

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

**CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỦY ĐIỆN
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

HÀ NỘI, NĂM 2026

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

BỘ TÀI CHÍNH

CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỦY ĐIỆN
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

NGÀNH ĐÀO TẠO: TÀI CHÍNH - NGÂN HÀNG
MÃ NGÀNH: 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

HÀ NỘI, NĂM 2026

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Cơ cấu nguồn vốn là một trong những nội dung hết sức quan trọng của quản trị tài chính doanh nghiệp, phản ánh chiến lược huy động vốn, mức độ an toàn tài chính, khả năng sinh lời và giá trị của doanh nghiệp... Việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn hợp lý giúp doanh nghiệp duy trì sự ổn định tài chính, tối ưu hóa chi phí sử dụng vốn, đồng thời gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Ngược lại, cơ cấu nguồn vốn thiếu hợp lý có thể làm gia tăng áp lực thanh khoản, suy giảm khả năng sinh lợi và tiềm ẩn nguy cơ mất an toàn tài chính, ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của doanh nghiệp.

Thủy điện là một trong những ngành năng lượng tái tạo hình thành dựa trên việc khai thác lợi thế địa lý tự nhiên của hệ thống sông ngòi và địa hình dốc, nhờ đó chuyển hóa năng lượng từ dòng chảy tự nhiên thành điện năng. Ở Việt Nam, thủy điện là một trong những ngành năng lượng đóng vai trò to lớn trong việc bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia, cung cấp nguồn năng lượng phục vụ phát triển kinh tế - xã hội. Tuy nhiên, vận hành ngành thủy điện có những đặc thù như nhu cầu vốn đầu tư lớn, đòn bẩy tài chính cao, thời gian thu hồi vốn dài, rủi ro đặc thù liên quan đến yếu tố tự nhiên và chính sách vĩ mô rất lớn, song lại có dòng tiền ổn định, rủi ro vận hành thấp sau khi đi vào vận hành.

Bối cảnh kinh tế thế giới hiện nay đang đẩy mạnh xu hướng chuyển dịch cơ cấu sang các loại năng lượng xanh, thúc đẩy phát triển bền vững và thủy điện là một trong số đó. Thực tế cho thấy, phần lớn các doanh nghiệp thủy điện tại Việt Nam hiện nay đang (i) sử dụng nợ vay chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn vốn; (ii) chưa xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu phù hợp với quy mô và chiến lược phát triển của doanh nghiệp từng thời kỳ; (iii) việc đánh giá và điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn chưa được thực hiện định kỳ và có hệ thống; (iv) cơ cấu nguồn vốn chưa phát huy được vai trò thúc đẩy hiệu quả hoạt động kinh doanh và gia tăng giá trị doanh nghiệp trong thời gian dài hạn... bên cạnh đó, sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các nguồn năng lượng tái tạo khác như điện gió, điện mặt trời... Chính vì vậy, việc nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn của các DN thủy điện càng trở nên cấp

thiết hơn bao giờ hết.

Xuất phát từ nghiên cứu trên, tác giả lựa chọn đề tài: “*Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*” với mục tiêu thông qua phân tích, đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thủy điện niêm yết, ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động và các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn, từ đó chỉ ra những hạn chế còn tồn tại và đề xuất những giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn hướng tới tối đa hóa giá trị cho doanh nghiệp trong tương lai.

2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu

- *Mục tiêu nghiên cứu của luận án*: Làm rõ thực trạng CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam; từ đó, đề xuất các giải pháp đồng bộ nhằm hoàn thiện CCNV cho các DN này.

- *Các nhiệm vụ nghiên cứu*: Để đạt được mục tiêu trên, luận án cần thực hiện các nhiệm vụ nghiên cứu sau:

+ *Thứ nhất*, Hệ thống và làm rõ thêm những vấn đề lý luận về nguồn vốn và CCNV của DN.

+ *Thứ hai*, Phân tích và đánh giá thực trạng CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2020-2025; tiến hành kiểm định ảnh hưởng của các nhân tố đến CCNV của các DN thủy điện, từ đó rút ra những kết quả đạt được, hạn chế và nguyên nhân dẫn đến hạn chế trong CCNV của các DN này.

+ *Thứ ba*, Đề xuất hệ thống giải pháp nhằm hoàn thiện CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- *Đối tượng nghiên cứu*: CCNV của doanh nghiệp.

- *Phạm vi nghiên cứu*:

+ *Phạm vi nghiên cứu về mặt nội dung*: Luận án tập trung nghiên cứu CCNV theo quan hệ sở hữu, bao gồm nợ vay và VCSH của DN.

+ *Phạm vi nghiên cứu về mặt không gian*: Luận án thực hiện nghiên cứu đối với 20 DN thủy điện niêm yết trên 02 sàn chứng khoán HOSE và HNX. Đây là các DN có hoạt động SXKD thủy điện chiếm tỷ trọng chủ yếu.

+ *Phạm vi nghiên cứu về mặt thời gian*: Đề tài thực hiện nghiên cứu trong

khoảng thời gian từ năm 2020 đến T9/2025 định hướng đến năm 2050.

4. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng kết hợp phương pháp gồm: Phương pháp duy vật biện chứng và duy vật lịch sử; phương pháp thu thập thông tin dữ liệu, số liệu; phương pháp thống kê mô tả; phương pháp phân tích, tổng hợp. Phương pháp sử dụng mô hình định lượng (OLS, FEM, REM, GLS) và xác định khiếm khuyết của mô hình: tự tương quan, phương sai sai số thay đổi, đa cộng tuyến, hiện tượng nội sinh và thực hiện kiểm định tính phù hợp của mô hình với bộ dữ liệu nghiên cứu với sự hỗ trợ của phần mềm STATA.

Quá trình nghiên cứu tác giả sử dụng mô hình định lượng với dữ liệu dạng bảng theo chuỗi thời gian cho giai đoạn 2020 đến 2025 với các bước thực hiện như sau:

- *Bước 1*: Lựa chọn mô hình nghiên cứu, các biến trong mô hình. Thực hiện thống kê mô tả, đánh giá hệ số tương quan giữa các biến bằng phần mềm STATA.

Các biến nghiên cứu bao gồm:

Biến phụ thuộc: Cơ cấu nguồn vốn (LEV) = Nợ phải trả / Nguồn vốn

Biến độc lập:

(1) Quy mô kinh doanh (SIZE): được đo lường bằng Logarit (Tổng tài sản).

(2) Khả năng sinh lời (ROA): được đo lường bằng LNST/Tổng tài sản.

(3) Cấu trúc tài sản (TANG): được đo lường bằng TSCĐ hữu hình/ TTS.

(4) Khả năng thanh toán (LIQ): được đo lường bằng TSNH/NNH.

(5) Triển vọng tăng trưởng (GROW): được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản: [Tài sản năm (t) – Tài sản năm (t-1)]/Tài sản năm (t-1)

(6) Chi phí sử dụng nợ vay (INRATE): được đo lường bằng chi phí lãi vay/Tổng nợ vay bình quân.

Mô hình kinh tế lượng nghiên cứu có dạng:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 INRATE_{it} + u_{it}$$

Các giả thuyết đề xuất trong mô hình với các DN thủy điện niêm yết:

H1.1: Quy mô DN càng lớn, tỷ suất nợ phải trả trong CCNV càng cao.

H1.2: Khả năng sinh lời càng lớn, tỷ suất nợ trong CCNV càng thấp.

H1.3: Sự tăng trưởng càng lớn, tỷ suất nợ phải trả trong CCNV càng cao.

