồn (nếu lấy thực tiễn ai đã làm), nếu tự xây dựng theo cơ sở lý luận nào?

Thảo luận kết quả (Chương 3): Bổ sung phần thảo luận kết nối giữa kết quả phân tích BCTC (phân tích DuPont, tác động của thị trường/giá cước bên ngoài) với kết quả hồi quy đánh giá cảm nhận nội bộ, nhằm giải thích tính hợp lý và toàn diện của bức tranh nghiên cứu.

Nguồn số liệu: Bổ sung chú thích rõ ràng nguồn dữ liệu tại các bảng biểu (BCTC hợp nhất hay BCTC công ty mẹ; cơ sở phân bổ theo 3 khối).

Phân Giải pháp & Kiến nghị (Chương 4):

Cụ thể hóa giải pháp: Rà soát và cụ thể hóa các giải pháp nâng cao trình độ quản lý vốn; gắn giải pháp với đặc thù ngành hàng hải (quản trị rủi ro giá nhiên liệu, cơ cấu vốn đầu tư đội tàu, phân cấp giá dịch vụ cảng nước sâu) và chỉ rõ chủ thể/đối tượng thực hiện.

Về hình thức trình bày:

Rà soát, sửa đổi toàn bộ lỗi chính tả, lỗi đánh máy và định dạng câu từ, đơn vị tính trong các bảng, dấu (.) dấu (,) phải Việt hoá không lúc theo Anh (excel) lúc lại theo Việt.

Thống nhất quy cách trình bày số liệu, ký hiệu dấu chấm/dấu phẩy (theo chuẩn tiếng Việt), lập đơn vị tính rõ ràng ở tiêu đề bảng thay vì để rải rác trong ô/dòng.

Chuẩn hóa danh mục và cách ghi Tài liệu tham khảo theo đúng quy định hiện hành.

5. Kết quả kiểm phiếu:

- Số phiếu hợp lệ:05..... phiếu
- Số phiếu không hợp lệ:00..... phiếu
- Số phiếu đánh giá không tán thành:00..... phiếu
- Số phiếu đánh giá tán thành:05..... phiếu
- Số phiếu xếp loại tán thành :05..... phiếu

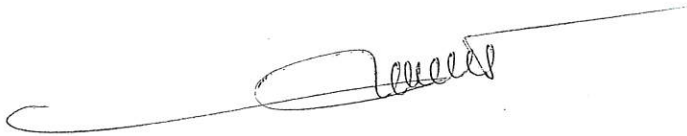
6. Kết luận của Hội đồng:

L luận án là công trình nghiên cứu công phu, nghiêm túc, độc lập, có một

số đóng góp về lý luận và phân tích thực tiễn, đáp ứng tốt các yêu cầu của một luận án tiến sĩ chuyên ngành Quản trị kinh doanh, mã số 9340101. Tác giả luận án, NCS Trần Thị Hương xứng đáng nhận học vị tiến sĩ chuyên ngành Quản trị Kinh doanh sau khi hoàn thiện sửa chữa theo quyết nghị của hội đồng.

THƯ KÝ HỘI ĐỒNG

CHỦ TỊCH HỘI ĐỒNG



PGS.TS Lục Mạnh Hiện

PGS.TS Hoàng Thị Thanh Nhân

XÁC NHẬN CỦA ĐƠN VỊ ĐÀO TẠO



HIỆU TRƯỞNG

Nguyễn Anh Tuấn



CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA VIỆT NAM
Độc lập - Tự do - Hạnh phúc

Hà Nội, ngày 17 tháng 3 năm 2026

**BẢN XÁC NHẬN BỔ SUNG, SỬA CHỮA
SAU ĐÁNH GIÁ CẤP TRƯỜNG**

Họ và tên NCS: Trần Thị Hương
Đề tài: Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam
Chuyên ngành: Quản trị kinh doanh
Mã số: 9340101
Người hướng dẫn khoa học: GS.TS. Phạm Thị Mỹ Dung

Căn cứ Quyết nghị của Hội đồng đánh giá luận án tiến sĩ cấp trường họp ngày 02/08/2026, dưới sự hướng dẫn của Người hướng dẫn khoa học, NCS đã khẩn trương bổ sung, sửa chữa luận án theo kết luận của Hội đồng và có giải trình như sau:

