

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ**

---

**LÊ THỊ THƯƠNG HUYỀN**

**PHÂN TÍCH CẤU TRÚC TÀI CHÍNH  
CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG**

**Hà Nội – 2016**

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ**

---

**LÊ THỊ THƯƠNG HUYỀN**

**PHÂN TÍCH CẤU TRÚC TÀI CHÍNH  
CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ**

**Chuyên ngành: Tài chính ngân hàng**

**Mã số: 60340201**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: PGS.TS. TRẦN THỊ THANH TÚ**

**Hà Nội - 2016**

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi xin cam đoan bản luận văn là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của tôi. Các số liệu, kết quả đưa ra trong luận văn là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng.

Tôi xin chịu trách nhiệm về nghiên cứu của mình.

## LỜI CẢM ƠN

Qua những năm tháng học tập chương trình đào tạo sau đại học, tôi đã được trang bị những kiến thức vô cùng quý báu, làm hành trang bước vào cuộc sống và quá trình công tác. Nhân dịp hoàn thành quyển luận văn, tôi xin gửi lời biết ơn chân thành đến quý Thầy, Cô Giảng viên Trường Đại học Kinh tế Đại học Quốc gia Hà Nội đã tận tình giảng dạy và hướng dẫn cho tôi nhiều kiến thức quý báu trong suốt thời gian theo học lớp Tài chính ngân hàng 2, niên khóa 2014-2016.

Xin cảm ơn chân thành đến **PGS.TS Trần Thị Thanh Tú** đã tận tình hướng dẫn tôi hoàn thành luận văn này.

Tôi cũng xin cảm ơn đến các Giáo sư Tiến sĩ, các nhà nghiên cứu đã có những công trình nghiên cứu trên lĩnh vực cấu trúc tài chính đã tiếp sức cho tôi tư liệu để tôi hoàn thành luận văn này và tôi xin hứa sẽ vận dụng những kiến thức đó vào thực tiễn một cách thiết thực nhất.

Trân trọng!

## MỤC LỤC

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT .....	i
DANH MỤC BẢNG.....	ii
DANH MỤC HÌNH .....	iii
MỞ ĐẦU.....	1
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP.....	5
1.1 Tổng quan nghiên cứu về cấu trúc tài chính doanh nghiệp: .....	5
1.1.1 Các công trình nghiên cứu về cấu trúc tài chính doanh nghiệp đã thực hiện.....	5
1.1.2 Khoảng trống và hướng nghiên cứu của luận văn: .....	8
1.2 Cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính doanh nghiệp:.....	9
1.2.1 Khái niệm: .....	9
1.2.2 Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính doanh nghiệp: .....	18
1.2.3 Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả cấu trúc tài chính doanh nghiệp: .....	20
1.2.4. Các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp:.....	30
CHƯƠNG 2: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP.....	37
2.1. Phương pháp luận .....	37
2.2. Phương pháp cụ thể: .....	38
2.2.1. Phương pháp thu thập dữ liệu: .....	38
2.2.2. Phương pháp xử lý và phân tích dữ liệu:.....	40
2.2.3. Phương pháp tổng hợp và so sánh:.....	42
CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TẠI CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ GIAI ĐOẠN 2011-2015.....	44
3.1. Khái quát về ngành cao su và Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:.....	44
3.1.1. Khái quát về ngành cao su Việt Nam:.....	44
3.1.2. Tổng quan về công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú: .....	48

3.2. Phân tích cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú giai đoạn 2010-2015: .....	54
3.2.1 Đặc điểm cấu trúc tài chính Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú: .....	54
3.2.2. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả cấu trúc tài chính của công ty: .....	62
3.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú: .....	74
3.3. Đánh giá cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú: .....	78
3.3.1. Thành công: .....	78
3.3.2. Hạn chế: .....	80
3.3.3. Nguyên nhân của hạn chế: .....	81
CHƯƠNG 4: MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM HOÀN THIỆN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ .....	84
4.1. Định hướng cấu trúc tài chính của công ty trong thời gian tới:.....	84
4.2. Một số giải pháp nhằm hoàn thiện cấu trúc tài chính tại Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:.....	85
4.2.1. Thiết lập mô hình các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc tài chính: .....	86
4.2.2. Tận dụng các lợi thế huy động vốn từ thị trường trái phiếu.....	87
4.2.3. Thành lập bộ phận quản trị vốn của công ty:.....	88
4.2.4. Đa dạng hoá các hình thức huy động vốn và mở rộng mối quan hệ tín dụng:.....	89
4.2.5. Hoàn thiện công tác kế toán, lập báo cáo tài chính kết hợp phân tích dự báo:.....	90
4.2.6. Đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến ROE bằng mô hình Dupont để xác định cụ thể giải pháp hiệu quả cho công ty: .....	66
4.3. Kiến nghị: .....	92
4.3.1. Kiến nghị với công ty: .....	92
4.3.2. Kiến nghị với Nhà nước: .....	93
KẾT LUẬN .....	98
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	100
PHỤ LỤC	

## DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

STT	Ký hiệu	Nguyên nghĩa
1	BCĐKT	Bảng cân đối kế toán
2	BCTC	Báo cáo tài chính
3	CAPM	Mô hình định giá tài sản vốn
4	CK	Cuối kỳ
5	CP	Cổ phần
6	CTTC	Cấu trúc tài chính
7	DN	Doanh nghiệp
8	DPR	Công ty cổ phần cao su Đồng Phú
9	DTT	Doanh thu thuần
10	ĐK	Đầu kỳ
11	EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phần
12	HRC	Công ty cổ phần cao su Hoà Bình
13	LNST	Lợi nhuận sau thuế
14	LNTT	Lợi nhuận trước thuế
15	PHR	Công ty cổ phần cao su Phước Hoà
16	P/E	Tỷ lệ giữa giá thị trường và lợi nhuận ròng trên mỗi cổ phần
17	ROA	Khả năng sinh lời trên tài sản
18	ROE	Khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu
19	SXKD	Sản xuất kinh doanh
20	TNC	Công ty cổ phần cao su Thống Nhất
21	TRC	Công ty cổ phần cao su Tây Ninh
22	TT	Thanh toán
23	VCSH	Vốn chủ sở hữu
24	WACC	Chi phí sử dụng vốn bình quân

## DANH MỤC BẢNG

<b>STT</b>	<b>Bảng</b>	<b>Nội dung</b>	<b>Trang</b>
1	Bảng 2.1	Các công thức sử dụng trong phân tích tài chính	41
2	Bảng 3.1	Một số chỉ tiêu kinh tế tài chính của Công ty trong 5 năm 2011-2015	50
3	Bảng 3.2	Một số chỉ tiêu tính tỷ suất tính tỷ suất lợi nhuận của Công ty trong 5 năm 2011-2015:	52
4	Bảng 3.3	Đặc điểm nguồn vốn của công ty trong 5 năm 2011-2015	54
5	Bảng 3.4	Chỉ tiêu hệ số nợ của các Công ty cùng ngành	56
6	Bảng 3.5	Chỉ tiêu hệ số tự tài trợ của các Công ty cùng ngành	57
7	Bảng 3.6	Bảng phân tích tỷ lệ nợ dài hạn của Công ty 2011-2015	59
8	Bảng 3.7	Bảng tỷ trọng các khoản nợ ngắn hạn của Công ty	60
9	Bảng 3.8	Phân tích khả năng sinh lời của Công ty	62
10	Bảng 3.9	Chỉ số ROA, ROE trung bình ngành cao su	64
11	Bảng 3.10	So sánh chỉ tiêu ROA, ROE của các doanh nghiệp cao su	65
12	Bảng 3.11	Bảng phân tích ROE bằng mô hình DUPONT	66
13	Bảng 3.12	Phân tích mối quan hệ giữa EBIT và EPS	68
14	Bảng 3.13	Bảng tính chi phí sử dụng bình quân vốn WACC theo mô hình CAPM	69
15	Bảng 3.14	Tính chi phí sử dụng vốn trung bình ngành cao su WACC giai đoạn 2011-2015	70
16	Bảng 3.15	Mối tương quan giữa ROE và WACC	73
17	Bảng 3.16	Bảng tính quy mô Công ty 2011-2015	77
18	Bảng 3.17	Khả năng thanh toán của công ty giai đoạn 2011-2015	78



## DANH MỤC HÌNH

<b>STT</b>	<b>Hình</b>	<b>Nội dung</b>	<b>Trang</b>
1	Hình 3.1	Đồ thị biến động DTT và LNST của công ty 2011-2015	51
2	Hình 3.2	Đồ thị biểu thị cấu trúc tài chính của công ty 2011-2015	54

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Hiện nay, trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đang khủng hoảng, nền kinh tế Việt Nam cũng gặp nhiều khó khăn gây ảnh hưởng không nhỏ đến các doanh nghiệp. Trong khi sự cạnh tranh thị trường kinh doanh ngày càng gay gắt, để có được các quyết định kinh doanh đúng đắn trong thời điểm hiện tại, doanh nghiệp nào cũng quan tâm tới tình hình tài chính của mình. Đây được coi là vấn đề cấp bách hàng đầu để đảm bảo sự tồn tại và phát triển bền vững của doanh nghiệp. Vốn là nhân tố cần thiết trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Từ tình hình thực tế đó, việc lựa chọn cho mình một cấu trúc tài chính hợp lý có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với doanh nghiệp, quyết định tới mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro. Một cấu trúc tài chính vững chắc phải đạt được sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận. Những nhà đầu tư luôn có nhu cầu cung ứng vốn cho doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh. Vì vậy, cấu trúc tài chính có mối quan hệ tỷ lệ thuận với hiệu quả kinh doanh và tình hình tài chính của doanh nghiệp. Để đạt được mục tiêu kinh doanh trong từng thời điểm, nhà quản trị doanh nghiệp cần phải xác định được chi phí sử dụng từng nguồn vốn để quyết định một cấu trúc tài chính tối ưu. Tuy nhiên, hiện nay các doanh nghiệp Việt Nam chưa thực sự chú trọng đến vấn đề này một cách toàn diện và sâu sắc. Doanh nghiệp nên huy động nguồn vốn như thế nào cho hiệu quả, huy động từ vốn vay ngân hàng, chiếm dụng từ các tổ chức thương mại hay phát hành thêm cổ phiếu? Một quyết định sai lầm của nhà quản trị sẽ làm tổn thất đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Việt Nam tham gia Hiệp định đối tác kinh tế xuyên Thái Bình Dương (TPP), hội nhập Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) và ký kết các hiệp định thương mại tự do khác, đã mở ra nhiều cơ hội và cũng đặt ra không ít thách thức cho ngành cao su VN trong thời gian sắp tới. Khi Việt Nam tham gia vào các tổ chức này sẽ tạo ra cho ngành cao su những cơ hội về lợi thế cạnh tranh nhập khẩu, thu hút vốn đầu tư nước ngoài, phát triển môi trường kinh doanh lành mạnh nhưng cũng buộc ngành cao su phải đối mặt với những thách thức cạnh tranh về giá, chất lượng,

thương hiệu hàng hóa, nguồn nguyên liệu cao su trong nước và các sản phẩm cao su xuất khẩu sang các nước trong TPP. Vì vậy mỗi doanh nghiệp kinh doanh trong ngành này cần phải xây dựng chiến lược phát triển trung và dài hạn, tích cực cập nhật thông tin phân tích thị trường, các chính sách mới cùng với một cấu trúc tài chính tối ưu để ứng dụng vào hoạt động của doanh nghiệp một cách hiệu quả.

Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú là một doanh nghiệp đang phát triển mạnh trong ngành cao su của Việt Nam. Tiền thân là đồn điền cao su Phú Riềng, trải qua hơn 10 năm hình thành và phát triển công ty đã đạt được mức tăng trưởng ổn định và có sức cạnh tranh cao trong thời kỳ hội nhập kinh tế thế giới, sản phẩm của Công ty luôn có chất lượng tốt và ổn định, thoả mãn được các yêu cầu khắt khe của khách hàng, trong đó có những khách hàng truyền thống là các tập đoàn chế tạo vỏ xe hàng đầu thế giới như Michelin, Mitsubishi, các tập đoàn Safic Alcan, Tea Young... Môi trường cạnh tranh trong ngành ngày càng cao, cấu trúc tài chính có ảnh hưởng lớn đến hiệu quả kinh doanh nhưng cho đến nay công ty vẫn chưa có một nghiên cứu nào chuyên sâu về phân tích cấu trúc tài chính. Nhận thức được tầm quan trọng của đề tài và hiểu sâu hơn cấu trúc tài chính của công ty nhằm đưa ra giải pháp giúp công ty hoàn thiện cấu trúc tài chính của mình, tôi quyết định chọn đề tài **“Phân tích cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú”** cho luận văn thạc sỹ của mình.

## **2. Mục tiêu nghiên cứu:**

Trên cơ sở lý luận về cấu trúc vốn, cấu trúc vốn tối ưu đề cập đến mối tương quan giữa tỷ lệ nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu, luận văn mở rộng hướng phân tích sang cả tỷ lệ nợ ngắn hạn của công ty nhằm đưa ra các giải pháp nâng cao hiệu quả cấu trúc tài chính, giảm thiểu tối đa rủi ro liên quan đến hoạt động tài trợ của doanh nghiệp. Nghiên cứu của đề tài cũng là cơ sở để Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú nâng cao hiệu quả tài chính và thu hút thêm vốn đầu tư cho hoạt động kinh doanh của mình.

## **3. Câu hỏi nghiên cứu:**

Từ mục tiêu nghiên cứu của đề tài, luận văn sẽ nghiên cứu và lần lượt trả lời các câu hỏi sau:

1. Đặc điểm cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú là gì?
2. Cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú được đánh giá như thế nào?
3. Nhân tố nào ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú?
4. Giải pháp nâng cao hiệu quả cấu trúc tài chính cho Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú là gì?

#### **4. Phương pháp nghiên cứu:**

Luận văn sử dụng phương pháp nghiên cứu về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp trong nước và quốc tế để phân tích đối với Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú. Thông qua quá trình khảo sát, thu thập, thống kê và phân tích các dữ liệu kết hợp với các phương pháp so sánh để rút ra các kết luận, đánh giá có căn cứ khoa học. Sự kết hợp giữa các yếu tố lý luận và thực tiễn trong nghiên cứu đề tài giúp luận văn có cái nhìn từ chi tiết đến tổng thể của vấn đề.

#### **5. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu:**

- Đối tượng nghiên cứu: Nghiên cứu cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

- Phạm vi nghiên cứu:

Về không gian: Tập trung phân tích những điểm mạnh, điểm yếu trong chính sách tài trợ của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

Về thời gian: Nghiên cứu cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú giai đoạn 2011– 2015.

#### **6. Đóng góp của đề tài:**

- Về lý luận: Dựa trên các lý luận cơ bản về cấu trúc vốn, cấu trúc vốn tối ưu để làm rõ thêm cấu trúc tài chính của Doanh nghiệp.

- Về thực tiễn: Thông qua việc đánh giá thực trạng cấu trúc vốn, cấu trúc vốn tối ưu của công ty (chỉ đề cập đến nợ dài hạn), luận văn sẽ mở rộng phân tích về tỷ lệ nợ ngắn hạn để làm rõ đặc điểm cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú giai đoạn 2011 – 2015. Trên cơ sở phân tích thực trạng,

luận văn đề xuất các giải pháp hoàn thiện cấu trúc tài chính của công ty, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động huy động và sử dụng các nguồn vốn nhằm tối đa hóa lợi nhuận trong thời gian tới.

**7. Kết cấu luận văn:** Ngoài phần mở đầu, kết luận, phụ lục và danh mục tài liệu tham khảo, luận văn được viết thành 4 chương.

Chương 1: *Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính Doanh nghiệp.*

Chương 2: *Phương pháp nghiên cứu cấu trúc tài chính doanh nghiệp.*

Chương 3: *Phân tích cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú giai đoạn 2011-2015*

Chương 4: *Một số giải pháp nhằm hoàn thiện cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.*

# CHƯƠNG 1

## TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

### **1.1 Tổng quan nghiên cứu về cấu trúc tài chính doanh nghiệp:**

#### ***1.1.1 Các công trình nghiên cứu về cấu trúc tài chính doanh nghiệp đã thực hiện***

Ngày nay trong bối cảnh thị trường cạnh tranh ngày càng gay gắt buộc mỗi doanh nghiệp phải tìm cho mình một cấu trúc tài chính phù hợp với từng giai đoạn và nét đặc thù riêng của doanh nghiệp. Chính vì vậy, ở Việt Nam đã có các công trình nghiên cứu, bài báo, luận văn liên quan đến phân tích tài chính, cấu trúc vốn, cấu trúc tài chính, chi phí sử dụng vốn, nhân tố ảnh hưởng và tác động của cấu trúc tài chính đến các hoạt động của doanh nghiệp. Qua quá trình tìm hiểu trên các phương tiện thông tin đại chúng, tra cứu tại các nguồn thông tin khác nhau, tác giả đã thu thập được một số công trình nghiên cứu tiêu biểu có liên quan đến phân tích cấu trúc vốn, cấu trúc tài chính như sau:

- Luận án tiến sỹ đề tài: “Đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp Việt Nam hiện nay” – NCS. Trần Thị Thanh Tú đã đưa ra những vấn đề lý luận cơ bản về cơ cấu vốn của doanh nghiệp như: những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, căn cứ vào mô hình thiết lập cơ cấu vốn tối ưu. Từ đó đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam trên bộ số liệu điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước của Cục Tài chính doanh nghiệp. Tác giả đã đề xuất giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam hiện nay theo 3 nhóm: định lượng, định tính và ứng dụng. Bài nghiên cứu không chỉ dừng lại ở góc độ khái quát chung thực trạng cấu trúc vốn, xây dựng các mô hình cơ cấu vốn của các doanh nghiệp mà còn đi sâu vào nghiên cứu cơ cấu vốn của một doanh nghiệp điển hình là Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 1 – CIENCO1 trong giai đoạn 2000-2005.

- Luận án tiến sỹ đề tài: “Nghiên cứu các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” – NCS. Dương Thị Hồng Vân. Bài nghiên cứu ngoài việc đánh giá tác động của các yếu tố tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp được xác định bởi các lý thuyết tài chính còn bổ sung

thêm các yếu tố đặc thù của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường Việt Nam như tỷ lệ sở hữu Nhà nước , sự khác biệt về tiêu chuẩn niêm yết giữa hai Sở giao dịch chứng khoán , sự khác biệt về cơ cấu vốn của các doanh nghiệp thuộc các ngành nghề, lĩnh vực khác nhau và giữa các thời kỳ khác nhau . Đặc biệt, luận án còn là công trình nghiên cứu đầu tiên đánh giá tác động của các yếu tố về quản lý , bao gồm chiến lược quản lý , tâm lý, nguồn nhân lực, mạng lưới quan hệ, tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp tại Việt Nam . Luận án chỉ ra rằng so với các nước trên thế giới, các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam hiện đang có hệ số nợ vay cao , vốn vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn vay , trong đó chủ yếu là vốn vay từ ngân hàng.

-Tác giả Đoàn Ngọc Phi Anh -“Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính”( Tạp chí khoa học và công nghệ Đại học Đà Nẵng – Số 5(40).2010) đã tiếp cận vấn đề theo phương pháp phân tích đường dẫn. Tác giả của bài viết đã đưa ra cái nhìn tổng quan về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp và tác động của nó đến hiệu quả kinh doanh. Việc xác định các nhân tố có tầm quan trọng trong công tác quản trị tài chính doanh nghiệp nhưng lại rất ít các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam đề cập đến vấn đề này. Trong bài nghiên cứu tác giả đã sử dụng tổng hợp số liệu từ báo cáo tài chính của 482 doanh nghiệp có niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và đưa ra các nhân tố chính ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như: hiệu quả kinh doanh, rủi ro kinh doanh, cấu trúc tài sản, quy mô doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng đã chỉ ra tác động giữa hiệu quả kinh doanh và cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Tác giả không chỉ nêu ra các nhân tố mà còn đưa ra các phương pháp phân tích cụ thể, áp dụng vào số liệu cụ thể, có sự đo lường các biến nghiên cứu rồi mới đưa ra kết quả đánh giá cuối cùng giúp các nhà quản trị nhận thức rõ hơn điều gì đang thực sự tác động đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp mình. Khi đi sâu vào phân tích cấu trúc tài chính của công ty thì bài viết này thực sự là một định hướng nghiên cứu hữu ích.

- Bài nghiên cứu cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam - ThS Lê Phương Dung và ThS Đặng Thị Trinh, Bài đăng trên

Tạp chí khoa học kinh tế năm 2013. Bài nghiên cứu trên, tác giả đều tập trung phân tích cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, đưa ra các nhân tố ảnh hưởng và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. Đặc biệt bài viết đã sử dụng số liệu quý 4/2007 đến quý 3/2012 của 31 doanh nghiệp ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) để xác định mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và các nhân tố khác đối với hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp. Bài báo tiếp cận phương pháp: mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effects Method - FEM) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effects Method - REM). Kết quả nghiên cứu: hiệu quả hoạt động (ROA, ROE) của các doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với hiệu suất sử dụng tài sản và tốc độ tăng trưởng; có mối quan hệ nghịch chiều với cấu trúc tài chính và cơ cấu tài sản của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy sử dụng (P/E) để phản ánh hiệu quả hoạt động doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê với bất kì nhân tố nào.

- Các luận văn thạc sỹ đã thực hiện nghiên cứu các nội dung liên quan đến đề tài như: Luận văn Phân tích cấu trúc tài chính công ty trách nhiệm hữu hạn Chế Biến Hồ (Năm 2014) – Mai Thanh Thảo; Luận văn phân tích cấu trúc vốn của các công ty nhóm ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các luận văn trên đã nêu được tầm quan trọng của việc phân tích cấu trúc tài chính doanh nghiệp thấy được sự tác động đến hiệu quả kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng nhưng chưa thấy được vai trò thật sự cấp thiết của luận văn trong hoàn cảnh viết bài. Những luận văn này đều được viết vào thời điểm từ 2013-2015 là thời kỳ nền kinh tế có nhiều biến động đặc biệt là lĩnh vực tài chính, đã sử dụng các số liệu từ các bản nghiên cứu thị trường tài chính, bản báo cáo tài chính của các doanh nghiệp để mô tả, giải thích, đưa ra được các đánh giá về kết quả và tồn tại về cấu trúc tài chính, tìm ra được nguyên nhân chủ quan và khách quan đem đến những kết quả và hạn chế này, các cách tiếp cận phân tích cấu trúc tài chính của các chuyên gia kinh tế. Ngoài ra, các luận văn chỉ đánh giá chủ yếu về diễn biến sử dụng tài sản, nguồn vốn, đi sâu sang phân tích tổng quan tình hình tài chính của doanh nghiệp trong khi mục tiêu cuối cùng của phân tích cấu trúc tài chính mà nhà quản trị



doanh nghiệp hướng đến là thấy được sự tác động của nó đến doanh nghiệp của mình như thế nào lại chưa phân tích rõ. Cụ thể là các luận văn trên mới chỉ phân tích được thực trạng tài chính công ty và chưa nêu được tác động của nó đến các hoạt động kinh doanh của công ty. Các luận văn thạc sỹ trên đều viết về các đề tài liên quan đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp nhưng đều không đi chuyên sâu vào phân tích các tác động của cấu trúc tài chính đến doanh nghiệp mà mới chỉ dừng lại ở việc phân tích tình hình tài chính, tình hình sử dụng vốn, chính sách tài trợ tài sản và cân bằng vốn của doanh nghiệp như thế nào? Các luận văn đã dựa trên phân lớn các kết quả nghiên cứu về cấu trúc tài chính của một số doanh nghiệp để nêu ra nhiều giải pháp nhằm phát huy kết quả đạt được và khắc phục những hạn chế còn tồn tại. Tuy nhiên các biện pháp còn chung chung, rất khó thực hiện do không phù hợp với điều kiện cụ thể của từng doanh nghiệp, hoặc các giải pháp này đã được các doanh nghiệp khác thực hiện từ lâu nhưng không mấy hiệu quả.

### ***1.1.2 Khoảng trống và hướng nghiên cứu của luận văn:***

- Tính cấp thiết của luận văn được thể hiện ở chỗ giai đoạn 2011-2015, trong bối cảnh kinh tế Việt Nam đang trong thời kỳ hội nhập, đặc biệt là môi trường ngành cao su của doanh nghiệp mà luận văn đang chọn làm đối tượng phân tích có nhiều biến động tăng giảm bất thường về giá và sản lượng, chịu sự tác động của thị trường trong và ngoài nước. Điều này đòi hỏi nghiên cứu giúp Công ty Cổ phần như Cao su Đồng Phú phải tìm ra những giải pháp mới để tăng cường nguồn vốn của mình mở rộng sản xuất kinh doanh, mở rộng thị trường nhưng vẫn đảm bảo được một cấu trúc tài chính bền vững.

- Hiện nay vẫn chưa có nghiên cứu chuyên sâu, toàn diện về cấu trúc tài chính tại các công ty kinh doanh cao su, cụ thể là Công ty CP Cao Su Đồng Phú. Trong khi luận văn của cá nhân sẽ đi sâu phân tích làm rõ diễn biến cấu trúc vốn, mở rộng hướng phân tích sang nợ ngắn hạn để tìm ra cấu trúc tài chính tối ưu của Công ty như thế nào, tác động và ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh của Công ty ra sao.

Luận văn của cá nhân sẽ phân tích cụ thể các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính của công ty (để làm được điều này, cá nhân đã phải nghiên cứu, sử dụng các báo cáo phân tích thị trường nói chung và phân tích ngành cao su nói riêng để làm cơ sở đánh giá, phân tích).

Luận văn của cá nhân từ diễn biến cấu trúc tài chính hiện tại của công ty sẽ phân tích các tác động của cấu trúc đó đến các chỉ số đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh của công ty giúp đánh giá toàn diện thực trạng tài chính để có sự điều chỉnh phù hợp.

Từ trước đến nay chưa có nghiên cứu liên quan đến cấu trúc tài chính ngành cao su nên luận văn cá nhân sẽ giúp công ty CP Cao su Đồng Phú tìm ra được những giải pháp hiệu quả và phù hợp với từng thời điểm, từng đặc thù cho cấu trúc tài chính doanh nghiệp giúp cho Doanh nghiệp đứng vững và ngày càng phát triển trong những thay đổi của nền kinh tế.

Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú là công ty đang rất phát triển trong ngành cao su Việt Nam và dần từng bước khẳng định thương hiệu trên thị trường thế giới. Tuy nhiên cho đến nay có thể nói chưa có một nghiên cứu nào chuyên sâu, toàn diện về cấu trúc tài chính tại Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú. Đây là công trình nghiên cứu tổng quát đầu tiên về Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú từ đó đưa ra các biện pháp nhằm nâng cao hiệu quả tài chính tại công ty.

## **1.2 Cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính doanh nghiệp:**

### **1.2.1 Khái niệm:**

#### *1.2.1.1 Khái niệm tài chính doanh nghiệp:*

*“Tài chính Doanh nghiệp là các quan hệ kinh tế phát sinh gắn liền với quá trình tạo lập, phân phối và sử dụng các quỹ tiền tệ trong quá trình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhằm đạt tới mục tiêu nhất định. Quá trình tạo lập hay huy động vốn là quá trình tạo ra các quỹ tiền tệ từ các nguồn lực bên trong ( sự góp vốn của các chủ sở hữu, lợi nhuận giữ lại...) và nguồn lực bên ngoài (các nhà đầu tư, nhà nước, các tổ chức tín dụng...) để doanh nghiệp hoạt động. Hoạt động phân phối và sử dụng vốn liên quan đến việc phân bổ vốn ở đâu, lúc nào, bao nhiêu sao cho vốn*

*được sử dụng hiệu quả nhất*” (Giáo trình tài chính doanh nghiệp – Vũ Duy Hào chủ biên).

**Các quan hệ tài chính doanh nghiệp chủ yếu bao gồm:**

- Quan hệ giữa doanh nghiệp với nhà nước: đây là mối quan hệ phát sinh khi doanh nghiệp thực hiện nghĩa vụ thuế đối với Nhà nước, khi Nhà nước góp vốn vào doanh nghiệp.

- Quan hệ giữa doanh nghiệp với thị trường tài chính: quan hệ này được thể hiện thông qua việc doanh nghiệp tìm kiếm các nguồn tài trợ. Trên thị trường tài chính, doanh nghiệp có thể vay ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn có thể phát hành cổ phiếu và trái phiếu để đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn. Ngược lại, doanh nghiệp phải trả lãi vay và vốn vay, trả lãi cổ phần cho các nhà tài trợ. Doanh nghiệp cũng có thể gửi tiền vào ngân hàng, đầu tư chứng khoán bằng số tiền tạm thời chưa sử dụng.

- Quan hệ giữa doanh nghiệp với các thị trường khác: trong nền kinh tế, doanh nghiệp có quan hệ chặt chẽ với các doanh nghiệp khác trên thị trường hàng hóa, dịch vụ, thị trường sức lao động. Đây là những thị trường mà tại đó doanh nghiệp tiến hành mua sắm máy móc thiết bị, nhà xưởng, tìm kiếm lao động... Điều quan trọng là thông qua thị trường, doanh nghiệp có thể xác định được nhu cầu hàng hóa và dịch vụ cần thiết cung ứng. Trên cơ sở đó doanh nghiệp hoạch định ngân sách đầu tư, kế hoạch sản xuất, tiếp thị nhằm thỏa mãn nhu cầu thị trường.

- Quan hệ trong nội bộ doanh nghiệp: đây là quan hệ giữa bộ phận sản xuất – kinh doanh, giữa cổ đông và chủ nợ, giữa quyền sử dụng vốn và quyền sở hữu vốn. Các mối quan hệ này được thể hiện thông qua hàng loạt chính sách của doanh nghiệp như: chính sách cổ tức, chính sách đầu tư, chính sách về cơ cấu vốn, chi phí...

*1.2.1.2 Khái niệm cấu trúc tài chính của doanh nghiệp:*

**a. Tổng quan về nguồn vốn của doanh nghiệp:**

**(i) Khái niệm cơ cấu vốn:**

- “*Cơ cấu vốn là tỷ lệ các loại nguồn vốn được doanh nghiệp huy động cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Tuy nhiên cơ cấu vốn chỉ dừng lại ở việc xem xét nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn vì đây là hai nguồn tài trợ thường xuyên và ổn định*” (Giáo trình tài chính doanh nghiệp – Vũ Duy Hào chủ biên).

- Vì tính chất tạm thời, mục tiêu phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động, không bị tác động từ các yếu tố bên trong và ngoài doanh nghiệp nên nguồn vốn nợ ngắn hạn không được xem xét khi phân tích cơ cấu vốn nhưng khi phân tích cấu trúc tài chính phải bao hàm cả phân tích tỷ lệ đối với nguồn vốn này.

Cấu trúc nguồn vốn của một doanh nghiệp là cơ cấu nguồn vốn hình thành nên tài sản của doanh nghiệp. Đây là chỉ tiêu phản ánh tỷ trọng của từng bộ phận nguồn vốn chiếm trong tổng số nguồn vốn của doanh nghiệp. Cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp liên quan đến nhiều khía cạnh khác nhau trong công tác quản trị tài chính. Việc huy động vốn một mặt vừa đáp ứng nhu cầu vốn cho sản xuất kinh doanh, đảm bảo sự an toàn trong tài chính, mặt khác liên quan đến hiệu quả và rộng hơn là rủi ro của doanh nghiệp. Do vậy khi phân tích cấu trúc nguồn vốn cần xem xét đến nhiều mặt và cả mục tiêu của doanh nghiệp để có thể đánh giá đầy đủ nhất về tình hình tài chính của doanh nghiệp.

Nguồn vốn của doanh nghiệp cơ bản bao gồm hai bộ phận lớn là vốn nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, hay có thể chia nguồn vốn của doanh nghiệp thành nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn thường xuyên.

#### ➤ **Vốn nợ phải trả**

Nợ phải trả bao gồm nguồn vốn đi vay và nguồn vốn trong thanh toán. Nguồn vốn đi vay là các khoản tiền do doanh nghiệp đi vay ngân hàng hay của các đối tượng khác. Nguồn vốn trong thanh toán bao gồm các khoản nợ phải trả cho nhà cung cấp, tiền thuế phải nộp nhà nước, tiền lương và các khoản phải trả công nhân viên. Đối với nguồn vốn đi vay, doanh nghiệp phải cam kết thanh toán với các chủ nợ về vốn gốc và các điều kiện kèm theo (nếu có) theo thời hạn đã qui định. Như vậy việc tăng nguồn vốn nợ phải trả sẽ gây áp lực thanh toán đối với doanh nghiệp.