H1.4: Tài sản cố định càng lớn, tỷ suất nợ phải trả trong CCNV càng cao

H1.5: Khả năng thanh toán càng lớn, tỷ suất nợ phải trả trong CCNV càng cao

H1.6: Chi phí sử dụng nợ vay càng lớn, tỷ suất nợ phải trả trong CCNV càng thấp

- *Bước 2*: Phân tích hồi quy mô hình theo các phương pháp Hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS), Hồi quy tác động cố định (FEM), Hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM), Hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) và xác định khiếm khuyết của mô hình: tự tương quan, phương sai sai số thay đổi, đa cộng tuyến, hiện tượng nội sinh.

Lựa chọn phương pháp hồi quy:

+ *Hồi quy bình phương nhỏ nhất* (OLS)

+ *Hồi quy tác động cố định* (FEM)

+ *Hồi quy tác động ngẫu nhiên* (REM)

+ *Hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát* (GLS)

- *Bước 3*: Xác định mô hình phù hợp, phân tích và trình bày kết quả nghiên cứu.

5. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của luận án

+ *Về mặt khoa học*: Luận án đã hệ thống hóa và làm phong phú thêm những vấn đề lý luận về CCNV; đồng thời cung cấp thêm minh chứng khoa học về CCNV và những nhân tố tác động đến CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam. Luận án đã kiểm định các lý thuyết về CCNV của DN gắn với một ngành đặc thù - Thủy điện tại thị trường Việt Nam. Luận án cũng đưa ra quan điểm tiếp cận nội dung CCNV từ góc độ hoạch định và ra quyết định quản trị tài chính DN.

+ *Về mặt thực tiễn*: Kết quả nghiên cứu của luận án sẽ là cơ sở và tài liệu tham khảo để các nhà quản trị tài chính nói chung xây dựng CCNV mục tiêu nhằm tối đa hoá giá trị của DN nói chung và các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam nói riêng trong bối cảnh KT-XH hiện nay.

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

Cơ cấu nguồn vốn là một nội dung hết sức quan trọng của quản trị TCDN; vì vậy, chủ đề CCNV luôn thu hút sự quan tâm, chú ý của các nhà nghiên cứu, các học giả trong - ngoài nước, cũng như với các nhà quản trị tài chính DN. Sự đa dạng về số lượng cũng như quy mô nghiên cứu của đề tài về CCNV giúp NCS có cái nhìn tổng quan hơn về vấn đề nghiên cứu. Sau quá trình nghiên cứu, tổng hợp, phân tích, NCS cho rằng các công trình nghiên cứu về CCNV hiện nay chủ yếu tập trung làm rõ những vấn đề như: (i) Lý thuyết về CCNV; (ii) các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của DN; (iii) tác động của CCNV tới hiệu quả hoạt động của DN

7. Đánh giá về những kết quả nghiên cứu và khoảng trống nghiên cứu

Thông qua việc xem xét các công trình nghiên cứu trong nước và quốc tế liên quan đến chủ đề CCNV của DN, có thể nhận thấy rằng đây là một chủ đề thu hút sự quan tâm lớn của giới nghiên cứu trong nhiều năm qua. Các nghiên cứu này chủ yếu tập trung vào hai hướng tiếp cận chính: thứ nhất là xác định các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn CCNV của DN; và thứ hai là đánh giá mối quan hệ giữa CCNV và hiệu quả tài chính, HQHĐ của DN. Nhiều nghiên cứu đã sử dụng các mô hình định lượng hiện đại để đo lường mối quan hệ này trong các bối cảnh khác nhau, bao gồm các quốc gia phát triển, đang phát triển và các ngành nghề cụ thể như sản xuất, thương mại, xây dựng, ngân hàng hoặc bất động sản.

Tại Việt Nam, một số công trình nghiên cứu cũng đã phân tích thực trạng CCNV của DN thuộc nhiều lĩnh vực khác nhau, từ đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện cơ cấu tài chính nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, các nghiên cứu này chủ yếu được thực hiện ở cấp độ tổng quát hoặc trong một số ngành đặc thù có tính ổn định tương đối về doanh thu và chi phí, ít chịu tác động mạnh từ các yếu tố tự nhiên như thời tiết hay biến đổi khí hậu. Một số nghiên cứu khác chỉ dừng lại ở việc mô tả thực trạng và đề xuất giải pháp quản trị tài chính chung, chưa làm rõ cơ sở lý luận và phương pháp xác định CCNV mục tiêu theo hướng tối ưu hóa giá trị DN trong dài hạn.

Đáng chú ý, qua rà soát hệ thống các công trình nghiên cứu đã công bố, cả trong nước và quốc tế, cho thấy chưa có công trình nào tập trung chuyên sâu vào

CCNV của các DN thủy điện – một phân ngành trong lĩnh vực năng lượng, có đặc điểm hoạt động rất đặc thù. DN thủy điện có mô hình kinh doanh phụ thuộc lớn vào điều kiện tự nhiên như lượng mưa, nguồn nước sông và địa hình khu vực – những yếu tố khó kiểm soát và biến động theo mùa vụ và khí hậu. Trong bối cảnh Việt Nam và thế giới đang chuyển mạnh theo hướng phát triển bền vững và ưu tiên các nguồn năng lượng tái tạo (năng lượng xanh), việc nghiên cứu cơ cấu tài chính của các DN thủy điện trở nên cấp thiết, không chỉ vì yêu cầu quản trị tài chính nội tại mà còn do áp lực từ xu hướng chuyển dịch chính sách tài chính xanh và yêu cầu minh bạch tài chính trong lĩnh vực năng lượng.

Ngoài ra, cũng chưa có nghiên cứu nào tiến hành đánh giá thực trạng CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam trong một giai đoạn cụ thể, có tính cập nhật và tính hệ thống cao, cũng như chưa có công trình nào xây dựng mô hình hoạch định CCNV mục tiêu của các DN này trong tầm nhìn dài hạn, gắn với chiến lược phát triển năng lượng quốc gia theo hướng xanh hóa nền kinh tế.

Từ những nhận định trên, có thể khẳng định rằng đề tài ***“Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*** mà NCS lựa chọn là cần thiết, có tính cấp thiết và không trùng lặp với các công trình nghiên cứu đã công bố trước đây. Đề tài có tính mới cả về đối tượng nghiên cứu (các DN thủy điện niêm yết), không gian nghiên cứu (TTCK Việt Nam), và đặc biệt là định hướng xây dựng mô hình CCNV mục tiêu phù hợp với mục tiêu tối đa hóa giá trị DN trong bối cảnh phát triển năng lượng xanh và thích ứng với biến đổi khí hậu.

Từ việc phân tích khoảng trống nghiên cứu, luận án xác định rõ những nhiệm vụ khoa học cần tập trung giải quyết bao gồm:

- Khái quát đặc điểm HĐKD của các DN ngành thủy điện và các yếu tố đặc thù ảnh hưởng đến cấu trúc nguồn vốn của các DN. Trên cơ sở đó, luận án sẽ làm rõ các đặc trưng về CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam, từ góc độ cấu trúc tài sản, dòng tiền, rủi ro ngành nghề và chu kỳ SXKD chịu ảnh hưởng của thời tiết và biến động khí hậu.

- Đánh giá thực trạng CCNV của các DN thủy điện niêm yết trong giai đoạn

2020 - T9/2025: luận án sẽ tiến hành phân tích định lượng các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của DN và tác động của CCNV đến HQHĐ của các DN; từ đó chỉ ra những kết quả đạt được, những hạn chế và nguyên nhân dẫn đến những hạn chế cần được xử lý nhằm nâng cao HQHĐ và giá trị thị trường của DN trong tương lai.

