

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

NGUYỄN VIỆT DŨNG

**GIẢI PHÁP TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI
MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội, 2016

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

NGUYỄN VIỆT DŨNG

**GIẢI PHÁP TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI
MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM**

CHUYÊN NGÀNH: TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

MÃ SỐ: 62.34.02.01

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:

1. PGS,TS: Vũ Công Ty

2. TS: Trần Tiến Cường

Hà Nội, 2016

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan bản luận án là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu, kết quả nêu trong luận án là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng.

TÁC GIẢ LUẬN ÁN

Nguyễn Việt Dũng

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC	ii
DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT.....	v
DANH MỤC CÁC BẢNG.....	vi
DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ	vii

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu.....	1
2. Mục tiêu nghiên cứu	2
3. Đối tượng và Phạm vi nghiên cứu.....	3
4. Bố cục của luận án.....	4

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.1. TỔNG QUAN VỀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU	5
1.1.1. Tình hình nghiên cứu trong nước	5
1.1.2. Tình hình nghiên cứu ngoài nước.....	21
1.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	24
1.2.1. Phương pháp tiếp cận giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.....	24
1.2.2. Khung phân tích của luận án	26
1.2.3. Thu thập dữ liệu và mô tả các biến trong nghiên cứu	26
1.2.4. Phương pháp phân tích	30
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1.....	35

CHƯƠNG 2

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

2.1. CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP	36
2.1.1. Khái niệm cấu trúc tài chính doanh nghiệp.....	36
2.1.2. Thành phần cấu trúc tài chính doanh nghiệp.....	38
2.1.3. Tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính, tỷ suất sinh lời và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.....	47

2.1.4. Lý thuyết về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.....	55
2.1.5. Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp.....	65
2.2. TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP.....	70
2.2.1. Khái niệm tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.....	70
2.2.2. Nội dung tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp.....	75
2.2.3. Trình tự tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp.....	78
2.2.4. Nguyên tắc cơ bản tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp.....	80
2.3. KINH NGHIỆM TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC RÚT RA ĐỐI VỚI VIỆT NAM.....	82
2.3.1. Kinh nghiệm của Ấn Độ.....	82
2.3.2. Kinh nghiệm của Trung Quốc.....	83
2.3.3. Kinh nghiệm của Hàn Quốc.....	84
2.3.4. Những bài học kinh nghiệm rút ra cho các doanh nghiệp xi măng Việt Nam....	86
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....	89

CHƯƠNG 3

THỰC TRẠNG CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

3.1. TỔNG QUAN CÁC DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.....	90
3.1.1. Quá trình hình thành và phát triển ngành xi măng Việt Nam.....	90
3.1.2. Đặc điểm kinh doanh của các doanh nghiệp xi măng Việt Nam.....	92
3.2. THỰC TRẠNG VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.....	93
3.2.1. Thực trạng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam thời gian qua.	93
3.2.2. Thực trạng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam	102
3.2.3. Tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.....	116

3.3. MÔ HÌNH KINH TẾ LƯỢNG ĐÁNH GIÁ SỰ TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	122
3.3.1. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính	122
3.3.2. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến giá trị doanh nghiệp	125
3.3.3. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến chi phí sử dụng vốn	126
3.3.4. Sử dụng mô hình kinh tế lượng đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết.	127
3.4. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM	134
3.4.1. Những kết quả đạt được	134
3.4.2. Những hạn chế còn tồn tại	137
3.4.3. Nguyên nhân cơ bản dẫn đến hạn chế	140
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	145

CHƯƠNG 4

GIẢI PHÁP TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

4.1. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN TỚI	146
4.1.1. Bối cảnh của nền kinh tế	146
4.1.2. Định hướng phát triển doanh nghiệp xi măng Việt Nam trong thời gian tới.	149
4.2. QUAN ĐIỂM THỰC HIỆN TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CÁC DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM	151
4.2.1. Tái cấu trúc tài chính cần đảm bảo tính tương thích	151
4.2.2. Tái cấu trúc tài chính phải đảm bảo sự cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro	152
4.2.3. Tái cấu trúc tài chính phải đảm bảo phù hợp với sự thay đổi của môi trường kinh doanh.	152
4.2.4. Tái cấu trúc tài chính phải đảm bảo sự phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp	153
4.3. GIẢI PHÁP TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY TẠI VIỆT NAM	154

4.3.1. Nhóm giải pháp trực tiếp.....	154
4.3.2. Nhóm giải pháp hỗ trợ.....	174
4.4. KHUYẾN NGHỊ ĐỐI VỚI NHÀ NƯỚC.....	181
4.4.1. Khuyến nghị về công tác quy hoạch ngành xi măng.....	181
4.4.2. Khuyến nghị về công tác hỗ trợ vốn	183
4.4.3. Khuyến nghị về công tác thị trường tiêu thụ.....	184
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4.....	186
KẾT LUẬN	187
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN.....	189
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	190
PHỤ LỤC	196