TT	Ý kiến của Hội đồng	NCS bổ sung, sửa chữa hoặc bảo lưu ý kiến	Thể hiện trong luận án (ghi rõ số dòng, số trang)
1	Viết lại phần Tổng quan nghiên cứu theo dạng nhóm chủ đề/vấn đề, hạn chế cách trình bày liệt kê tác giả.	NCS đã viết lại phần Tổng quan theo các nhóm vấn đề: cơ sở lý thuyết và cách tiếp cận; các nghiên cứu thực nghiệm theo nhóm vấn đề; các phương pháp đánh giá yếu tố ảnh hưởng. Nội dung tập trung tổng hợp kết quả, cách tiếp cận, hạn chế và mối liên hệ giữa các nhóm công trình, thay cho trình bày tuần tự từng tác giả. Việc chỉnh sửa giúp làm rõ dòng nghiên cứu và cơ sở hình thành khoảng trống nghiên cứu của luận án.	Phần Mở đầu, mục 2.1, 2.2 và 2.3, trang 3-12.

TT	Ý kiến của Hội đồng	NCS bổ sung, sửa chữa hoặc bảo lưu ý kiến	Thể hiện trong luận án (ghi rõ số dòng, số trang)
2	Bổ sung, viết cụ thể hơn phần “Đóng góp mới của luận án”.	NCS đã viết lại đóng góp theo hai phương diện. Về lý luận, luận án hệ thống hóa quan niệm về hiệu quả sử dụng vốn, xây dựng khung phân tích gồm năm nhóm nhân tố tài chính - quản trị và phân biệt hiệu quả tài chính đo bằng số liệu kế toán với hiệu quả theo cảm nhận. Về phương pháp và thực tiễn, luận án kết hợp BCTC hợp nhất giai đoạn 2020-2024 với khảo sát 246 cán bộ quản lý, nhân viên tài chính; sử dụng DuPont để lý giải biến động ROE và EFA/OLS để phân tích dữ liệu cảm nhận. Việc chỉnh sửa nhằm nêu đúng, đủ và có thể kiểm chứng các đóng góp của luận án.	Phần Mở đầu, mục 6 “Đóng góp của luận án”, trang 21.
		Ngoài ra, NCS làm rõ sự lệch thời điểm giữa kỳ khảo sát năm 2025 và giai đoạn số liệu tài chính 2020-2024, cụ thể: NCS bổ sung giải thích khảo sát được thực hiện từ tháng 01 đến tháng 03/2025 nhưng người trả lời hồi cứu các điều kiện quản trị vốn trong giai đoạn 2020-2024; năm 2025 là thời điểm đo lường nhận thức, không phải kỳ tài chính mới ghép trực tiếp với số liệu 2020-2024. Đồng thời, luận án thừa nhận khả năng sai lệch ghi nhớ. Việc bổ sung nhằm minh bạch thiết kế thời gian và giới hạn của dữ liệu khảo sát.	Phần Mở đầu, mục 5.2 “Phạm vi nghiên cứu”, trang 20-21.
3	Bổ sung khoảng trống nghiên cứu về nội dung,	NCS đã hệ thống hóa khoảng trống thành ba phương diện: (i) nội dung - còn thiếu khung phân tích tích hợp các yếu tố tài chính và quản trị nội bộ đối với VIMC sau	Phần Mở đầu, mục 2.4.1 và 2.4.2; nội dung khoảng trống thực tiễn được