- Đề xuất hệ thống giải pháp và kiến nghị chính sách tài chính nhằm hoàn thiện CCNV theo hướng tối ưu hóa giá trị DN đối với các DN thủy điện niêm yết. Những giải pháp này được xây dựng trên cơ sở kết hợp giữa cơ sở lý luận và xuất phát từ thực tiễn hoạt động của các DN Thủy điện niêm yết tại Việt Nam, phù hợp với định hướng phát triển năng lượng tái tạo và bền vững đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050 của Việt Nam.

Những câu hỏi nghiên cứu cần được làm rõ, bao gồm:

(i) CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2020-2025 có phù hợp với đặc điểm HĐKD và sự biến động của môi trường kinh doanh không?

(ii) CCNV có tác động như thế nào đến HQHĐ của các DN Thủy điện niêm yết trên TTCK của Việt Nam?

(iii) Những nhân tố nào đã ảnh hưởng đến CCNV của các DN thủy điện nguồn vốn trên TTCK Việt Nam?

(iv) Cần thực hiện những giải pháp nào để hoàn thiện CCNV của các DN Thủy điện niêm yết theo hướng tối đa hóa giá trị DN?

8. Kết cấu của đề tài

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận án được kết cấu thành 3 chương:

Chương 1: Lý luận chung về CCNV của DN.

Chương 2: Thực trạng CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam

CHƯƠNG 1: LÝ LUẬN CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Nguồn vốn và phân loại nguồn vốn của DN

- *Khái niệm nguồn vốn của DN*: Nguồn vốn phản ánh nguồn hình thành tất cả các tài sản mà DN sử dụng để tham gia vào quá trình vận hành và sản xuất kinh doanh.

- *Phân loại nguồn vốn*:

+ **Phân loại nguồn vốn theo quan hệ sở hữu**:

- **Vốn chủ sở hữu (VCSH)**: Là phần vốn thuộc quyền sở hữu của các chủ DN. Chủ sở hữu DN có thể là cá nhân, tổ chức tham gia góp vốn, Chính phủ, các cổ đông mua và nắm giữ cổ phiếu. Nguồn VCSH bao gồm các bộ phận: vốn đầu tư của chủ sở hữu, thặng dư vốn cổ phần và LNST giữ lại chưa phân phối.

- **Nợ phải trả (NPT)**: Là số vốn thuộc quyền sở hữu của các chủ thể khác nhưng DN được quyền sử dụng vào hoạt động SXKD của mình trong một khoảng thời gian nhất định. Theo thời gian thanh toán có thể chia NPT thành Nợ ngắn hạn (NNH) và Nợ dài hạn (NDH)

- Nợ ngắn hạn là các khoản nợ có thời gian thanh toán dưới 1 năm, bao gồm các khoản vay và chiếm dụng của người bán trong ngắn hạn, các khoản người mua trả tiền trước, các khoản phải trả công nhân viên, thuế và các khoản phải nộp Nhà nước

- Nợ dài hạn: là các khoản nợ có thời gian thanh toán trên 1 năm. Nợ dài hạn bao gồm: vay dài hạn và các khoản phải trả người bán trong dài hạn.

+ **Phân loại nguồn vốn theo thời gian huy động và sử dụng vốn**:

- **Nguồn vốn thường xuyên**: Là nguồn vốn có tính chất ổn định, được sử dụng thường xuyên, lâu dài vào hoạt động SXKD và thường được các DN hình thành từ VCSH và nợ dài hạn

- **Nguồn vốn tạm thời**: Là nguồn vốn có tính chất ngắn hạn (dưới một năm) mà DN có thể sử dụng để đáp ứng các nhu cầu có tính chất tạm thời, bất thường

phát sinh trong hoạt động SXKD.

+ **Phân loại theo phạm vi huy động vốn**

• **Nguồn vốn bên trong (NVBT):** Là nguồn vốn được tạo ra từ các hoạt động của DN, bao gồm nguồn vốn tự bổ sung từ lợi nhuận sau thuế.

• **Nguồn vốn bên ngoài (NVBN):** Là nguồn vốn được huy động từ bên ngoài DN.

1.2. Cơ cấu nguồn vốn của DN

- **Khái niệm cơ cấu nguồn vốn:** Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp thể hiện tỷ trọng giữa các nguồn vốn riêng biệt mà doanh nghiệp huy động và sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh.

- **Các chỉ tiêu phản ánh CCNV của DN**

+ *Hệ số nợ:*

$$\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Tổng số nợ phải trả}}{\text{Tổng nguồn vốn của doanh nghiệp}}$$

+ *Hệ số vốn chủ sở hữu*

$$\text{Hệ số vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng số vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn của DN}}$$

+ *Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu:*

$$\text{Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng số nợ phải trả}}{\text{Tổng số vốn chủ sở hữu}}$$

+ *Tỷ trọng nguồn vốn bên trong*

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn bên trong} = \frac{\text{Nguồn vốn bên trong}}{\text{Tổng nguồn vốn của DN}}$$

+ *Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài*

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài} = \frac{\text{Nguồn vốn bên ngoài}}{\text{Tổng nguồn vốn của DN}}$$

- **Các lý thuyết về CCNV của DN**

+ Lý thuyết M&M về CCNV của DN

+ Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng (Net operating Income Approach)

+ Lý thuyết đánh đổi về CCNV (Trade-off Theory of Capital Structure)

- + Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)
- + Lý thuyết thời điểm thị trường
- + Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu (Optimal capital structure)
- + Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng.

- Các nhân tố tác động đến CCNV của DN

+ *Các nhân tố khách quan*: CCNV của các DN chịu sự tác động từ các yếu tố khách quan như: (i) GDP bình quân đầu người của quốc gia, (ii) Tốc độ tăng trưởng nền kinh tế, (iii) Tỷ lệ lạm phát; (iv) Thuế; (v) Lãi suất; (vi) Chính sách tỷ giá hối đoái của nhà nước; (vii) Đặc điểm ngành nghề kinh doanh; (viii) Đặc điểm và sự phát triển của thị trường tài chính.

+ *Các nhân tố chủ quan*: Các nhân tố chủ quan ảnh hưởng đến CCNV (xác định bằng NPT/TNV) của DN gồm: (1) Quy mô DN; (2) Khả năng sinh lời; (3) Sự tăng trưởng của DN; (4) Cấu trúc tài sản; (5) Khả năng thanh toán; (6) Chi phí sử dụng nợ vay và một số nhân tố khác.

- Tác động của CCNV đến hoạt động của DN

- *Tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn*: Theo Lý thuyết Đánh đổi, việc gia tăng tỷ trọng nợ vay ban đầu giúp DN giảm chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) nhờ tác động của lá chắn thuế và bản chất chi phí nợ thường thấp hơn chi phí VCSH.

- *Tác động của CCNV đến hiệu quả hoạt động của DN*: CCNV có mối quan hệ chặt chẽ với hiệu quả hoạt động của DN thông qua các chỉ tiêu như ROA, ROE và hiệu quả sử dụng tài sản. Việc sử dụng nợ vay ở mức độ hợp lý có thể làm gia tăng tỷ suất sinh lời trên VCSH nhờ tác động của đòn bẩy tài chính

- *Tác động của CCNV đến rủi ro tài chính*: Việc gia tăng tỷ trọng nợ vay đồng nghĩa với việc gia tăng các nghĩa vụ tài chính (nợ gốc và lãi vay), tạo áp lực thất chặt lên dòng tiền. Nếu doanh thu không đáp ứng được với các khoản nợ đến hạn DN sẽ đối mặt với rủi ro thanh khoản trong ngắn hạn và rủi ro phá sản trong dài hạn.