#### ➤ **Vốn chủ sở hữu**

Chỉ tiêu này cho biết quy mô sản nghiệp của các chủ sở hữu doanh nghiệp hay còn gọi là vốn chủ sở hữu, vốn cổ phần, giá trị sổ sách của doanh nghiệp, giá trị tài sản ròng của DN. Khi quy mô sản nghiệp càng lớn thì khả năng độc lập tài chính của DN càng cao, sự đảm bảo về tài chính của DN với các bên có liên quan càng chắc chắn. Chỉ tiêu vốn chủ sở hữu là cơ sở để DN xác định khả năng tự tài trợ hay năng lực tài chính hiện có trong quan hệ với các bên liên quan.

Đây là nguồn vốn mà chính doanh nghiệp là chủ sở hữu, hay nói cách khác nguồn vốn này thể hiện phần tài trợ của người chủ sở hữu đối với toàn bộ tài sản của doanh nghiệp. Vì vậy, khi sử dụng nguồn vốn này doanh nghiệp không phải cam kết thanh toán đối với người góp vốn. Nguồn vốn này có tính ổn định rất cao.

Như vậy, với khoản nợ phải trả doanh nghiệp là con nợ; với nguồn vốn chủ sở hữu thể hiện phần tài trợ của người chủ sở hữu đối với tài sản ở doanh nghiệp. Do đó xét về khía cạnh tự chủ về tài chính nguồn vốn này thể hiện năng lực vốn có của người chủ sở hữu trong tài trợ hoạt động kinh doanh.

➤ **Nguồn tài trợ thường xuyên (nguồn vốn thường xuyên)**

Là nguồn tài trợ mà DN được sử dụng vào hoạt động SXKD một cách thường xuyên, ổn định và lâu dài. Thuộc nguồn tài trợ thường xuyên trong doanh nghiệp bao gồm: vốn chủ sở hữu, vốn vay, vốn thanh toán dài hạn và trung hạn (trừ vay, nợ quá hạn).

➤ **Nguồn tài trợ tạm thời (nguồn vốn tạm thời)**

Là nguồn tài trợ mà doanh nghiệp được tạm thời sử dụng vào hoạt động sản xuất, kinh doanh trong một khoảng thời gian ngắn hạn. Thuộc nguồn tài trợ tạm thời bao gồm các khoản vay ngắn hạn, nợ ngắn hạn, các khoản vay, nợ quá hạn (kể cả vay, nợ dài hạn quá hạn), các khoản chiếm dụng của người bán, người mua, của người lao động,...

**(ii) Các loại nguồn vốn và hình thức huy động:**

Một doanh nghiệp có thể huy động vốn từ nguồn vốn nợ hay huy động vốn từ nguồn vốn chủ sở hữu để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Các nguồn vốn doanh nghiệp có thể sử dụng:

- Nguồn vốn chủ sở hữu: vốn góp ban đầu, lợi nhuận không chia, tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu mới.

- Vốn góp ban đầu:

Các doanh nghiệp khi mới thành lập, đều cần có một lượng vốn góp ban đầu từ các cổ đông – chủ sở hữu góp. Đây là phần vốn ban đầu cần thiết mà chủ doanh nghiệp phải có khi đăng ký thành lập doanh nghiệp. Trong quá trình sản xuất kinh doanh, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp sẽ tăng hoặc giảm tùy thuộc vào kết quả kinh doanh và chiến lược huy động vốn của doanh nghiệp.

- Nguồn vốn từ lợi nhuận không chia: khi doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tăng trưởng nguồn vốn. Vào cuối mỗi năm tài chính các cổ đông sẽ được nhận cổ tức từ thu nhập sau thuế. Tuy nhiên, trong một số trường hợp các cổ đông không muốn nhận ngay cổ tức mà muốn cho doanh nghiệp sử dụng cổ tức đó để tái đầu tư. Việc tự tài trợ bằng nguồn lợi nhuận không chia là nguồn vốn hấp dẫn đối với các doanh nghiệp vì doanh nghiệp sẽ giảm được chi phí và sự phụ thuộc từ bên ngoài. Tuy nhiên, chi phí sử dụng đối với nguồn lợi nhuận giữ lại này tương đối cao. Nếu doanh nghiệp muốn giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư thì phải cam kết trả cho cổ đông lãi suất cao hơn lãi cổ tức hiện tại.

- Phát hành cổ phiếu mới: đây là một nguồn vốn tài chính dài hạn rất quan trọng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có thể lựa chọn phát hành cổ phiếu ưu đãi hoặc cổ phiếu thường để tăng vốn.

- + Cổ phiếu ưu đãi là cổ phiếu có một số đặc quyền ưu đãi so với cổ phiếu thường như: ưu đãi về quyền bỏ phiếu, ưu đãi về thứ tự ưu tiên chi trả cổ tức... Vì vậy, loại cổ phiếu này thường chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng cổ phiếu được phát hành và được phát hành chủ yếu cho các cổ đông truyền thống để tránh nguy cơ thôn tính hay sáp nhập. Đồng thời, việc chuyển nhượng các cổ phiếu ưu đãi bị giới hạn hơn so với cổ phiếu thường. Đặc điểm cơ bản của cổ phiếu ưu đãi là cổ tức chi trả cho các cổ đông là cổ tức cố định. Nếu muốn giảm chi phí vốn chủ sở hữu doanh nghiệp sẽ lựa chọn tăng vốn theo cách này nhưng doanh nghiệp cũng phải đối mặt với áp lực chi trả cổ tức ưu đãi mạnh hơn vì cổ đông sở hữu cổ phiếu ưu đãi

được quyền trả cổ tức trước các cổ đông sở hữu cổ phiếu thường. Thậm chí nếu thu nhập sau thuế của doanh nghiệp chỉ đủ để trả cổ tức ưu đãi thì doanh nghiệp không phải trả cổ tức cho cổ phiếu thường. Nếu doanh nghiệp làm ăn thua lỗ, vẫn phải có trách nhiệm chi trả cổ tức ưu đãi vào năm sau nếu năm sau có lãi.

+ Cổ phiếu thường là loại cổ phiếu thông dụng nhất vì nó có những ưu thế trong việc phát hành ra công chúng và trong quá trình lưu thông ngoài thị trường. Cổ phiếu thường là chứng khoán quan trọng nhất được trao đổi mua bán trên thị trường chứng khoán. Cổ phiếu thường không những được chi trả cổ tức với tỷ lệ doanh nghiệp cam kết khi phát hành mà các cổ đông còn có quyền được hưởng thu nhập thặng dư nếu doanh nghiệp thu được lãi nhiều hơn dự kiến. Huy động nguồn vốn nợ: phân loại theo tính chất kỳ hạn, nợ của doanh nghiệp được chia thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

- Nguồn vốn nợ ngắn hạn: bao gồm các khoản vay ngắn hạn ngân hàng, các khoản phải trả nhà cung cấp, khoản phải nộp Nhà nước hay cấp trên, phải trả cán bộ công nhân viên hay phát hành trái phiếu ngắn hạn. Thông thường vốn ngắn hạn thường được huy động để bổ sung nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp, đầu tư vào các tài sản ngắn hạn, có chu kỳ quay vòng ngắn.

+ Vay ngắn hạn ngân hàng:

Đây là khoản vay với kỳ hạn ngắn dưới 1 năm nhằm đáp ứng nhu cầu khi doanh nghiệp thiếu hụt tiền tạm thời cho các khoản chi trả như: chi trả lương cán bộ nhân viên, chi trả tiền mua nguyên vật liệu... Đây là nguồn vốn được huy động khá dễ bởi điều kiện cho vay dễ dàng, lãi suất vay ngắn hạn sẽ nhỏ hơn lãi suất vay dài hạn. Có hai hình thức vay vốn ngắn hạn ngân hàng phổ biến: vay luân chuyển và vay theo hạn mức.

+ Khoản phải trả nhà cung cấp:

Đây là khoản tín dụng thương mại. Nguồn vốn này xuất phát trên cơ sở mua bán hàng hoá. Theo sự thỏa thuận trong hợp đồng mua bán của hai bên, bên bán chấp nhận cho bên mua trả chậm với một số điều kiện nhất định. Đây có thể coi là nguồn vốn chiếm dụng của doanh nghiệp vì không phải chịu một khoản chi phí nào. Tuy

nhiên không phải doanh nghiệp nào cũng tiếp cận được với nguồn vốn này vì nếu bên bán cho mua chịu thì họ phải đối mặt với rủi ro có thể xảy ra khi không có khả năng thu hồi khoản nợ. Hầu hết các doanh nghiệp có uy tín và khả năng tài chính lành mạnh mới có cơ hội huy động được nguồn vốn tín dụng này.

+ Các khoản phải nộp Nhà nước: gồm các khoản thuế, lệ phí phải nộp Nhà nước nhưng chưa phải nộp hoặc doanh nghiệp trì hoãn chưa nộp cũng được coi là nguồn vốn ngắn hạn. Tuy nhiên, tỷ trọng của khoản vốn này trong tổng vốn không cao vì hầu hết các doanh nghiệp phải hoàn thành tốt nghĩa vụ với Nhà nước đầy đủ và đúng hạn. Trường hợp doanh nghiệp phải sử dụng nguồn vốn này chủ yếu là các doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính, kinh doanh thua lỗ, khả năng thanh toán. Đây là cách huy động vốn doanh nghiệp ít cần nhắc tới vì nó còn ảnh hưởng đến uy tín tài chính của doanh nghiệp.

+ Phát hành trái phiếu ngắn hạn: các trái phiếu được phát hành có giá trị rất nhỏ tương quan với mức thu nhập của phần đa dân số nên doanh nghiệp sẽ không bị phụ thuộc vào bên cho vay và hạn mức tín dụng. Bởi vậy đây là một hình thức huy động nợ ngắn hạn được ưu tiên sử dụng của doanh nghiệp, các trái phiếu do doanh nghiệp phát hành là giấy chứng nhận quyền đòi nợ đối với doanh nghiệp do chủ nợ nắm giữ. Các trái phiếu có thể là ghi danh hay không ghi danh. Phát hành trái phiếu không ghi danh được các doanh nghiệp áp dụng rộng rãi hơn do khả năng chuyển hóa thành tiền cao hơn so với phát hành trái phiếu ghi danh.

Nguồn vốn nợ dài hạn: nguồn vốn này đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có thể huy động nguồn vốn này từ ngân hàng, các tổ chức tài chính, tín dụng và phát hành trái phiếu dài hạn.

+ Vay dài hạn từ các ngân hàng:

Các khoản vay dài hạn ngân hàng thường được doanh nghiệp sử dụng để tài trợ vốn cho các dự án dài hạn của doanh nghiệp. Trong thực tế, dù doanh nghiệp có đủ khả năng tài chính để tự tài trợ vốn cho dự án kinh doanh nhưng doanh nghiệp sẽ không lựa chọn cách này mà tìm thêm nguồn vốn từ vay ngân hàng để chia sẻ rủi ro từ việc đầu tư dự án với các nhà đầu tư khác. Khi ngân hàng cho doanh nghiệp vay



vốn nghĩa là đã giảm bớt gánh nặng rủi ro cho doanh nghiệp đồng thời ngân hàng sẽ được hưởng lãi và phí cho vay. Nhưng doanh nghiệp phải đáp ứng một số điều kiện như: hạn mức tín dụng, sự kiểm soát của ngân hàng, lãi suất vay vốn.

+ Thuê tài sản: là hình thức cho doanh nghiệp vay vốn bằng tài sản. Khi có nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh đòi hỏi doanh nghiệp phải mua sắm thêm máy móc thiết bị nhưng lại không có đủ tiềm lực tài chính. Doanh nghiệp có thể lựa chọn cách đi thuê lại tài sản từ các công ty cho thuê. Các công ty cho thuê mua sắm tài sản và cho doanh nghiệp thuê lại nghĩa là tài sản thuộc quyền sở hữu của bên cho thuê còn doanh nghiệp đi thuê phải trả tiền thuê. Hình thức này có nhiều ưu điểm vượt trội như: dù không đủ tài chính để mua sắm thêm thiết bị nhưng doanh nghiệp vẫn có máy móc để phục vụ mở rộng quy mô sản xuất, không phải chịu các điều kiện khắt khe từ nguồn vay ngân hàng ( phù hợp với các doanh nghiệp vừa và nhỏ), khi kết thúc hợp đồng thuê bên đi thuê có quyền mua lại tài sản với giá ưu đãi hơn so với giá thị trường.

+ Phát hành trái phiếu dài hạn: đây là chứng khoán nợ do doanh nghiệp phát hành để huy động vốn trung và dài hạn. Trái phiếu có thời hạn xác định và khi trái phiếu đáo hạn doanh nghiệp có nghĩa vụ phải thanh toán đầy đủ các khoản lãi và hoàn trả vốn gốc cho nhà đầu tư. Trái phiếu được phân loại theo các tiêu thức khác nhau như:

✓ **Theo phương thức trả lãi** gồm trái phiếu trả lãi một lần và trái phiếu Coupon. Trái phiếu Coupon có lãi trả định kì, có thể theo quý, nửa năm hay một năm còn trái phiếu có lãi trả một lần thì lãi được trả một lần cũng với gốc vào ngày mãn hạn của trái phiếu. Việc phát hành trái phiếu Coupon sẽ giúp doanh nghiệp giảm bớt áp lực khả năng thanh toán vào ngày mãn hạn trái phiếu.

✓ **Theo lãi suất:** trái phiếu có lãi suất thả nổi và trái phiếu có lãi suất cố định. Trái phiếu có lãi suất thả nổi là trái phiếu có lãi suất biến động theo lãi suất thị trường còn trái phiếu có lãi suất cố định được cố định lãi suất trong suốt thời gian có giá trị của trái phiếu, cho dù lãi suất thị trường có thay đổi như thế nào. Sử dụng trái phiếu có lãi suất cố định doanh nghiệp chủ động xác định được chi phí trả lãi trái phiếu còn trái

phiếu có lãi suất thả nổi thì lãi suất được điều chỉnh theo lãi suất thị trường nên doanh nghiệp không thể biết chắc chắn chi phí lãi vay trái phiếu, việc lập kế hoạch tài chính cũng khó khăn hơn. Việc phát hành trái phiếu có lãi suất thả nổi chỉ có lợi trong điều kiện mức lạm phát cao và lãi suất thị trường không ổn định.

+ Phát hành chứng khoán có thể chuyển đổi: như phát hành giấy đảm bảo và trái phiếu chuyển đổi. Đây là loại trái phiếu có thời hạn dài và sau một khoảng thời gian nhất định được chuyển thành cổ phiếu, các trái chủ trở thành các cổ đông. Nếu thị giá cổ phiếu tăng lên thì người giữ trái phiếu có cơ hội nhanh được lợi nhuận cao.

#### **b. Khái niệm cơ cấu vốn tối ưu:**

- Một trong những vấn đề quan trọng của các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp là xây dựng cấu trúc vốn của doanh nghiệp như thế nào, vốn chủ sở hữu bao nhiêu, vay ngân hàng bao nhiêu để có thể tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, hay còn gọi là xây dựng cấu trúc vốn tối ưu.

- Một cấu trúc vốn tối ưu được định nghĩa là một cấu trúc vốn trong đó chi phí sử dụng vốn bình quân nhỏ nhất và giá trị doanh nghiệp đạt lớn nhất.

- Vấn đề cốt lõi của cấu trúc vốn tối ưu là khi doanh nghiệp vay nợ, doanh nghiệp tận dụng được lợi thế của lá chắn thuế từ nợ vay. Giá trị của doanh nghiệp khi vay nợ sẽ bằng giá trị của doanh nghiệp không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế từ nợ. Trong trường hợp đặc biệt là khi doanh nghiệp vay nợ vĩnh viễn thì hiện giá của tấm chắn thuế sẽ bằng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp nhân với nợ vay. Mặt trái của vay nợ là vay càng nhiều nợ thì sẽ xuất hiện chi phí kiệt quệ tài chính và một lúc nào đó hiện giá của chi phí kiệt quệ tài chính sẽ làm triệt tiêu hiện giá của của lá chắn thuế từ nợ vay.

#### **c. Khái niệm cấu trúc tài chính:**

- **Cấu trúc tài chính doanh nghiệp** là mối quan hệ tính bằng tỷ lệ giữa các nguồn vốn mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của mình đề cập đến sự cân bằng giữa tất cả các khoản nợ của công ty và cổ phiếu của nó.

- Các thành phần của cấu trúc tài chính đại diện cho toàn bộ vốn chủ sở hữu và nợ phải trả bên phần B nguồn vốn của Bảng cân đối bao gồm: vốn chủ sở hữu, vốn

ưu đãi, lợi nhuận giữ lại, trái phiếu, các khoản vay ngắn hạn, chiếm dụng vốn, khoản phải nộp, phải trả...Như vậy, cấu trúc tài chính đề cập đến cả tỷ lệ nợ ngắn hạn.

### **1.2.2 Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính doanh nghiệp:**

#### **1.2.2.1 Chỉ tiêu hệ số nợ:**

$$\text{Tỷ suất nợ} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng nguồn vốn}} \times 100\%$$

Số liệu ở tử số của công thức này được lấy ở mã số 300 bao gồm mã số 310 và mã số 330 trên bảng CĐKT. Giá trị tổng nguồn vốn được lấy ở mã số 440 trên bảng CĐKT.

Chỉ tiêu này cho biết trong 100 đồng tài sản thì được tài trợ bởi bao nhiêu đồng nợ phải trả. Phản ánh mức độ phụ thuộc về mặt tài chính của doanh nghiệp đối với các chủ nợ. Tổng nợ phải trả trong chỉ tiêu trên bao gồm cả nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và nợ khác. Tỷ suất này càng cao thể hiện mức độ phụ thuộc của doanh nghiệp vào các chủ nợ càng lớn, tính tự chủ của doanh nghiệp càng thấp, do đó việc tiếp nhận các khoản vay nợ càng khó. Một khi doanh nghiệp không thanh toán kịp thời các khoản nợ, doanh nghiệp luôn phải đối đầu với áp lực thanh toán nợ, dẫn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh sẽ kém đi. Đây là một trong những chỉ tiêu quan tâm hàng đầu với các nhà đầu tư khi đánh giá rủi ro và ra quyết định đầu tư cho một doanh nghiệp. Chỉ tiêu này cao thì khả năng thanh toán các khoản nợ vay là thấp.

Hệ số nợ còn được đo lường bởi hai chỉ tiêu sau:

+ Hệ số nợ dài hạn = Nợ dài hạn/ Tổng vốn

Hệ số nợ dài hạn cho thấy sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài của doanh nghiệp. Hệ số này càng lớn thì sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào bên ngoài càng lớn, rủi ro tài chính tăng lên.

+ Hệ số nợ ngắn hạn = Nợ ngắn hạn/ Tổng vốn

Hệ số nợ còn phụ thuộc nhiều vào ngành nghề, lĩnh vực mà doanh nghiệp đang kinh doanh như các doanh nghiệp sản xuất có xu hướng dùng vốn nợ nhiều hơn các doanh nghiệp ngành dịch vụ.

### 1.2.2.2 Chỉ tiêu hệ số tự chủ tài chính:

$$\text{Tỷ suất tự chủ tài chính} = \frac{\text{Nguồn vốn CSH}}{\text{Tổng nguồn vốn}} \times 100\%$$

Nguồn vốn chủ sở hữu của công thức này được lấy từ mã số 400 bao gồm mã số 410 và mã số 430 trên BCDKT.

Đây là chỉ tiêu phản ánh khả năng tự đảm bảo về mặt tài chính và mức độ độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu này cho biết trong 100 đồng tài sản mà doanh nghiệp đang có thì có bao nhiêu đồng được tài trợ bởi chính bản thân doanh nghiệp. Tỷ suất tự tài trợ thể hiện khả năng tự chủ về tài chính của doanh nghiệp. Ngược lại với tỷ suất nợ, tỷ suất này càng cao chứng tỏ doanh nghiệp có tính độc lập cao về tài chính và ít bị sức ép của các chủ nợ, bởi vì hầu hết tài sản mà doanh nghiệp hiện có đều được đầu tư bằng số vốn của mình, nếu tỷ suất này càng thấp chứng tỏ mức độ độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp càng thấp, hầu hết tài sản của doanh nghiệp đều được tài trợ bằng nguồn vốn vay hoặc vốn đi chiếm dụng.

- Tỷ suất này từ 10% - 40%, thì doanh nghiệp thiếu vốn và khả năng chủ động về tài chính càng thấp khi tỷ suất tự tài trợ càng nhỏ. Thực trạng này khá phổ biến ở các doanh nghiệp làm ăn kém hiệu quả, năng lực quản lý tài chính yếu kém.

- Tỷ suất này từ 40% - 50% được coi là bình thường chấp nhận. Đây là mức độ phổ biến ở Việt Nam. Trong thực tế có thể cao hơn hay thấp hơn mức này.

- Tỷ suất từ 50% - 80% có thể thấy doanh nghiệp đủ vốn, mức độ tự chủ về tài chính cao, khả năng tự tài trợ càng cao.

**Hai chỉ tiêu này có mối quan hệ:**

$$\text{Tỷ suất tự chủ tài chính} + \text{Tỷ suất nợ} = 100\% = 1$$

### 1.2.2.3 Chỉ tiêu hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu:

$$\text{Tỷ suất nợ trên vốn CSH} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Nguồn vốn CSH}} \times 100\%$$

Chỉ tiêu này cho biết cơ cấu nguồn tài trợ tài sản của doanh nghiệp, cứ một đồng tài sản tài trợ bằng vốn chủ sở hữu thì tương ứng với mấy đồng tài trợ bằng nợ phải trả. Tỷ suất này thể hiện mức độ bảo đảm nợ bởi vốn chủ sở hữu, tỷ suất này càng cao thì tính tự chủ về tài chính của doanh nghiệp càng thấp và ngược lại.

Khi phân tích tính tự chủ về tài chính cần xem xét đến những nhân tố có thể ảnh hưởng đến tỷ suất nợ trên vốn chủ sở hữu như: loại hình doanh nghiệp, thị trường tài chính, lợi nhuận sau thuế và chính sách phân phối lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp. Khi tiến hành phân tích tính tự chủ về tài chính của doanh nghiệp ngoài việc phân tích ba chỉ tiêu trên chúng ta cần sử dụng thêm các số liệu trung bình ngành hoặc các số liệu định mức mà ngân hàng quy định đối với doanh nghiệp để có những đánh giá đúng đắn tính tự chủ về tài chính của doanh nghiệp.

### ***1.2.3 Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả cấu trúc tài chính doanh nghiệp:***

#### ***1.2.3.1. Hiệu quả kinh doanh và khả năng sinh lời:***

- Hiệu quả kinh doanh là chỉ tiêu đánh giá kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp, góp phần tăng thêm sức cạnh tranh cho các doanh nghiệp trên thị trường. Hiệu quả kinh doanh của một doanh nghiệp phản ánh trình độ sử dụng nguồn lực, tài chính của doanh nghiệp đó để đạt mục tiêu lợi nhuận cao nhất.

- Doanh nghiệp có khả năng tài chính mạnh thì không những đảm bảo cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp diễn ra liên tục và ổn định mà còn giúp cho doanh nghiệp có khả năng đầu tư đổi mới công nghệ và áp dụng kỹ thuật tiên tiến vào sản xuất nhằm làm giảm chi phí, nâng cao năng suất và chất lượng sản phẩm. Ngược lại, nếu như khả năng về tài chính của doanh nghiệp yếu kém thì doanh nghiệp không những không đảm bảo được các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp diễn ra bình thường mà còn không có khả năng đầu tư đổi mới công nghệ, áp dụng kỹ thuật tiên tiến vào sản xuất do đó không nâng cao được năng suất và chất lượng sản phẩm. Khả năng tài chính của doanh nghiệp ảnh hưởng trực tiếp tới uy tín của doanh nghiệp, tới khả năng chủ động trong sản xuất kinh doanh tới tốc độ tiêu thụ và khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp, ảnh hưởng tới mục tiêu tối thiểu hoá chi phí bằng cách chủ động khai thác và sử dụng tối ưu các nguồn lực

đầu vào. Vì vậy hiệu quả sản xuất kinh doanh có ảnh hưởng đến việc doanh nghiệp lựa chọn cấu trúc tài chính của mình.

- Hiệu quả kinh doanh đo lường khả năng sinh lời từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thông qua các chỉ tiêu như khả năng sinh lời tài sản (Return on Assets - ROA), khả năng sinh lời trên doanh thu (tỉ suất lợi nhuận trên doanh thu). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, nhà quản trị doanh nghiệp bao giờ cũng có thông tin về giá trị doanh nghiệp tốt hơn nhà đầu tư bên ngoài. Sự bất cân xứng về thông tin này dẫn đến chi phí huy động vốn từ bên ngoài sẽ cao hơn. Vì thế, nhà quản trị có xu hướng ưu tiên sử dụng các nguồn vốn nội tại trước, rồi mới đến các nguồn vốn vay mượn bên ngoài. Ở Việt Nam, các nghiên cứu trên các doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng chỉ ra rằng hiệu quả kinh doanh có mối quan hệ tỉ lệ nghịch với tỉ suất nợ nhưng không có ý nghĩa thống kê. Ở các nước đang phát triển, nhất là các nước có nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, vấn đề bất cân xứng về thông tin càng trầm trọng, vì thế các nhà quản lý có xu hướng giữ lại lợi nhuận để tài trợ cho tài sản của mình, vì vậy giả thiết đặt ra là: Cấu trúc tài chính tỉ lệ nghịch với hiệu quả kinh doanh.

- Doanh nghiệp có lợi nhuận cao hay thấp có tác động đến việc lựa chọn cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp có lợi nhuận cao không những đảm bảo cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp diễn ra liên tục và ổn định mà còn giúp cho doanh nghiệp có khả năng đầu tư đổi mới công nghệ và áp dụng kỹ thuật tiên tiến vào sản xuất nhằm làm giảm chi phí, nâng cao năng suất và chất lượng sản phẩm. Ngược lại, nếu như lợi nhuận của doanh nghiệp bị thấp, kinh doanh không hiệu quả thì doanh nghiệp không những không đảm bảo được các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp diễn ra bình thường mà còn không có khả năng đầu tư đổi mới công nghệ, áp dụng kỹ thuật tiên tiến vào sản xuất do đó không nâng cao được năng suất và chất lượng sản phẩm. Khi lợi nhuận bị giảm sút doanh nghiệp có xu hướng thu hẹp quy mô vốn, giảm đi vay để giảm thiểu rủi ro nếu không đủ khả năng trả nợ. Khi lợi nhuận tăng doanh nghiệp nắm chủ động trong việc huy động vốn và khả năng tăng vốn một cách hợp lý trong điều kiện có tác

động xấu. Các nhà quản trị tài chính biết rằng tài trợ vốn vững chắc là một trong những điều kiện cần thiết để doanh nghiệp hoạt động ổn định và có hiệu quả.

- Đặc biệt, khi chính phủ thi hành chính sách tiền tệ thắt chặt hoặc khi một doanh nghiệp đang gặp khó khăn trong hoạt động thì những nhà cung ứng vốn trên thị trường muốn tăng cường tài trợ cho những doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh. Khả năng tài chính của doanh nghiệp ảnh hưởng trực tiếp tới uy tín của doanh nghiệp. Vì vậy tình hình lợi nhuận của doanh nghiệp phản ánh được hiệu quả cấu trúc tài chính của chính doanh nghiệp đó.

Để phân tích tác động của hiệu quả kinh doanh và khả năng sinh lời đến việc lựa chọn cấu trúc tài chính của doanh nghiệp ta sử dụng chỉ tiêu tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu ROE và chỉ tiêu khả năng sinh lời tài sản ROA.

- **Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA):**

Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) là một tỷ số tài chính dùng để đo lường khả năng sinh lợi trên mỗi đồng tài sản của doanh nghiệp, hay nói cách khác cứ mỗi đồng tài sản được sử dụng trong quá trình sản xuất kinh doanh thì tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận.

Nếu tỷ số này lớn hơn 0, thì có nghĩa doanh nghiệp làm ăn có lãi. Tỷ số càng cao cho thấy doanh nghiệp làm ăn càng hiệu quả. Còn nếu tỷ số nhỏ hơn 0, thì doanh nghiệp làm ăn thua lỗ. Tỷ số cho biết hiệu quả quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập của doanh nghiệp.

Tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản phụ thuộc vào mùa vụ kinh doanh và ngành nghề kinh doanh. Do đó, các nhà phân tích và đầu tư chỉ sử dụng tỷ số này trong so sánh doanh nghiệp với bình quân toàn ngành hoặc với doanh nghiệp khác cùng ngành và so sánh cùng một thời kỳ.

$$\text{Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA)} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100\%$$

- **Tỷ suất sinh lợi vốn chủ sở hữu ROE:**

Khả năng tạo ra lợi nhuận của vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng cho hoạt

động kinh doanh là mục tiêu của mọi nhà quản trị, chỉ tiêu này được tính như sau:

$$\text{Tỷ suất sinh lời của} \\ \text{vốn chủ sở hữu} \\ \text{(ROE)} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}} \times 100\%$$

Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp được lấy từ chỉ tiêu mã số 60 thuộc báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

Vốn chủ sở hữu bình quân được xác định bằng trung bình giữa vốn chủ sở hữu cuối năm, đầu năm mã số 400 trên Bảng cân đối kế toán.

$$\text{Vốn chủ sở hữu} \\ \text{bình quân của kỳ} = \frac{\text{Vốn CSH ĐK} + \text{Vốn CSH CK}}{2}$$

Khả năng sinh lợi của doanh nghiệp là chỉ tiêu phản ánh mức lợi nhuận mà doanh nghiệp thu được trên một đơn vị chi phí hay yếu tố đầu vào hay trên một đơn vị đầu ra phản ánh kết quả sản xuất. Mức lợi nhuận mà doanh nghiệp thu được tính trên một đơn vị càng cao thì khả năng sinh lợi càng cao, dẫn đến hiệu quả kinh doanh càng cao và ngược lại; mức lợi nhuận thu được trên 1 đơn vị càng nhỏ, khả năng sinh lợi càng thấp, kéo theo hiệu quả kinh doanh càng thấp. Vì thế, có thể nói khả năng sinh lợi của doanh nghiệp là biểu hiện cao nhất và tập trung nhất của hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Để đánh giá khái quát khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, các nhà phân tích có thể sử dụng nhiều chỉ tiêu khác nhau như: chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu, khả năng sinh lợi kinh tế của tài sản và khả năng sinh lợi của doanh thu. Khi phân tích tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp ta xét đến chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu để biết 1 đơn vị vốn chủ sở hữu đưa vào kinh doanh đem lại mấy đơn vị lợi nhuận sau thuế. Trị số của chỉ tiêu này càng lớn, sức sinh lợi của vốn chủ sở hữu càng cao, hiệu quả kinh doanh càng cao và ngược lại; trị số của chỉ tiêu càng nhỏ, khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu càng thấp, hiệu quả kinh doanh càng thấp. Qua chỉ tiêu này cho biết cấu trúc tài chính hiện tại của doanh nghiệp có thật sự tạo ra sức sinh lời cao nhất của doanh nghiệp hay chưa? Mọi hoạt động mà doanh nghiệp tiến hành suy cho cùng cũng nhằm mục đích



nâng cao hiệu quả vốn đầu tư của chủ sở hữu. Vì vậy khả năng sinh lời của doanh nghiệp thể hiện rõ nét nhất qua chỉ tiêu khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu.