TT	Ý kiến của Hội đồng	NCS bổ sung, sửa chữa hoặc bảo lưu ý kiến	Thể hiện trong luận án (ghi rõ số dòng, số trang)
	phương pháp và thực tiễn/chính sách.	cổ phần hóa; (ii) phương pháp - cần phối hợp dữ liệu tài chính với dữ liệu khảo sát và phân biệt bản chất của từng nguồn bằng chứng; (iii) thực tiễn - còn thiếu nghiên cứu chuyên biệt cho VIMC, gắn với ba khối vận tải biển, cảng biển và dịch vụ hàng hải. Việc bổ sung làm rõ vấn đề luận án tiếp tục giải quyết và tránh khẳng định khoảng trống chung chung.	trình bày trong mục 2.4.2, trang 14-17.
4	Đổi tên mục 2.3; cơ cấu lại 2.3.1 là nguồn số liệu, 2.3.2 là phương pháp phân tích và xử lý số liệu.	NCS đã đổi tên mục 2.3 thành “Phương pháp nghiên cứu”; tổ chức lại thành mục 2.3.1 “Nguồn số liệu và phương pháp thu thập số liệu” và mục 2.3.2 “Phương pháp phân tích và xử lý số liệu”. Trong từng mục, NCS tách rõ số liệu thứ cấp, số liệu sơ cấp, phân tích DuPont và phân tích dữ liệu khảo sát. Việc cơ cấu lại giúp trình tự phương pháp minh bạch, tránh trộn lẫn nguồn dữ liệu với kỹ thuật phân tích.	Chương 2, mục 2.3, 2.3.1 và 2.3.2, trang 53-54.
		Bổ sung giới hạn suy luận và điều kiện diễn giải kết quả hồi quy: NCS bổ sung lưu ý rằng dữ liệu khảo sát cá nhân được thu thập tại nhiều đơn vị, kết quả OLS phản ánh mối liên hệ trong mẫu nghiên cứu và có thể chịu ảnh hưởng của đặc điểm đơn vị, sai lệch nhận thức và các biến chưa quan sát. Việc bổ sung nhằm xác định đúng phạm vi khái quát hóa và tăng tính thận trọng khoa học.	Chương 2, mục 2.3.2.3, trang 58; Chương 3, mục 3.3.3 và Kết luận Chương 3, trang 131-157.
5	Các thang đo phải nêu rõ	NCS đã bổ sung quy trình hình thành và hiệu chỉnh thang đo trên cơ sở đối chiếu lý	Chương 2, mục 2.3.2.2 trang 56 và

TT	Ý kiến của Hội đồng	NCS bổ sung, sửa chữa hoặc bảo lưu ý kiến	Thể hiện trong luận án (ghi rõ số dòng, số trang)
	nguồn; nếu tự xây dựng phải chỉ rõ cơ sở lý luận và căn cứ thực tiễn.	thuyết, các nghiên cứu có liên quan và ý kiến chuyên gia; làm rõ thang đo không sao chép nguyên trạng từ một công trình đơn lẻ mà kế thừa nội hàm khái niệm, điều chỉnh biến quan sát cho phù hợp với quản trị vốn tại VIMC, sau đó kiểm định trên mẫu chính thức. Việc bổ sung nhằm bảo đảm khả năng truy nguyên và tính hợp lệ của thang đo.	Bảng 2.1 trang 70, đặc biệt trang 74-76.
6	Diễn giải lại bản chất biến số và kết quả EFA/OLS: thể hiện đây là cảm nhận/đánh giá chủ quan của cán bộ quản lý tài chính, không khẳng định quan hệ nhân quả trực tiếp lên ROA/ROE thực tế.	NCS đã chỉnh cách mô tả mô hình và biến phụ thuộc theo hướng phản ánh cảm nhận của người trả lời. EFA được xác định là công cụ nhận diện cấu trúc thang đo; OLS chỉ ước lượng mối liên hệ thống kê giữa các thang đo cảm nhận khi kiểm soát các biến còn lại. Luận án nêu rõ hệ số hồi quy không phải bằng chứng về tác động nhân quả trực tiếp đến ROA, ROE hoặc ROI thực tế. Việc chỉnh sửa nhằm bảo đảm diễn giải phù hợp với thiết kế dữ liệu cắt ngang và giới hạn suy luận của mô hình.	Chương 2, mục 2.1.2.2, 2.2 và 2.3.2.3, trang 51-58; Chương 3, mục 3.3.3, trang 131
		Rà soát tên gọi và nội hàm của biến phụ thuộc trong phần phân tích khảo sát bằng việc thống nhất cách gọi biến phụ thuộc là “cảm nhận/đánh giá của người được khảo sát về hiệu quả sử dụng vốn”, thay cho cách diễn đạt có thể bị hiểu là hiệu quả tài chính thực tế. Việc	Chương 3, mục 3.3.3, các Bảng 3.7-3.13 và phần diễn giải, trang 113-141.