- *Tác động của CCNV đến chi phí kiệt quệ tài chính*: CCNV có tác động phi

tuyến tính đến chi phí kiệt quệ tài chính của DN. Khi đòn bẩy tài chính gia tăng, xác suất xảy ra kiệt quệ tài chính tăng dần, kéo theo các chi phí trực tiếp và đặc biệt là các chi phí gián tiếp nghiêm trọng như tổn hại uy tín, mất lợi thế thương mại và sự tháo chạy của nguồn nhân lực chất lượng cao.

1.3. Hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

- *Khái niệm*: Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu là CCNV gắn với mục tiêu hoạt động của DN ở từng giai đoạn, khi mục tiêu kinh doanh của DN thay đổi thì CCNV mục tiêu cũng thay đổi theo

- *Tầm quan trọng của việc hoạch định CCNV mục tiêu*: Lý thuyết về CCNV tối ưu cho rằng, trong DN tồn tại một mức CCNV tối ưu mà tại mức CCNV này sẽ làm cân bằng giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời dành cho chủ sở hữu của DN, qua đó làm tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn bình quân và tối đa hoá giá trị DN

- *Nguyên tắc cơ bản hoạch định CCNV mục tiêu*

- + Đảm bảo tính tương thích
- + Cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro
- + Đảm bảo quyền kiểm soát DN
- + Tài trợ linh hoạt
- + Tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn.

- *Trình tự và phương pháp hoạch định CCNV mục tiêu cho DN*

+ Trình tự hoạch định CCNV mục tiêu cho DN

- Bước 1: Phân tích và đánh giá thực trạng tình hình tài chính và CCNV của DN.
- Bước 2: Hoạch định CCNV mục tiêu
- Bước 3: Xây dựng phương án và giải pháp hoàn thiện CCNV của DN

+ Các phương pháp hoạch định CCNV cho DN

- Phương pháp chi phí sử dụng vốn
- Phương pháp giá trị hiện tại được điều chỉnh
- Phương pháp phân tích so sánh

- Phương pháp phân tích hồi quy.

1.4. Kinh nghiệm cơ cấu nguồn vốn của một số doanh nghiệp trong nước & quốc tế và những bài học rút ra đối với các doanh nghiệp thủy điện niêm yết tại Việt Nam.

Trên cơ sở các công trình NCKH đã được công bố trước đây, NCS đã nghiên cứu kinh nghiệm về CCNV của một số DN quốc tế tại Malaysia và Kenya hay một số DN trong nước như các DN ngành điện, các DN ngành VLXD, từ đó rút ra một số bài học kinh nghiệm trong việc hoàn thiện CCNV đối với các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Tiểu kết Chương 1

Nội dung chương 1, NCS đã khái quát những vấn đề cơ bản về nguồn vốn, CCNV, các nhân tố tác động đến CCNV của DN, một số chỉ tiêu tác động đến CCNV của DN và tác động của CCNV đến hiệu quả kinh doanh của DN.

Bên cạnh đó, trên cơ sở các nghiên cứu đã được công bố, NCS đã nghiên cứu và tìm hiểu kinh nghiệm hoàn thiện CCNV của một số DN trong nước và quốc tế từ đó rút ra kinh nghiệm trong việc hoàn thiện CCNV đối với các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam.

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỦY ĐIỆN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1. Tổng quan về các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam

2.1.1. Khái quát quá trình hình thành và phát triển ngành thủy điện Việt Nam

2.1.2. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của các DN thủy điện niêm yết

So với các DN thuộc các ngành khác, hoạt động kinh doanh của các DN thủy điện có những đặc điểm chủ yếu sau:

Thứ nhất: Sản xuất và cung cấp điện năng - vật tư chiến lược của nền kinh tế

Hoạt động kinh doanh chính của các DN thủy điện là chuyển đổi năng lượng của dòng nước thành điện năng - Đây là loại vật tư có ý nghĩa chiến lược, sống còn đáp ứng nhu cầu cho sản xuất và đời sống kinh tế xã hội của quốc gia trong điều kiện khoa học - kỹ thuật phát triển.

Thứ hai: Phụ thuộc lớn vào yếu tố tự nhiên.

Sản lượng điện của các nhà máy thủy điện phụ thuộc lớn vào lượng nước trong các hồ chứa; do đó, hoạt động kinh doanh của DN thủy điện chịu ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố thời tiết, đặc biệt là lượng mưa.

Thứ ba: Đầu tư lớn cho việc xây dựng và bảo trì cơ sở hạ tầng.

Các DN thủy điện cần đầu tư lớn vào việc xây dựng các nhà máy, hồ chứa, đập thủy điện và hệ thống truyền tải điện. Bên cạnh đó, DN thủy điện cũng phải định kỳ chi phí khá lớn cho việc bảo trì, bảo dưỡng các thiết bị và cơ sở hạ tầng để đảm bảo hoạt động ổn định và an toàn.

Thứ tư, Sản phẩm đầu ra thuộc nguồn năng lượng tái tạo

Thủy điện là nguồn năng lượng tái tạo, thân thiện với môi trường. Trong bối cảnh xu hướng phát triển năng lượng xanh, các DN thủy điện được đánh giá cao về tiềm năng phát triển bền vững, được khuyến khích phát triển.

Thứ năm: Hoạt động của DN thủy điện khá đa dạng, phong phú.

Ngoài sản xuất điện năng, các DN thủy điện còn tham gia vào các hoạt động khác như: Quản lý và điều tiết nguồn nước cho các mục đích sử dụng khác (chống hạn, phân lũ); Phát triển du lịch sinh thái tại các khu vực hồ chứa; Tham gia vào các hoạt động an sinh xã hội; v.v.

Với các DN thủy điện niêm yết ở Việt Nam, ngoài các đặc điểm chung của các

DN niêm yết về vốn điều lệ, số lượng cổ đông, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, tính minh bạch, tính tuân thủ pháp luật,... DN thủy điện niêm yết Việt Nam còn có một số đặc điểm riêng sau:

Một là, Doanh thu có tính ổn định cao

Ngoại trừ sự biến động về sản lượng điện sản xuất do tác động của lượng mưa hàng năm thì các DN thủy điện có tính ổn định doanh thu tương đối cao do nhu cầu sử dụng điện năng cho sản xuất và tiêu dùng luôn ổn định và ngày một tăng trưởng.

Hai là, Chi phí vận hành thấp

Sau khi hoàn thành công tác xây dựng, lắp đặt thì chi phí vận hành của các nhà máy thủy điện thường thấp hơn so với các nhà máy nhiệt điện. Nguyên nhân là đầu vào của các nhà máy thủy điện là lượng nước do thiên nhiên cung cấp, khá ổn định và các nhà máy thủy điện được sử dụng hầu như không phải trả phí.

Ba là, Giá bán điện do Nhà nước quy định

Ở Việt Nam, điện năng là một trong số các vật tư chiến lược có ảnh hưởng toàn diện đến sản xuất, tiêu dùng và an ninh của quốc gia; vì vậy, sản lượng điện do các nhà máy thủy điện sản xuất ra được hoà chung vào lưới điện quốc gia và giá bán điện do Nhà nước thống nhất quy định tùy theo đối tượng sử dụng điện.

Những đặc điểm nói trên có ảnh hưởng trực tiếp đến CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam.