Để hiểu rõ hơn tác động của khả năng sinh lời đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp ta sử dụng phương pháp Dupont. Công thức DuPont thường được biểu diễn dưới hai dạng bao gồm dạng cơ bản và dạng mở rộng. Tùy vào mục đích phân tích mà nhà phân tích sẽ sử dụng dạng thức phù hợp cho mình. Tuy nhiên cả hai dạng này đều bắt nguồn từ việc khai triển chỉ tiêu ROE ( tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) một chỉ tiêu quan trọng bậc nhất trong phân tích hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ở đây bài luận văn chỉ đề cập đến công thức Dupont ở dạng cơ bản.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Doanh thu thuần}} \times \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng vốn kinh doanh bình quân}} \times \frac{\text{Tổng vốn kinh doanh bình quân}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$$

- Như vậy, qua khai triển chỉ tiêu ROE có thể thấy chỉ tiêu này được cấu thành bởi ba yếu tố chính. Thứ nhất là tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu, đây là yếu tố phản ánh trình độ quản lý doanh thu và chi phí của doanh nghiệp. Thứ hai là, vòng quay toàn bộ vốn (vòng quay tài sản) - Đây là yếu tố phản ánh trình độ khai thác và sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Thứ ba là hệ số vốn/vốn chủ sở hữu (hệ số nợ) - Đây là yếu tố phản ánh trình độ quản trị tổ chức nguồn vốn cho hoạt động của doanh nghiệp.

- Để tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh ( tức là gia tăng ROE) doanh nghiệp có 3 sự lựa chọn cơ bản là tăng một trong ba yếu tố trên. Thứ nhất doanh nghiệp có thể gia tăng khả năng cạnh tranh nhằm nâng cao doanh thu và đồng thời tiết giảm chi phí nhằm gia tăng lợi nhuận ròng biên.

- Thứ hai doanh nghiệp có thể nâng cao hiệu quả kinh doanh bằng cách sử dụng tốt hơn các tài sản sẵn có của mình nhằm nâng cao vòng quay tài sản. Hay nói một cách dễ hiểu hơn là doanh nghiệp cần tạo ra nhiều doanh thu hơn từ những tài

sản sẵn có. Một ví dụ đơn giản và khá thú vị có thể minh chứng cho điều này là giả sử bạn có một cửa hàng mặt phố nhỏ buổi sáng bạn bán đồ ăn sáng, buổi trưa bạn bán cơm bình dân cho dân văn phòng và buổi tối bạn bán cà phê. Như vậy với cùng một tài sản là cửa hàng bạn đã gia tăng được doanh thu nhờ biết bán những thứ cần thiết vào thời gian thích hợp.

- Thứ ba doanh nghiệp có thể nâng cao hiệu quả kinh doanh bằng cách nâng cao đòn bẩy tài chính hay nói cách khác là vay nợ thêm vốn để đầu tư. Nếu mức lợi nhuận trên tổng tài sản của doanh nghiệp cao hơn mức lãi suất cho vay thì việc vay tiền để đầu tư của doanh nghiệp là hiệu quả.

- Khi áp dụng công thức DuPont vào phân tích ta tiến hành so sánh chỉ tiêu ROE của doanh nghiệp qua các năm. Sau đó phân tích xem sự tăng trưởng hoặc tụt giảm của chỉ số này qua các năm bắt nguồn từ nguyên nhân nào trong ba nguyên nhân kể trên từ đó đưa ra nhận định và dự đoán xu hướng của ROE trong các năm sau.

#### *1.2.3.2. Chi phí sử dụng vốn:*

Cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp được xác định dựa trên 2 căn cứ, đó là chi phí vốn và giá trị thị trường của cổ phiếu. Vì giá trị thị trường là chỉ tiêu mang tính khách quan không bị tác động bởi những nhân tố phát sinh bên trong doanh nghiệp nên khi chi phí sử dụng vốn thấp nhất dẫn đến giá cổ phiếu trên thị trường là cao nhất. Bài luận văn thông qua việc phân tích cơ cấu vốn, xác định cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp để tìm ra cấu trúc tài chính hiệu quả.

Vốn là yếu tố quan trọng hàng đầu trong mọi hoạt động sản xuất kinh doanh của một doanh nghiệp. Ở bất kỳ doanh nghiệp nào, vốn được đầu tư vào quá trình sản xuất kinh doanh nhằm tăng thêm lợi nhuận và giá trị của doanh nghiệp. Mỗi nguồn vốn mà doanh nghiệp sử dụng đều phải trả nguồn chi phí cho việc sử dụng vốn đó. Khoản chi phí này được gọi là chi phí sử dụng vốn. Chi phí này có tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp nhiều hay ít phụ thuộc vào lượng vốn vay. Do vậy các doanh nghiệp luôn sử dụng một cấu trúc tài chính nhiều nguồn vốn kết hợp với nhau sao cho chi phí sử dụng vốn thấp nhất nhưng đạt được lợi nhuận cao nhất.

Trong nền kinh tế thị trường, hầu như không một doanh nghiệp nào hoạt động sản xuất kinh doanh chỉ bằng nguồn vốn tự có mà đều phải hoạt động bằng nhiều nguồn vốn, trong đó nguồn vốn vay được sử dụng đáng kể. Nguồn vốn vay là nguồn vốn tài trợ từ bên ngoài doanh nghiệp và doanh nghiệp phải thanh toán các khoản vay theo thời hạn cam kết và đồng thời phải trả tiền lãi vay theo lãi suất thỏa thuận. Nguồn vốn vay này có thể được huy động từ các tổ chức tài chính, ngân hàng hay việc phát hành trái phiếu. Việc doanh nghiệp sử dụng loại nguồn vốn vay này nhiều hay ít thì còn tùy thuộc vào đặc điểm của loại hình doanh nghiệp và doanh nghiệp đang ở trong chu kỳ sản xuất kinh doanh. Vì vậy cơ cấu giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp đang áp dụng tác động lớn đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Những cổ đông ưu đãi sẽ được nhận cổ tức cố định như đã công bố với thứ tự ưu tiên trước khi lợi nhuận thuần được phân phối cho các cổ đông nắm giữ cổ phần. Vì cổ phần ưu đãi là một nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu nên doanh nghiệp thu từ phát hành các cổ phần ưu đãi là vĩnh viễn.

**a. Chi phí sử dụng vốn của các nguồn vốn tài trợ thành phần:**

**i) Chi phí vốn nợ: là chi phí doanh nghiệp bỏ ra để huy động nợ:**

- Chi phí nợ vay trước thuế: được xác định trên cơ sở lãi suất nợ vay và thường được ấn định trong hợp đồng vay tiền.
- Chi phí nợ vay sau thuế: được xác định bằng chi phí nợ trước thuế trừ đi khoản tiết kiệm nhờ thuế.

$$R_d = K_d \times (1 - T)$$

Trong đó:  $K_d$  là chi phí trước thuế

$T$  là thuế suất

**ii) Chi phí vốn chủ sở hữu:**

+) Chi phí cổ phiếu ưu đãi:

$$R_p = \frac{D_p}{P_n}$$

Trong đó:

$R_p$ : Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi

$P_n$ : Doanh thu thuần từ việc phát hành cổ phần ưu đãi (giá bán chứng khoán trừ đi các chi phí phát hành)

$D_p$ : Cổ tức cổ phần ưu đãi

+) Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường :

Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường : Là tỷ suất sinh lợi trên mỗi cổ phần do các nhà đầu tư trên thị trường vốn kỳ vọng.

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

$$r_{re} = \frac{D_1}{P_0(1-T)} + G$$

Trong đó:

$P_0$ : giá cổ phần thường

$D_1$ : Cổ tức dự kiến vào cuối năm 1

$r_e$ : Tỷ suất sinh lợi cần thiết của cổ phần thường

$r_{re}$ : Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường do phát hành cổ phiếu mới

$g$ : Tỷ lệ tăng trưởng đều hàng năm trong cổ tức

+) Chi phí sử dụng vốn từ thu nhập giữ lại  $r_{re}$ :

Là phần lợi tức mà các cổ đông được chia nhưng doanh nghiệp giữ lại khoản lợi tức này để tái đầu tư:

$$r_{re} = \frac{D_1}{P_0} + G$$

$r_{re}$ : Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường do lợi nhuận giữ lại

$P_0$ : Giá cổ phần thường

$g$ : Tỷ lệ tăng trưởng lợi tức cổ phần

$D_1$ : Lợi tức cổ phần năm thứ nhất

**iii) Phương pháp xác định chi phí lợi nhuận không chia theo mô hình định giá tài sản vốn CAPM:**

- Bước 1: Xác định lợi tức của tài sản không có rủi ro  $r_f$ . Lợi tức này thường tương đương với lãi suất trái phiếu kho bạc.

- Bước 2: Dự đoán hệ số Beta của cổ phiếu và sử dụng nó như là hệ số rủi ro của cổ phiếu.

- Bước 3: Dự đoán lãi suất mong đợi trên thị trường.

- Bước 4: Thay giá trị đã tính ở trên vào phương trình CAPM để xác định tỷ lệ lợi tức mong đợi đối với cổ phiếu đang xét.

$$R_s = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Trong đó:

$R_f$ : Lãi suất phi rủi ro (thường được xác định bằng lãi suất trung bình của trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm phát hành trong năm liền trước).

$\beta$ : Hệ số Beta đo lường mức độ rủi ro của doanh nghiệp

$(R_m - R_f)$ : Phần bù rủi ro, bằng mức chênh lệch giữa market return với lãi suất trung bình trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm.

➤ **Xác định hệ số Beta hiện hành của doanh nghiệp :**

Dựa vào sự biến động của giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, ta ước lượng hệ số Beta của doanh nghiệp như sau : Xác định chuỗi return của giá chứng khoán để có được giá chứng khoán trong quá khứ.

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

$P_t$ : Giá đóng cửa của điều chỉnh

$$P_t = P_{\text{đóng cửa}} * \text{hệ số tách tích lũy} + \text{DPS} * \text{hệ số tách tích lũy}$$

➤ **Xác định beta của chứng khoán đã niêm yết:**

B1: Xác định chuỗi lợi suất  $R_i$  và  $R_m$

B2: Xác định hiệp phương sai và phương sai

$$\text{Cov}(R_i, R_m)$$

$$\text{Var}(R_m)$$

B3: Xác định Beta:  $\beta = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$

Ước lượng beta của chứng khoán chưa niêm yết

B1: Xác định tỷ trọng đầu tư theo ngành tại DN

B2: Tính beta của các ngành hoặc DN điển hình

B3: Tính theo công thức :  $\beta_i = \sum \beta_j * W_j$

### **b. Chi phí sử dụng vốn bình quân WACC:**

Vốn của một Doanh nghiệp được huy động từ hai nguồn: Vốn chủ sở hữu và vốn đi vay. Mỗi một nguồn vốn đòi hỏi một tỷ suất sinh lời khác nhau. Đối với nhà cho vay thì yêu cầu của họ là lãi suất, đối với vốn chủ sở hữu thường có suất sinh lời cao hơn do rủi ro cao hơn. Trong trình tự thanh khoản, vốn chủ sở hữu nằm ở vị trí sau cùng, khoản nợ vay được ưu tiên nhận trước.

Trong doanh nghiệp luôn luôn sử dụng nhiều nguồn tài trợ khác nhau. Vì vậy, cần phải xác định chi phí sử dụng vốn bình quân của tất cả các nguồn vốn đó để tìm ra một cơ cấu vốn tối ưu làm tối đa hóa giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp. Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp phụ thuộc rất nhiều vào cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, cấu trúc tài chính mà thay đổi thì chi phí sử dụng vốn bình quân cũng thay đổi theo.

$$\text{WACC} = \%D \times R_D + \%P \times R_P + \%E \times R_E$$
$$(\%D + \%P + \%E = 100 \%)$$

Trong đó:

% D: Là tỷ lệ nợ vay

% E: Là tỷ lệ vốn cổ phần thường

% P: Là tỷ lệ vốn cổ phần ưu đãi

$R_E$ : Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường.

$R_D$ : Là chi phí sử dụng nợ vay.

$R_P$ : Là chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi

Cấu trúc vốn lịch sử so với mục tiêu:

- Tỷ trọng tính theo cấu trúc vốn lịch sử là tỷ trọng theo giá trị sổ sách hay giá trị thị trường dựa trên cấu trúc vốn thực tế.

- Tỷ trọng tính theo cấu trúc vốn mục tiêu cũng được dựa trên giá trị sổ sách hay giá trị thị trường nhưng nó phản ánh tỷ trọng trong một cấu trúc vốn kỳ vọng của doanh nghiệp.

Ứng với các tỷ lệ Nợ khác nhau, sẽ có WACC khác nhau. Tại điểm WACC nhỏ nhất cũng là điểm doanh nghiệp đạt cấu trúc vốn tối ưu. Và đó cũng là cấu trúc tài chính tối ưu cho doanh nghiệp.

#### *1.2.3.3. Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS):*

Thu nhập trên mỗi cổ phần (Earning Per Share) là lợi nhuận trên mỗi cổ phần. Đây là phần lợi nhuận mà công ty phân bổ cho mỗi cổ phần thông thường đang được lưu hành trên thị trường. EPS được sử dụng như một chỉ số thể hiện khả năng kiếm lợi nhuận của doanh nghiệp, được tính bởi công thức:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Lãi ròng - cổ tức CP ưu đãi}}{\text{Số lượng CP thường}}$$

#### *1.2.4. Các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp:*

##### *1.2.4.1. Nhân tố kinh tế thị trường và các đặc điểm của ngành:*

Các chính sách kinh tế của nhà nước, tốc độ tăng trưởng nền kinh tế quốc dân, tốc độ lạm phát, thu nhập bình quân trên đầu người... là các yếu tố tác động trực tiếp tới cung cầu của từng doanh nghiệp. Nếu tốc độ tăng trưởng nền kinh tế quốc dân cao, các chính sách của Chính phủ khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư mở rộng sản xuất, sự biến động tiền tệ là không đáng kể, lạm phát được giữ mức hợp lý, thu nhập bình quân đầu người tăng... sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đầu tư vốn mở rộng phát triển quy mô, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh, thu hút nguồn vốn đầu tư và ngược lại.

- Khi doanh nghiệp ấn định một cấu trúc tài chính, doanh nghiệp phải gắn bó với nó một khoảng thời gian. Môi trường kinh tế luôn có sự biến động nên khi thiết lập cấu trúc tài chính cần kết hợp giữa tình hình thực tiễn tại doanh nghiệp và một số dự báo về triển vọng kinh tế. Nếu dự kiến mức độ hoạt động kinh doanh gia tăng điều đó có nghĩa là nhu cầu tài sản và vốn để tài trợ việc mua các tài sản này sẽ gia tăng. Việc mở rộng hoạt động kinh doanh nhanh chóng làm cho khả năng điều động trở nên quan trọng hơn trong việc xây dựng các cấu trúc tài chính. Tác động của các

thay đổi dự kiến trong mức độ hoạt động kinh doanh chung sẽ dẫn đến các kết quả khác nhau rất lớn đối với các ngành khác nhau.

- Doanh nghiệp hoạt động luôn phải xem xét đến yếu tố vốn nên khi xác định cấu trúc tài chính cho mình doanh nghiệp chú ý đến triển vọng thị trường vốn. Nếu doanh nghiệp dự báo vốn vay quá tốn kém hay khan hiếm, doanh nghiệp có thể muốn tăng độ nghiêng đòn bẩy tài chính ngay. Nếu dự kiến lãi suất sụt giảm sẽ khuyến khích doanh nghiệp hạn chế vay tiền, nhưng vẫn duy trì một vị thế dễ điều động nhằm hưởng lợi của tiền vay rẻ hơn về sau. Như vậy lãi suất đóng vai trò quan trọng trong quá trình ra quyết định nghiêng về sử dụng nợ hay vốn cổ phần của doanh nghiệp. Vào thời kỳ nền kinh tế lạm phát ở mức cao Ngân hàng Trung ương có xu hướng thắt chặt tiền tệ khi đó lãi suất tăng cao quá sức chịu đựng của doanh nghiệp. Việc sử dụng vốn vay không còn phù hợp doanh nghiệp sẽ tự điều chỉnh cấu trúc tài chính cho phù hợp với tình hình thực tiễn.

- Các yếu tố kinh tế, thị trường có ảnh hưởng vô cùng lớn đến các doanh nghiệp kinh doanh như: lãi suất và xu hướng lãi suất trong nền kinh tế có ảnh hưởng tới xu thế của tiết kiệm, tiêu dùng và đầu tư, do vậy sẽ ảnh hưởng tới hoạt động thu hút vốn của các doanh nghiệp. Lãi suất tăng sẽ hạn chế nhu cầu vay vốn để đầu tư mở rộng hoạt động kinh doanh, ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Ngoài ra khi lãi suất tăng cũng sẽ khuyến khích người dân gửi tiền vào ngân hàng nhiều hơn, do vậy cũng sẽ làm cho hoạt động huy động vốn khó khăn hơn.

- Do các đặc tính tùy ngành kinh doanh, biến động theo chu kỳ và tính chất cạnh tranh khác nhau nên sự lựa chọn cấu trúc tài chính khác nhau. Do đó ta thấy rằng ngoài đặc điểm của nền kinh tế còn tùy thuộc vào mỗi ngành nghề kinh doanh. Để căn cứ vào đó hoạch định một cấu trúc tài chính hợp lý, hiệu quả.

#### *1.2.4.2. Quy mô doanh nghiệp:*

Theo nghiên cứu về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương cho rằng: Các doanh nghiệp lớn sẽ có dòng tiền ổn định hơn nhờ vào hoạt động kinh doanh đa dạng của mình, do đó các doanh nghiệp lớn đối mặt với rủi ro phá sản thấp nên khả năng vay nợ



cao hơn và do đó sẽ sử dụng nợ nhiều hơn nhằm tận dụng khoản tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp vì lúc này chi phí kiệt quệ tài chính đã được kiểm soát tốt hơn. Vì vậy, quy mô của doanh nghiệp sẽ có quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính.

### **Quy mô doanh nghiệp = Logarit (Tổng tài sản).**

#### *1.2.4.3. Nhân tố thuế:*

- Thuế là chính sách tác động trực tiếp đến tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Vì vậy sự thay đổi về các điều luật thuế có ảnh hưởng rất lớn đến doanh nghiệp. Khi đi huy động vốn doanh nghiệp luôn cân nhắc đến vấn đề lãi vay. Do chi phí lãi vay được khấu trừ thuế, gia tăng thuế suất áp dụng làm gia tăng mong muốn sử dụng nợ so với sử dụng vốn khác xét từ quan điểm lợi nhuận.

- Chính sách thuế của quốc gia cũng tác động trực tiếp đến cấu trúc tài chính của một doanh nghiệp. Trong trường hợp doanh nghiệp sử dụng nợ thì phải trả khoản chi phí sử dụng vốn vay. Những khoản chi phí này lại được tính sau thuế do đó nếu chính sách của một qua gia phù hợp thì doanh nghiệp sẽ sử dụng nợ vì lãi vay thực sự mà doanh nghiệp phải trả sau thuế rất thấp như thâm dụng vốn cổ phần.

- Thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng đến chi phí của nợ vay thông qua điều tiết phần tiết kiệm nhờ thuế. Thuế suất cao sẽ khuyến khích doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn nợ do phần tiết kiệm nhờ thuế tăng lên.

- Thuế suất thu nhập cá nhân sẽ tác động đến việc chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Các cổ đông không chịu thuế thu nhập cá nhân cho phần lợi nhuận doanh nghiệp của họ, nhưng phải nộp thuế cho phần lợi nhuận chia cho họ khi nhận cổ tức. Vậy khi tăng thuế thu nhập cá nhân có xu hướng khuyến khích một số doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận và sử dụng nhiều hơn lợi nhuận giữ lại để tài trợ tăng trưởng. Khi hoạch định một cấu trúc tài chính sẽ tùy thuộc một phần vào các mức thuế suất tương ứng của thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân.

#### *1.2.4.4. Khả năng thanh toán:*

- Vì nợ phải trả và vốn chủ sở hữu là hai yếu tố cấu thành nguồn tài chính của doanh nghiệp. Tỷ suất nợ còn phản ánh tỷ lệ vốn vay trong tổng số vốn của

doanh nghiệp. Tỷ suất tài trợ phản ánh tỷ lệ vốn riêng của doanh nghiệp trong tổng số vốn.

- Trên cơ sở tính toán tỷ suất tự tài trợ thấy được mức độ độc lập hay phụ thuộc của doanh nghiệp đối với các chủ nợ, mức độ tài trợ của doanh nghiệp đối với vốn kinh doanh của mình. Tỷ suất này càng lớn càng thể hiện số vốn doanh nghiệp tự có lớn, tính độc lập cao với các chủ nợ do đó không bị ràng buộc hoặc bị sức ép của các khoản nợ vay. Căn cứ vào các tỷ suất này mà nhà cho vay quyết định cho vay hay không. Họ thường mong muốn tỷ suất này càng cao càng tốt, tỷ suất tài trợ càng cao thì mức độ rủi ro các chủ nợ sẽ ít hơn.

- Trong kinh doanh vấn đề làm cho các nhà kinh doanh lo ngại là các khoản nợ, các khoản phải thu không có khả năng thu hồi, các khoản phải trả không có khả năng thanh toán. Vì vậy doanh nghiệp phải duy trì một mức vốn luân chuyển hợp lý để đáp ứng kịp thời các khoản nợ ngắn hạn, duy trì các loại hàng tồn kho để đảm bảo quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh thuận lợi. Tại các nước trên thế giới theo cơ chế thị trường căn cứ vào luật phá sản doanh nghiệp có thể bị tuyên bố phá sản theo yêu cầu của các chủ nợ khi doanh nghiệp không có khả năng thanh toán các khoản nợ phải trả. Hiện nay luật doanh nghiệp Việt Nam cũng quy định tương tự như vậy. Do đó các doanh nghiệp luôn luôn quan tâm đến các khoản nợ đến hạn trả và chuẩn bị nguồn để thanh toán chúng.

- Khả năng thanh toán của doanh nghiệp là nội dung quan trọng để đánh giá chất lượng tài chính và hiệu quả hoạt động. Đây cũng là những thông tin hữu ích mà các tổ chức tín dụng, nhà đầu tư, cơ quan kiểm toán thường hay quan tâm để đạt được các mục tiêu của mình trên thương trường kinh doanh. Khi đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp có nhiều cách tiếp cận và tùy theo những mục tiêu khác nhau. Đánh giá khả năng thanh toán thông qua số liệu trên Bảng cân đối kế toán và Thuyết minh Báo cáo tài chính được thể hiện qua các chỉ tiêu như hệ số khả năng thanh toán ngay, hệ số khả năng thanh toán nhanh, hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn, hệ số khả năng thanh toán tổng quát... Để phân tích tác động của khả

năng thanh toán đêncấu trúc tài chính của doanh nghiệp, người phân tích sử dụng các chỉ tiêu sau:

+) Phân tích khả năng thanh toán ngắn hạn:

Nợ ngắn hạn là các khoản nợ mà doanh nghiệp có nghĩa vụ thanh toán trong thời hạn dưới 12 tháng kể từ ngày phát sinh nợ. Nợ ngắn hạn gồm: khoản phải trả người bán, phải trả công nhân viên, thuế nộp ngân sách nhà nước, vay ngắn hạn... Các chỉ tiêu khả năng thanh toán nợ ngắn hạn thấp, kéo dài thường xuất hiện dấu hiệu của rủi ro tài chính, nguy cơ phá sản có thể xảy ra kể cả trong điều kiện chỉ tiêu khả năng thanh toán tổng quát cao.

Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn:

$$\text{Hệ số khả năng TT ngắn hạn} = \frac{\text{TSNH}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn thể hiện mức độ bảo đảm của tài sản ngắn hạn với nợ ngắn hạn. Doanh nghiệp phải sử dụng những tài sản mà doanh nghiệp thực có và doanh nghiệp tiến hành chuyển đổi những tài sản này thành tiền và dùng số tiền đó để thanh toán các khoản nợ đến hạn. Những tài sản có khả năng chuyển đổi thành tiền nhanh nhất là những tài sản ngắn hạn, đó là những tài sản mà doanh nghiệp đang quản lý và thuộc quyền sử dụng của doanh nghiệp.

*Nếu hệ số này lớn hơn 1:* Doanh nghiệp có khả năng thanh toán các khoản nợ vay và nếu hệ số này gia tăng thì nó phản ánh mức độ mà doanh nghiệp đảm bảo chi trả các khoản nợ càng cao, rủi ro phá sản thấp, tình hình tài chính được đánh giá là tốt, nhưng nếu hệ số này quá cao thì không tốt, nó cho thấy sự dồi dào của doanh nghiệp trong việc thanh toán nhưng lại giảm hiệu quả sử dụng vốn do DN đã đầu tư quá nhiều vào tài sản ngắn hạn và có thể dẫn đến 1 tình hình tài chính xấu.

*Nếu hệ số này bé hơn 1:* Khả năng thanh toán của doanh nghiệp là không tốt, tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp không đủ để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn và các khoản nợ đến hạn phải trả.

Nếu hệ số này tiến dần về 0 thì doanh nghiệp khó có khả năng có thể trả được nợ, tình hình tài chính của doanh nghiệp đang gặp khó khăn và doanh nghiệp có nguy cơ bị phá sản.

+) Phân tích khả năng thanh toán tổng quát:

Khả năng thanh toán tổng quát của doanh nghiệp là một chỉ tiêu tài chính cơ bản, nhằm cung cấp thông tin cho các cấp quản lý đưa ra các quyết định đúng đắn phục vụ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Các quyết định cho doanh nghiệp như vay bao nhiêu tiền, thời hạn bao nhiêu, có nên bán hàng chịu cho khách hàng không... Tất cả các quyết định đó đều dựa vào thông tin về khả năng thanh toán tổng quát của doanh nghiệp. Khả năng thanh toán tổng quát của doanh nghiệp càng cao, càng tốt đó là nhân tố quan trọng hấp dẫn các tổ chức tín dụng cho vay tiền. Khả năng thanh toán tổng quát quá thấp kéo dài có thể dẫn tới doanh nghiệp bị giải thể hoặc phá sản. Do vậy phân tích khả năng thanh toán tổng quát của doanh nghiệp là một chỉ tiêu quan trọng nhằm cung cấp thông tin cho các nhà quản lý đưa ra các quyết định đúng đắn trong các hoạt động kinh doanh, góp phần bảo đảm an toàn và phát triển vốn.

$$\text{Hệ số khả năng TT tổng quát} = \frac{\text{Tổng tài sản}}{\text{Nợ phải trả}}$$

- Khi hệ số này lớn hơn hoặc bằng 1 chứng tỏ doanh nghiệp có đủ khả năng thanh toán, tình hình doanh nghiệp khả quan và có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

- Khi hệ số này nhỏ hơn 1 chứng tỏ doanh nghiệp không có đủ khả năng thanh toán, tình hình doanh nghiệp ở chiều hướng tiêu cực. Đặc biệt nếu chỉ tiêu này càng nhỏ có thể dẫn tới giải thể hoặc phá sản trong tương lai.

Tuy nhiên, để đánh giá chính xác khả năng thanh toán tổng quát của doanh nghiệp, ta cần xem xét mối quan hệ giữa khả năng thanh toán và nhu cầu thanh toán. Khả năng thanh toán và nhu cầu thanh toán là tổng hợp các chỉ tiêu tài chính phản ánh tại một thời điểm phân tích. Do vậy khi phân tích chỉ tiêu này cần liên hệ với đặc điểm kinh doanh, ngành nghề kinh doanh của các doanh nghiệp.

#### *1.2.4.5. Nhân tố tâm lý của nhà quản lý doanh nghiệp:*

- Nhân tố tâm lý của nhà quản lý doanh nghiệp có tác động đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp nhất là trong giai đoạn tài chính có nhiều biến động. Sự bảo thủ hay phóng khoáng của các nhà quản lý trong quá trình huy động vốn của doanh nghiệp. Một số nhà quản lý sẵn sàng chấp nhận mạo hiểm để sử dụng nhiều nợ hơn trong khi một số nhà quản lý lại chọn một cấu trúc tài chính an toàn muốn sử dụng vốn chủ sở hữu.

- Khi xảy ra các biến động như là cuộc khủng hoảng tài chính trên thế giới gần đây hay là những biến động kinh tế vĩ mô ở Việt Nam như lạm phát, giảm tăng trưởng thì yếu tố tâm lý trở thành yếu tố chi phối thị trường. Yếu tố phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật dường như trở nên khó thuyết phục trong thời kỳ suy thoái và khủng hoảng, phân tích tâm lý “lên ngôi”.

- Yếu tố tâm lý, tin đồn tồn tại ngay ở cả các thị trường phát triển như Nhật Bản, Anh Quốc do thị trường được tạo ra bởi con người với những suy nghĩ, cảm xúc nhiều khi mang cảm tính. Tại Nhật Bản cũng đã có hiện tượng tung tin đồn thất thiệt khiến một số ngân hàng gần như bị phá sản. Rồi ở Việt Nam, tin đồn tăng giá xăng đã khiến người dân xếp hàng rồng rắn đi mua xăng. Gần đây là phản ứng tâm lý dây chuyền khi thị trường tài chính Mỹ lâm vào khủng hoảng.

- Yếu tố tâm lý đặc biệt nhạy cảm ở các thị trường tài chính ngân hàng. Khi đưa ra quyết định đầu tư hay huy động vốn thì các báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh tốt, các thông tin về tình hình vĩ mô tốt giương như chưa tạo ra “lực đẩy” đủ mạnh để vượt qua tâm lý chờ đợi, không yên tâm và “bầy đàn” của nhà quản lý doanh nghiệp. Các luồng thông tin phi chính thức trở thành các nguồn thông tin có sức mạnh hơn cả nguồn thông tin chính thức.

## CHƯƠNG 2

### PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

##### **2.1. Phương pháp luận**

Bài luận văn sử dụng tổng thể các phương pháp nghiên cứu thích hợp trong đó coi trọng phương pháp duy vật biện chứng và duy vật lịch sử. Bài luận tập hợp những chỉ tiêu kinh tế có thể phản ánh các mặt, các tính chất quan trọng nhất của nội dung nghiên cứu. Xét các mối quan hệ cơ bản giữa các mặt của hiện tượng kinh tế và mối quan hệ của hiện tượng kinh tế này với hiện tượng kinh tế khác có liên quan gắn với thời gian và không gian cụ thể. Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính phải xuất phát từ thực tế khách quan và phải có quan điểm lịch sử cụ thể.

- Bài phân tích nêu ra các mối liên hệ giữa các bộ phận trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, liên kết giữa các chỉ tiêu phân tích lại với nhau trong mối quan hệ tổng thể. Trong hệ thống chỉ tiêu có chỉ tiêu mang tính chất chung phản ánh tổng hợp cấu trúc tài chính và các chỉ tiêu bộ phận, chỉ tiêu chi tiết phản ánh từng mặt, từng khía cạnh của cấu trúc tài chính. Người phân tích xem xét các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính doanh nghiệp trong quá trình vận động, biến đổi và phát triển: sử dụng chuỗi số liệu trong khoảng thời gian 5 năm, theo dõi xu hướng biến động, đưa ra đánh giá nguyên nhân và giải pháp khắc phục.

- Bài luận văn xem xét các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính phải thường xuyên phát hiện mâu thuẫn giữa các mặt hoạt động, phân loại mâu thuẫn và tìm ra các biện pháp để giải quyết các mâu thuẫn đó.

Tóm lại, hướng chủ đạo phân tích cấu trúc tài chính doanh nghiệp là thông qua việc hệ thống và khái quát hóa các nguồn dữ liệu, sử dụng các chỉ tiêu phân tích, thu thập thông tin có liên quan đến nội dung nghiên cứu một cách logic người phân tích đưa ra những đánh giá, phân tích, tổng hợp, thống kê, so sánh nhằm làm sáng tỏ nội dung phân tích cấu trúc tài chính của doanh nghiệp và đề xuất các giải pháp có tính ứng dụng thực tiễn cao.

## **2.2. Phương pháp cụ thể:**

### **2.2.1. Phương pháp thu thập dữ liệu:**

Phân tích cấu trúc tài chính không phải chỉ giới hạn những tài liệu thu thập được từ tất cả các báo cáo tài chính, mà cần phải thu thập đầy đủ những thông tin liên quan đến tình hình tài chính doanh nghiệp, như: các thông tin chung về giá cả, thị trường, tiền tệ, thuế, các thông tin về kinh tế ngành, về phương hướng, về kinh tế của doanh nghiệp. Những thông tin liên quan đến doanh nghiệp rất phong phú và đa dạng. Ngoài báo cáo tài chính, còn phải thu thập các tài liệu trên báo cáo kế toán quản trị, ngoài các chỉ tiêu tổng hợp, cần phải thu thập các chỉ tiêu chi tiết,... Có như vậy, mới cung cấp đầy đủ những thông tin hữu ích cho các đối tượng sử dụng thông tin.