TT	Ý kiến của Hội đồng	NCS bổ sung, sửa chữa hoặc bảo lưu ý kiến	Thể hiện trong luận án (ghi rõ số dòng, số trang)
		chỉnh sửa bảo đảm tên biến phù hợp với câu hỏi khảo sát và không đồng nhất thang đo nhận thức với ROA/ROE.	
		NCS bổ sung giới hạn suy luận và điều kiện diễn giải kết quả hồi quy, cụ thể: NCS bổ sung lưu ý rằng dữ liệu khảo sát cá nhân được thu thập tại nhiều đơn vị, kết quả OLS phản ánh mối liên hệ trong mẫu nghiên cứu và có thể chịu ảnh hưởng của đặc điểm đơn vị, sai lệch nhận thức và các biến chưa quan sát. Việc bổ sung nhằm xác định đúng phạm vi khái quát hóa và tăng tính thận trọng khoa học.	Chương 2, mục 2.3.2.3, trang 58; Chương 3, mục 3.3.3 và Kết luận Chương 3, trang 131-157
7	Làm rõ nguồn số liệu; bổ sung chú thích tại bảng, biểu là BCTC hợp nhất hay BCTC Công ty mẹ và cơ sở phân bổ theo ba khối.	NCS đã phân loại rõ BCTC hợp nhất đã kiểm toán của VIMC giai đoạn 2020-2024 là nguồn chính để tính chỉ tiêu toàn Tổng công ty; BCTC Công ty mẹ, báo cáo của đơn vị thành viên và báo cáo quản trị nội bộ chỉ được dùng khi phân tích chi tiết hoặc tổng hợp theo ba khối. Các bảng, biểu được rà soát lại phần “Nguồn”; phụ lục trình bày nguyên tắc tổng hợp/phân bổ và đối chiếu với số liệu hợp nhất. Việc chỉnh sửa nhằm tránh nhầm lẫn phạm vi báo cáo và tăng khả năng kiểm chứng số liệu.	Chương 2, mục 2.3.1.1-2.3.1.2, trang 53-54; Chương 3, các Bảng 3.1-3.13, trang 82-141; Phụ lục, từ trang 198.
8	Bổ sung thảo luận kết nối phân tích	NCS đã bổ sung mục đối chiếu hai lớp bằng chứng. Kết quả DuPont được dùng để chỉ ra các kênh ROS, vòng quay tài sản	Chương 3, mục 3.4, đặc biệt mục 3.4.6 và Kết luận

TT	Ý kiến của Hội đồng	NCS bổ sung, sửa chữa hoặc bảo lưu ý kiến	Thể hiện trong luận án (ghi rõ số dòng, số trang)
	BCTC/DuPont, tác động thị trường và giá cước bên ngoài với kết quả hồi quy đánh giá cảm nhận nội bộ.	và đòn bẩy tài chính, đồng thời xem xét giá cước, giá nhiên liệu và chu kỳ thị trường; kết quả khảo sát phản ánh nhận thức về năng lực quản trị, cơ cấu vốn, cơ chế, công nghệ và quy mô vốn. Luận án nhấn mạnh hai nguồn bổ sung cho nhau nhưng không đồng nhất về bản chất đo lường. Việc bổ sung tạo lập phần thảo luận toàn diện hơn và tránh quy kết đơn nhân.	Chương 3, trang 155-157.
9	Cụ thể hóa giải pháp, gắn với đặc thù ngành hàng hải và chỉ rõ chủ thể/đối tượng thực hiện.	NCS đã cụ thể hóa giải pháp theo từng nhóm: quản trị năng lực cán bộ theo vị trí; kiểm soát rủi ro giá nhiên liệu, cước, lãi suất và tỷ giá; cơ cấu vốn trung - dài hạn và vốn xanh cho đội tàu; nâng hiệu suất tàu, cảng, kho bãi; phân cấp giá dịch vụ cảng nước sâu trong khung giám sát minh bạch. Trách nhiệm được phân công cho Ban Tài chính - Kế toán, Ban Đầu tư, Ban Vận tải biển, Ban Cảng biển, Trung tâm Công nghệ thông tin, Công ty mẹ và đơn vị thành viên. Việc chỉnh sửa giúp giải pháp có chủ thể, lộ trình, điều kiện và chỉ tiêu giám sát.	Chương 4, mục 4.2.1-4.2.5 và mục 4.3, trang 159-179.
		Rà soát tính liên kết giữa kết quả nghiên cứu và thứ tự ưu tiên của giải pháp thông qua việc bổ sung nguyên tắc xây dựng giải pháp từ đồng thời hai lớp bằng chứng: số liệu tài chính hợp nhất/phân rã DuPont và khảo sát cán bộ quản lý, tài chính. Thứ tự ưu tiên được gắn với mức độ liên hệ trong mô hình khảo sát, điểm nghẽn thể hiện qua số liệu và khả năng can thiệp của VIMC.	Chương 4, phần dẫn nhập nhóm giải pháp và mục 4.2.1-4.2.5, trang 162-174.