2.1.3. Tình hình hoạt động kinh doanh của các DN thủy điện niêm yết

2.1.3.1. Quy mô của các DN thủy điện niêm yết

Bảng 2.1: Quy mô của các DN thủy điện niêm yết*(Đơn vị tính: Tỷ đồng)*

STT	Mã CK	Tên	Sàn	Tổng TSBQ
I. DN quy mô TTSBQ > 2.000 tỷ đồng				43.613
1	GEG	CTCP Điện Gia Lai	HOSE	10.770
2	VSH	Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	HOSE	9.324
3	NT2	CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	HOSE	7.553
4	TTA	CTCP Đầu tư Xây dựng và Phát triển Trường Thành	HOSE	4.177
5	HNA	CTCP Thủy điện Hòa Na	HOSE	4.069
6	CHP	CTCP Thủy điện Miền Trung	HOSE	3.249
7	VPD	CTCP Phát triển Điện lực Việt Nam	HOSE	2.381
8	KHP	CTCP Điện lực Khánh Hoà	HOSE	2.090
II. DN quy mô TTSBQ từ 1.000 - 2.000 tỷ đồng				10.200
9	TMP	CTCP Thủy điện Thác Mơ	HOSE	1.988
10	SHP	CTCP Thủy điện Miền Nam	HOSE	1.895
11	TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	HOSE	1.492
12	SJD	CTCP Thủy điện Cần Đơn	HOSE	1.384
13	SBA	CTCP Thủy điện Sông Ba	HOSE	1.293
14	TTE	CTCP Đầu tư năng lượng Trường Thịnh	HOSE	1.110
15	S4A	CTCP Thủy điện Sê San 4A	HOSE	1.038
III. DN quy mô TTSBQ < 1.000 tỷ đồng				2.086
16	SEB	CTCP Đầu tư và phát triển Điện miền Trung	HNX	772
17	PIC	CTCP Đầu tư Điện lực 3	HNX	529
18	HJS	CTCP Thủy điện Nậm Mu	HNX	381
19	NTH	CTCP Thủy điện Nước Trong	HNX	267
20	DRL	CTCP Thủy điện - Điện lực 3	HOSE	137

(Nguồn: Tác giả tính toán từ BCTC, số liệu từ 2020 - T9/2025)

Trên cơ sở TTS bình quân của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn từ 2020 – T9/2025, tác giả sẽ phân loại các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam thành 3 nhóm DN, bao gồm: DN quy mô >2.000 tỷ đồng; DN quy mô 1.000 - 2.000 tỷ đồng và DN quy mô < 1.000 tỷ đồng.

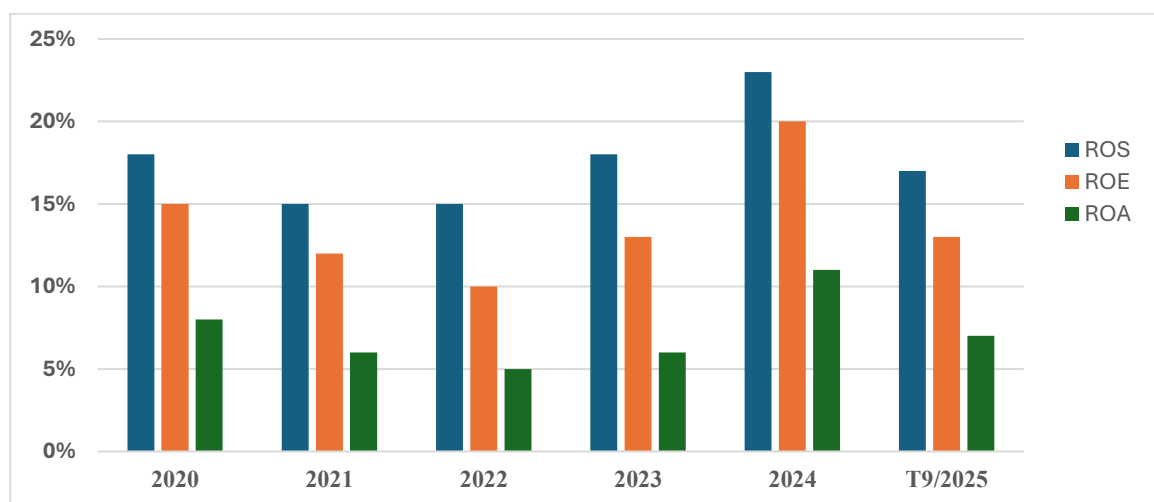
2.1.3.2. Khái quát tình hình kinh doanh của các DN thủy điện niêm yết

Bảng 2.2. Kết quả kinh doanh của DN thủy điện niêm yết*(Đơn vị tính: Tỷ đồng)*

STT	Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	T9/2025
1	Doanh thu thuần	19.354	20.115	18.006	20.081	27.801	24.165
2	Giá vốn hàng bán	13.976	14.989	13.094	13.979	18.012	16.938
3	Lợi nhuận gộp	5.378	5.125	4.913	6.102	9.789	7.227
4	Doanh thu hoạt động tài chính	269	226	279	192	410	433
5	Chi phí tài chính	1.117	1.316	1.434	1.624	1.900	1.996
6	Chi phí bán hàng	92	82	134	70	72	68
7	Chi phí quản lý DN	593	591	639	697	900	788
8	Lợi nhuận thuần	3.858	3.372	2.978	3.934	7.357	4.819
9	Lợi nhuận khác	35	60	27	75	-141	7
10	Lợi nhuận trước thuế	3.894	3.431	3.005	4.009	7.216	4.826
11	Lợi nhuận sau thuế	3.510	3.087	2.689	3.591	6.479	4.257

(Nguồn: Tác giả tính toán từ BCTC, số liệu từ 2020 - T9/2025)

Doanh thu thuần của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam có xu hướng biến động không đều từ năm 2020 đến 2023 và bứt phá mạnh mẽ từ năm 2024 (tăng từ 20.081 lên 27.801 tỷ đồng) nhưng giảm 2.916 tỷ đồng vào tháng 9 năm 2025.

Biểu đồ 2.1. So sánh hiệu quả tài chính của các DN thủy điện niêm yết*(Nguồn: Tác giả tính toán từ BCTC, số liệu từ 2020 - T9/2025)*

Sự biến động của ba chỉ tiêu ROA, ROE, ROS khá tương đồng qua các năm, thấp nhất vào năm 2021 và 2022 cao nhất vào năm 2024. Các năm 2020, 2023 và T9/2025 tương đối giống nhau về ba chỉ tiêu này. Do đặc thù ngành thủy điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết. Năm 2022, do thời tiết tương đối thuận lợi, mưa nhiều nên khả năng sinh lời cao nhất.