Để đạt được hiệu quả cao trong phân tích cấu trúc tài chính doanh nghiệp, việc thu thập số liệu và xử lý số liệu trước hết cần đảm bảo đầy đủ ba yêu cầu: chính xác, toàn diện và khách quan.

#### **Những tài liệu làm căn cứ phân tích bao gồm:**

Thu thập báo cáo tài chính 5 năm ( 2011-2015) của công ty cổ phần cao su Đồng Phú bao gồm: tất cả các số liệu trên bên phần nguồn vốn của bảng cân đối kế toán, số liệu về doanh thu, chi phí, lợi nhuận trên báo cáo kết quả kinh doanh và phần thuyết minh báo cáo tài chính như:

- Số liệu về quy mô vốn của doanh nghiệp, có thể chi tiết cho từng loại nguồn vốn làm căn cứ để phân tích sự biến động về quy mô, cơ cấu vốn, hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.

- Số liệu về doanh thu đạt được (báo cáo kết quả kinh doanh)

- Số liệu về chi phí kinh doanh (báo cáo kết quả kinh doanh)

- Số liệu về lợi nhuận thu được (báo cáo kết quả kinh doanh)

Các tài liệu trên, giúp cho việc phân tích kết quả cũng như hiệu quả hoạt động về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp trong thời gian nghiên cứu.

Những số liệu trên không chỉ được thu thập ở kỳ thực tế, mà còn thu thập ở các kỳ kế hoạch, các kỳ kinh doanh trước để đánh giá chung tình hình hoàn thành kế hoạch, hoặc tốc độ tăng trưởng về tài chính của doanh nghiệp. Ngoài việc thu thập

và xử lý số liệu qua hệ thống báo cáo tài chính định kỳ theo chế độ hiện hành của doanh nghiệp, hệ thống chỉ tiêu kinh tế - kỹ thuật - tài chính của doanh nghiệp theo kế hoạch hàng năm, còn phải tham khảo thêm các báo cáo bằng văn bản, những nhận định khó khăn, thuận lợi trong hoạt động tài chính nói riêng và trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nói chung, hoặc có thể phỏng vấn trực tiếp những người quản lý và theo dõi từng mặt hoạt động của doanh nghiệp,... Có như vậy, số liệu thu thập được mới thực sự đảm bảo đầy đủ những luận chứng khoa học, nhằm phân tích sâu sắc và toàn diện mọi mặt cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Thu thập các nguồn thông tin:

➤ ***Nguồn thông tin liên quan đến tình hình kinh tế:***

- Là nguồn thông tin liên quan đến tình hình kinh tế chung trong nước, khu vực và thế giới là điều kiện để doanh nghiệp nắm bắt cơ hội kinh doanh.
- Thông tin về tăng trưởng, suy thoái kinh tế.
- Thông tin về lãi suất ngân hàng, trái phiếu kho bạc, tỷ giá ngoại tệ.
- Thông tin về lạm phát, các chính sách kinh tế lớn của Chính phủ, chính sách chính trị, ngoại giao của nhà nước.

➤ ***Nguồn thông tin theo ngành:***

- Ngoài những thông tin về môi trường vĩ mô, những thông tin liên quan tới ngành cũng cần chú trọng. Dựa vào những chỉ tiêu phân tích của toàn ngành là cơ sở để doanh nghiệp đánh giá được tiềm lực tài chính của mình.
- Mức độ và yêu cầu công nghệ của ngành.
- Mức độ cạnh tranh và quy mô của thị trường.
- Nhịp độ và xu hướng vận động của ngành.
- Nguy cơ xuất hiện những đối thủ cạnh tranh tiềm tàng.

➤ ***Nguồn thông tin về đặc điểm hoạt động của doanh nghiệp:***

Đặc điểm chu chuyển vốn ở khâu trung gian, sản xuất và tiêu thụ, tính thời vụ, tính chu kỳ của hoạt động... Ngoài ra còn có mối quan hệ giữa khách hàng, nhà cung cấp, nhà nước. Tính chất cạnh tranh thị trường hay mối quan hệ giữa doanh nghiệp với nhà cung cấp và khách hàng. Vì vậy, khi phân tích cần nắm rõ đặc điểm



hoạt động của doanh nghiệp để có những đánh giá hợp lý về tình hình tài chính của doanh nghiệp.

Chất lượng phân tích phụ thuộc rất nhiều vào chất lượng tài liệu thu thập được. Bởi vậy, sau khi thu thập được đầy đủ những tài liệu, cần phải tiến hành kiểm tra độ tin cậy của những số liệu. Việc kiểm tra những tài liệu thu thập được cần tiến hành trên nhiều mặt:

- Tính hợp pháp của tài liệu: trình tự lập có đúng với quy định đã được ban hành thống nhất hay không, người lập báo cáo có đủ trình độ chuyên môn và đạo đức nghề nghiệp hay không và phải có đầy đủ chữ ký và đóng dấu của cấp có thẩm quyền phê duyệt.

- Nội dung và phương pháp tính các chỉ tiêu có đảm bảo đầy đủ được sự thống nhất hay không.

- Tính chính xác của việc tính và ghi các con số trên các bảng biểu: cần kiểm tra lại những con số được tính ra đảm bảo tính chính xác, hợp logic và có ghi đúng dòng, cột quy định của biểu mẫu hay không.

### **2.2.2. Phương pháp xử lý và phân tích dữ liệu:**

- Giai đoạn tiếp theo của quá trình thu thập và kiểm tra thông tin là xử lý các thông tin đã thu thập được. Xử lý thông tin là một quá trình sắp xếp các thông tin đã thu thập được theo những mục đích nhất định, nhằm tính toán, so sánh, giải thích, đánh giá và xác định những nguyên nhân ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Đồng thời, cũng là những căn cứ quan trọng phục vụ cho việc dự báo, dự đoán tình hình hoạt động tài chính của doanh nghiệp trong tương lai. Tùy theo các loại thông tin khác nhau, có thể lựa chọn và vận dụng các phương pháp xử lý thông tin khác nhau, nhằm tạo ra những thông tin kế toán phù hợp với việc đánh giá thực trạng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp trong từng thời kỳ.

- Sau khi đã thu thập được đầy đủ những tài liệu cần thiết, xử lý dữ liệu thu thập được người phân tích vận dụng các phương pháp phân tích phù hợp, xác định được hệ thống chỉ tiêu phân tích. Bởi vì, các chỉ tiêu là sự biểu hiện bằng con số của quá trình và kết quả hoạt động trong sự thống nhất giữa mặt lượng và mặt chất. Các chỉ tiêu tính ra có thể là số tuyệt đối, số bình quân, số tương đối,... Các chỉ tiêu này,

có thể phản ánh khái quát cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, hoặc các chỉ tiêu phản ánh nguồn vốn và chính sách huy động vốn, các chỉ tiêu phản ánh tình hình và khả năng thanh toán của doanh nghiệp, các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sản xuất kinh doanh, hiệu quả sử dụng vốn sản xuất, các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời doanh nghiệp, rủi ro hoạt động tài chính... hoặc có thể tính ra các chỉ tiêu tổng hợp, các chỉ tiêu chi tiết. Các chỉ tiêu này có thể so sánh với kế hoạch, các kỳ kinh doanh trước, hoặc với các tiêu chuẩn định mức trong ngành, thậm chí so sánh với tiêu chuẩn định mức ở một số nước tiên tiến trên thế giới. Tính chính xác của việc tính toán các chỉ tiêu trên mang tính chất quyết định đến chất lượng của công tác phân tích. Bởi vậy, khi tính toán xong các chỉ tiêu, cần phải tiến hành kiểm tra lại các số liệu.

- Các chỉ tiêu phân tích được tổng hợp qua bảng sau:

**Bảng 2.1: Các công thức sử dụng trong phân tích cấu trúc tài chính**

STT	Công thức			
1	Tỷ suất nợ	=	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$	X 100%
2	Tỷ suất tự chủ tài chính	=	$\frac{\text{Tổng vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$	X 100%
3	Tỷ suất nợ trên VCSH	=	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu}}$	X 100%
4	Tỷ suất sinh lời trên tài sản ROA	=	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	X 100%
5	Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu ROE	=	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu bình quân}}$	X 100%
6	Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn	=	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	X 100%
7	Hệ số khả năng thanh toán tổng quát	=	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	X 100%

### **2.2.3. Phương pháp tổng hợp và so sánh:**

➤ Phân tích cấu trúc tài chính sử dụng số liệu công bố trên từng báo cáo tài chính, chú trọng một số chỉ tiêu liên quan đến nguồn vốn trên một báo cáo tài chính. Để có thể phân tích toàn diện hay chi tiết người phân tích phải có sự tổng hợp số liệu và thông tin cần thiết có liên quan đến cấu trúc tài chính.

➤ So sánh là phương pháp được sử dụng phổ biến nhất trong phân tích CTTC để đánh giá kết quả, xác định vị trí và xu hướng mức độ biến động của các chỉ tiêu phân tích. Khi sử dụng phương pháp này cần chú ý đến các nội dung sau:

- **Tiêu chuẩn so sánh:** Trong phân tích CTTC, thường dùng các gốc so sánh. Gốc so sánh là số liệu kỳ trước, số liệu trung bình ngành, số liệu kỳ kế hoạch.

- **Điều kiện so sánh:**

+ Điều kiện so sánh theo thời gian: Các chỉ tiêu phân tích phải thống nhất về nội dung kinh tế, phương pháp tính toán, thời gian và đơn vị đo lường.

+ Điều kiện so sánh theo không gian: khi so sánh giữa các doanh nghiệp thì ngoài các điều kiện nêu trên cần đảm bảo các doanh nghiệp phải có cùng loại hình kinh doanh và quy mô là như nhau.

- **Kỹ thuật so sánh:** Để đáp ứng các mục tiêu nghiên cứu khác nhau, trong phân tích người ta thường sử dụng các kỹ thuật cơ bản sau:

○ So sánh bằng số tuyệt đối: Sử dụng hiệu số giữa trị số kỳ phân tích và trị số kỳ gốc của chỉ tiêu kinh tế. Việc so sánh này cho thấy mức độ đạt được về số lượng, quy mô của chỉ tiêu phân tích.

○ So sánh bằng số tương đối: Sử dụng thương số giữa trị số kỳ phân tích và trị số kỳ gốc của các chỉ tiêu kinh tế. Việc phân tích này biểu hiện mối quan hệ, tốc độ phát triển... của chỉ tiêu phân tích tăng hay giảm bao nhiêu phần trăm.

○ So sánh bằng số bình quân: Số bình quân phản ánh mặt chung nhất của hiện tượng, bỏ qua sự phát triển không đồng đều của các bộ phận cấu thành hiện tượng đó. Hay nói một cách khác, số bình quân đã san bằng mọi chênh lệch về trị số của chỉ tiêu.

### **2.2.4. Phương pháp, thống kê mô tả:**

Xuất phát từ mục đích nghiên cứu tác giả đã lựa chọn sử dụng phương pháp thống kê mô tả cho luận văn của mình. Được mô tả cụ thể bằng các con số để trình

bày các chỉ tiêu đã đưa ra làm cơ sở để đánh giá thực trạng cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú.

Phương pháp thống kê, mô tả số tuyệt đối, tương đối để xác định sự biến động của các hiện tượng kinh tế xã hội trong một thời gian và không gian nhất định. Các phương pháp thống kê mô tả, thống kê phân tích được sử dụng trong quá trình nghiên cứu luận văn để phân tích, đánh giá thực trạng cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú nhằm phản ánh chân thực và chính xác đối tượng nghiên cứu. Các phương pháp này cũng giúp cho việc tổng hợp tài liệu, tính toán các số liệu được chính xác, phân tích tài liệu được khoa học, phù hợp, khách quan, phản ánh được đúng nội dung cần phân tích.

## CHƯƠNG 3

### THỰC TRẠNG CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TẠI

#### CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ GIAI ĐOẠN 2011-2015

#### **3.1. Khái quát về ngành cao su và Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:**

##### ***3.1.1. Khái quát về ngành cao su Việt Nam:***

- Ở Việt Nam cây cao su đã trở thành một cây trồng thế mạnh bởi những giá trị kinh tế to lớn của nó mang lại. Cao su là một trong mười mặt hàng xuất khẩu chủ yếu của nước ta. Nông dân ở các tỉnh trồng nhiều cao su như Bình Phước, Bình Dương, Tây Ninh, Quảng Trị, Đắk Lắk, ... cũng giàu lên nhờ cây cao su. Sản lượng cao su thiên nhiên của Việt Nam trong mấy năm qua tăng khá mạnh, từ chỉ có 800 ngàn tấn năm 2011 lên 1200 ngàn tấn năm 2015. Vị thế của ngành cao su Việt Nam trên thế giới ngày càng được khẳng định. Chúng ta đang đứng ở vị trí thứ tư trên thế giới về xuất khẩu mặt hàng này sau Thái Lan, Indonesia và Malaysia. Ngành cao su đã được Chính Phủ xác định là một trong những ngành tập trung phát triển mạnh và nhận được nhiều chính sách ưu đãi hỗ trợ, với quy hoạch phát triển theo các vùng, miền có thế mạnh như Đông Nam Bộ, Tây Nguyên, Bắc Trung Bộ, Tây Bắc, Duyên Hải Nam Trung Bộ. Cao su có hai loại là cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp. Hiện tại sản phẩm chính của cao su Việt Nam chủ yếu là cao su thiên nhiên và phần lớn sản phẩm khai thác là phục vụ nhu cầu xuất khẩu, lượng cao su tự nhiên tiêu thụ nội địa còn thấp chỉ bằng 10-12% sản lượng tiêu thụ. Sản lượng cao su tiêu thụ nội địa chủ yếu cung cấp cho ngành công nghiệp chế biến săm lốp cho các xe hạng nặng, xe mô tô, xe đạp và các sản phẩm dùng mũ cao su như găng tay, nệm... Ngoài ra để đáp ứng đủ nhu cầu của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo trong nước thì hàng năm Việt Nam vẫn nhập khẩu sản phẩm từ cao su khác chủ yếu là thành phẩm có nguồn gốc từ cao su, cao su tổng hợp mà ngành sản xuất cao su trong nước chưa sản xuất được.

- Việt Nam có những lợi thế về điều kiện thiên nhiên (như: đất đai, khí hậu...), nguồn nhân công dồi dào, chi phí sản xuất thấp để phát triển ngành cao su. Vì thế ngành cao su đã được Chính Phủ xác định là một trong những ngành tập trung phát

triển mạnh và nhận được nhiều chính sách ưu đãi hỗ trợ, với quy hoạch phát triển theo các vùng, miền có thế mạnh như Đông Nam Bộ, Tây Nguyên, Bắc Trung Bộ, Tây Bắc, Duyên Hải Nam Trung Bộ.

- Cuối năm 2004 Việt Nam đã thành lập Hiệp hội Cao su Việt Nam (Hiệp hội) là một tổ chức tự nguyện nơi quy tụ của các doanh nghiệp, đơn vị hoạt động trong ngành cao su Việt Nam hoặc có liên quan đến ngành cao su Việt Nam nhằm hỗ trợ Hội viên về sản xuất kinh doanh, bảo vệ quyền lợi chính đáng của Hội viên và góp phần phát triển ngành cao su bền vững. Hiệp hội có tư cách pháp nhân và hoạt động không vì mục đích lợi nhuận, Hiệp hội có chức năng đại diện cho ngành cao su Việt Nam tham gia, đàm phán, ký kết các văn bản hợp tác quốc tế chuyên ngành cao su theo sự chấp thuận của Nhà nước, kiến nghị các giải pháp bảo vệ và khuyến khích phát triển doanh nghiệp, tổ chức trong ngành hoặc có liên quan đến ngành cao su Việt Nam. Đến cuối tháng 8 năm 2015, Hiệp hội có 143 Hội viên gồm doanh nghiệp và tổ chức nhà nước, tư nhân, cổ phần, liên doanh và có vốn nước ngoài, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, sơ chế, chế biến, kinh doanh, xuất nhập khẩu, tài chính, nghiên cứu, đào tạo, hỗ trợ, dịch vụ liên quan đến ngành cao su Việt Nam.

- Giá cao su thiên nhiên đã giảm mạnh từ đầu năm 2014 đến nay trên thị trường thế giới do nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng chậm trong khi nguồn cung lại tăng nhanh hơn, làm lượng tồn kho quá cao, tạo áp lực đẩy giá cao su giảm liên tục từ năm 2012 kéo sang năm 2014 và nhu cầu nhập khẩu chững lại. Giá cao su Việt Nam chịu ảnh hưởng lớn của thị trường cao su thế giới vì chỉ chiếm thị phần xuất khẩu khoảng 10%. Giá khá ổn định từ năm 1976 đến 1993 nhưng ở mức thấp khoảng 600 – 800 USD/tấn. Từ năm 1994 – 1997, giá tăng lên đến 1.200 – 1.300 USD/tấn, nhưng khủng hoảng tài chính châu Á 1997 – 1998 đã làm giá sụt giảm liên tục và chỉ còn 539 USD/tấn năm 2001, diện tích cây cao su phát triển chậm từ 2001 – 2004. Năm 2005, khi cung thấp hơn cầu, giá cao su Việt Nam tăng đáng kể lên 1.450 USD/tấn và đạt 2.435 USD/tấn năm 2008, nhưng sau đó giảm còn 1.677 USD/tấn năm 2009 vì khủng hoảng kinh tế thế giới. Dưới tác động của các chính sách kích cầu và yếu tố đầu cơ trên thị trường thế giới, giá cao su Việt Nam cũng

tăng đột biến và đạt đỉnh điểm 4.562 USD/tấn trong tháng 2/2011, riêng chủng loại SVR 3L đạt 5.704 USD/tấn.

- Từ năm 2012 đến tháng 6/2014, giá cao su Việt Nam sụt giảm liên tục khi cung vượt cầu trên toàn thế giới. Trong tháng 5/2014, giá cao su xuất khẩu chỉ đạt 1.842 USD/tấn, giảm 41% so với cùng kỳ năm 2013 và giảm 60% so với giá đỉnh điểm tháng 2 năm 2011. Thị trường xuất khẩu cao su cũng bị thu hẹp, trong 5 tháng đầu năm 2014, lượng cao su xuất khẩu đã giảm 17% so với cùng kỳ năm trước và giảm 37% về giá trị.

- Hiện nay, với mức giá bán quá thấp, khoảng 37 – 39 triệu đồng/tấn, người trồng gặp rất nhiều khó khăn, đặc biệt đối với những hộ nông dân quy mô nhỏ trên những vườn năng suất kém do cây già cỗi hoặc trồng không đúng quy trình kỹ thuật. Một số người dân đã cân nhắc để chuyển đổi sang cây trồng khác, theo thống kê sơ bộ đã lên khoảng 2 ngàn ha đến tháng 6/2014. Tuy nhiên, đối với những vườn có chất lượng và năng suất cao, phần lớn người trồng vẫn tìm cách duy trì và ứng phó bằng cách giảm chi phí, giảm phân bón, giảm số ngày cạo hoặc dừng cạo tạm thời. Đối với doanh nghiệp, hầu hết đều cố gắng duy trì hoạt động sản xuất, bảo đảm thu nhập cơ bản cho công nhân tuy giảm so với trước đây và tích cực tiết kiệm chi phí để giảm giá thành, đồng thời tăng tốc độ tái canh để bổ sung nguồn thu từ gỗ và điều chỉnh giảm sản lượng để góp phần cân đối cung cầu.

- Trong giai đoạn giá thấp hiện nay, để giúp người trồng và doanh nghiệp vượt qua khó khăn, duy trì sản xuất và xuất khẩu, Hiệp hội Cao su Việt Nam đang tiếp tục kiến nghị Bộ Tài chính xem xét không thu thuế xuất khẩu cao su và tạo điều kiện để doanh nghiệp xuất khẩu cao su không phải kê khai tính nộp thuế giá trị gia tăng như những nông sản khác. Để góp phần ngăn chặn giá cao su giảm sâu và sớm cân đối cung cầu nhằm phục hồi giá, từ tháng 2/2014, Hiệp hội Cao su Việt Nam đã đồng thuận với các nước khuyến cáo giảm bớt sản lượng trong năm 2014 và không bán cao su với giá thấp hơn giá quốc tế. Trong lâu dài, để ứng phó với biến động về giá và thị trường tiêu thụ, người trồng cao su cần đa dạng hóa sản phẩm và tăng thu nhập từ vườn cao su bằng xen canh, chăn nuôi kết hợp, tham gia các dự án tín chỉ

cac-bon. Ngành cao su Việt Nam và doanh nghiệp cần nâng cao giá trị gia tăng và khả năng cạnh tranh nước cho lĩnh vực chế biến sâu những sản phẩm có giá trị gia tăng cao và thân thiện môi trường, giảm lệ thuộc vào xuất khẩu nguyên liệu thô để hướng đến phát triển bền vững.

- Nhu cầu cao su của thế giới đang tăng trưởng trở lại theo đà phục hồi của nền kinh tế thế giới, được dự báo sẽ từ 11,4 triệu tấn năm 2013 lên 15,0 – 15,5 triệu tấn năm 2020, tiếp tục tạo cơ hội cho người trồng phát triển cây cao su lâu dài. Để hỗ trợ cho người trồng cao su giảm bớt khó khăn trong thời kỳ giá thấp hiện nay, Chính phủ Thái Lan và Malaysia vừa quyết định một số chính sách giúp nâng đỡ giá, nhờ vậy, giá cao su đã tăng nhẹ vào cuối tháng 6/2014. Nhiều nước đang tích cực tìm giải pháp tăng cường sử dụng cao su thiên nhiên vào những sản phẩm mới và điều chỉnh giảm sản lượng trong năm 2014 – 2015 để sớm cân đối cung cầu, tạo điều kiện có thể phục hồi dần giá cao su thiên nhiên trước năm 2016. Kiên trì, chủ động thực hiện những giải pháp ứng phó phù hợp với quy luật thị trường để vượt qua giai đoạn khó khăn trước mắt, tổng thu nhập và lợi nhuận của người trồng vẫn có thể được đảm bảo trong toàn chu kỳ kinh doanh cây cao su. Sự hỗ trợ, quan tâm của Chính phủ và các bộ ngành để tháo gỡ kịp thời những vướng mắc phát sinh sẽ giúp người trồng yên tâm tiếp tục duy trì cây cao su trên cơ sở chuyển đổi cơ cấu sản phẩm cao su thiên nhiên đáp ứng thị trường, đảm bảo chất lượng, uy tín, xây dựng thương hiệu quốc gia và quốc tế, tăng tiêu thụ nguyên liệu cao su trong nhằm cải thiện thu nhập, điều kiện sống ở vùng nông thôn, góp phần phát triển kinh tế và bảo vệ môi trường.

- Nhìn chung, do ảnh hưởng của kinh tế suy thoái 2011-2013, mức tiêu thụ cao su giảm nên giá cao su toàn cầu cũng bị sụt giảm theo. Ngành cao su của Việt Nam cũng không ngoại lệ. Tuy đang gặp một số khó khăn mang tính thị trường nhưng tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp cao su Việt Nam vẫn cho thấy sự ổn định so với mặt bằng chung trong nền kinh tế. Triển vọng dài hạn của ngành cao su là khá tốt khi kinh tế toàn cầu phục hồi, các ngành công nghiệp sử dụng nguyên liệu cao su tăng trưởng mạnh trở lại kể từ năm 2014.



### **3.1.2. Tổng quan về công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:**

#### **3.1.2.1. Lịch sử hình thành và phát triển của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:**

##### **Tên, địa chỉ của Công ty:**

- Tên giao dịch bằng tiếng việt: **Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú**
- Tên giao dịch quốc tế: Dong Phu Rubber Joint Stock Company
- Tên viết tắt: DORUCO
- Mã chứng khoán: DPR - HOSE
- Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú hoạt động theo giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp Công ty Cổ phần lần đầu số 4403000069 ngày 28/12/2006, đăng ký thay đổi lần thứ 8 số 3800100376 ngày 06/11/2014 do phòng Đăng ký kinh doanh thuộc Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Bình Phước cấp.
- Vốn điều lệ của Công ty là: 430.000.000.000 VND (Bốn trăm ba mươi tỷ VNĐ đồng).
- Trụ sở chính: Ấp Thuận Phú I, xã Thuận Phú, huyện Đồng Phú, tỉnh Bình Phước, Việt Nam.
- Tel: 0651 - 3819 786                      - Fax: 0651 - 3819 620
- Email:            doruco.bpc@doruco.com.vn  
                  doruco.bpc@gmail.com.
- Website:        <http://doruco.com.vn>
- Mã số thuế: 3800100376
- Số tài khoản: 5600211.00000.101 tại Ngân hàng Nông nghiệp & PTNT chi nhánh Tỉnh Bình Phước.

##### **Quá trình phát triển:**

- Công ty Cổ Phần Cao Su Đồng Phú (DORUCO) tiền thân là đồn điền Thuận Lợi của Công ty Michelin – Pháp, được hình thành vào khoảng tháng 06 năm 1927 và được tái thành lập vào ngày 21 tháng 05 năm 1981.
- Công ty là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập Đoàn Công Nghiệp Cao su VN, được thành lập theo Quyết định số: 148/NNTCCB/QĐ ngày 04 tháng 03 năm

1993 của Bộ trưởng Bộ Nông nghiệp và Công nghiệp Thực Phẩm (nay là Bộ Nông nghiệp và PTNT).

➤ Với diện tích trên 9000 ha cao su, trong đó hơn 8000 ha đã đưa vào khai thác, sản lượng hàng năm trên 14.000 tấn sản phẩm cao su nguyên liệu các loại. Sản phẩm cao su của Công ty đạt tiêu chuẩn của Việt Nam và Quốc tế. Hiện nay, Công ty quản lý sản phẩm theo tiêu chuẩn ISO 9001:2000 đã được tổ chức QMS (Australia) và QUACERT (Việt Nam) đồng chứng nhận. Ngoài ra bộ phận kiểm phẩm của công ty được Văn Phòng Công Nhận Chất Lượng Việt Nam (VILAS) công nhận phòng thí nghiệm hoạt động theo tiêu chuẩn ISO/IEC 17025:2004.

### *3.1.2.2. Chức năng, nhiệm vụ của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:*

#### a. Ngành nghề kinh doanh:

- Lĩnh vực hoạt động kinh doanh của Công ty bao gồm: Trồng cây cao su (Chi tiết: Trồng và chế biến mủ cao su; Thanh lý vườn cây cao su); Chăn nuôi gia cầm; Xây dựng công trình đường sắt và đường bộ; Xây dựng nhà các loại (Đầu tư xây dựng các công trình công nghiệp và dân dụng trong và ngoài khu công nghiệp; Xây dựng dân dụng, công nghiệp); Sản xuất thuốc trừ sâu và sản phẩm hóa chất khác dùng trong nông nghiệp; Kinh doanh bất động sản, quyền sử dụng đất thuộc chủ sở hữu, chủ sử dụng hoặc đi thuê (Đầu tư, kinh doanh địa ốc); Trồng rừng và chăm sóc rừng (Trồng rừng, khoanh nuôi bảo vệ rừng, khai thác chế biến và kinh doanh các sản phẩm từ rừng trồng); Sản xuất phân bón và hợp chất ni tơ (Công nghiệp hóa chất phân bón); Chăn nuôi trâu, bò; Bán buôn vật liệu, thiết bị lắp đặt khác trong xây dựng (Mua bán gỗ cao su); Khai thác gỗ (Khai thác gỗ cao su); Mua bán xuất nhập khẩu mủ cao su các loại.

#### b. Cấu trúc doanh nghiệp:

Đến thời điểm ngày 31/12/2015, Công ty có mười một (11) đơn vị trực thuộc và 5 công ty con hợp nhất.

#### c. Cơ cấu sản phẩm:

- |                        |                         |
|------------------------|-------------------------|
| - SVR L, SVR 3 L       | Chiếm 43% tổng sản phẩm |
| - SVR CV 50, SVR CV 60 | Chiếm 5% tổng sản phẩm  |

- SVR 10, SVR 20 Chiếm 20% tổng sản phẩm

- Latex HA, Latex LA Chiếm 32% tổng sản phẩm

d. Về Thị trường tiêu thụ:

Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú đã được chứng nhận hệ thống quản lý chất lượng theo tiêu chuẩn ISO 9001-2000 từ những năm 1999, năm 2009 đã chuyển đổi sang phiên bản ISO 900:2008; sản phẩm của Công ty luôn có chất lượng tốt và ổn định, thoả mãn được các yêu cầu khắt khe của khách hàng, trong đó có những khách hàng truyền thống là các tập đoàn chế tạo vỏ xe hàng đầu thế giới như Michelin, Mitsubishi, .. và các tập đoàn Safic Alcan, Tea Young.... Với gần 86% tổng sản phẩm của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú được xuất khẩu trực tiếp đi các nước như: Pháp, Bỉ, Hà Lan, Anh, Tây Ban Nha, Hàn Quốc, Úc, Mỹ, New Zealand, Canada, Singapore, Đài Loan, Trung Quốc, Nhật Bản...

3.1.2.3. Một số đặc điểm hoạt động kinh doanh của công ty:

**Bảng 3.1: Một số chỉ tiêu kinh tế tài chính của Công ty trong 5 năm 2011-2015**

*DVT: Triệu đồng*

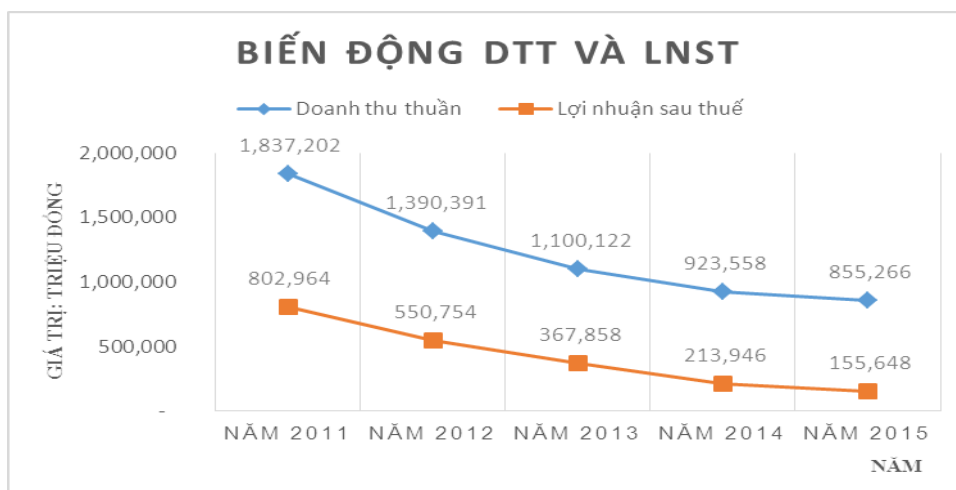
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.837.202	1.398.083	1.105.680	923.558	855.514
2. Doanh thu hoạt động tài chính	107.103	97.995	73.042	53.997	54.884
3. Chi phí tài chính	8.444	5.318	22.852	18.820	16.243
4. Chi phí bán hàng	14.384	14.438	18.208	19.217	16.145
5. Chi phí quản lý doanh nghiệp	85.414	53.755	55.682	51.134	65.446
6. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	865.086	589.730	401.253	250.306	159.852
7. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	871.211	602.122	408.624	256.199	190.281
8. Tổng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	802.964	550.754	367.858	213.946	155.648

*(Nguồn: BCTC Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú 2011-2015)*

Nhìn vào bảng số liệu ta thấy tổng lợi nhuận sau thuế giảm mạnh qua các năm: năm 2011 là 802.964 triệu đồng nhưng đến năm 2015 chỉ còn 155.648 triệu đồng,

năm 2015 lợi nhuận sau thuế so với năm 2014 đã giảm đi 58.298 triệu đồng ứng với tỷ lệ giảm 27,25%. Điều này thể hiện sự giảm sút lợi nhuận trong quá trình kinh doanh của công ty.