TT	Ý kiến của Hội đồng	NCS bổ sung, sửa chữa hoặc bảo lưu ý kiến	Thể hiện trong luận án (ghi rõ số dòng, số trang)
		Việc chỉnh sửa giúp Chương 4 kế thừa trực tiếp kết quả Chương 3.	
		Bổ sung chỉ tiêu theo dõi, lộ trình và điều kiện thực hiện giải pháp thông qua việc bổ sung các chỉ tiêu như chi phí vốn bình quân, hệ số nợ, khả năng trả nợ, độ lệch kỳ hạn, thời gian thu hồi công nợ, hiệu suất tài sản, mức tiêu hao nhiên liệu và tỷ lệ dự án đạt mục tiêu sau đầu tư; đồng thời phân kỳ thực hiện đến năm 2030. Việc bổ sung nhằm chuyển giải pháp từ định hướng chung sang nội dung có thể tổ chức thực hiện và đánh giá.	Chương 4, mục 4.2.1-4.2.5 và Kết luận Chương 4, trang 162-185
10	Rà soát hình thức: lỗi chính tả, đánh máy, định dạng; thống nhất dấu chấm/dấu phẩy, đơn vị tính trong bảng; chuẩn hóa Tài liệu tham khảo.	NCS đã rà soát cách trình bày số liệu theo quy ước tiếng Việt; thống nhất cách ghi năm, khoảng số và ký hiệu; bổ sung đơn vị tính ở tiêu đề bảng, chú thích nguồn; chỉnh lại lỗi chính tả, lỗi đánh máy và cách ghi tài liệu tham khảo theo một quy cách chung. Việc chỉnh sửa nhằm bảo đảm tính thống nhất hình thức và thuận lợi cho việc đọc, kiểm tra, trích dẫn.	Toàn bộ luận án; hệ thống bảng, biểu Chương 3, trang 78-156; Tài liệu tham khảo, trang 189-197.
		Rà soát sự thống nhất của mục lục, danh mục bảng/biểu/hình, phụ lục và dẫn chiếu trong luận án: NCS đã cập nhật tên mục, số trang, tên bảng, biểu, hình và các dẫn chiếu tương ứng với cấu trúc sau chỉnh sửa; rà soát thứ tự phụ lục và các nguồn dữ liệu kèm theo. Việc chỉnh sửa nhằm bảo đảm người đọc có thể tra cứu đúng vị trí và đối chiếu nội dung thuận lợi.	Mục lục, Danh mục bảng, Danh mục sơ đồ, Danh mục biểu đồ, Danh mục hình và đồ thị; Phụ lục, từ trang 198.

Trên đây là toàn bộ nội dung giải trình của nghiên cứu sinh đối với các ý kiến góp ý và kết luận của Hội đồng đánh giá luận án tiến sĩ cấp trường.

Xin trân trọng cảm ơn./.

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC



GS.TS. Phạm Thị Mỹ Dung

NGHIÊN CỨU SINH



Trần Thị Hương

CHỦ TỊCH HỘI ĐỒNG



PGS.TS. Hoàng Thị Thanh Nhân

PHẢN BIỆN 1



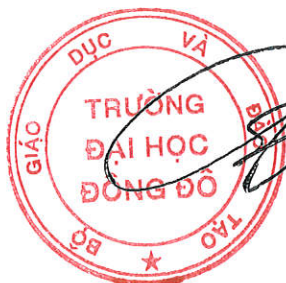
GS.TS. Nguyễn Văn Song

PHẢN BIỆN 2



TS. Nguyễn Đức Vân

XÁC NHẬN CỦA CƠ SỞ ĐÀO TẠO



HIỆU TRƯỞNG

Nguyễn Anh Tuấn