2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu

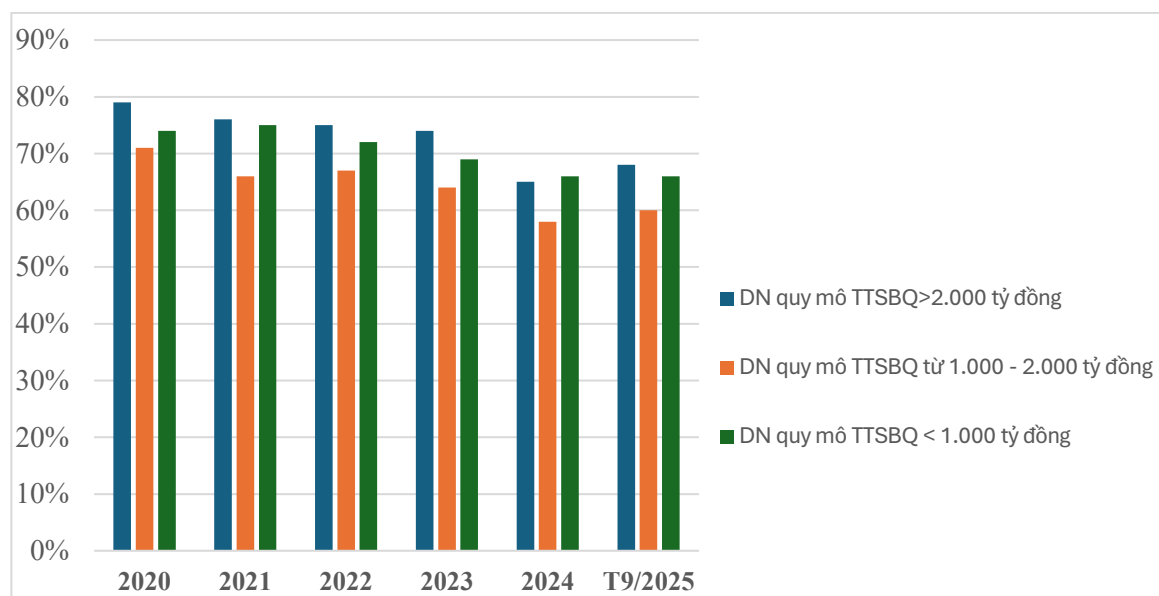
- *Hệ số nợ*: Xu hướng biến động, nhóm các DN có quy mô từ 1.000 - 2.000 tỷ đồng và quy mô <1.000 tỷ đồng có hệ số nợ giảm dần qua các năm từ 2020 đến T9/2025, còn các DN có quy mô >2.000 tỷ đồng, sự biến động của hệ số này giữa các năm không đáng kể, dao động từ 0,17% đến 4%. Các DN có quy mô <1.000 tỷ đồng có hệ số nợ giảm mạnh trong 2 năm 2024 và T9/2025. Từ cơ cấu về hệ số nợ có thể thấy nhóm các DN có quy mô >2.000 tỷ đồng có nhiều lợi thế trong việc tiếp cận các khoản vay cũng như nhu cầu sử dụng vốn cho đầu tư tài sản nhiều hơn. Đây là một lợi thế trong việc sử dụng lợi ích từ lá chắn thuế của lãi vay, từ đó giúp các DN này có khả năng sinh lời cao hơn.

Bảng 2.7. Hệ số nợ của các DN thủy điện niêm yết theo quy mô vốn

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	2020	2021	2022	2023	2024	T9/2025
I. DN quy mô TTSBQ > 2.000 tỷ đồng							
1. Nợ phải trả	Tỷ đồng	19.408	21.882	22.641	24.777	25.465	24.945
2. Tổng nguồn vốn	Tỷ đồng	35.801	39.465	41.869	45.240	50.247	49.058
3. Hệ số nợ (=1/2)	%	54,21	55,45	54,08	54,77	50,68	50,85
II. DN quy mô TTSBQ từ 1.000 - 2.000 tỷ đồng							
1. Nợ phải trả	Tỷ đồng	3.954	3.757	3.642	3.525	3.250	2.842
2. Tổng nguồn vốn	Tỷ đồng	9.944	10.221	10.045	10.166	10.767	10.059
3. Hệ số nợ (=1/2)	%	39,76	36,76	36,26	34,68	30,19	28,25
III. DN quy mô TTSBQ < 1.000 tỷ đồng							
1. Nợ phải trả	Tỷ đồng	866	791	655	495	350	263
2. Tổng nguồn vốn	Tỷ đồng	2.275	2.221	2.130	2.026	1.974	1.889
3. Hệ số nợ (=1/2)	%	38,08	35,62	30,75	24,41	17,75	13,94

(Nguồn: Tác giả tính toán từ BCTC, số liệu từ 2020 - T9/2025)

- *Cơ cấu VCSH*: Các DN có quy mô >2.000 tỷ đồng có tỷ trọng vốn cổ phần cao nhất, tiếp đến là các DN có quy mô <1.000 tỷ đồng, còn nhóm DN có quy mô 1.000 - 2.000 tỷ đồng có tỷ trọng này thấp nhất. Điều này chứng tỏ VCSH của các DN có quy mô 1.000 - 2.000 tỷ đồng đang được tài trợ từ lợi nhuận sau thuế nhiều hơn so với hai nhóm DN còn lại



Biểu đồ 2.6: So sánh Vốn cổ phần/VCSH của các DN thủy điện niêm yết

(Nguồn: Tác giả tính toán từ BCTC, số liệu từ 2020 – T9/2025)

- *Cơ cấu nợ phải trả*: Nghiên cứu tỷ trọng NNH/NPT của các DN thủy điện niêm yết cho thấy nhóm các DN quy mô >2.000 tỷ đồng có xu hướng cơ cấu nợ linh hoạt, với tỷ lệ NNH/NPT dao động qua các năm mà không hình thành một xu hướng rõ rệt. Trong khi đó, nhóm các DN quy mô 1.000-2.000 tỷ đồng chứng kiến sự gia tăng ổn định tỷ lệ NNH/NPT, cho thấy sự phụ thuộc ngày càng tăng vào NVNH. Đáng chú ý, nhóm các DN quy mô <1.000 tỷ đồng có sự biến động mạnh nhất, đặc biệt là sự gia tăng đột biến tỷ lệ NNH/NPT trong giai đoạn 2024-T9/2025, cho thấy rủi ro thanh khoản tiềm ẩn.

2.2.2. Cơ cấu nguồn vốn theo thời gian huy động và sử dụng vốn

Xét tỷ trọng NVNH và tỷ trọng NVDH trên tổng nguồn vốn bình quân của nhóm các DN cho thấy nhóm DN quy mô >2.000 tỷ đồng sử dụng tỷ trọng NVNH thấp nhất, chủ yếu là NVDH tương ứng là 83,04% trong khi nhóm DN có quy mô 1.000-2.000 tỷ đồng là 88,63% NVDH, cuối cùng nhóm các DN có quy mô

<1.000 tỷ đồng sử dụng NVDH là 89,39%. Điều này cho thấy các DN có lợi thế về quy mô có xu hướng sử dụng nhiều NVDH hơn thay vì lựa chọn huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu.

2.2.3. Cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn

Kết quả phân tích CCNV theo phạm vi huy động cho thấy tỷ trọng NVBT/TNV của nhóm các DN có quy mô 1.000-2.000 tỷ đồng là cao nhất (23,51%), tiếp đến là nhóm các DN có quy mô <1.000 tỷ đồng (22,14%) còn nhóm các DN có quy mô >2.000 tỷ đồng đang thấp nhất (12,59%). Kết quả này cho thấy hoạt động kinh doanh của 02 nhóm các DN quy mô <2.000 tỷ đồng tốt hơn so với nhóm các DN có quy mô >2.000 tỷ đồng. Ngược lại, tỷ trọng NVBT/TNV của các nhóm DN ngoại trừ sự sụt giảm trong năm 2025 so với 2024, dự báo kết thúc năm 2025 chỉ tiêu này có xu hướng gia tăng. Kết quả cũng cho thấy nhóm các DN có quy mô <1.000 tỷ đồng vẫn giữ được mức tăng trưởng từ NVBT qua các năm. Ngoài ra, nhóm các DN có quy mô 1.000 - 2.000 tỷ đồng và <1.000 tỷ đồng có tỷ trọng NVBT/TNV cao hơn nhiều so với nhóm các DN có quy mô >2.000 tỷ đồng.

2.3. Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thủy điện niêm yết

2.3.1. Mẫu và quy trình nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu sử dụng phân tích gồm 20 DN thủy điện niêm yết trên hai sàn HOSE (16 DN) và HNX (04 DN). Số liệu được sử dụng từ báo cáo tài chính hợp nhất sau kiểm toán 6 năm của các DN từ năm 2020 đến T9/2025. Dữ liệu bảng được sử dụng phân tích theo 2 chiều: theo năm (06 năm, từ năm 2020 đến năm 2025) và theo DN (20 DN).