**Hình 3.1: Đồ thị biến động DTT và LNST của công ty 2011-2015**



Xem xét các chỉ tiêu phản ánh doanh thu và chi phí ta thấy: doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ năm 2011 là 1.837.202 triệu đồng đến năm 2015 giảm còn 855.514 triệu đồng. Có thể thấy do sự ảnh hưởng nền kinh tế suy thoái giai đoạn 2011-2013 làm giá cao su sụt giảm liên tục, tình hình tiêu thụ sản phẩm gặp nhiều khó khăn, quy mô sản xuất bị thu hẹp. Điều này chẳng những làm doanh thu và lợi nhuận liên tục giảm từ 2011-2015 mà còn giảm khả năng thu hồi vốn của công ty. Doanh thu thuần giảm chủ yếu là do doanh thu bán hàng còn các khoản giảm trừ doanh thu không đáng kể: năm 2014 khoản mục này bằng 0 và năm 2015 chỉ có 248 triệu chứng tỏ chất lượng sản phẩm của công ty ngày càng tăng.

Ngoài ra chi phí bán hàng và chi phí quản lý của công ty đều có xu hướng tăng. Đặc biệt năm 2015 so với năm 2014: Chi phí bán hàng giảm đi 3.072 triệu tương ứng với tỷ lệ giảm khá cao 15,99% nhưng chi phí quản lý lại tăng mạnh 14.312 triệu với tỷ lệ tăng 27,99%. Điều này cho thấy doanh nghiệp đang cố gắng giảm thiểu chi phí bán hàng nhưng lại chưa tốt trong việc quản lý chi phí doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2011-2015 các nguồn doanh thu liên tục giảm trong khi nguồn chi phí ngày một tăng lên là tín hiệu không tốt trong kinh doanh.

Toàn bộ chỉ tiêu phản ánh mức độ sử dụng chi phí của doanh nghiệp của Công ty đều tăng lên qua các năm đặc biệt là chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cụ thể: năm 2011 cứ 100 đồng doanh thu thuần thu được doanh nghiệp phải bỏ ra 52,85 đồng trị giá vốn hàng bán, năm 2015 thì các chi phí này đều tăng lên rõ rệt cứ 100 đồng doanh thu thuần thu được doanh nghiệp phải bỏ ra 76,29 đồng trị giá vốn hàng bán, 1,89 đồng chi phí bán hàng và 7,65 đồng chi phí quản lý. Điều này cho thấy khả năng quản lý chi phí của công ty ngày càng kém hiệu quả làm tăng chi phí sản xuất trong khi quy mô tiêu thụ sản phẩm bị thu hẹp lại.

**Bảng 3.2: Một số chỉ tiêu tính tỷ suất tính tỷ suất lợi nhuận của Công ty trong 5 năm 2011-2015:**

*DVT: %*

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	So sánh			
						Năm 2012/2011	Năm 2013/2012	Năm 2014/2013	Năm 2015/2014
1. Tỷ suất GVHB/Doanh thu thuần	52,85	59,35	61,37	69,09	76,29	6,50	2,03	7,72	7,20
2. Tỷ suất CPBH/DTT	0,78	1,04	1,66	2,08	1,89	0,26	0,62	0,43	-0,19
3. Tỷ suất CPQLDN/Doanh thu thuần	4,65	3,87	5,06	5,54	7,65	-0,78	1,20	0,48	2,12
4. Tỷ suất LNNT/ Lưu chuyển thuần	47,42	43,31	37,14	27,74	22,25	-4,11	-6,16	-9,40	-5,49
5. Tỷ suất LNST/ Lưu chuyển thuần	43,71	39,61	33,44	23,17	18,20	-4,09	-6,17	-10,27	-4,97

( Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu BCTC của công ty 2011-2015)

Trong nhóm chỉ tiêu phản ánh kết quả kinh doanh của Công ty đều cho thấy sự giảm sút hiệu quả khi các chỉ tiêu này đều giảm dần qua các năm cụ thể: tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên doanh thu thuần hoạt động kinh doanh giảm đi 47,42% năm 2011 xuống còn 22,25% năm 2015; tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên Doanh thu thuần

hoạt động kinh doanh giảm đi 43,71% năm 2011 xuống 18,20% năm 2015. Năm 2015 cứ 100 đồng doanh thu thuần thì chỉ còn 22,25 đồng lợi nhuận trước thuế và 18,2 đồng lợi nhuận sau thuế. Các tỷ suất lợi nhuận này được đánh giá quá thấp trên tổng quy mô doanh thu của Công ty.

- Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh là kết quả của 2 hoạt động trong công ty là tài chính và kinh doanh. Xét riêng hoạt động tài chính ta thấy doanh thu giảm trong khi chi phí tài chính lại tăng lên đặc biệt năm 2013 chi phí tăng mạnh thêm 17.535 triệu đồng ứng với mức tăng 329,75%. Tuy mức tăng giảm của hoạt động tài chính không đáng kể so với sự tăng giảm của hoạt động kinh doanh nhưng cho thấy lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính cũng ảnh hưởng đến sự biến động của lợi nhuận thuần Công ty.

- Công ty CP Cao su Đồng Phú công bố kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2015 với sản lượng tiêu thụ là 5.395 tấn mũ thành phẩm, giảm 16% so với cùng kỳ với giá bán bình quân 33,7 triệu đồng/tấn. Giá cao su tiêu thụ cao hơn so với kế hoạch đầu năm đề ra (31,5 triệu đồng/ tấn) nhưng vẫn thấp hơn 22,7% cùng kỳ. Tổng doanh thu tiêu thụ đạt 281,9 tỷ đồng, giảm 16,7% chủ yếu do doanh thu bán mũ cao su giảm. Tuy vậy, doanh thu từ hoạt động tài chính, cây cao su, khác... lại tăng mạnh, đạt 93,6 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm và đạt 47 tỷ đồng trong riêng tháng 6/2015. Kết quả, DPR lãi gộp từ hoạt động kinh doanh đạt 107,57 tỷ đồng, tăng 17,6%. So với kế hoạch lợi nhuận đề ra, Cao su Đồng Phú đã hoàn thành hơn 69%.

- Trong tháng 11/2015 công ty đã giao bán được hơn 2.631 tấn mũ cao su, với giá bình quân 28,4 triệu đồng/tấn. Đây là mức giá thấp nhất trong vòng 11 tháng qua theo đó riêng tháng 11/2015 công ty ước đạt hơn 83 tỷ đồng doanh thu và 5,5 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Giá bán cao su bình quân 11 tháng đầu năm 2015 chỉ đạt 32,2 triệu đồng/tấn, trong khi cùng kỳ năm ngoái đạt 39,4 triệu đồng/tấn. Lũy kế 11 tháng, DPR ước đạt gần 646,7 tỷ đồng doanh thu tương đương 76,5% cùng kỳ và 161 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế tương đương 83,3% cùng kỳ năm ngoái. Năm 2015, DPR dự kiến giá bán bình quân tiếp tục giảm sâu, chỉ còn khoảng 31,5 triệu đồng/tấn, nên công ty đã đề xuất LNTT cả năm 155 tỷ đồng, giảm hơn 100 tỷ đồng

so với mức thực hiện năm 2014. Như vậy với kế hoạch này kết thúc 11 tháng đầu năm 2015 công ty đã hoàn thành vượt 4% kế hoạch LNTT cả năm 2015.

### 3.2. Phân tích cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú giai đoạn 2010-2015:

#### 3.2.1 Đặc điểm cấu trúc tài chính Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú:

Bảng sau đây sẽ cho ta thấy một số đặc điểm sử dụng vốn đồng thời cho ta cái nhìn tổng quát về cấu trúc nguồn vốn của Công ty trong thời gian qua

**Bảng 3.3: Đặc điểm nguồn vốn của công ty trong 5 năm 2011-2015**

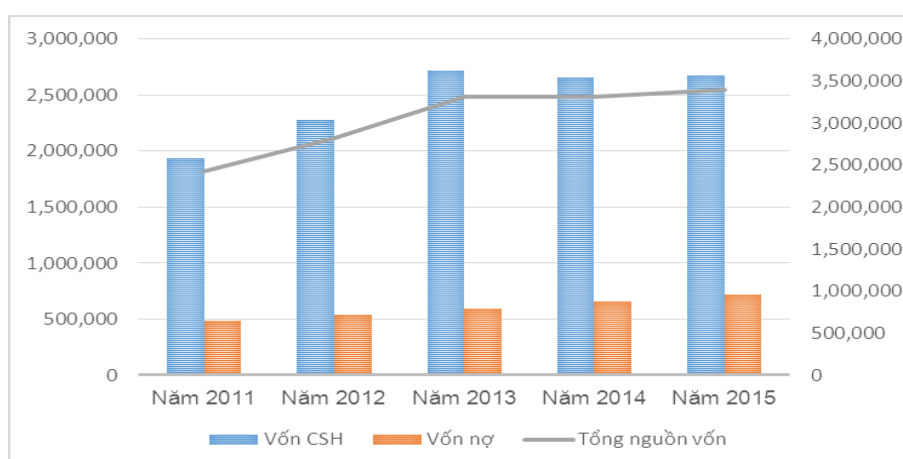
*ĐVT: Triệu đồng*

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015
1. Tổng nguồn vốn	2.430.078	2.819.822	3.314.420	3.312.062	3.393.401
2. Nợ phải trả	491.056	543.115	592.767	658.039	721.839
3. Vốn chủ sở hữu	1.939.022	2.276.707	2.721.653	2.654.023	2.671.562
4. Tỷ suất vốn nợ (4)=(2): (1) (%)	20,21%	19,26%	17,88%	19,87%	21,27%
5. Tỷ suất vốn chủ (5)=(3)/(1)(%)	79,79%	80,74%	82,12%	80,13%	78,73%

*(Nguồn: Bảng cân đối kế toán từ năm 2011 đến năm 2015- BCTC)*

Qua số liệu ta có thể thấy nguồn vốn mà công ty đang sử dụng cho hoạt động sản xuất kinh doanh chủ yếu là từ nguồn vốn chủ chiếm trên 80%. Nguồn vốn nợ chỉ chiếm một phần rất nhỏ chưa đến 20%.

**Đồ thị 3.2: Đồ thị biểu thị cấu trúc tài chính công ty 2011-2015**



Tính chất của hai nguồn vốn này hoàn toàn khác nhau về trách nhiệm pháp lý của doanh nghiệp. Đối với nợ phải trả, doanh nghiệp phải cam kết thanh toán với các chủ nợ số nợ gốc và các khoản phí sử dụng vốn (nếu có) theo thời hạn đã quy định. Ngược lại không phải cam kết thanh toán đối với người góp vốn với tư cách là chủ sở hữu. Vốn chủ sở hữu thể hiện năng lực vốn của người chủ sở hữu trong tài trợ hoạt động kinh doanh. Một cơ cấu vốn được coi là hợp lý nếu có sự kết hợp hài hòa giữa nguồn vốn vay và vốn chủ sở hữu trong điều kiện nhất định. Cơ cấu nguồn vốn của công ty được biểu diễn qua đồ thị như sau:

Qua số liệu bảng phân tích ta thấy được tổng nguồn vốn của Công ty đều tăng lên qua các năm: năm 2012 tăng lên 389.744 triệu đồng với tỷ lệ tăng 16,04%, năm 2015 tiếp tục tăng thêm 81.339 triệu đồng với tỷ lệ tăng 2,46%. Trong 5 năm trở lại đây công ty có gia tăng vốn huy động phục vụ cho hoạt động kinh doanh nhưng với số lượng thấp. Công ty tăng được nguồn vốn là do nguồn vốn nợ phải trả và nguồn vốn chủ sở hữu đều tăng lên riêng năm 2014 thì nguồn vốn chủ và nợ ngắn hạn giảm đi. Tuy nhiên để có thể đánh giá chính xác về sự biến động của từng nguồn vốn trong cấu trúc tài chính của công ty ta đi sâu vào phân tích như sau:

- Đối với nguồn vốn nợ phải trả tăng lên qua các năm: năm 2012 tăng lên 52.059 triệu đồng với tỷ lệ tăng 10,6% so với năm 2011; năm 2013 tăng lên 49.652 triệu đồng với tỷ lệ tăng 9,14% so với năm 2012, năm 2014 tăng lên 65.271 triệu đồng với tỷ lệ tăng 11,1% so với năm 2013; năm 2015 tăng lên 63.800 triệu đồng với tỷ lệ tăng 9,7% so với năm 2014. Điều này là do sự thay đổi cả 2 nguồn vốn là nguồn vốn vay phải trả lãi và nguồn vốn chiếm dụng và các nguồn này đều biến động không ổn định qua các năm. Công ty có các khoản nợ phải trả cả ngắn hạn và dài hạn đều tăng lên chứng tỏ công ty ngày càng sử dụng số lượng vốn bên ngoài hơn.

- Bên cạnh đó VCSH của doanh nghiệp qua 5 năm có xu hướng tăng lên. Nguồn vốn chính đầu tư cho mọi hoạt động hiện tại của công ty vẫn là vốn chủ nên khả năng độc lập về tài chính của công ty luôn cao, rủi ro tài chính thấp. Nguồn vốn chủ sở hữu của công ty tăng qua từng năm. Giá trị vốn chủ sở hữu năm 2012 tăng 337.685 triệu đồng tương ứng với tỷ lệ tăng là 17,42% so với năm 2011, năm 2013



tăng nhiều hơn thêm 444.946 triệu đồng tương ứng với tỷ lệ tăng 19,54% so với năm 2012, năm 2014 giảm đi 67.629 triệu đồng với tỷ lệ giảm 2,48% so với năm 2013; năm 2015 tăng lên 17.539 triệu đồng với tỷ lệ tăng 0,66% so với năm 2014 nhưng vẫn chưa bằng lượng vốn chủ đầu tư năm 2013.

**a. Chỉ tiêu hệ số nợ**

Qua số liệu ta có thể thấy hệ số nợ của công ty chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu vốn. Từ 2011- 2015 tỷ suất này có sự biến động tăng: từ 491.056 triệu đồng năm 2011 lên 721.839 triệu đồng năm 2015 nhưng so với tổng nguồn vốn thì tỷ trọng của vốn nợ tăng không đáng kể. Tỷ trọng này nói lên công ty luôn đạt được sự chủ động trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Trên thương trường việc chiếm dụng vốn và bị chiếm dụng vốn giữa các đơn vị với nhau là rất bình thường. Song Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú tiền thân là công ty nhà nước được cổ phần hoá nên vốn nợ chỉ chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu vốn. Qua phân tích thì cả năm năm tỷ lệ nợ/tổng nguồn vốn của Công ty đều nằm ở mức an toàn. Tuy điều này có thể làm cho tình hình tài chính của công ty khá ổn định nhưng công ty đạt được tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu thấp hơn so với các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao hơn.

**Bảng 3.4: Chỉ tiêu hệ số nợ của các Công ty cùng ngành**

**Đơn vị: %**

<b>Tên công ty</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
<b>DPR</b>	19,26	17,88	19,87	21,27
<b>PHR</b>	33,95	35,87	32,94	33,55
<b>TRC</b>	11,40	27,39	8,84	14,39
<b>HRC</b>	26,26	27,67	26,51	27,60

(Nguồn: Trang tra cứu chứng khoán S.Cafef.vn)

So sánh chỉ tiêu hệ số nợ của các công ty cùng ngành cao su là: Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh (TRC), Công ty Cổ phần Cao su Phước Hoà (PHR), Công ty Cổ phần Cao su Hoà Bình (HRC) ta thấy hệ số nợ của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú (DPR)

nằm ở mức thấp hơn PHR và HRC chỉ cao hơn TRC. Năm 2015 tỷ lệ nợ của DPR đã tăng hơn so với các năm trước nhưng cũng chỉ chiếm 21,27% trong cơ cấu vốn.

**b. Chỉ tiêu hệ số tự tài trợ:**

Một công ty khi tiến hành sản xuất kinh doanh muốn hoạt động một cách liên tục và hiệu quả thì đòi hỏi phải có một lượng vốn đủ nếu dư thừa thì càng tốt để đáp ứng nhu cầu của chính bản thân nó. Nhưng nguồn vốn công ty sử dụng thường được huy động từ nhiều nguồn khác nhau. Để nguồn vốn được sử dụng hợp lý thì đòi hỏi doanh nghiệp phải có những chính sách, kế hoạch cũng như phương hướng đúng đắn. Khả năng tự chủ của công ty trong việc tài trợ cho quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư của mình cũng là vấn đề cần quan tâm. Do vậy để biết được công ty chủ động về mặt tài chính như thế nào thì ta tiến hành phân tích các chỉ tiêu liên quan đến tính tự chủ của công ty.

Qua số liệu ta có thể thấy cả 5 năm NV tài trợ cho hoạt động của công ty chủ yếu là VCSH luôn chiếm tỷ trọng lớn: 79,79% năm 2011; 80,74% năm 2012; 82,12% năm 2013; 80,13% năm 2014 và 78,73% năm 2015. Giá trị của vốn chủ sở hữu đều có biến động tăng nhẹ qua 3 năm nhưng tỷ trọng của khoản mục này trong cơ cấu nguồn vốn lại giảm đi. Nhìn chung tính tự chủ của công ty cũng như khả năng tự tài trợ của công ty cũng đang có chiều hướng giảm đi nhưng không đáng kể. Có thể nói công ty có tính tự chủ luôn ở mức an toàn, mức độ phụ thuộc vào vốn vay và vốn chiếm dụng từ bên ngoài rất thấp.

**Bảng 3.5: Chỉ tiêu hệ số tự tài trợ của các Công ty cùng ngành**

**Đơn vị: %**

<b>Tên công ty</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
<b>DPR</b>	80,74	82,12	80,13	78,73
<b>PHR</b>	66,05	64,13	67,06	66,45
<b>TRC</b>	88,60	72,61	91,16	85,61
<b>HRC</b>	73,74	72,33	73,49	72,40

(Nguồn: Trang tra cứu chứng khoán S.Cafef.vn)

So với các công ty cùng ngành thì tỷ lệ vốn chủ của DPR khá cao chỉ thấp hơn TRC nhưng có xu hướng giảm dần qua các năm. Do áp lực cạnh tranh ngày càng tăng, đòi hỏi các doanh nghiệp không ngừng mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư mới nên quy mô tổng vốn tăng nhanh hơn tốc độ tăng của vốn chủ sở hữu. Hơn nữa, trong những năm trở lại đây thị trường chứng khoán Việt Nam gặp nhiều khó khăn do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nên việc huy động vốn từ nguồn vốn cổ phần sẽ bị hạn chế. Nên xu hướng chung là chỉ tiêu vốn chủ sở hữu/ tổng nguồn vốn có xu hướng giảm dần ở hầu hết các doanh nghiệp.

Qua nghiên cứu thực trạng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp cùng ngành cao su, hầu hết các doanh nghiệp đã có quan tâm đến cơ cấu vốn tức là có sử dụng nợ dài hạn trong tổng nguồn vốn và có xu hướng tăng qua các năm nhưng tỷ trọng nợ dài hạn/tổng nguồn vốn lại rất thấp khoảng 12,72% trong năm 2015. Như vậy, nếu xét trên góc độ kỳ hạn, thì trong tổng nguồn vốn dài hạn, vốn chủ sở hữu lớn hơn so với nợ, vốn huy động từ bên ngoài doanh nghiệp. Do đó, khả năng thanh toán của doanh nghiệp cao, rủi ro tiềm ẩn trong cơ cấu vốn thấp.

Chỉ tiêu vốn chủ sở hữu/nợ dài hạn của Công ty luôn ở mức lớn hơn 1 và rất cao nhưng có xu hướng giảm sút qua từng năm: năm 2011 hệ số này là 12,26 lần; năm 2015 hệ số chỉ còn 6,19 lần. Điều này cho thấy sự thay đổi đáng kể trong cơ cấu vốn của Công ty, càng ngày tỷ trọng vốn chủ sở hữu càng giảm so với nợ, chứng tỏ công ty đã chủ động hơn trong việc huy động vốn dài hạn từ bên ngoài để phục vụ sản xuất kinh doanh. Các doanh nghiệp có quy mô vốn chủ sở hữu càng lớn thì tỷ lệ này càng cao. Điều bất hợp lý ở đây là mặc dù hệ số vốn chủ sở hữu/nợ dài hạn rất cao nhưng tỷ trọng tài sản dài hạn của Công ty lại rất thấp. Như vậy, công ty đang sử dụng chủ yếu nguồn vốn dài hạn để đầu tư ngắn hạn trong khi có thể tận dụng nguồn ngắn hạn để đầu tư dài hạn. Đây là một bất hợp lý trong khi xây dựng cơ cấu vốn tối ưu cho công ty.

Bảng 3.6 đưa ra con số phân tích tổng quát về tỷ lệ nợ dài hạn của công ty trong giai đoạn 2011-2015.

**Bảng 3.6: Bảng phân tích tỷ lệ nợ dài hạn của Công ty 2011-2015**

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015
<b>NDH (triệu đồng)</b>	158.219	179.762	206.930	390.382	431.601
<b>Vốn chủ sở hữu (triệu đồng)</b>	1.939.022	2.276.707	2.721.653	2.654.023	2.671.562
<b>Tổng nguồn vốn (triệu đồng)</b>	2.430.078	2.819.822	3.314.420	3.312.062	3.393.401
<b>Tỷ lệ VCSH/NDH (lần)</b>	12,26	12,67	13,15	6,80	6,19
<b>Tỷ suất NDH/TNV(%)</b>	6,51%	6,37%	6,24%	11,79%	12,72%

( Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu BCTC của công ty 2011-2015)

***c. Mối quan hệ của 2 chỉ tiêu trên thể hiện qua tỷ suất nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu***

Chỉ tiêu này thể hiện mối quan hệ giữa NPT và VCSH. Qua 5 năm ta có thể thấy trong tổng NV của doanh nghiệp nợ phải trả lần lượt bằng 0,25 lần VCSH năm 2011; bằng 0,24 lần năm 2012; bằng 0,22 lần năm 2013; bằng 0,25 lần năm 2014; bằng 0,27 lần năm 2015. Tỷ suất NPT/VCSH của doanh nghiệp có xu hướng tăng nhẹ do tốc độ của nguồn vốn nợ phải trả nhiều hơn mức tăng nguồn VCSH. Có thể nói lên mặc dù tình hình khủng hoảng kinh tế đang diễn ra có ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đòi hỏi công ty buộc phải có một nguồn vốn nhiều hơn để có thể hoạt động một cách bình thường. Với thực trạng hiện nay thì công ty đang sử dụng nguồn vốn chủ là chính nhưng để đối phó với tình hình khó khăn chung của nền kinh tế thì công ty đẩy mạnh phương án thông dụng nhất và thường được áp dụng nhiều ở các doanh nghiệp là thương lượng với nhà cung cấp kéo dài thời gian thanh toán. Đây cũng là một hình thức chiếm dụng vốn của các doanh nghiệp khác để hoạt động kinh doanh. Như vậy chi phí sử dụng vốn sẽ thấp hơn. Tuy nhiên công ty luôn giữ tỷ suất nợ trên vốn chủ sở hữu thấp nên công ty

hầu như không phải chịu áp lực thanh toán lớn như các công ty sử dụng nhiều nguồn vốn nợ.

➤ ***Phân tích nguồn vốn nợ ngắn hạn.***

Nguồn vốn nợ ngắn hạn mang tính ngắn hạn tạm thời, không ảnh hưởng nhiều đến sự chia sẻ quyền quản lý và giám sát hoạt động của doanh nghiệp. Các khoản nợ ngắn hạn của công ty hầu như chỉ được sử dụng để đáp ứng nhu cầu bổ sung vốn lưu động cho công ty, không bị tác động nhiều bởi các nhân tố bên trong và bên ngoài. Tuy nhiên đây là một chỉ tiêu cần xem xét khi phân tích cấu trúc tài chính của công ty.

Tỷ suất nguồn vốn tạm thời qua năm năm có xu hướng biến động tăng giảm không đều cao nhất là năm 2013 và thấp nhất là năm 2014: năm 2012 cao hơn năm 2011 là 30.517 triệu đồng tương ứng tỷ lệ tăng là 9,17%; năm 2013 cao hơn năm 2012 là 22.483 triệu đồng tương ứng tỷ lệ tăng 15,11%; năm 2014 giảm mạnh hơn năm 2013 là 118.180 triệu đồng tương ứng tỷ lệ tăng 30,63%; năm 2015 lại tăng thêm 22.581 triệu đồng tương ứng tỷ lệ tăng là 8,44%. Nhìn chung tỷ trọng nợ ngắn hạn của công ty rất thấp chỉ chiếm chưa đến 15% càng cho thấy tính ổn định của nguồn tài trợ của công ty là cao, chắc chắn công ty không bị áp lực trong thanh toán ngắn hạn. Để hiểu rõ hơn về chỉ tiêu này ta tiến hành đi sâu phân tích các khoản mục tạo nên nợ ngắn hạn của công ty.

**Bảng 3.7: Bảng tỷ trọng các khoản nợ ngắn hạn của Công ty**

*DVT : Triệu Đồng*

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>332.837</b>	<b>363.354</b>	<b>385.837</b>	<b>267.657</b>	<b>290.238</b>
1. Vay và nợ ngắn hạn	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>67.722</b>	<b>92.139</b>
2. Phải trả người bán	<b>423</b>	<b>1.873</b>	<b>138.709</b>	<b>3.771</b>	<b>6.404</b>
3. Người mua trả tiền trước	<b>19.793</b>	<b>7.021</b>	<b>1.105</b>	<b>777</b>	<b>18.629</b>
4. Thuế và các khoản phải nộp NN	<b>991</b>	<b>40.294</b>	<b>25.341</b>	<b>17.780</b>	<b>17.963</b>

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
5. Phải trả người lao động	<b>278.156</b>	<b>197.110</b>	<b>138.544</b>	<b>80.227</b>	<b>81.958</b>
6. Chi phí phải trả	<b>240</b>	<b>943</b>	<b>528</b>	<b>462</b>	<b>8.105</b>
7. Khoản phải trả, phải nộp NH khác	<b>17.077</b>	<b>20.520</b>	<b>37.729</b>	<b>30.663</b>	<b>15.002</b>
8. Tỷ trọng vay và nợ ngắn hạn (%)	0	0	0	18,64%	23,88%
9. Tỷ trọng phải trả người bán (%)	0,13%	0,52%	35,95%	1,04%	1,66%
10. TT người mua trả tiền trước(%)	5,95%	1,93%	0,29%	0,21%	4,83%
11. TT thuế và khoản phải nộp NN(%)	0,30%	11,09%	6,57%	4,89%	4,66%
12. TT phải trả người lao động (%)	83,57%	54,25%	35,91%	22,08%	21,24%
13. Tỷ trọng chi phí phải trả (%)	0,07%	0,26%	0,14%	0,13%	2,10%
14. TT phải trả, phải nộp NH khác (%)	5,13%	5,65%	9,78%	8,44%	3,89%

( Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu BCTC của công ty 2011-2015)

Qua số liệu ta thấy, từ năm 2011-2013 khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất và quyết định tới khoản mục nợ ngắn hạn là chỉ tiêu phải trả người lao động, đặc biệt năm 2011 chỉ tiêu này chiếm đến 83,57% nợ ngắn hạn. Đến năm 2015 khoản mục này chỉ chiếm 21,24%, khoản mục vay và nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn là 23,88%. Điều này cho thấy Công ty đã tăng sử dụng nguồn vốn nợ vay ngắn hạn dùng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Công ty đã biết tận dụng được mối quan hệ và uy tín làm ăn có từ lâu để thương lượng với nhà cung cấp để họ đồng ý cho công ty mua chịu được nhiều yếu tố đầu vào hơn và thời hạn thanh toán linh động hơn. Đây là nguyên nhân chính làm cho giá trị của khoản mục này ngày càng tăng lên qua các năm.

Khoản mục vay và nợ ngắn hạn là khoản mục được nhiều người quan tâm nhất đối với cả bên trong lẫn bên ngoài doanh nghiệp. Vì doanh nghiệp có hoạt động liên tục được hay không đều nhờ khoản mục này. Khi doanh nghiệp đang ở trong tình

trạng gặp khó khăn về nguồn vốn kinh doanh thì phương án được đưa ra đầu tiên là đi vay. Vay ngân hàng hay các tổ chức tín dụng đều đi kèm theo các điều khoản có liên quan tới lãi suất, thời hạn thanh toán và tài sản thế chấp. Công ty vay chủ yếu từ ngân hàng BIDV- Chi nhánh Bình Phước và Ngân hàng Agribank – Chi nhánh Sài Gòn một số vốn để đảm bảo kinh doanh của Công ty.

Khoản mục người mua trả tiền trước chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng nợ ngắn hạn. Tỷ trọng của khoản mục này đang có xu hướng biến động tăng giảm không đều qua các năm, năm 2012-2014 giảm mạnh nhưng đến năm 2015 có giá trị tăng vọt từ 777 triệu đồng chiếm tỷ lệ 0,21% lên 18.629 triệu đồng chiếm 4,63%. Sự biến động của khoản mục này chứng tỏ khách hàng ngày càng nợ ít hơn và thanh toán nhanh hơn cho Công ty. Điều này là dấu hiệu tài chính khá tốt cho Công ty trong giai đoạn kinh tế khó khăn này.

Các khoản mục còn lại trong nợ ngắn hạn cũng có sự biến động qua các năm nhưng mức độ ảnh hưởng của chúng tới khoản mục này cũng tương đối thấp không đáng kể.

### **3.2.2. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả cấu trúc tài chính của công ty:**

#### **3.2.2.1. Hiệu quả kinh doanh và khả năng sinh lời:**

Hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty có xu hướng giảm mạnh qua các năm. Đây là ảnh hưởng mà ngành cao su toàn cầu gặp phải và Việt Nam cũng không ngoại lệ.

**Bảng 3.8: Phân tích khả năng sinh lời của Công ty**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
<b>1. Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần</b>	43,71%	39,39%	33,27%	23,16%	18,19%
<b>2. Doanh thu thuần/Tổng tài sản</b>	75,60%	49,31%	33,19%	27,88%	25,20%
<b>3. Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu</b>	125,32%	123,85%	121,78%	124,79%	127,02%
<b>4. ROA(=1x2)</b>	33,04%	19,42%	11,04%	6,46%	4,58%
<b>5. ROE(=1x2x3)</b>	41,41%	24,06%	13,45%	8,06%	5,82%

( Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu BCTC của công ty 2011-2015)

### **a. Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA)**

Tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) đo lường khả năng sinh lợi trên mỗi đồng tài sản của doanh nghiệp. Số liệu bảng 3.8– cho thấy tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) của công ty bắt đầu giảm mạnh từ năm 2012 cho đến nay. Năm 2011 tỷ suất sinh lợi của công ty là 33,04%, có nghĩa là cứ 100 đồng vốn đầu tư vào hoạt động kinh doanh thì doanh nghiệp tạo ra được 33,04 đồng lợi nhuận và con số này năm 2015 chỉ còn là 4,58 đồng giảm đến 28,46 đồng trong vòng 5 năm do giá cao su năm 2015 giảm khá mạnh so với năm 2011 trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Giá cao su phụ thuộc vào sự biến động của 3 yếu tố là: tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới, ngành công nghiệp ô tô thế giới (Trung Quốc, Đức, Nhật Bản...) và giá dầu thô thế giới. Trong giai đoạn 2012-2015 các yếu tố này đều có sự biến động giảm mạnh. Xu thế giá cao su thế giới đang đi xuống sau khi thiết lập mức đỉnh vào tháng 2/2011 do ảnh hưởng từ những lo ngại về suy thoái kinh tế thế giới cũng như nhu cầu sụt giảm của thị trường Trung Quốc. Giá xuất khẩu cao su Việt Nam cũng bị ảnh hưởng và chỉ còn khoảng 3.300 USD/tấn và không loại trừ khả năng sẽ giảm xuống còn 3.000 USD/ tấn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, tình hình đã sáng sủa hơn khi bước vào quý 2/2012 do các nước sản xuất cao su chủ lực bước vào mùa khô, mùa không khai thác cao su. Ngoài ra, trong dài hạn, ngành công nghiệp cao su Việt Nam sẽ dần nâng cao giá trị và chất lượng sản phẩm xuất khẩu cũng như mở rộng thị trường tiêu thụ trong giai đoạn từ năm 2012 đến 2020 nhờ định hướng chuyển đổi sang xuất khẩu cao su công nghiệp và thành phẩm.

Năm 2013-2015 chỉ số ROA của Công ty được đánh giá là thấp hơn so với các công ty trong ngành như PHR, TRC và thấp hơn cả chỉ số ROA trung bình ngành cao su. Điều này chứng tỏ thời gian qua vốn đầu tư cho kinh doanh của công ty kém hiệu quả nên tạo ra lợi nhuận thấp và giảm năng lực cạnh tranh. Điều này có thể tác động không tốt đến năng lực và uy tín của Công ty đối với các nhà đầu tư nhất là trong bối cảnh kinh tế khó khăn như hiện nay.



**Bảng 3.9: Chỉ số ROA, ROE trung bình ngành cao su**

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015
ROA	25	18	12	9	8
ROE	39	28	20	14	12

(Nguồn: Tra cứu chỉ số trung bình ngành cao su trên Cophieu68.com)

**b. Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE):**

Đây là chỉ tiêu rất quan trọng, đánh giá được khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu. Chỉ tiêu này chỉ ra rằng một đồng vốn của cổ đông bỏ ra và tích lũy được tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Bảng 3.8 cho ta thấy, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu trung bình ngành (ROE) năm 2015 là 12%, tức là cứ 100 đồng vốn chủ sở hữu được đầu tư thì tạo ra được 12 đồng lợi nhuận trong khi đó DPR chỉ đạt mức 5,82%. Năm 2011 đạt 41,41 đồng nhưng đến năm 2015 tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ đã giảm đi 35,59 đồng ứng với tỷ lệ giảm rất cao 85,95%. Mặc dù tỷ suất sinh lời thấp nhưng DPR vẫn là một trong những công ty mạnh nhất trong ngành. Năm 2015 tuy chưa đưa về được mức sinh lời của các năm trước nhưng DPR cũng đã nỗ lực cải thiện tình hình tài chính, điều chỉnh cấu trúc vốn và đạt tỷ suất ROE cao hơn TRC và HRC.

Để tìm hiểu xem nhân tố nào tác động đến tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần ngành cao su, dựa trên phương pháp Dupont chúng ta phân tích các nhân tố cấu thành nên ROE, bao gồm: lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần, doanh thu thuần/tổng tài sản và tỷ số tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu. Nhìn vào Bảng 3.12, ta thấy năm 2015 ROE giảm đi 2,24% là do sự sụt giảm 2,68% tỷ số doanh thu thuần/ tổng tài sản và 4,97% lợi nhuận sau thuế/ doanh thu thuần và tăng 2,23% tỷ số tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu. Do tỷ lệ giảm nhiều hơn tỷ lệ tăng nên ROE vẫn đang giảm đi nhưng đã giảm chậm hơn so với năm 2012, 2013 là nhờ tác động từ việc gia tăng tỷ trọng vốn nợ trong cơ cấu vốn của công ty.

Nhìn chung, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ qua các năm đều cao hơn tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản điều này cho thấy công ty đã sử dụng vốn vay có hiệu quả nên

đã khuyếch đại được tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ cao hơn tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản.

**Bảng 3.10: So sánh chỉ tiêu ROA, ROE của các doanh nghiệp cao su**

Đơn vị: %

Chỉ tiêu		ROA	ROE
<b>Năm 2012</b>	DPR	19,42	24,06
	PHR	19,40	29,72
	TRC	23,47	26,49
	HRC	13,53	18,53
<b>Năm 2013</b>	DPR	11,04	13,45
	PHR	10,92	17,25
	TRC	11,89	16,37
	HRC	9,30	12,86
<b>Năm 2014</b>	DPR	6,46	8,06
	PHR	7,69	11,71
	TRC	8,79	9,64
	HRC	8,18	11,13
<b>Năm 2015</b>	DPR	4,58	5,82
	PHR	6,41	9,65
	TRC	3,32	3,88
	HRC	4,17	5,76

(Nguồn: Số liệu công bố của các công ty trên trang S.cafef.vn)

Nhìn vào bảng ta thấy sự sụt giảm chung về tỷ suất sinh lợi của ngành cao su Việt Nam trong thời gian qua. Do lợi nhuận sụt giảm mạnh nên ROA, ROE của DPR cũng liên tục giảm: năm 2014 tỷ số này của công ty thấp nhất sau PHR, TRC, HRC; năm 2015 nhận thấy giá cao su vẫn chưa có tín hiệu phục hồi trở lại, để tăng lợi nhuận DPR đã nỗ lực gia tăng các khoản doanh thu khác từ chăn nuôi bò, bán nước sạch, bán cây cao su thanh lý... Vì vậy, ROA và ROE của DPR năm 2015 dù

vẫn thấp hơn 2014 nhưng đã vượt lên TRC, HRC chiếm vị trí thứ 2 trong bảng xếp hạng các công ty được đưa ra so sánh.

***Đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến ROE bằng mô hình Dupont***

**Bảng 3.11: Bảng phân tích ROE bằng mô hình DUPONT**

Chỉ tiêu	So sánh tăng giảm			
	Năm 2012/2011	Năm 2013/2012	Năm 2014/2013	Năm 2015/2014
<b>Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần</b>	-4,3%	-6,1%	-10,1%	-5,0%
<b>Doanh thu thuần/Tổng tài sản</b>	-26,3%	-16,1%	-5,3%	-2,7%
<b>Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu</b>	-1,5%	-2,1%	3,0%	2,2%
<b>ROE</b>	-17,4%	-10,6%	-5,4%	-2,2%

(Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu công bố trên BCTC công ty 2011-2015)

Từ mô hình phân tích Dupont ta có tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE chịu sự tác động của 3 nhân tố: Lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần, doanh thu thuần/tổng tài sản, tổng tài sản/vốn chủ sở hữu. Trong 5 năm qua tỷ suất ROE đều giảm đi đặc biệt là năm 2012 so với 2011: ROE giảm 17,4% là do sự sụt giảm 4,3% lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần, 26,3% doanh thu thuần/tổng tài sản và 1,5% tổng tài sản/vốn chủ sở hữu. Điều này là do ảnh hưởng của khó khăn kinh tế chung tác động tiêu cực lên giá cao su tự nhiên, nên sự sụt giảm nhanh trong kết quả kinh doanh của Công ty là một điều khó tránh khỏi: doanh thu giảm 446.811 triệu đồng, lợi nhuận giảm 300.978 triệu đồng. Tuy vậy, với kết quả dự phóng ở mức EPS cả năm 2012 trên 11.400 đồng/cp, tương ứng với PE 4.65 lần, DPR vẫn được đánh giá là doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt. Về ngắn và trung hạn, triển vọng Công ty không mấy khả quan vì DPR đã đạt được sản lượng tối đa với vườn cây hiện có, do đó sự tăng trưởng và hiệu quả hoạt động phụ thuộc rất nhiều vào giá bán. Trong dài hạn thì công ty có tiềm năng lớn từ các dự án trồng cao su mà DPR đã tham gia, nhất là dự án Kratie tại Campuchia đã trồng được 6,000 ha và dự kiến trồng tiếp 3,000ha.

Tỷ suất ROE năm 2013 so với 2012 giảm đi 10,6% là do sự giảm sút 6,1% lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần, 16,1% doanh thu thuần/tổng tài sản và 2,1% tổng tài sản/vốn chủ sở hữu. Điều này chủ yếu do năm 2013 giá cao su tiếp tục giảm mạnh, tình hình tiêu thụ giảm nhất là vào cuối năm: doanh thu giảm 290.269 triệu đồng, lợi nhuận giảm 140.292 triệu đồng. Đây là thời kỳ khủng hoảng của ngành cao su nên ROE giảm sút nguyên nhân chính ở việc doanh thu bán cao su của công ty bị giảm mạnh. Tuy nhiên với cấu trúc tài chính như hiện tại thì DPR vẫn được đánh giá là doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt với lợi thế từ vườn cây đang trong độ tuổi năng suất cao (76% tổng diện tích). Dù vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn nhưng do cao su là ngành đặc thù được hưởng cơ chế tính chi phí giá thành theo doanh thu nên ROE của công ty giảm nhưng vẫn thu được lợi nhuận.

Tỷ suất ROE năm 2014 vẫn tiếp tục giảm 5,4% là do sự giảm sút 10,1% lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần, 5,3% doanh thu thuần/tổng tài sản và tăng 3% tỷ suất tổng tài sản/vốn chủ sở hữu. Năm 2014 lợi nhuận tiếp tục giảm do ảnh hưởng chủ yếu của giảm giá bán cao su: doanh thu giảm 176.564 triệu đồng, lợi nhuận giảm 139.473 triệu đồng. Tuy nhiên, cấu trúc tài chính của công ty đã có chút thay đổi nhẹ thể hiện ở tỷ trọng vốn chủ giảm xuống và tăng dần tỷ trọng vốn nợ. Sự đổi mới này đã giúp công ty kìm hãm được sự giảm mạnh tỷ suất ROE như ở năm 2012, 2013.

Tỷ suất ROE năm 2015 vẫn tiếp tục giảm 2,2% là do sự giảm sút 5% lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần, 2,7% doanh thu thuần/tổng tài sản và tăng 2,2% tỷ suất tổng tài sản/vốn chủ sở hữu. Năm 2015 khả năng sinh lời tiếp tục giảm do: doanh thu giảm 68.292 triệu đồng, lợi nhuận giảm 82.678 triệu đồng. Tuy nhiên sự chuyển dịch tỷ trọng các loại nguồn vốn trong cấu trúc tài chính năm 2015 như đã thực hiện ở năm 2014 đã cho thấy hiệu quả khi ROE chỉ giảm đi 2,2% không giảm quá nhiều ở mức báo động như 2012, 2013.

Qua phân tích ROE theo mô hình Dupont trong 5 năm của Công ty nhận thấy ở năm 2014 và 2015 tỷ suất tổng tài sản/vốn chủ sở hữu tăng nhẹ là do công ty đã giảm tỷ trọng vốn chủ và tăng tỷ trọng vốn nợ. Điều này chứng tỏ công ty đang thay

đổi cấu trúc tài chính theo hướng sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn để tối thiểu hoá sự giảm sút ROE. Thay đổi này đã làm giảm bớt sự sụt giảm của ROE, mang lại hiệu quả trong việc sử dụng nguồn vốn nợ nhiều hơn trong huy động vốn đầu tư của công ty.

### 3.2.2.2. Thu nhập trên mỗi cổ phần của công ty:

Đòn bẩy tài chính có khả năng làm gia tăng tỷ suất sinh lợi mong đợi của vốn cổ phần nhưng cũng ngay lúc đó chúng sẽ đưa cổ đông tới một rủi ro lớn hơn: tỷ suất sinh lợi cao sẽ trở nên cao hơn nữa nhưng nếu tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư thấp thì tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần thậm chí càng thấp hơn.

Qua bảng số liệu, ta thấy khi công ty quyết định tăng tỷ số nợ/ tổng nguồn vốn thì thu nhập trên mỗi cổ phần lại giảm đi. Điều này cho thấy đối với công ty CP cao su Đồng Phú trong mấy năm qua thì việc sử dụng nguồn vốn nợ không góp phần làm gia tăng thu nhập cho các cổ đông. Do đặc thù riêng ngành cao su nên sự sụt giảm mạnh về giá cao su làm lợi nhuận giảm kéo theo sự sụt giảm về thu nhập trên mỗi cổ phần: EPS năm 2011 là 18,66 nghìn đồng/1 cổ phần thì năm 2015 chỉ còn 3,6 nghìn đồng/1 cổ phần. Như vậy đã giảm đi 15,06 nghìn đồng thu nhập trên mỗi cổ phần cho cổ đông ứng với tỷ lệ giảm 80,71%. Chi phí lãi vay chỉ là một phần rất nhỏ so với lợi nhuận trước thuế của công ty nên sự biến động về tỷ lệ nợ không làm ảnh hưởng nhiều đến EPS.

**Bảng 3.12: Phân tích mối quan hệ giữa EBIT và EPS**

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015
<b>Nợ/ Tổng nguồn vốn (%)</b>	20,21%	19,26%	17,88%	19,87%	21,27%
<b>EBIT (triệu đồng)</b>	871.211	602.122	408.624	256.199	190.281
<b>EPS (nghìn đồng)</b>	18,66	12,55	8,58	5,12	3,60
<b>P/E (lần)</b>	2,48	4,30	5,47	7,42	9,97

( Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu BCTC của công ty 2011-2015)

Qua chỉ tiêu P/E cho thấy giá cổ phiếu hiện tại của công ty cao hơn thu nhập của công ty và tỷ số này ngày càng tăng. Điều này có nghĩa là các nhà đầu tư vẫn dự kiến tốc độ tăng cổ tức cao trong tương lai của DPR. Cổ phiếu này có rủi ro thấp nên nhà đầu tư thoả mãn với tỷ suất vốn hoá thị trường thấp; dự đoán công ty có tốc độ tăng trưởng trung bình và sẽ trả cổ tức cao hơn trong tương lai.

Qua phân tích trên có thể thấy việc sử dụng tỷ trọng vốn chủ cao trong cấu trúc tài chính tại thời điểm khủng hoảng kinh tế hiện nay là lợi thế lớn với công ty. Mức tăng trưởng của Công ty CP Cao su Đồng Phú tuy đã sụt giảm nhưng vẫn được đánh giá cao trên thị trường. Năm 2015 chỉ số EPS và P/E trung bình ngành cao su lần lượt là 2,525 và 10,7. Khoản thu nhập trên mỗi cổ phần của công ty vẫn cao hơn giá trị trung bình ngành cao su. Dự báo về tốc độ tăng trưởng của các nhà đầu tư đối với Công ty tương đối cao. Như vậy trong môi trường kinh doanh hiện tại công ty đang phát huy hiệu quả cấu trúc tài chính của mình.

### 3.2.2.3. Chi phí sử dụng vốn bình quân:

Để phân tích hiệu quả của cấu trúc tài chính hiện tại, ta đi tính chi phí sử dụng vốn bình quân WACC của Công ty trong 5 năm 2011-2015

**Bảng 3.13: Bảng tính chi phí sử dụng bình quân vốn WACC theo mô hình CAPM**

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Nguồn, cách tính
<b>Lãi suất phi rủi ro (Risk Free Rate)</b>	11,88%	9,65%	8,50%	5,95%	6,63%	Lãi suất trung bình của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 05 năm
<b>Tỷ suất sinh lợi thị trường (Market Return)</b>	-0,59%	0,32%	0,41%	0,14%	0,180%	Tỷ suất sinh lợi của chỉ số VN-index
<b>Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)</b>	-12,47%	-9,33%	-8,09%	-5,81%	-6,45%	$r_m - r_f$

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Nguồn, cách tính
<b>Hệ số Beta</b>	0,37	0,12	0,15	0,34	0,45	Tính toán của tác giả theo hàm SLOPE (Phụ lục 1)
<b>Chi phí vốn cổ phần <math>r_e</math>(Cost of Equity)</b>	7,27%	8,53%	7,29%	3,97%	3,73%	Lãi suất phi rủi ro + Beta* phần bù rủi ro
<b>Chi phí sử dụng nợ <math>r_d</math>(Cost of Debt)</b>	7,80%	5,70%	5,40%	5,02%	6%	Thuyết minh BCTC năm 2011-2015
<b>Tax Rate</b>	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	Theo thuyết minh BCTC: Công ty được hưởng mức thuế suất 15% và giai đoạn 2011-2015 thuế suất được giảm 50%
<b><math>rd*(1-T)</math></b>	7,22%	5,27%	5,00%	4,64%	5,55%	
<b><math>E/(D+E)</math></b>	79,79%	80,74%	82,12%	80,13%	78,73%	Theo bảng cân đối kế toán 2011-2015: Tỷ lệ VCSH/Tổng vốn
<b><math>D/(D+E)</math></b>	20,21%	19,26%	17,88%	19,87%	21,27%	Theo bảng cân đối kế toán 2011-2015: Tỷ lệ Vốn nợ/Tổng vốn
<b>WACC (Weighted Average Cost of Capital)</b>	7,28%	8,48%	7,25%	4,07%	3,97%	$WACC = r_e \times E/(D+E) + r_d \times D/(D+E)$

(Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu của BCTC của Công ty 2011-2015)

Bảng trên cho thấy hệ số Beta ở mức rất thấp là điểm quá tốt đối với tình hình tài chính của Công ty. Hệ số Beta là hệ số dùng để đo lường mức độ rủi ro hệ thống. Mức rủi ro thấp là điều kiện thuận lợi thu hút các nhà đầu tư quan tâm đến chứng khoán của công ty. Beta các năm của công ty đều nhỏ hơn 1 nghĩa là độ rủi ro của công ty thấp hơn mức rủi ro của thị trường. Đặc biệt là trong khi thị trường đang lâm vào tình trạng khủng hoảng, các nhà đầu tư rất quan tâm đến mức rủi ro của chứng khoán trên thị trường.

Chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty trong các năm đều thấp hơn so với tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần (ROE) điều này cho thấy khả năng sinh lời của công ty vẫn đạt mức cao, đặc biệt là trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế. WACC đạt mức thấp nhất ở năm 2015 là 3,97%. Năm 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 trong 100 đồng vốn kinh doanh mà công ty bỏ ra thì chi phí sử dụng vốn của công ty phải trả rất thấp lần lượt là 7,28 đồng; 8,48 đồng; 7,25 đồng; 4,07 đồng; 3,97 đồng.

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của công ty qua các năm được tính toán theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) đều ở mức thấp cho thấy công ty đang sử dụng hiệu quả nguồn vốn chủ trong giai đoạn khủng hoảng. Chi phí nợ của công ty là chi phí lãi vay vì công ty không phát hành trái phiếu để huy động vốn. Chi phí sử dụng nợ vay của công ty ở các năm đều thấp hơn so với chi phí sử dụng nợ vay trung bình ngành. Tỷ trọng vốn nợ của công ty ngày càng tăng thì chi phí sử dụng vốn WACC ngày càng giảm. Trong trường hợp này công ty nên xem xét các phương án huy động vốn từ nguồn vốn nợ.

**Bảng 3.14: Tính chi phí sử dụng vốn trung bình ngành cao su WACC giai đoạn 2011-2015**

Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Nguồn, cách tính
Lãi suất phi rủi ro (Risk Free Rate)	11,88%	9,65%	8,50%	5,95%	6,63%	Lãi suất trung bình của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 05 năm,
Tỷ suất sinh lợi thị trường	-0,01%	0,32%	0,41%	0,14%	0,135%	Tỷ suất sinh lợi của chỉ số VN-index



Chỉ tiêu	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Nguồn, cách tính
<b>Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)</b>	-11,89%	-9,33%	-8,09%	-5,81%	-6,50%	$r_m - r_f$
<b>Hệ số Beta</b>	0,41	0,31	0,38	0,43	0,51	Lấy giá trị Beta trung bình của 5 công ty niêm yết trong ngành cao su (Phụ lục 2)
<b>Chi phí vốn cổ phần <math>r_e</math>(Cost of Equity)</b>	7,01%	6,76%	5,43%	3,45%	3,32%	Lãi suất phi rủi ro + Beta* phần bù rủi ro
<b>Chi phí sử dụng nợ <math>r_d</math>(Cost of Debt)</b>	13,48%	12,51%	12,61%	12,21%	12%	Thuyết minh BCTC năm 2011-2015 của 5 công ty niêm yết ngành cao su (Phụ lục 1)
<b>Tax Rate</b>	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	13,00%	Theo thuyết minh BCTC 2011-2015 của 5 Công ty niêm yết trong ngành cao su ( Phụ lục 1)
<b><math>rd*(1-T)</math></b>	11,93%	11,07%	11,16%	10,81%	10,56%	
<b>E/(D+E)</b>	84,15%	82,67%	79,59%	82,61%	81,63%	Theo bảng cân đối kế toán 2011-2015 của 5 Công ty niêm yết trong ngành cao su: Tỷ lệ VCSH/Tổng vốn (Phụ lục 1)
<b>D/(D+E)</b>	15,85%	17,33%	20,41%	17,39%	18,37%	Theo bảng cân đối kế toán 2011-2015 của 5 Công ty niêm yết trong ngành cao su: Tỷ lệ Vốn nợ/Tổng vốn (Phụ lục 1)
<b>WACC (Weighted Average Cost of Capital)</b>	8,03%	7,75%	6,89%	4,97%	4,94%	$WACC = r_e \times E/(D+E) + r_d \times D/(D+E)$

( Nguồn: Tính toán của tác giả trên số liệu BCTC 2011-2015 của 5 công ty niêm yết ngành cao su)

Bảng trên cho thấy WACC của Công ty thấp hơn WACC trung bình ngành cao su. Giá cổ phiếu DPR tại thời điểm cuối năm 2015 là 28,58 nghìn đồng tương ứng với mức tăng trưởng giá cổ phiếu giảm 6% so với năm 2014. Tuy

nhiên, Công ty CP Cao su Đồng Phú vẫn là 1 trong 2 DN cao su lớn nhất trong ngành (chỉ sau cao su Phước Hoà). Sự sụt giảm tỷ suất lợi nhuận của DPR trong giai đoạn vừa qua là chịu ảnh hưởng từ sự sụt giảm giá cao su toàn cầu. Đến đầu năm 2016 thị trường cao su bắt đầu khởi sắc trở lại thì DPR là một cơ hội tốt đối với các nhà đầu tư trên thị trường. Cấu trúc tài chính mà công ty đang duy trì trong giai đoạn vừa qua là bền vững Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú đã xây dựng được quy mô về vốn, tài sản lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Với năng lực tài chính lành mạnh và cấu trúc nợ thấp tạo điều kiện cho công ty thực hiện các dự án đầu tư mở rộng khai thác và sản xuất, nhờ đó hoạt động kinh doanh ngày càng tăng trưởng ổn định và bền vững. Hàng năm, công ty luôn duy trì chia cổ tức tiền mặt cao từ 20- 35%, năm 2016 DPR đặt kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt tỷ lệ 30%. Với mức giá hiện tại, cổ phiếu DPR là cơ hội cho những nhà đầu tư giá trị.

**Bảng 3.15: Mối tương quan giữa ROE và WACC**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
<b>1. ROE</b>	41,41%	24,06%	13,45%	8,06%	5,82%
<b>2. WACC</b>	7,28%	8,48%	7,25%	4,07%	3,97%

( Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả)

Dựa vào phân tích ROE theo mô hình Dupont ở trên cho thấy khi công ty tăng dần tỷ trọng vốn nợ thì chi phí sử dụng vốn bình quân WACC cũng giảm đi. Năm 2015 khi tỷ trọng vốn nợ đạt 10,48% thì WACC cũng giảm xuống mức thấp nhất trong các năm qua. Luận văn phân tích cấu trúc tài chính của công ty ngay trong giai đoạn khủng hoảng nền kinh tế nói chung và sự giảm sút ngành cao su nói riêng nên việc doanh thu lợi nhuận bị giảm là điều không tránh khỏi. Tuy nhiên, khi công ty quyết định tăng thêm tỷ trọng vốn nợ đã tác động làm tỷ lệ ROE giảm ở mức thấp hơn nhiều khi sử dụng ít nguồn vốn nợ. Tuy chưa thể khẳng định cấu trúc vốn công ty năm 2015 là cấu trúc vốn tối ưu nhất nhưng có thể xem công ty đã đạt

được cấu trúc vốn mục tiêu trong hoàn cảnh hiện tại. Với cấu trúc vốn năm 2015: Vốn chủ sở hữu tăng, mức độ rủi ro của Beta thấp, chi phí sử dụng vốn thấp, ROE vẫn ở mức sinh lời. Dù trong thời kỳ khủng hoảng song Công ty CP Cao su Đồng Phú vẫn được các nhà đầu tư đánh giá cao trên thị trường và vẫn là một trong những công ty phát triển mạnh trong ngành cao su Việt Nam.

### **3.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:**

*3.2.3.1. Tác động của các nhân tố kinh tế, thị trường, đặc điểm ngành cao su đến cấu trúc tài chính của Công ty:*

Cấu trúc tài chính là khác nhau đối với từng ngành. Tùy vào đặc điểm của ngành nghề kinh doanh mà doanh nghiệp sẽ chọn cho mình một cơ cấu vốn phù hợp. Đối với Công ty mà luận văn đang nghiên cứu sẽ bị tác động bởi một số biến động thị trường và đặc điểm của ngành cao su trong thời gian vừa qua.

**Theo nhận định của Hiệp hội Cao su Việt Nam:** Ngành cao su trong thời gian này đang phải ứng phó vượt qua khó khăn và hướng đến phát triển bền vững.

- Diện tích trồng cao su vào khoảng 977.700 ha. Sản lượng cao su năm 2014 ước đạt 953.700 tấn, tăng 0,7% so với năm trước. Sản lượng cao su Việt Nam chiếm khoảng 8,1% tổng sản lượng cao su thế giới, đứng sau Thái Lan (34,1%) và Indonesia (26,9%). Năm qua là năm rất khó khăn và thách thức đối với ngành cao su, nhất là đối với lĩnh vực cao su thiên nhiên khi giá giảm đến mức thấp nhất trong giai đoạn 5 năm (2010 - 2014) qua. Nguyên nhân là kinh tế thế giới phục hồi yếu, nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên tăng chậm hơn nguồn cung, dẫn đến tồn kho lên cao, làm giá suy giảm liên tục từ năm 2012, gây ảnh hưởng đến doanh thu, lợi nhuận của doanh nghiệp và thu nhập của người lao động trong ngành cao su. Ngoài ra, giá dầu sứt giảm từ giữa năm 2014 làm cho cao su tổng hợp tăng khả năng cạnh tranh với cao su thiên nhiên và tạo áp lực kìm hãm giá cao su thiên nhiên. Điều này làm ngành cao su tiếp tục còn nhiều khó khăn trong năm 2015 do giá cao su quá thấp.

- Bên cạnh khó khăn lớn nhất về giá xuống quá thấp, ngành cao su Việt Nam còn phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt của các nước khác do cơ cấu chủng loại

chưa phù hợp, chất lượng cao su thiên nhiên chưa đồng đều, ổn định, xuất khẩu thô còn chiếm tỷ lệ cao trên 80%. Thêm vào đó, các doanh nghiệp vẫn đang gặp vướng mắc về việc kê khai, tính nộp thuế giá trị gia tăng ở khâu kinh doanh thương mại đối với mặt hàng mủ cao su thiên nhiên sơ chế. Nhập khẩu nguyên liệu cao su của Việt Nam trong năm 2014 khoảng 372.000 tấn, trị giá khoảng 639 triệu USD, bao gồm cả cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp. Hiện nay, Việt Nam chưa sản xuất được cao su tổng hợp từ dầu thô do công nghiệp hóa dầu chưa phát triển mạnh nên phải nhập 100%. Đối với cao su thiên nhiên nhập khẩu, phần lớn là tạm nhập tái xuất và đang có xu hướng tăng dần khi các vườn cao su do doanh nghiệp Việt Nam đầu tư ở Lào và Campuchia được thu hoạch mủ. Đây là nguồn góp phần làm tăng khối lượng và giá trị xuất khẩu của ngành cao su Việt Nam. Chỉ một phần lượng cao su thiên nhiên cần nhập theo nhu cầu của một số doanh nghiệp sản xuất lốp xe vì nguồn nguyên liệu trong nước chưa đáp ứng đầy đủ về chủng loại. Trong những năm tới, các doanh nghiệp Việt Nam sẽ đẩy mạnh việc chuyển đổi cơ cấu chủng loại cao su thiên nhiên theo hướng ưu tiên phục vụ nhu cầu của ngành lốp xe. Ngoài ra, ngành hóa dầu của Việt Nam đang trên đà phát triển sẽ có khả năng sản xuất cao su tổng hợp từ nguồn dầu thô phong phú trong nước và từ đó sẽ góp phần giảm nhập khẩu cao su tổng hợp.

Năm 2015 vừa qua là năm khó khăn của các công ty ngành cao su tự nhiên khi giá cao su tự nhiên giảm mạnh khiến doanh thu và lợi nhuận của các công ty đều sụt giảm so với năm 2014 như DPR, PHR, HRC, TRC... Tuy nhiên do đặt kế hoạch kinh doanh ở mức thấp lên hầu hết các công ty đều vượt kế hoạch đề ra. Bên cạnh đó, các hoạt động khác như thanh lý vườn cây cao su, lợi nhuận từ các công ty liên kết cũng đóng góp một phần lớn lợi nhuận cho các công ty này.

Chính đặc điểm ngành mà doanh nghiệp hoạt động sẽ góp phần quyết định cấu trúc vốn cho doanh nghiệp. Bởi vì mỗi ngành sẽ có đòi hỏi sử dụng tài sản cố định hữu hình khác nhau. Tài sản mà một công ty sử dụng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình ở một mức độ nào đó sẽ quyết định nguồn tài trợ. Tài sản cố định và những tài sản dài hạn khác thường không được tài trợ bằng các khoản vay ngắn hạn. Những tài sản dài hạn này thường được tài trợ bằng vốn cổ phần hay nguồn vốn vay dài hạn. Đối với các công ty ngành cao su, tài sản chủ yếu là tài sản dài hạn

thường tập trung vào diện tích vườn cây cao su trồng mới và khai thác hằng năm. Đây là nguồn lực chính tạo doanh thu, lợi nhuận cho các công ty trong ngành. Với đặc điểm đó cấu trúc vốn của các công ty ngành cao su chủ yếu là nguồn vốn dài hạn. Tuy nhu cầu cao su thiên nhiên đã sụt giảm mạnh trong thời kỳ kinh tế thế giới gặp khủng hoảng nhưng đang phục hồi dần và có triển vọng tăng trưởng bền vững do xu hướng khuyến khích sử dụng nhiên liệu thân thiện với môi trường của thế giới. Đây là cơ hội lớn để Việt Nam gia tăng sản lượng cao su thiên nhiên, tăng kim ngạch xuất khẩu, tạo việc làm cho vùng nông thôn và các ngành công nghiệp liên quan. Chính vì vậy cấu trúc vốn tối ưu cho ngành cao su trong giai đoạn này là sử dụng nhiều vốn cố phần bởi giai đoạn này, các cổ đông sẽ không cần cổ tức mà họ trông đợi vào thặng dư vốn trong tương lai. Một công ty tăng trưởng mạnh không cần phải đưa tiền mặt (dưới dạng cổ tức) cho các cổ đông trong khi các chủ nợ thì đòi hỏi sự thanh toán lãi vay (tiền mặt hoặc chuyển khoản) đều đặn hằng năm hoặc nửa năm tùy theo hợp đồng.

#### *3.2.2.2. Tác động của thuế đến cấu trúc tài chính:*

Công ty CP Cao su Đồng Phú được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp cho hoạt động kinh doanh chính theo điểm 1.d, mục IV, điểm 2.b, mục III phần E thông tư 134/2007/TT-BTC ngày 23/11/2007 của Bộ tài chính thì DN được hưởng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi là 15%. Trong thời gian nghiên cứu của luận văn thì DN đang được giảm 50% nghĩa là DN đang được ưu đãi với mức thuế suất là 7,5%.

Do lãi vay là yếu tố chi phí trước thuế nên sử dụng nợ giúp công ty tiết kiệm thuế. Tuy nhiên đối với công ty CP Cao su Đồng Phú đang được hưởng mức ưu đãi thuế suất 7,5% thì điều này sẽ không còn ý nghĩa nữa. Điều này cho thấy đối với DN việc sử dụng nợ nhiều hay ít không tác động đến hiệu quả cấu trúc tài chính mà công ty đang sử dụng. Đúng vậy trong thực tế sẽ có những yếu tố sẽ bù trừ với giá trị của tấm chắn thuế trong một chừng mực nhất định. Chẳng hạn khi doanh nghiệp vay nợ quá nhiều sẽ phải gánh chịu các chi phí khác mà quan trọng nhất là chi phí phá sản hay nói chung là chi phí kiệt quệ về tài chính.

### 3.2.2.3. Quy mô Công ty:

- Công ty CP Cao su Đồng Phú là một trong những công ty có quy mô lớn trong ngành cao su của Việt Nam. Tổng giá trị tài sản của Công ty tính đến năm 2015 là 3.393.401 triệu đồng. Để hiểu rõ hơn về biến động quy mô của Công ty trong giai đoạn 2011-2015 ta theo dõi bảng phân tích:

**Bảng 3.16: Bảng tính quy mô Công ty 2011-2015**

<b>Năm</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	2.430.078	2.819.822	3.314.420	3.312.062	3.393.401
<b>Quy mô DN(=Logarit Tổng TS)</b>	12,38	12,45	12,52	12,52	12,53

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Nhìn vào số liệu cho thấy quy mô của Công ty ngày càng tăng đồng thời hệ số nợ của Công ty cũng tăng. chứng tỏ công ty ngày càng có uy tín trên thị trường, đối với các nhà đầu tư và các tổ chức tín dụng. Điều này góp phần tăng khả năng huy động vốn khi cần thiết của công ty nhất là trong giai đoạn hồi phục sau khủng hoảng giá. Công ty rất cần nguồn vốn để mở rộng kinh doanh và gia tăng tỷ suất lợi nhuận.