2.3.2. Bàn luận kết quả nghiên cứu

Bảng 2.3. Tóm tắt kết quả nghiên cứu nhân tố ảnh hưởng đến CCNV

TT	Giả thuyết	Kỳ vọng	Kết quả	Kết luận
H1.1	Quy mô DN càng lớn thì hệ số phải trả trên tổng nguồn vốn càng cao.	+	+	Chấp nhận
H1.2	Khả năng sinh lời càng lớn thì hệ số phải trả trên tổng nguồn vốn càng thấp.	-	-	Chấp nhận
H1.3	Sự tăng trưởng càng lớn thì tỷ hệ số phải trả trên tổng nguồn vốn càng cao.	+	+	Chấp nhận
H1.4	Tài sản cố định càng lớn hệ số phải trả trên tổng nguồn vốn càng cao	+	-	Chấp nhận, ngược chiều
H1.5	Khả năng thanh toán càng lớn hệ số phải trả trên tổng nguồn vốn càng cao	+	-	Chấp nhận, ngược chiều
H1.6	Chi phí sử dụng nợ vay càng lớn hệ số phải trả trên tổng nguồn vốn càng thấp	-	Không có ý nghĩa	Không chấp nhận

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Những nhân tố có quan hệ thuận chiều với hệ số nợ vay:

Quy mô DN (SIZE): Biến Size có tác động mạnh nhất với hệ số hồi quy là 7,642 cho thấy khi quy mô DN càng lớn thì CCNV, hệ số NPT/Nguồn vốn của DN càng cao. Điều này phù hợp với lý thuyết đánh đổi mà phản ánh rằng quy mô DN và đòn bẩy tài chính có mối quan hệ thuận chiều.

Triển vọng tăng trưởng (GROW): Biến Grow có hệ số hồi quy là 0,105 thể hiện mối quan hệ cùng chiều giữa triển vọng tăng trưởng và CCNV của DN. Điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng mà cho rằng những DN với tốc độ tăng trưởng cao sẽ sử dụng nhiều nợ vay hơn để đáp ứng nhu cầu vốn cho các cơ hội kinh doanh mới trong trường hợp NVBT không đáp ứng đủ nhu cầu của DN.

Những nhân tố có quan hệ nghịch chiều với hệ số nợ vay

Khả năng sinh lời (ROA): Biến ROA có hệ số hồi quy là -0,422 có ý nghĩa thống kê, thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và CCNV của DN.

Cấu trúc tài sản (TANG): Biến Tang có hệ số hồi quy là -0,0466 có ý nghĩa

thống kê cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc tài sản và CCNV của DN. Trong nghiên cứu này, kết quả chỉ ra rằng cấu trúc TSCĐ hữu hình có mối quan hệ ngược chiều đáng kể đối với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính.

Khả năng thanh toán (LIQ): Biến LIQ có hệ số hồi quy là -0,0247 có ý nghĩa thống kê cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng thanh toán và CCNV của DN. Điều này lý giải phù hợp khi TSNH không đổi, doanh nghiệp giảm vay nợ sẽ làm tính thanh khoản của doanh nghiệp tăng lên. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng mà cho rằng những DN có khả năng sinh lời cao nên sử dụng ít nợ vay hơn bởi vì những DN này có khả năng chuyển đổi những tài sản của thành tiền mặt nhanh hơn. Bởi vậy, những DN này sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn bên trong khi tài trợ vốn đối với các khoản đầu tư mới thay vì tiếp cận đối với nguồn vốn bên ngoài.

2.4. Phân tích tác động của CCNV đến hoạt động của DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam

Biến phụ thuộc: ROE được đo bằng LNST/VCSH

Biến độc lập:

(1) Hệ số nợ vay (LEV): được đo lường bằng NPT/TNV

(2) Quy mô kinh doanh (SIZE): được đo lường bằng Logarit (TTS).

(3) Cấu trúc tài sản (TANG): được đo lường bằng TSCĐ/TTS.

(4) Khả năng thanh toán (LIQ): được đo lường bằng TSNH/NNH.

(5) Triển vọng tăng trưởng (GROW): được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản: $[\text{Tài sản năm } (t) - \text{Tài sản năm } (t-1)] / \text{Tài sản năm } (t-1)$

(6) Chi phí sử dụng nợ vay (INRATE): được đo lường bằng chi phí lãi vay/Tổng nợ vay bình quân.

Mô hình kinh tế lượng đề xuất:

$$\text{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Lev} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Growth} + \beta_4 \text{Tang} + \beta_5 \text{Liq} + \beta_6 \text{Inrate} + \text{uit}$$

Các giả thuyết đề xuất

H2.1: CCNV với hệ số nợ cao, ROE càng cao

H2.2: Quy mô DN càng lớn, ROE càng cao.

H2.3: Sự tăng trưởng càng lớn, ROE càng cao.

H2.4: Tài sản cố định càng lớn, ROE càng thấp.

H2.5: Khả năng thanh toán càng lớn, ROE càng thấp

H2.6: Chi phí sử dụng nợ vay càng lớn, ROE càng cao.

Bảng 2.4. Tóm tắt kết quả nghiên cứu tác động của CCNV đến ROE

TT	Giả thuyết	Kỳ vọng	Kết quả	Kết luận
H2.1	CCNV với hệ số nợ cao, ROE càng cao.	+	-	Chấp nhận, ngược chiều
H2.2	Quy mô DN càng lớn, ROE càng cao.	+	-	Chấp nhận, ngược chiều
H2.3	Sự tăng trưởng càng lớn, ROE càng cao.	+	Không có ý nghĩa	Không chấp nhận
H2.4	Tài sản cố định càng lớn, ROE càng thấp	-	Không có ý nghĩa	Không chấp nhận
H2.5	Khả năng thanh toán càng lớn, ROE càng thấp	-	Không có ý nghĩa	Không chấp nhận
H2.6	Chi phí sử dụng nợ vay càng lớn, ROE càng cao	+	Không có ý nghĩa	Không chấp nhận

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Kết quả từ mô hình cho thấy biến cơ cấu nguồn vốn LEV có hệ số hồi quy là -0,179 có ý nghĩa thống kê và mối quan hệ ngược chiều với ROE. Điều này giải thích cho việc việc gia tăng quy mô và tỷ trọng nợ vay có tác động tiêu cực đến hoạt động của DN. Điều đó có nghĩa là việc sử dụng nợ cao sẽ làm tăng chi phí lãi vay, giảm lợi nhuận, từ đó giảm ROE. Việc DN giảm dần tỷ lệ nợ vay sẽ làm hiệu quả hoạt động có xu hướng tăng dần. Kết quả này phù hợp với bản chất của cách xác định khả năng sinh lời ROE.

2.5. Đánh giá chung về CCNV của các DN Thủy điện niêm yết tại Việt Nam

2.5.1. Những kết quả đạt được

Thứ nhất, hệ số nợ của các DN đảm bảo mức độ an toàn: NPT và VCSH của các DN thủy điện niêm yết tăng dần qua các năm và đến năm 2024 – T9/2025, VCSH của các DN đã cao hơn so với NPT. Hệ số nợ giảm sút 0,04 trong năm năm 2024 –T9/2025 chứng tỏ các DN thủy điện niêm yết đang sử dụng VCSH

nhiều hơn.