Tài sản của công ty chủ yếu là vườn cây lâu năm. Năm 2014, cơ cấu tài sản của công ty chủ yếu tập trung ở tài sản dài hạn khi chiếm 61% và 39%. Trong cơ cấu tài sản dài hạn, chiếm tỷ trọng lớn nhất là TS cố định (21%) và chi phí xây dựng cơ bản dở dang (33%) khi công ty đang đưa vào khai thác các vườn cây mới trong nước và đầu tư vườn cây tại Campuchia. Đối với vườn cây tại Campuchia thì DPR đầu tư thông qua công ty con là Đồng Phú – Kratie (nắm 54% VĐL) đã hoàn thành trồng 6.300 ha vườn cây.

### 3.2.2.4. Khả năng thanh toán:

Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú sử dụng nguồn vốn chủ yếu cho hoạt động sản xuất kinh doanh là vốn chủ nên khả năng thanh toán các khoản nợ của công ty luôn ở mức cao, công ty không phải chịu áp lực về thanh toán. Đặc biệt là trong giai đoạn khủng hoảng 2012-2015.

**Bảng 3.17: Khả năng thanh toán của công ty giai đoạn 2011-2015**

<b>Năm</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>
<b>Hệ số khả năng TT ngắn hạn</b>	4,04	4,12	3,77	4,23	4,13
<b>Hệ số khả năng TT tổng quát</b>	4,95	5,19	5,59	5,03	4,7

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả dựa trên các số liệu BCTC 2011-2015)

- Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn của Công ty trong các năm qua đều lớn hơn 1 và có xu hướng tăng lên. Điều này có nghĩa là với cấu trúc tài chính như hiện tại, công ty đủ khả năng thanh toán các khoản nợ vay ngắn hạn, mức độ đảm bảo trả nợ ngày càng cao, rủi ro phá sản thấp, tình hình tài chính được đánh giá là tốt.

- Hệ số khả năng thanh toán tổng quát của Công ty luôn lớn hơn 1 càng chứng tỏ công ty luôn đủ khả năng thanh toán và là tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Đây là điểm hấp dẫn thu hút các tổ chức tín dụng làm cho quá trình huy động vốn của công ty trở nên dễ dàng hơn, sự tín nhiệm của các tổ chức cho vay tiền đối với công ty cao.

Khả năng thanh toán cao là đặc điểm chung của ngành cao su và DPR không phải là ngoại lệ vì công ty chủ yếu đầu tư bằng nguồn vốn chủ lại có được sự ưu đãi từ nhà nước. Đây là một lợi thế khác biệt của công ty so với các ngành khác khi mức độ rủi ro về thanh toán hầu như là không có, một cơ cấu tài chính rất an toàn so với các công ty có tỷ lệ nợ cao.

### **3.3. Đánh giá cấu trúc tài chính Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:**

#### **3.3.1. Những kết quả đạt được:**

Mặc dù vẫn chịu tác động từ những thay đổi tiêu cực của ngành cao su nhưng công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú vẫn giữ được cấu trúc tài chính an toàn và khá hiệu quả. Tuy doanh thu và lợi nhuận của công ty trong 4 năm qua đều giảm đi nhưng vẫn đạt được kế hoạch đề ra trong năm. Trong thời kỳ kinh tế khó khăn nhưng công ty không phải chịu áp lực từ thanh toán các khoản nợ. Đây là lợi thế của các công ty cao su Việt Nam khi tỷ lệ vốn chủ trong cơ cấu vốn cao.

Công ty là một trong hai doanh nghiệp lớn nhất trong ngành (cùng với Công ty Cao su Phước Hòa) và là thành viên của Tập Đoàn Công Nghiệp Cao Su Việt Nam (59,81%). Công ty có lợi thế cơ cấu vườn cây trẻ, 28% diện tích cây có độ tuổi 1 - 10 năm, 32% diện tích cây có tuổi từ 11-15 và cây độ tuổi 16 - 21 năm chiếm 40%. Công ty hiện đang quản lý khoảng 10.083 ha vườn cây cao su trong đó diện tích đang khai thác là 7.245 ha. Diện tích vườn cây của công ty đứng vị trí thứ 2 trong các công ty niêm yết trong ngành, chỉ đứng sau Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa.

*Thứ nhất: Mức độ quan tâm đến việc thiết lập cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngày càng tăng.*

Các doanh nghiệp trong ngành cao su đã thiết lập được cơ cấu vốn biểu hiện ở hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu có xu hướng tăng qua các năm từ mức 8,16% trong năm 2011 lên 16,16% trong năm 2015. Điều này chứng tỏ các doanh nghiệp đã có sự quan tâm đến kế hoạch huy động vốn và sử dụng vốn phù hợp với kế hoạch sản xuất kinh doanh mang tính dài hạn và ổn định.

*Thứ hai: Cấu trúc tài chính của Công ty luôn ở mức an toàn*

Điều này được thể hiện ở chỗ hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu của ngành cao su tương đối thấp chỉ ở mức 16,16% trong năm 2015 và tỷ lệ nợ chỉ chiếm 21,27% trên tổng nguồn vốn. Các tỷ số này thấp làm cho rủi ro thanh toán của doanh nghiệp thấp, mức độ tự chủ về tài chính của các doanh nghiệp khá cao, song điều này cũng có nghĩa là các doanh nghiệp chưa tận dụng hết lợi ích từ lá chắn thuế.

*Thứ ba: Quy mô vốn của Công ty ngày càng gia tăng*

Quy mô vốn của Công ty đều tăng qua các năm kể cả nguồn vốn vay và nguồn vốn chủ sở hữu. Quy mô vốn tăng chứng tỏ các doanh nghiệp ngày càng mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Khả năng tiếp cận nguồn vốn của doanh nghiệp ngày càng mở rộng. Điều này góp phần nâng cao tính tự chủ và năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp.

*Thứ tư: Lợi nhuận sau thuế phần lớn được giữ lại để tái đầu tư*



Tỷ lệ chi trả cổ tức của Công ty ở mức độ vừa phải và tương đối ổn định, tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2015 là 15% bằng tiền mặt. Điều này cho thấy dòng tiền của Công ty tương đối ổn định. Việc duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức như hiện nay là khá phù hợp do đặc điểm của ngành cao su Việt Nam cũng như thế giới đang trong giai đoạn tăng trưởng chậm cản trở nhu cầu vốn lớn để tài trợ cho các cơ hội đầu tư mới hấp dẫn nhằm tăng thêm lợi nhuận nên không chỉ Công ty Cao su Đồng Phú mà tất cả Công ty cùng ngành cao su đều có khuynh hướng giữ lại một phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn kém vừa bất tiện.

### **3.3.2. Những hạn chế cần khắc phục:**

*Thứ nhất: Huy động nợ bằng cách phát hành trái phiếu chưa được Công ty quan tâm.*

Công ty hầu hết chỉ tập trung vào việc phát hành cổ phiếu – một nguồn vốn khá đắt khi mà yêu cầu về tỷ suất sinh lợi của các nhà đầu tư ngày càng cao. Công ty đã quên đi một nguồn vốn rất quan trọng và nó không thể thiếu trong cơ cấu vốn, đó là các chứng khoán nợ. Thông qua phát hành trái phiếu, doanh nghiệp có thể sử dụng nguồn vốn linh hoạt và dài hạn với kỳ hạn có thể lên tới 5 năm, 10 năm hoặc dài hơn. Khoản tiền gốc của trái phiếu thường được thanh toán một lần vào cuối kỳ nên doanh nghiệp không chịu áp lực trả nợ theo định kỳ như vay vốn ngân hàng hay phải chịu áp lực chi trả cổ tức hàng năm đối với sử dụng vốn cổ phần. Lãi suất trái phiếu được hình thành trên cơ sở quan hệ cung - cầu giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư trên thị trường nên nhìn chung sẽ được xác định ở mức hợp lý. Hơn nữa, tiền trả lãi trái phiếu được tính vào chi phí hoạt động kinh doanh nên doanh nghiệp huy động vốn bằng trái phiếu sẽ có lợi hơn so với phát hành cổ phiếu. Ngoài ra, phát hành trái phiếu không chỉ đơn thuần giúp doanh nghiệp huy động được vốn mà còn tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận với nhiều nhà đầu tư thị trường vốn, giảm bớt sự phụ thuộc vào kênh tín dụng ngân hàng hay phát hành cổ phiếu.

*Thứ hai: Công tác quản trị tài chính vẫn chưa mang tính chuyên nghiệp*

Công tác quản trị tài chính vẫn chưa mang tính chuyên nghiệp nên hầu như doanh nghiệp chưa xây dựng được chiến lược tài chính dài hạn mà chủ yếu chỉ là những kế hoạch tài chính ngắn hạn, tạm thời. Chỉ khi nào doanh nghiệp cần đầu tư

mới bắt đầu tính đến chuyện đi vay hoặc phát hành cổ phiếu để huy động vốn mà không tính đến các chiến lược dài hạn nhằm quy hoạch lại một cách hiệu quả nguồn vốn hiện có. Chính quan điểm có phần chủ quan như vậy đã làm cho doanh nghiệp bỏ lỡ nhiều cơ hội đầu tư và ảnh hưởng trực tiếp đến tính an toàn của cấu trúc vốn.

*Thứ ba: Quyết định xây dựng cấu trúc tài chính của Công ty vẫn mang tính chủ quan của nhà quản lý hơn là ứng dụng các công cụ quản trị tài chính.*

Công ty chưa ứng dụng mô hình hồi qui kinh tế lượng để xác định cấu trúc tài chính hợp lý, vẫn còn tâm lý bảo thủ, thậm chí không quan tâm đến kỹ thuật, những mô hình ứng dụng hiện đại mà chủ yếu chỉ căn cứ vào kinh nghiệm để ra quyết định xây dựng cấu trúc vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Việc ứng dụng mô hình kinh tế lượng trong xây dựng cấu trúc tài chính không chỉ giúp doanh nghiệp xác định được mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc tài chính, xu hướng tác động và tầm quan trọng của từng nhân tố trong đánh giá và dự báo tình hình tài chính của doanh nghiệp mà còn giúp doanh nghiệp xác định cho mình một cấu trúc tài chính hợp lý, nhằm nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

### **3.3.3. Nguyên nhân:**

*Thứ nhất:* Công ty chưa có kế hoạch xây dựng cấu trúc vốn tối ưu. Trong các định hướng phát triển kinh doanh chỉ chủ yếu tập trung vào việc mở rộng diện tích gieo trồng, tăng năng suất, tăng sản lượng, nâng cao chất lượng..., chưa nhấn mạnh đến việc tìm nguồn tài trợ lâu dài và giải pháp nguồn vốn để phát triển cạnh tranh trong ngành cao su.

*Thứ hai:* Việc tiếp cận nguồn vốn từ các tổ chức tín dụng của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và Công ty CP Cao su Đồng Phú nói riêng vẫn gặp không ít khó khăn do những nguyên nhân sau:

- Trong giai đoạn hiện nay, chính phủ thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát không thể cho phép cung ứng một khối lượng lớn phương tiện thanh toán ra lưu thông nên việc tiếp cận nguồn vốn của Công ty trở nên khó khăn.

- Do áp lực về nhu cầu vốn của nền kinh tế và mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt buộc các tổ chức tín dụng phải tăng lãi suất huy động vốn, dẫn đến việc tăng lãi suất cho vay nên chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp bị đội lên tăng vọt nên doanh nghiệp sẽ thận trọng hơn khi quyết định vay nợ ngân hàng.

- Các quy chế về cơ chế cho vay, cơ chế đảm bảo tiền vay tại các ngân hàng hiện nay rất chặt chẽ. Tài sản đảm bảo tiền vay là một trong những điều kiện để Ngân hàng quyết định cho vay. Đối với Công ty đang kinh doanh trong ngành cao su đất trồng cao su mới là tài sản lớn nhất. Tuy nhiên đất là nguyên liệu không phải là tài sản đảm bảo được các ngân hàng ưa chuộng. Rất ít ngân hàng chấp nhận đất trồng cao su là tài sản đảm bảo vì thanh khoản và giá trị của loại tài sản này không cao.

- Nguồn vốn huy động của hệ thống ngân hàng chủ yếu vẫn là nguồn vốn ngắn hạn (dưới 12 tháng) một phần do tâm lý dân cư chưa tin cậy vào sự ổn định của lãi suất tiền gửi, mặt khác nguồn thu nhập của dân cư chủ yếu vẫn chỉ là nguồn tạm thời nhàn rỗi (chưa thực sự thừa vốn); trong khi nhu cầu đầu tư của doanh nghiệp ngành cao su lại là vốn trung, dài hạn (thời hạn trên 12 tháng).

*Thứ ba:* Thị trường chứng khoán Việt Nam chưa phát triển

Phát hành cổ phiếu, trái phiếu là một trong những kênh huy động vốn được Công ty sử dụng. Chính vì vậy mà sự phát triển của thị trường chứng khoán mang lại ý nghĩa rất lớn. Tuy nhiên trên thực tế, thị trường này ở Việt Nam vẫn chưa phát triển như mức kỳ vọng và có dấu hiệu chững lại có thể xuất phát từ những nguyên nhân sau:

- Cuộc suy thoái kinh tế thế giới đã mang lại nhiều hệ lụy, gây ảnh hưởng lớn đến thị trường chứng khoán của nhiều quốc gia, trong đó có thị trường chứng khoán Việt Nam.

- Minh bạch thông tin trên thị trường chứng khoán chưa được vận hành tốt. Thị trường bị lũng đoạn công khai bởi việc làm giá chứng khoán. Những tin đồn thiếu cơ sở, những thông tin nội gián và sự rò rỉ thông tin có ý đồ khiến nhiều nhà đầu tư thua thiệt nặng. Những điều này làm cho một bộ phận nhà đầu tư lương thiện không còn hứng thú tham gia vào thị trường.

- Thị trường chứng khoán Việt Nam hạn chế cả về cung và cầu. Hàng hóa cho thị trường chứng khoán chưa nhiều và chất lượng chưa cao. Hiện nay có quá ít công ty sẵn lòng hoặc có khả năng đáp ứng các tiêu chí để được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Đối với những công ty thỏa mãn các tiêu chí niêm yết, sự miễn cưỡng của họ thường xuất phát từ suy nghĩ cho rằng lợi thế và tính hấp dẫn

của việc này không đáng kể so với những bất lợi có thể gặp phải. Nhà đầu tư chứng khoán hầu hết là nhà đầu tư cá nhân. Họ có xu hướng đầu tư mang tính chất đầu cơ ngắn hạn và ít quan tâm đến các chiến lược đầu tư dài hạn.

*Thứ tư:* Thị trường trái phiếu Việt Nam chưa phát triển.

Mặc dù sử dụng nợ thông qua phát hành trái phiếu có nhiều ưu điểm hơn so với việc vay nợ ngân hàng nhưng hiện nay không chỉ cao su Đờng Phú mà tất cả các doanh nghiệp trong ngành cao su vẫn chưa quan tâm đến việc phát hành trái phiếu. Có thể nhận thấy có 5 nguyên nhân chính khiến thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa thể phát triển:

- Trước hết, thói quen tìm kiếm nguồn vốn từ ngân hàng đã ăn sâu vào suy nghĩ của những doanh nghiệp Việt Nam. Khi cần tiền đầu tư cho một dự án mới thì nguồn vốn đầu tiên mà công ty nghĩ đến là đi vay ngân hàng vì lãi suất thấp.
- Trái phiếu hiện nay ở Việt Nam chưa có thị trường giao dịch thứ cấp nên tính thanh khoản của trái phiếu còn hạn chế. Ở Việt Nam chưa có một tổ chức cũng như khung chuẩn cho việc đánh giá định mức tín nhiệm doanh nghiệp, do đó khó cho cả nhà đầu tư và doanh nghiệp khi tiến hành tiếp cận thị trường vốn này.
- Xuất phát từ việc thiếu cơ sở để ấn định lãi suất khi phát hành trái phiếu nên khiến cho doanh nghiệp lúng túng, thêm vào đó là sự hiểu biết của doanh nghiệp về trái phiếu còn rất ít.
- Cuối cùng, sự thiếu quan tâm của các định chế tài chính trung gian trong việc phát hành trái phiếu khiến việc phát hành đến với tay nhà đầu tư rất khó khăn. Các cơ quan quản lý thị trường tiền tệ và thị trường chưa có sự hợp tác chặt chẽ với nhau để có thể tạo ra một cơ sở hạ tầng căn bản cho việc phát hành cũng như đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp.

## CHƯƠNG 4

### MỘT SỐ GIẢI PHÁP NHẪM HOÀN THIỆN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ

#### 4.1. Định hướng cấu trúc tài chính của công ty trong thời gian tới:

Giai đoạn 2011-2015 là thời kỳ khó khăn chung của các doanh nghiệp trong ngành cao su Việt Nam. Cùng với sự sụt giảm liên tục của giá cao su là sự giảm sút về doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên do các doanh nghiệp cao su Việt Nam đã nhận ra được biến động không ổn định và sự chững lại của thị trường cao su nên đều đặt ra kế hoạch thấp hơn. Vì thế mà hầu hết các doanh nghiệp cao su đều hoàn thành và vượt kế hoạch đặt ra trong năm 2015. Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú là một trong những doanh nghiệp lớn nhất trong ngành trồng trọt, khai thác và chế biến cao su, sở hữu vườn cao su trẻ năng suất cao với diện tích rộng lớn 10.000 ha. Trong đó 28% có độ tuổi từ 1-10 năm ; 32% diện tích cây có độ tuổi từ 11-15 năm và 40% diện tích cây có độ tuổi 16-21 năm. Ngoài ra, DPR dự kiến sẽ đưa vườn cây với tổng diện tích 6.300 ha vào khai thác trong năm 2017 sẽ nâng tổng diện tích vườn cây lên gần gấp đôi so với hiện tại.

Cả doanh thu và lợi nhuận của DPR đều có xu hướng giảm trong 4 năm trở lại đây. Cụ thể, năm 2015, doanh thu thuần của DPR đạt 853,7 tỷ giảm 9,05% so với năm 2014. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp đạt 157,9 tỷ đồng, giảm 35,7% so với năm 2014. LNST của cổ đông công ty mẹ giảm 33,1% xuống còn 145,8 tỷ đồng. Trong năm 2016, DPR đặt kế hoạch thanh lý và tái canh khoảng 460 ha, sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ khoảng 18.000 nghìn tấn và dự kiến chia cổ tức 20% bằng tiền mặt. Một tín hiệu đáng mừng là từ cuối năm 2015 giá cao su đang dần hồi phục chủ yếu là do sự hạn chế nguồn cung, và sự hồi phục của giá dầu, trong ngắn hạn các yếu tố này vẫn có thể giúp giá cao su thế giới tiếp tục hồi phục thêm, tuy nhiên để giá mặt hàng này thực sự hình thành xu hướng tăng trở lại thì yếu tố quan trọng nhất vẫn phải xuất phát từ nhu cầu tiêu thụ thực tế của ngành công nghiệp thế giới trong đó phụ thuộc lớn vào các đầu tàu kinh tế như Mỹ, Châu

Âu, Trung Quốc... Thực tế cho thấy nhu cầu tại các nền kinh tế lớn này vẫn đang khá hạn chế mặc dù đã có sự cải thiện một cách chậm chạp.

Công ty DPR đang trong giai đoạn vượt qua khó khăn của sự biến động thị trường và từng bước hồi phục sau suy thoái nên việc tìm nguồn cấp vốn để hỗ trợ và duy trì sự phát triển liên tục nhằm giành lấy thị phần và mở rộng qui mô sản xuất kinh doanh là một trong những yếu tố cấp thiết hàng đầu. Trong giai đoạn này công ty cần có sự kết hợp các nguồn vốn phát sinh từ bên trong và nguồn cấp vốn bên ngoài nhờ bán vốn chủ sở hữu (cổ phiếu) hoặc bán chứng khoán nợ (trái phiếu thương mại ngắn hạn, trái phiếu, hoặc cổ phiếu ưu đãi). Như vậy phải xác định nguồn tài trợ thích hợp để giữ mức rủi ro tài chính thấp, tức là tiếp tục dùng nguồn vốn cổ phần bằng cách phát hành rộng rãi chứng khoán của công ty.

Hiện tại, chứng khoán của Công ty đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh có tỷ trọng nợ ngắn hạn lớn hơn so với nợ dài hạn. Vì vậy, DPR cần phải giảm nợ ngắn hạn tăng nợ dài hạn, nhằm tận dụng được các lợi thế lãi suất dài hạn, tiết kiệm chi phí và đáp ứng mục tiêu mở rộng sản xuất kinh doanh. Định hướng của Công ty trong thời gian tới là thiết lập một cấu trúc tài chính hợp lý để đảm bảo rủi ro tài chính nằm trong mức an toàn mà vẫn gia tăng lợi nhuận.

#### **4.2. Một số giải pháp nhằm hoàn thiện cấu trúc tài chính tại Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú:**

Khi đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh, bất kỳ doanh nghiệp nào cũng muốn xây dựng cho mình một cấu trúc tài chính phù hợp để tối thiểu hoá chi phí và tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Do đó, nhà quản lý phải quyết định lựa chọn cấu trúc tài chính hợp lý, đảm bảo sự cân đối giữa vốn chủ vốn nợ trong mối liên hệ cả yếu tố kinh doanh của môi trường bên ngoài và ngay nội tại bản thân doanh nghiệp. Nếu nhà quản lý sử dụng quá nhiều nợ trong cấu trúc tài chính thì doanh nghiệp dễ đối mặt với tình trạng tài chính nguy hiểm có thể dẫn đến phá sản. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp chừa thích sử dụng vốn chủ, doanh nghiệp không tận dụng được lợi ích từ sử dụng nợ như chi phí sử dụng nợ thấp hơn sử dụng vốn cổ phần và lợi ích từ tầm chắn thuế. Trên cơ sở kết quả phân tích thực trạng cấu trúc tài chính Công ty

CP Cao su Đồng Phú trong khoảng thời gian 5 năm, luận văn đề xuất những giải pháp giúp công ty khắc phục hạn chế còn tồn tại, nâng cao hiệu quả sử dụng các loại nguồn vốn.

#### ***4.2.1. Thiết lập mô hình các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc tài chính:***

Hầu hết các công ty cao su Việt Nam hiện nay đều xây dựng cấu trúc tài chính theo kinh nghiệm truyền thống, từ nhận định chủ quan của nhà quản lý hay theo tâm lý số đông của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành hơn là ứng dụng các công cụ quản trị tài chính. Vì vậy khi có những biến động bất ngờ từ thị trường về khủng hoảng tài chính, khủng hoảng giá cao su toàn cầu trong thời gian vừa qua đã đẩy các công ty cao su vào tình trạng khó khăn trong việc tìm hướng phát triển, các nhà quản lý bị động trong việc đưa ra giải pháp đối phó chính xác. Qua phân tích thực trạng hoạt động kinh doanh của Công ty CP cao su Đồng Phú cho thấy sự thiếu quan tâm đến việc xây dựng cấu trúc tài chính hợp lý. Doanh nghiệp nào cũng mong muốn tìm ra cấu trúc tài chính phù hợp để hoạt động kinh doanh của mình đi đúng hướng, đạt được mục tiêu sinh lời, mục tiêu an toàn và nhất là gia tăng giá trị doanh nghiệp. Cấu trúc tài chính của một công ty chịu ảnh hưởng của rất nhiều nhân tố và sự tác động của các nhân tố này trong mỗi thời kỳ là khác nhau. Vậy nên khi xác định cấu trúc tài chính mục tiêu, công ty cần phải dựa trên cơ sở các dự báo tài chính, tự xây dựng cho mình một cơ sở dữ liệu về tình hình các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính trong thời gian dài. Sử dụng mô hình kinh tế lượng chạy hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến đòn bẩy tài chính để xem sự thay đổi về mối quan hệ của các nhân tố qua từng quý (năm), sự tác động mạnh hay yếu của từng yếu tố lên đòn bẩy. Dựa trên các số liệu và mô hình để xây dựng cơ cấu tài chính thích hợp, từ đó có cơ sở tính toán cho chí phí sử dụng vốn bình quân (WACC) có tính khả thi. Việc áp dụng các công cụ kỹ thuật tài chính trong việc xác định cấu trúc tài chính sẽ giúp các nhà quản lý đưa ra những phân tích quyết định chính xác hơn rất nhiều so với cách dùng ý kiến chủ quan để nhận định.

Chính sách xây dựng cấu trúc tài chính của công ty phải xuất phát từ những yếu tố căn bản của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, yếu tố quản lý cũng đóng vai trò không

kém phần quan trọng. Các yếu tố căn bản và yếu tố quản lý có thể chia thành 3 nhóm: (1) các yếu tố ảnh hưởng đến thiện chí sử dụng nợ vay; (2) các yếu tố ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng nợ vay; (3) các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng huy động nợ vay. Trước hết, yếu tố tâm lý của nhà quản trị, thể hiện qua khuynh hướng chấp nhận rủi ro và lo sợ bị kiểm soát, và thâm niên kinh nghiệm của nhà quản lý. Đây là yếu tố cần có sự quyết định linh hoạt, thiện chí sử dụng nợ vay của các nhà quản lý công ty. Đối với quản lý của Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú với bề dày kinh nghiệm quản lý nhiều năm nhưng vẫn lồi đi truyền thống khó chấp nhận rủi ro sẽ có thiện chí vay nợ ít hơn. Thứ hai, mục tiêu chiến lược kinh doanh của công ty trong thời gian tới là lợi dụng ưu thế về nguồn cây trồng trẻ năng suất cao nên nhà quản lý, cùng với tiềm lực vốn nội bộ sẽ xác định nhu cầu vay vốn của công ty. Công ty đang có dự định mở rộng kinh doanh cùng với nguồn vốn nội bộ dồi dào, sử dụng ít nợ vay và hưởng ưu đãi thuế từ Nhà nước sẽ giúp công ty hạ thấp chi phí sử dụng vốn, nâng cao hiệu quả kinh doanh.

#### ***4.2.2. Tận dụng các lợi thế huy động vốn từ thị trường trái phiếu***

- Qua phân tích thực trạng cấu trúc tài chính của công ty DPR cho thấy công ty này vẫn chưa tận dụng được các lợi thế vốn có của thị trường chứng khoán, cụ thể các công ty chỉ mới tập trung vào việc phát hành cổ phiếu mà chưa tính đến việc huy động vốn bằng trái phiếu.

- Công ty cần thay đổi cách quản lý, tư duy về huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Việc huy động vốn không nên chỉ tập trung vào cổ phiếu mà cần phải tập trung vào huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu. Dù huy động vốn bằng cách nào cũng có những lợi thế và bất lợi nhất định nhưng nếu biết cân bằng hợp lý giữa các phương án huy động vốn sẽ giúp công ty sử dụng vốn hiệu quả hơn. Khi phát hành cổ phiếu sẽ làm pha loãng lợi ích cổ đông còn phát hành trái phiếu thì ngược lại, công ty chủ động hơn về nguồn vốn với lãi suất thấp, do lãi suất trái phiếu thường xác định trước và là chi phí được khấu trừ thuế. So với vay ngân hàng, huy động vốn qua trái phiếu có một số ưu điểm như không cần có tài sản thế chấp và được chủ động sử dụng số tiền huy động mà không có sự giám sát của ngân



hàng. Doanh nghiệp chỉ phải trả lãi theo kỳ hạn 6 tháng hoặc 1 năm và chỉ trả gốc vào cuối kỳ. Lãi suất trái phiếu không bị khống chế bởi trần lãi suất nên có tính hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư.

- Ở Việt Nam, thị trường trái phiếu công ty còn nhỏ và kém thanh khoản. Nguyên nhân là hệ thống tài chính doanh nghiệp quá dựa vào ngân hàng; thiếu các hoạt động đánh giá tín nhiệm đúng chuẩn và thường xuyên; hệ thống tài chính và giá trị đồng nội tệ thiếu ổn định, dẫn đến không có đường cong lãi suất làm chuẩn; thiếu vắng những nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là các quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ, dẫn đến nhu cầu đầu tư và tính thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp kém.

- Đây là hình thức vay vốn cực kỳ phổ biến trên thế giới và ở nhiều quốc gia phát triển trong khu vực. Tuy nhiên, như đã trình bày, tốc độ tăng trưởng và số tiền huy động được từ trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam hầu như là không đáng kể. Trong thời gian tới, công ty nên cân nhắc đến việc huy động vốn bằng phát hành trái phiếu. Việc phát hành trái phiếu của công ty nên được tiến hành một cách rộng rãi công khai, chứ không nên chỉ giới hạn trong số một vài nhà đầu tư thông thường. Thông tin về các loại trái phiếu được phát hành như mệnh giá, thời hạn, các điều kiện liên quan cần được công bố trên các phương tiện để mọi nhà đầu tư quan tâm có thể tìm hiểu. Đặc biệt, công ty nên chú ý giới thiệu trái phiếu đến các nhà đầu tư nước ngoài. Đây là thị trường vốn vô cùng tiềm năng mà hầu hết các công ty Việt Nam chưa khai thác được. Nhiều nhà đầu tư nước ngoài, nhất là những nhà đầu tư lớn, chịu được rủi ro, rất ưa thích trái phiếu doanh nghiệp của các quốc gia đang phát triển như Việt Nam vì tiềm năng tăng trưởng vẫn khá cao, trong khi lãi suất cũng hấp dẫn hơn so với các quốc gia phát triển. Trong khi nguồn vốn trong nước đang hạn chế, việc tận dụng nguồn vốn nước ngoài sẽ là một lựa chọn thích hợp đối với công ty trong việc thực hiện mục tiêu kinh doanh sắp tới.

#### ***4.2.3. Thành lập bộ phận quản trị vốn của công ty:***

Vốn luôn là yếu tố quan trọng nhất của mọi hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên không phải công ty nào cũng đang sử dụng hiệu quả nguồn vốn của mình và tìm ra

được cấu trúc vốn mục tiêu. Hiện tại Công ty CP cao su Đồng Phú vẫn chưa có một bộ phận nào chuyên biệt về quản trị vốn. Mọi hoạch định vốn đều được đưa ra bởi Ban giám đốc dựa trên những số liệu trong khoảng thời gian ngắn, có sẵn và không liên tục. Cơ cấu vốn đưa ra thường bị tác động bởi tâm lý chủ quan, nhận định cá nhân của nhà quản lý. Trong quá trình thực hiện đổi mới cơ cấu vốn công ty không có bộ phận nào chuyên trách phân tích, đánh giá để đưa ra những điều chỉnh phù hợp. Vì vậy, công ty cần xây dựng một bộ phận bao gồm các chuyên gia tài chính, nhà quản trị chiến lược, các nhà phân tích kinh doanh... đảm nhận công tác hoạch định cấu trúc vốn. Trước khi xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu bộ phận quản trị nguồn vốn cần dựa vào dữ liệu cơ sở của công ty trong khoảng thời gian đủ dài, căn cứ vào định hướng phát triển kết hợp với phân tích các yếu tố tác động đến công ty tại thời điểm hiện tại. Bộ phận quản trị nguồn vốn của công ty cần có mối liên hệ chặt chẽ với các bộ phận trực tiếp sản xuất dưới các nông trường cao su để có thể nắm bắt được đặc điểm tình hình của vườn cây, chất lượng, năng suất mủ cao su trong thực tế và định hướng phát triển tiếp theo. Sau khi đã nắm vững nhu cầu vốn, đặc điểm phân bổ vốn đến các đơn vị sản xuất, bộ phận quản trị nguồn vốn sẽ tính toán các nguồn huy động vốn mà doanh nghiệp có thể sử dụng và chi phí huy động của từng nguồn. Bộ phận quản trị nguồn vốn đề xuất các phương án huy động vốn cân đối với kế hoạch tài chính công ty, chiến lược phát triển của công ty để rút ra phương án huy động vốn hiệu quả nhất. Sau khi cơ cấu vốn trong thời kỳ đã được lựa chọn, bộ phận quản trị nguồn vốn vẫn giữ trách nhiệm giám sát tình hình thực hiện theo cơ cấu vốn mới, kịp thời đưa ra những điều chỉnh để duy trì cơ cấu vốn mục tiêu khi có những thay đổi bất thường trong tình hình kinh tế vĩ mô và trong hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Nếu lại có những sự biến động quá lớn đòi hỏi phải cân nhắc đến thay đổi một cơ cấu vốn mục tiêu thì bộ phận quản trị vốn lại tiếp tục lên phương án và thực hiện.

#### ***4.2.4. Đa dạng hoá các hình thức huy động vốn và mở rộng mối quan hệ tín dụng:***

Hiện nay trên thị trường tài chính Việt Nam cũng đã xuất hiện nhiều loại công cụ tài chính và trung gian tài chính có thể giúp doanh nghiệp huy động nguồn vốn

nhàn rỗi từ các nhà đầu tư. Tuy nhiên, việc tiếp cận các loại công cụ tài chính của các công ty vẫn còn hạn chế, cùng với tâm lý thận trọng, mối lo rủi ro khi tiếp cận với những hình thức huy động vốn mới là nguyên nhân một số doanh nghiệp đã bỏ lỡ nhiều nguồn vốn với chi phí thấp và điều kiện vay vốn phù hợp với đặc điểm doanh nghiệp.

Như đã nêu ra ở trên, một trong những hình thức huy động vốn quan trọng mà doanh nghiệp nên khai thác sử dụng chính là trái phiếu doanh nghiệp. Đây là hình thức vay vốn cực kỳ phổ biến trên thế giới và ở nhiều quốc gia phát triển trong khu vực. Tuy nhiên, như đã trình bày, tốc độ tăng trưởng và số tiền huy động được từ trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam hầu như là không đáng kể.

Bên cạnh đa dạng hóa các hình thức huy động vốn, một công việc quan trọng của nhà quản lý doanh nghiệp là xây dựng mạng lưới quan hệ tín dụng vững chắc. Nếu doanh nghiệp có mối quan hệ tốt với các tổ chức tín dụng, các đối tác kinh doanh thì sẽ có nhiều lợi thế khi cần vay vốn, khi cần chiếm dụng vốn tạm thời (nợ nhà cung cấp). Công ty có thể đề cử thành viên HĐQT tham gia vào các tổ chức đoàn thể, tích cực, chủ động tham gia các diễn đàn, các hoạt động xã hội để tăng thêm cơ hội mở rộng quan hệ kinh doanh.

#### ***4.2.5. Hoàn thiện công tác kế toán, lập báo cáo tài chính kết hợp phân tích dự báo:***

Hiện nay, Công ty CP Cao su Đồng Phú đã thực hiện khá tốt các công tác kế toán và lập báo cáo tài chính. Các thông tin hoạt động của công ty đều được công bố rộng rãi trên các trang web chứng khoán như: S.cafes.vn, www.Cophieu68.vn... rất thuận tiện cho các nhà đầu tư theo dõi tình hình phát triển và năng lực tài chính của công ty. Tuy nhiên, do một số lý do khách quan nên vấn đề bất cân xứng thông tin giữa công ty và các tổ chức cho vay vẫn diễn ra. Điều này có thể hạn chế khả năng tiếp cận vốn vay của các doanh nghiệp. Để nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng, công ty cần nhận thức được tầm quan trọng của chất lượng thông tin báo cáo chính và vai trò của công bố thông tin BCTC đối với việc đánh giá tình trạng tài chính và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh

ng nghiệp của các ngân hàng để ra quyết định cho vay. Thông tin BCTC trung thực sẽ góp phần làm tăng tính thanh khoản của chứng khoán và giảm chi phí vốn của công ty phát hành và niêm yết. Thông tin trên BCTC là căn cứ quan trọng, có độ tin cậy cao và xem như là duy nhất để đánh giá "sức khỏe" của một doanh nghiệp. Từ đó, nhà đầu tư sẽ phân tích, xem xét và ra quyết định đầu tư phù hợp. Chỉ cần một sự công bố thông tin tài chính sai lệch công ty có thể mất đi niềm tin từ các nhà đầu tư và dẫn theo đó là những hệ lụy tiêu cực ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn.

Công ty CP Cao su Đồng Phú xuất thân từ công ty nhà nước vì thế không tránh khỏi bị ảnh hưởng những lỗi mòn của hệ thống kế toán cũ thiếu linh hoạt, thiếu khoa học. Vì vậy công ty cần:

- Xây dựng bộ máy kế toán thay đổi cho phù hợp với cơ cấu quản lý mới của công ty, đồng thời ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý, sử dụng phần mềm kế toán để cập nhật dữ liệu hàng ngày, giúp nhanh chóng có được những thông tin cần thiết và việc tìm kiếm dữ liệu được nhanh và kịp thời.

- Tăng cường vai trò của ban kiểm soát và bộ phận kiểm toán nội bộ, đây là công cụ giúp phát hiện và cải tiến những điểm yếu trong hệ thống quản lý của Công ty. Đây là công tác mà công ty vẫn chưa chú trọng nhưng rất quan trọng bởi ban kiểm soát sẽ đảm bảo báo cáo tài chính có mức độ minh bạch và chính xác cao, khả năng gian lận thấp và hiệu quả sản xuất kinh doanh cao.

- Cần tăng cường sự phối hợp giữa HĐQT, ban kiểm soát, giám đốc tài chính và bộ phận kế toán trong việc ra các quyết định hình thành cấu trúc tài chính trong từng thời kỳ. Quá trình tìm ra cấu trúc tài chính mục tiêu đảm bảo chặt chẽ, liên kết khoa học, kết hợp từ nhiều nguồn thông tin, nhiều công cụ tài chính thích hợp để đảm bảo kết quả đưa ra chính xác và tối ưu nhất.

#### **4.2.6. Giải pháp khác:**

Qua phân tích ROE bằng mô hình Dupont ở trên có thể thấy rõ tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của công ty trong 5 năm vừa qua. Năm 2012, 2013 với tỷ trọng vốn nợ rất thấp chỉ chiếm chưa đến 2% cùng với sự khủng hoảng từ thị trường làm cho ROE giảm đi rất nhiều. Nhưng đến năm 2014,

2015 dù giá cao su vẫn giảm và chưa có tín hiệu của sự phục hồi lại thì chính sách tăng tỷ trọng vốn nợ của công ty đã phát huy hiệu quả thể hiện ở tỷ suất ROE vẫn giảm nhưng giảm nhẹ, hoạt động kinh doanh của công ty thu được kết quả tốt hơn.

Trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành cao su, để có thể cạnh tranh được thời gian tới công ty cần:

- Thị trường cao su đang được dự báo là khởi sắc hơn bắt đầu từ năm 2016. Vì vậy công ty nên gia tăng doanh thu, cắt giảm các chi phí không hợp lý để gia tăng thêm lợi nhuận. Công ty cần phát huy hết tối đa công suất những lợi thế sẵn có như: nhân công, nguồn nhiên liệu, dây chuyền công nghệ, uy tín doanh nghiệp. Đồng thời nâng cao khả năng cạnh tranh, mở rộng thị trường tiêu thụ, nâng cao chất lượng sản phẩm để gia tăng doanh thu trong tương lai.

- Để mở rộng vốn kinh doanh công ty nên vay thêm nợ, tận dụng được sức mạnh của đồng nợ để tạo ra thêm lợi nhuận. Chi phí lãi vay có xu hướng tăng cao trong các năm tới, vì vậy công ty nên tận dụng uy tín lâu năm để có được những gói lãi suất ưu đãi. Ngoài cách huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu như công ty vẫn đang thực hiện công ty nên xem xét đến việc phát hành trái phiếu để chủ động hơn trong điều động vốn so với đợi giải ngân nguồn vay từ ngân hàng và giảm thiểu chi phí sử dụng vốn. Tuy nhiên trong bối cảnh kinh tế khủng hoảng công ty cần thận trọng trong việc huy động vốn và nên huy động từ nguồn nào có lợi nhất không nhất thiết chỉ đơn thuần dựa vào yếu tố lãi suất.

### **4.3. Kiến nghị:**

Để những giải pháp đưa ra có thể thực hiện thành công thì riêng cá nhân Công ty không thể làm tốt được mà cần phải có sự kết hợp của cả Nhà nước và Công ty. Trong đó, Công ty phát huy tinh thần trách nhiệm, chủ động trong việc tiến hành hoạt động kinh doanh còn Nhà nước đóng vai trò là người giám sát và quản lý.

#### **4.3.1. Kiến nghị với công ty:**

- Công tác đào tạo cán bộ để hoàn thiện bộ máy tổ chức thực sự có hiệu quả từ các phòng ban chức năng đến công nhân viên theo phương thức khoa học, hoàn chỉnh đội ngũ cán bộ chủ chốt thực sự có năng lực, trình độ để có thể đảm đương mọi công tác được giao.

- Hiện nay trình độ đội ngũ cán bộ tài chính của Công ty còn rất hạn hẹp và không tương xứng với quy mô sản xuất ngày càng mở rộng. Để giữ vững và khắc phục tình trạng khan hiếm cán bộ phân tích tài chính công ty phải có kế hoạch vào chương trình đào tạo cho cán bộ để họ có chuyên môn và quản trị tài chính, đi sâu nghiên cứu từng khoản mục giúp nhà quản lý đánh giá chính xác hiệu quả kinh doanh của công ty. Ngoài ra Công ty cần hỗ trợ cho nhân viên nâng cao năng lực nghiệp vụ tài chính, xây dựng quy trình lập dự toán cụ thể để xác định nhu cầu vốn lưu động ròng giúp nhà quản trị có kế hoạch tìm kiếm các nguồn tài trợ đảm bảo bền vững nguyên tắc cân bằng tài chính.

- Thiết lập chuẩn mực về quản trị và điều hành riêng cho công ty dựa trên bộ quy tắc về quản trị công ty theo chuẩn mực quốc tế, có thể nhờ sự giúp đỡ của các công ty tư vấn, các chuyên gia trong lĩnh vực phân tích tài chính.

- Tăng cường vai trò của ban kiểm soát và bộ phận kiểm toán nội bộ, đây là công cụ giúp phát hiện và cải tiến những điểm yếu trong hệ thống quản lý giúp công ty ra báo cáo đúng hạn, báo cáo tài chính có mức độ minh bạch và chính xác cao, khả năng gian lận thấp và hiệu quả sản xuất kinh doanh cao.

#### **4.3.2. Kiến nghị với Nhà nước:**

##### **4.3.2.1. Hoàn thiện hành lang pháp lý trong hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp:**

Mặc dù đã có những thay đổi tích cực trong công tác hoàn thiện chính sách, luật pháp, hành lang pháp lý của nhà nước liên quan đến hoạt động huy động vốn tại các doanh nghiệp song vẫn còn tồn tại nhiều vấn đề cần được quan tâm giải quyết như:

- Sửa đổi quy định về vốn công ty cổ phần theo hướng quy định cụ thể, rõ ràng và thống nhất các khái niệm về vốn của công ty cổ phần: khái niệm cơ bản về vốn điều lệ và cổ phần được quyền chào bán; bổ sung quy định về chào bán cổ phần riêng lẻ đối với công ty cổ phần.

- Để các doanh nghiệp có giá cổ phiếu thấp hơn mệnh giá có thể huy động được vốn trên thị trường, Chính phủ cần có quyết định chấp thuận cho phép doanh nghiệp phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá, luật Chứng khoán sớm bãi bỏ quy định về mệnh giá cổ phiếu.

- Trên thị trường chứng khoán, những đợt tăng vốn cần được kiểm soát chặt

chẽ hơn, với những điều kiện khắt khe hơn về công bố thông tin, kiểm soát quá trình sử dụng vốn sau huy động.

Hoàn thiện quá trình triển khai thực hiện các văn bản hướng dẫn thi hành Luật chứng khoán về công bố thông tin đã ban hành, quá trình thực hiện, bổ sung, sửa đổi các văn bản phải chặt chẽ, đảm bảo đúng tiến độ, công khai, minh bạch. Đồng thời, khung pháp lý cũng cần có cơ chế riêng để doanh nghiệp chấp nhận công bố thông tin xấu.

- Chính phủ cũng cần sớm thiết lập và thống nhất một cơ chế phối hợp nhịp nhàng giữa các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán, ban hành các văn bản linh hoạt theo sát thị trường để có thể có những điều chỉnh kịp thời và phù hợp trong những văn bản quy định của các bộ ngành có liên quan. Đơn giản hoá điều kiện phát hành, niêm yết chứng khoán cho phù hợp với điều kiện Việt Nam. Ngoài ra cũng cần xem xét một chính sách thuế hợp lý để đảm bảo sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

#### *4.3.2.2. Đẩy mạnh tái cấu trúc thị trường chứng khoán Việt Nam*

- Hàng hóa trên thị trường chứng khoán cần đa dạng hơn: số lượng, chất lượng, cơ cấu hàng hoá phát triển theo hướng nâng cao tiêu chuẩn phát hành, niêm yết, công bố thông tin, quản trị công ty, phân định tiêu chuẩn niêm yết, xây dựng sản phẩm mới...

- Yêu cầu doanh nghiệp tham gia TTCK cần nâng cao chất lượng quản trị, minh bạch trong việc công bố thông tin, xử phạt nghiêm minh các hành vi gian lận nhằm giảm thiểu rủi ro cho các doanh nghiệp niêm yết, nhà đầu tư, các công ty kinh doanh chứng khoán khi tham gia thị trường.

- Xây dựng và phát triển hệ thống những nhà sáng lập thị trường và các công ty chứng khoán. Để thực hiện được điều này, trước hết cần phải phân định rõ từng thị trường. để quản lý chúng như là thị trường cổ phiếu, thị trường UpCom, thị trường OTC, thị trường công cụ nợ và thị trường công cụ phái sinh. Tiếp theo là phát triển thị trường giao dịch chứng khoán.

- Xây dựng và phát triển hệ thống những nhà sáng lập thị trường cần lựa chọn một số ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán lớn đáp ứng các điều kiện quy

định thực hiện chức năng nhà tạo lập thị trường. Đây là những tổ chức có năng lực tài chính mạnh, kinh doanh chuyên nghiệp, có khả năng liên kết cao. Đối với các công ty chứng khoán cũng cần thực hiện tái cấu trúc theo hướng nâng cao yêu cầu về vốn điều lệ tối thiểu, yêu cầu về cơ sở vật chất, về năng lực quản trị công ty và nguồn nhân lực, song song với việc thực hiện sáp nhập, mua lại... để giảm bớt về số lượng công ty chứng khoán, hướng một số công ty chứng khoán lớn phát triển thành Tập đoàn cũng như các nhà tạo lập thị trường.

#### *4.3.2.3. Phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam:*

- Thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn được đánh giá là hầu như chưa phát triển. Các nhà đầu tư chủ yếu mua và giữ trái phiếu tới khi đáo hạn. Các dịch vụ liên quan nhằm hỗ trợ thị trường hầu như chưa có. Chính vì vậy, hầu như các công ty chưa tiếp cận được nguồn vốn trung và dài hạn thông qua phát hành trái phiếu công ty. Điều này đã và đang tạo ra sự mất cân đối trong cơ cấu tài trợ, làm hạn chế việc mở rộng vay dài hạn.

- Trên thực tế không phải doanh nghiệp nào cũng có thể tiếp cận được vốn vay ngân hàng. Khi đó, huy động vốn trên thị trường chứng khoán bằng cách phát hành trái phiếu là một sự lựa chọn tối ưu.

- Thị trường trái phiếu của Việt Nam cần phát triển theo hướng thị trường hóa với sự đa dạng hóa các chủ thể tham gia và hàng hóa giao dịch để tạo nền tảng cho phát triển lâu dài của thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng.

- NHNN cần duy trì mức lãi suất ổn định. Hiện nay, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp chủ yếu vẫn được xây dựng dựa trên lãi suất huy động của các ngân hàng lớn cộng thêm mức biên độ 5% - 7%. Việc xác định lãi suất phát hành trái phiếu Chính phủ theo kinh nghiệm của các nước có thị trường trái phiếu phát triển được coi là lãi suất chuẩn để làm cơ sở tham chiếu cho các loại trái phiếu khác và lãi suất tín phiếu kho bạc được coi là lãi suất cơ bản phi rủi ro. Đối với Việt Nam đang trong quá trình hình thành và phát triển một thị trường trái phiếu hoạt động hiệu quả thì cần thiết phải xây dựng đường cong lãi suất dựa trên lãi suất của các loại trái phiếu chính phủ có kỳ hạn khác nhau.



- Chính phủ cần sớm ban hành khuôn khổ pháp lý đối với hoạt động của các cơ quan xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp để hỗ trợ các doanh nghiệp trong việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp vì các nhà đầu tư sẽ có thêm cơ sở để đánh giá chất lượng trái phiếu và mạnh dạn đầu tư vào loại giấy tờ có giá này. Ngoài ra, cần ban hành thêm các văn bản pháp luật trong đó quy định rõ ràng về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp ra công chúng.

- Hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, giám sát của Nhà nước đáp ứng được yêu cầu quản lý, giám sát và hội nhập với thị trường trái phiếu của khu vực và quốc tế. Bổ sung các chế tài xử lý nghiêm minh về dân sự, hình sự để phòng ngừa và xử lý các hành vi vi phạm trong hoạt động trên thị trường trái phiếu.

- Tại các thị trường mới phát triển như Việt Nam, thị trường thứ cấp của trái phiếu hầu như chưa phát triển. Người ta đã chứng minh rằng chính do các nhược điểm trong quá trình phát hành mà trái phiếu thiếu đi tính thanh khoản cần thiết để có thể giao dịch trên thị trường thứ cấp. Do vậy, để tăng tính thanh khoản của trái phiếu cần phải tách thị trường trái phiếu ra khỏi thị trường cổ phiếu để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt. Cần đa dạng hoá phát hành trái phiếu: trái phiếu có lãi suất thay đổi theo lãi suất thị trường, trái phiếu có kỳ hạn thay đổi, trái phiếu với các loại tiền tệ khác nhau như USD, EUR, ..... Cùng với giải pháp này, liên kết thị trường tiền tệ và vốn nhằm tăng tính thanh khoản cho trái phiếu cũng được xem giải pháp cải cách tài chính của Việt Nam.

#### *4.3.2.4. Thành lập tổ chức xếp hạng tín dụng ở Việt Nam:*

- Trong thị trường tài chính kém hiệu quả, xếp hạng tín dụng sẽ là một tiêu chuẩn giúp các nhà đầu tư hay doanh nghiệp phát hành trong việc đánh giá rủi ro trái phiếu. Không có tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp, là rào cản cho các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp cao su nói riêng khi phát hành trái phiếu, cổ phiếu. Xếp hạng tín dụng doanh nghiệp là một trong những tiêu chí quan trọng đối với nhà tài trợ vốn, như ngân hàng hay nhà đầu tư để đưa ra quyết định có cho doanh nghiệp vay hay không.

- Hiện nay, ở Việt Nam hoạt động xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp vẫn chưa thực sự hiệu quả. Do nhu cầu hình thành những tổ chức chuyên xếp hạng các công cụ nợ cũng như bản thân công ty phát hành chúng thì vấn đề xây dựng một môi trường pháp lý thông thoáng cho việc hình thành và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam trong giai đoạn hiện nay là hết sức cấp bách. Ngoài ra, Nhà nước cần có chính sách hỗ trợ thành lập tổ chức xếp hạng tín nhiệm, đặc biệt là các tổ chức xếp hạng tư nhân. Sự tham gia của các tổ chức xếp hạng tư nhân sẽ giúp hoạt động cung cấp thông tin được khách quan và hiệu quả hơn. Một khi được tư nhân hóa, tất cả các thông tin trên thị trường sẽ là như nhau giữa các nhà đầu tư, tâm lý đầu tư sẽ được cải thiện và củng cố hơn.

#### *4.3.2.5. Minh bạch thông tin trên thị trường chứng khoán*

- Vấn đề minh bạch thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn chưa được như kỳ vọng của các nhà đầu tư. Hàng loạt những bất cập của thị trường chứng khoán đã được phát hiện từ lâu nhưng vẫn chưa được tháo gỡ. Những tin đồn thiếu cơ sở, những thông tin nội gián và sự rò rỉ thông tin có ý đồ đã khiến nhiều nhà đầu tư thua thiệt nặng nề. Các vi phạm như giao dịch nội gián, làm giá chứng khoán, vi phạm công bố thông tin... đang dần làm mất niềm tin của các nhà đầu tư. Chính vì vậy mà vấn đề minh bạch thông tin cần được hoàn thiện và vận hành tốt hơn là một điều cực kỳ quan trọng để tiến tới xây dựng một thị trường chứng khoán thực sự hiệu quả và bản thân nó có thể làm tốt vai trò của mình trong việc huy động vốn, chu chuyển vốn.

## KẾT LUẬN

Qua quá trình đi sâu nghiên cứu tìm hiểu tình hình thực tế, em nhận thức sâu sắc được sự cần thiết của việc phân tích cấu trúc tài chính Công ty. Việc xác định được một cấu trúc tài chính hợp lý sẽ giúp doanh nghiệp tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn bình quân và tối đa hoá giá trị của doanh nghiệp.

Trên cơ sở các lý thuyết cấu trúc vốn, cấu trúc vốn tối ưu và nghiên cứu thực nghiệm của các tác giả tại Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú. Tác giả thực hiện phân tích thực trạng cấu trúc tài chính, đánh giá hiệu quả cấu trúc tài chính và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của Công ty. Mục tiêu của đề tài là phân tích cấu trúc tài chính của công ty trên cơ sở đó định hướng những giải pháp hoàn thiện cấu trúc tài chính tại công ty. Từ phân tích các số liệu trong quá khứ, kết quả phân tích thấy được cấu trúc tài chính của công ty trong thời gian qua vẫn còn nhiều hạn chế nhưng đang dần chuyển biến theo hướng tích cực giúp công ty dần thoát khỏi khủng hoảng và bắt đầu khôi phục lại hiệu quả kinh doanh. Ngoài nguyên nhân do biến động giảm không ngừng của giá cao su thì vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế từ bộ máy quản trị tài chính, thiếu sự phối hợp chuyên nghiệp trong qua trình phân tích cấu trúc tài chính của công ty.

Tuy nhiên, bài luận vẫn còn một số những hạn chế cần nghiên cứu thêm.

- Bài nghiên cứu chỉ dừng lại ở việc tính chi phí sử dụng vốn cổ phần theo mô hình định giá tài sản vốn CAPM, mô hình nghiên cứu này khi áp dụng ở thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhiều bất cập do thị trường chứng khoán Việt Nam chưa phát triển. Đề xuất hướng giải quyết bổ sung cách tính chi phí sử dụng vốn cổ phần theo mô hình tăng trưởng cổ tức.

- Bài luận vẫn chỉ dừng lại ở việc nghiên cứu các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính dựa trên thông số kỹ thuật sẵn có, nguồn thông tin trên thị trường mà chưa đi sâu vào chạy mô hình kiểm nghiệm các tác động đó đối với công ty trong giai đoạn nghiên cứu.

- Bài nghiên cứu chưa đưa ra được một cấu trúc vốn hợp lý, chưa xác định được tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu bao nhiêu là hợp lý nhất cho công ty để giúp doanh nghiệp tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn và tối đa hoá giá trị doanh nghiệp mà chỉ dừng lại ở việc xác định một cơ cấu vốn gần tối ưu cho công ty trong giai đoạn hiện tại. Vì vậy, cần phải được nghiên cứu thêm.

Thông qua kết quả phân tích, tác giả đã đưa ra các giải pháp và đề xuất một số kiến nghị với Công ty, Nhà nước để hoàn thiện cấu trúc tài chính của Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú trong thời gian tới.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt

1. Nguyễn Văn Công, 2005. *Chuyên khảo về báo cáo tài chính và lập, đọc, kiểm tra, phân tích báo cáo tài chính*. Hà Nội: Nhà xuất bản Tài chính.
2. Nguyễn Văn Định, 2004. Bàn về tính toán hệ số beta của Việt Nam. *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*, (9), tr9-13.
3. Lưu Thị Hương, 2002. *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*. Hà Nội: NXB Giáo dục.
4. Lưu Thị Hương và Vũ Duy Hào, 2012. *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*. Hà Nội: Nhà xuất bản Đại học kinh tế quốc dân.
5. Nguyễn Thị Mùi, 2008. *Giải pháp nào cho thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển bền vững*. Trường Đào tạo và phát triển nguồn nhân lực VietinBank
6. Nguyễn Năng Phúc, 2011. *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính*. Hà Nội: Nhà xuất bản ĐH Kinh tế quốc dân.
7. Nguyễn Thị Minh Phương và Nguyễn Hoàn, 2013. Phân tích cấu trúc tài chính của một số doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số đặc biệt tháng 10/2013 trang 41-49.
8. Lê Xuân Sang, 2005. *Các hạn chế đối với sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam và các giải pháp chính sách*. Đề tài Nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Hà nội.
9. Nguyễn Hữu Tài, 2002. *Giáo trình Lý thuyết tài chính tiền tệ*. Hà Nội: NXB Thống kê.
10. Trần Ngọc Thơ và cộng sự, 2003. *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*. TP HCM: Nhà xuất bản Thống kê.
11. Nguyễn Thị Ngọc Trang và cộng sự, 2008. *Phân tích tài chính*. Nhà xuất bản Lao Động- Xã Hội.

12. Trần Thị Thanh Tú, 2010. *Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam hiện nay*. Luận văn Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học kinh tế Quốc dân Hà Nội.
13. Trần Thị Thanh Tú, 2002. Sử dụng đòn bẩy tài chính trong kinh doanh. *Tạp chí Thị trường Tài chính tiền tệ*, (8), tr14-15.
14. Trần Thị Thanh Tú và Lưu Linh Hương, 2002. Bàn về phương pháp xác định chi phí vốn của doanh nghiệp. *Tạp chí Tài chính doanh nghiệp*, số 4, tr24-29.

PHỤ LỤC 1: Tính hệ Beta của DPR qua các năm 2011-2015

Dữ liệu giao dịch được lấy để tính beta theo tuần (số tuần được lấy là 52 tuần/1 năm).

NĂM 2011					
STT	Ngày	VN-INDEX		DPR	
		Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lợi	Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lợi
1	04/01/2011	486	0,10%	40,15	0,10%
2	11/01/2011	477,4	-1,49%	39,55	-1,49%
3	18/01/2011	497,4	-0,76%	39,25	-0,76%
...					
50	13/12/2011	371,8	1,97%	26,41	-4,72%
51	20/12/2011	365,7	4,51%	27,6	-1,64%
52	27/12/2011	347,8	-8,41%	25,28	-4,89%
		<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình VN-INDEX</b>	<b>-0,59%</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình của DPR</b>	<b>-0,86%</b>
		<b>Hệ số Beta của DPR</b>			<b>0,37</b>
NĂM 2012					
STT	Ngày	VN-INDEX		DPR	
		Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lợi	Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lợi
1	03/01/2012	350	0,63%	29,11	15,15%
2	10/01/2012	344,7	-1,51%	28,92	-0,65%
3	17/01/2012	358,9	4,12%	29,49	1,97%
...					
50	11/12/2012	389,4	1,91%	34,69	-1,98%
51	18/12/2012	393,4	1,03%	34,00	-1,99%
52	25/12/2012	401,3	2,01%	35,04	3,06%
		<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình VN-INDEX</b>	<b>0,32%</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình của DPR</b>	<b>0,75%</b>
		<b>Hệ số Beta của DPR</b>			<b>0,12</b>
NĂM 2013					
STT	Ngày	VN-INDEX		DPR	
		Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lợi	Giá đóng cửa	Tỷ suất sinh lợi
1	02/01/2013	418,4	4,26%	36,43	3,97%
2	09/01/2013	448,8	7,27%	36,08	-0,96%
3	16/01/2013	465,2	3,65%	40,24	11,53%
...					
50	11/12/2013	505,3	-1,10%	34,95	-2,51%
51	18/12/2013	505,2	-0,02%	34,80	-0,43%
52	25/12/2013	504,4	-0,16%	34,12	-1,95%
		<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình VN-INDEX</b>	<b>0,40%</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình của DPR</b>	<b>-0,03%</b>
		<b>Hệ số Beta của DPR</b>			<b>0,15</b>

<b>NĂM 2014</b>					
<b>STT</b>	<b>Ngày</b>	<b>VN-INDEX</b>		<b>DPR</b>	
		<b>Giá đóng cửa</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi</b>	<b>Giá đóng cửa</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi</b>
1	02/01/2014	504,5	0,02%	35,17	3,08%
2	09/01/2014	517	2,48%	35,02	-0,43%
3	16/01/2014	533,5	3,19%	34,95	-0,20%
...					
50	11/12/2014	550,1	-4,89%	33,62	0,75%
51	18/12/2014	528,5	-3,93%	31,62	-5,95%
52	25/12/2014	532	0,66%	31,54	-0,25%
		<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình VN-INDEX</b>	<b>0,14%</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình của DPR</b>	<b>-0,11%</b>
		<b>Hệ số Beta của DPR</b>			<b>0,34</b>
<b>NĂM 2015</b>					
<b>STT</b>	<b>Ngày</b>	<b>VN-INDEX</b>		<b>DPR</b>	
		<b>Giá đóng cửa</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi</b>	<b>Giá đóng cửa</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi</b>
1	05/01/2015	544,5	2,35%	31,54	0,00%
2	12/01/2015	574,3	5,47%	31,87	1,05%
3	19/01/2015	571,5	-0,49%	31,71	-0,50%
...					
50	14/12/2015	562,2	-0,25%	27,86	0,94%
51	21/12/2015	566,9	0,84%	27,67	-0,68%
52	28/12/2015	569,9	0,53%	28,58	3,29%
		<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình VN-INDEX</b>	<b>0,18%</b>	<b>Tỷ suất sinh lợi trung bình của DPR</b>	<b>-0,17%</b>
		<b>Hệ số Beta của DPR</b>			<b>0,45</b>

Nguồn: cophieu68.vn



PHỤ LỤC 2: Tính các chỉ số trung bình ngành cao su để tính WACC trung bình ngành

<b>Hệ số Beta</b>						
<b>Năm</b>	<b>DPR</b>	<b>PHR</b>	<b>TRC</b>	<b>TNC</b>	<b>HRC</b>	<b>Trung bình ngành</b>
	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>	<b>(6)= (1+2+3+4+5)/5</b>
<b>Năm 2011</b>	0,37	0,82	0,32	0,25	0,31	0,41
<b>Năm 2012</b>	0,12	0,57	0,29	0,31	0,26	0,31
<b>Năm 2013</b>	0,15	0,69	0,39	0,32	0,34	0,38
<b>Năm 2014</b>	0,34	0,88	0,33	0,27	0,32	0,43
<b>Năm 2015</b>	0,45	0,8	0,56	0,34	0,38	0,51
<b>Chi phí sử dụng nợ rd</b>						
<b>Năm 2011</b>	7,80%	14,50%	8,19%	26,92%	10,00%	13,48%
<b>Năm 2012</b>	5,70%	12,01%	7,91%	26,92%	10,00%	12,51%
<b>Năm 2013</b>	5,40%	13,10%	7,62%	26,92%	10,00%	12,61%
<b>Năm 2014</b>	5,02%	13,01%	6,08%	26,92%	10,00%	12,21%
<b>Năm 2015</b>	6%	10,30%	7,50%	26,92%	10,00%	12,14%
<b>Thuế suất thuế Thu nhập doanh nghiệp</b>						
<b>Năm 2011</b>	7,50%	25%	7,50%	10%	7,50%	11,50%
<b>Năm 2012</b>	7,50%	25%	7,50%	10%	7,50%	11,50%
<b>Năm 2013</b>	7,50%	25%	7,50%	10%	7,50%	11,50%
<b>Năm 2014</b>	7,50%	25%	7,50%	10%	7,50%	11,50%
<b>Năm 2015</b>	7,50%	25%	7,50%	10%	15%	13,00%
<b>Tỷ trọng vốn chủ sở hữu</b>						
<b>Năm 2011</b>	98,22%	69,10%	89,07%	88,78%	75,60%	84,15%
<b>Năm 2012</b>	98,19%	66,05%	88,60%	86,79%	73,74%	82,67%
<b>Năm 2013</b>	98,02%	64,13%	72,61%	90,85%	72,33%	79,59%
<b>Năm 2014</b>	90,65%	67,06%	91,16%	90,71%	73,49%	82,61%
<b>Năm 2015</b>	89,52%	66,45%	85,61%	94,19%	72,40%	81,63%