Thứ hai, rủi ro tài chính của DN ở mức thấp: Đặc thù ngành thủy điện có xu hướng đầu tư ban đầu lớn nên NVDH thì được ưu tiên sử dụng nhiều hơn, nên tỷ trọng NVDH đạt 84,33 % và TSDH chiếm 80,8%. Điều này cho thấy NVDH không chỉ tài trợ cho toàn bộ TSDH mà còn tài trợ cho một phần TSNH, có thể tạo ra một mức độ an toàn về khả năng thanh toán và ổn định về sự cân bằng tài chính

Thứ ba, NVBT được tăng dần qua các năm: xem xét tỷ trọng NVBT/TNV của các nhóm DN đều cho thấy xu hướng độc lập tài chính, giảm chi phí lãi vay. Cụ thể: nhóm các DN có quy mô 1.000-2.000 tỷ đồng đang có tỷ trọng này cao nhất (23,51%), tiếp đến là nhóm các DN có quy mô <1.000 tỷ đồng (22,14%) còn nhóm các DN có quy mô >2.000 tỷ đồng đang thấp nhất (12,59%)

Thứ tư, hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN tăng dần: thông qua các chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) cho thấy hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN thủy điện niêm yết tăng dần từ năm 2022 –T9/2025.

2.5.2. Hạn chế và nguyên nhân

- Hạn chế

Thứ nhất, DN chưa xây dựng CCNV mục tiêu phù hợp với quy mô

Thứ hai, các DN thủy điện chưa đánh giá, điều chỉnh CCNV định kỳ cho phù hợp với chiến lược phát triển

Thứ ba, các DN sử dụng nợ vay là nguồn tài trợ chủ yếu

Thứ tư, CCNV chưa phát huy được vai trò thúc đẩy hiệu quả kinh doanh của DN

- Nguyên nhân

+ Nguyên nhân chủ quan

- Sự thiếu đồng bộ giữa chiến lược xây dựng CCNV mục tiêu theo quy mô và năng lực kiểm soát chi phí

- Thiếu quy trình đánh giá và điều chỉnh CCNV định kỳ

- Thiếu đa dạng trong việc huy động vốn

- Chất lượng quản trị doanh nghiệp và năng lực quản trị tài chính của đội ngũ cán bộ quản lý còn hạn chế.

+ Nguyên nhân khách quan

- Kinh doanh trong lĩnh vực thủy điện có rủi ro cao do đây là ngành đặc thù đang chịu sự điều tiết mạnh của Nhà nước do đặc điểm của hàng hoá điện năng có ảnh hưởng lớn đến môi trường kinh tế - xã hội của quốc gia.
- Hoạt động kinh doanh thủy điện phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết nên kết quả kinh doanh khó dự đoán, rủi ro cao từ yếu tố khách quan.
- Tồn tại nhiều bất cập trong quản lý thủy điện. Công tác quản lý quy hoạch thủy điện của Việt Nam còn chông chéo giữa các bộ, ngành, trên các dòng sông
- Việt Nam chưa có đầy đủ hệ thống quan trắc hiện đại về chế độ thủy văn tại phía đầu dòng chảy vào.

Tiểu kết chương 2

Trong Chương 2, NCS đã tìm hiểu thực trạng về CCNV của các DN thủy điện niêm yết trên TTCK Việt Nam. Các phân tích tương ứng với lý luận đã đề cập trong Chương 1 về CCNV theo các tiêu chí: quan hệ sở hữu; thời gian huy động và sử dụng vốn; phạm vi huy động và sử dụng vốn. Kết quả phân tích cho thấy CCNV của các DN hiện đạt được những thành công căn bản như: hệ số nợ của các DN đảm bảo mức độ an toàn, rủi ro tài chính của doanh nghiệp ở mức thấp, NVBT được tăng dần qua các năm, hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN tăng dần. Tuy nhiên, ngoài các kết quả đạt được, CCNV của các DN thủy điện niêm yết cũng còn các hạn chế: DN chưa xây dựng CCNV tiêu phù hợp với quy mô, các DN thủy điện chưa đánh giá, điều chỉnh CCNV định kỳ cho phù hợp với chiến lược phát triển, các DN sử dụng nợ vay là nguồn tài trợ chủ yếu, CCNV chưa phát huy được vai trò thúc đẩy hiệu quả kinh doanh của DN.

Đồng thời, tác giả đi phân tích nhân tố ảnh hưởng đến CCNV và tác động của CCNV đến hiệu quả hoạt động kinh doanh từ việc sử dụng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu thực nghiệm. Nghiên cứu đã chỉ ra những nhân tố có quan hệ thuận chiều với hệ số nợ vay như quy mô DN, triển vọng tăng trưởng và nhân tố có quan hệ nghịch chiều với hệ số nợ vay như Khả năng sinh lời (ROA), Cấu trúc tài sản, Khả năng thanh toán. Nghiên cứu cũng chỉ ra CCNV có mối quan hệ ngược chiều với ROE. Việc gia tăng quy mô và tỷ trọng nợ vay có tác động tiêu cực đến hoạt động của DN. Các kết quả phân tích này là cơ sở tin cậy và khoa học trong việc đề xuất các giải pháp hoàn thiện CCNV của các DN thủy điện niêm yết

trên TTCK Việt Nam.

CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CHO CÁC DOANH NGHIỆP THỦY ĐIỆN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội thế giới và Việt Nam

3.2. Những quan điểm cần quán triệt trong hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thủy điện niêm yết

3.2.1. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn dựa trên cơ sở chiến lược cạnh tranh của doanh nghiệp

3.2.2. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn nhằm mục tiêu huy động vốn đầy đủ kịp thời với chi phí hợp lý

3.2.3. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn cần đảm bảo duy trì tính linh hoạt tài chính

3.2.4. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn cần truyền tải được thông tin quan trọng trên thị trường tài chính

3.3. Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

3.3.1. Đánh giá, điều chỉnh và hoạch định lại cơ cấu nguồn vốn mục tiêu phù hợp với chiến lược phát triển của doanh nghiệp

3.3.2. Đa dạng hóa công cụ và hình thức tài trợ

3.3.3. Gia tăng quy mô và tỷ trọng nợ vay dài hạn

3.3.4. Xây dựng hệ thống cảnh báo sử dụng nợ vay

3.3.5. Nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp và chuyên môn hóa bộ máy quản trị tài chính

3.3.6. Tăng cường hiệu quả sử dụng vốn

3.3.7. Các giải pháp hỗ trợ

3.3.7.1. Nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp

3.3.7.2. Nâng cao năng lực tài chính và uy tín cho nhóm doanh nghiệp quy mô trung bình và nhỏ.

3.3.7.3. Nâng cao hiệu quả quản trị dòng tiền

3.3.8.4. Nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh đối với các doanh nghiệp.

3.4. Điều kiện thực hiện giải pháp

3.4.1. Về phía Nhà nước

3.4.2. Về phía tập đoàn điện lực quốc gia Việt Nam

3.4.3. Về phía các doanh nghiệp thủy điện niêm yết.

Tiểu kết chương 3

Trong Chương 3, tác giả đã dựa trên bối cảnh kinh tế - xã hội thế giới và Việt Nam, định hướng phát triển lĩnh vực thủy điện của Việt Nam cũng như các phân tích thực trạng CCNV trong Chương 2 để tác giả đưa ra các giải pháp hoàn thiện CCNV. Các giải pháp mà tác giả đưa ra bao gồm: Đánh giá, điều chỉnh và hoạch định lại cơ cấu nguồn vốn mục tiêu phù hợp với chiến lược phát triển của doanh nghiệp; Đa dạng hoá công cụ và hình thức tài trợ; Gia tăng quy mô và tỷ trọng nợ vay dài hạn; Xây dựng hệ thống cảnh báo sử dụng nợ vay; Nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp và chuyên môn hóa bộ máy quản trị tài chính; Tăng cường hiệu quả sử dụng vốn và Các giải pháp hỗ trợ khác. Việc thực hiện đồng bộ các giải pháp nêu trên sẽ giúp các DN thủy điện niêm yết khắc phục được những hạn chế, tồn tại về CCNV và là cơ sở gia tăng uy tín trên thị trường tài chính phù hợp với quan điểm, định hướng phát triển lĩnh vực thủy điện của Đảng và Nhà nước.