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

DH	Dài hạn
DN	Doanh nghiệp
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước
DNXM	Doanh nghiệp xi măng
ERP	Phân bù rủi ro cổ phần
FEM	Mô hình các nhân tố ảnh hưởng cố định
KT - XH	Kinh tế - Xã hội
LTD	Hệ số nợ dài hạn
NCS	Nghiên cứu sinh
NH	Ngắn hạn
REM	Mô hình các nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên
STD	Hệ số nợ ngắn hạn
TD	Hệ số nợ phải trả
TP	Thành phố
TSCĐ	Tài sản cố định
TSLĐ	Tài sản lưu động
TW	Trung ương
WACC	Chi phí sử dụng vốn bình quân

DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng	Tên bảng	Trang
1.1	Thống kê mô tả các biến nghiên cứu	28
3.1	Tình hình tăng, giảm vốn đầu tư của chủ sở hữu các DNXMNY	110
3.2	Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu và phạm vi huy động vốn	119
3.3	Xu thế tác động của cấu trúc tài chính đến ROE	120
3.4	Tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán	124
3.5	Tác động của cấu trúc tài chính đến ROA	125
3.6	Tác động của cấu trúc tài chính đến WACC	127
3.7	Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu	128
3.8	Hệ số beta điều chỉnh của các nhân tố ảnh hưởng đến LTD, STD	129
3.9	Hệ số beta điều chỉnh của các nhân tố ảnh hưởng đến NVTX	131
3.10	Hệ số beta điều chỉnh của các nhân tố ảnh hưởng đến NVBN	132
4.1	Nhu cầu xi măng dự kiến	151
4.2	Ước tính lãi suất phi rủi ro năm 2015	157
4.3	Cấu trúc tài chính theo giá trị thị trường của BCC năm 2015	158
4.4	Chi phí sử dụng vốn cổ phần tại mỗi mức cấu trúc tài chính	159
4.5	Chi phí sử dụng nợ vay tại mỗi mức cấu trúc tài chính	160
4.6	Chi phí sử dụng vốn bình quân tại mỗi mức cấu trúc tài chính	160
4.7	Cấu trúc tài chính mục tiêu với mỗi mức giá thị trường của cổ phiếu	161
4.8	Cấu trúc tài chính với hệ số beta của cổ phiếu	162
4.9	Cấu trúc tài chính mục tiêu của doanh nghiệp xi măng niêm yết	162
4.10	Cấu trúc tài chính theo giá trị thị trường và cấu trúc tài chính mục tiêu	163
4.11	Chỉ tiêu ROIC của doanh nghiệp xi măng	172
4.12	Hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư của DNXMNY	173

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ

Hình vẽ	Tên hình vẽ, đồ thị	Trang
2.1	Cấu trúc tài chính doanh nghiệp	38
2.2	Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu	38
2.3	Cấu trúc tài chính theo thời gian huy động vốn	44
2.4	Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) theo hệ số nợ	55
2.5	Tác động của thuế và chi phí kiệt quệ tài chính đến giá trị công ty	60
3.1	Quy mô kinh doanh của DNXMNY giai đoạn 2009 – 2015	95
3.2	Cấu trúc tài sản của DNXM theo thời hạn và tính chất sử dụng TS	96
3.3	Khả năng thanh toán của các DNXMNY giai đoạn 2009 - 2015	98
3.4	Hiệu suất hoạt động của DNXMNY giai đoạn 2009 - 2015	99
3.5	Vòng quay tổng TS của DNXM theo quy mô TS và tỷ lệ SHNN	99
3.6	Hiệu quả hoạt động của DNXMNY giai đoạn 2009 - 2015	101
3.7	Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu	102
3.8	Hệ số nợ theo quy mô tài sản và tỷ lệ SHNN	103
3.9	Cấu trúc nợ theo thời gian sử dụng nợ	104
3.10	Cấu trúc nợ theo tính chất phải trả chi phí	106
3.11	Cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu	109
3.12	Cấu trúc tài chính của các DNXMNY	112
3.13	Cấu trúc nguồn vốn theo thời gian huy động và sử dụng vốn	113
3.14	Cấu trúc nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn	115
3.15	Sự cân bằng tài chính của các DNXMNY	117
3.16	Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với khả năng thanh toán	120
3.17	Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với chi phí sử dụng vốn	121

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Trong nền kinh tế thị trường, cấu trúc tài chính là một vấn đề hết sức quan trọng đối với mỗi doanh nghiệp. Cấu trúc tài chính là yếu tố ảnh hưởng rất lớn đến chi phí sử dụng vốn, rủi ro tài chính, thu nhập trên vốn chủ sở hữu và giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, không phải bất kỳ doanh nghiệp nào cũng có thể xác định được cho mình ngay từ đầu một cấu trúc tài chính hợp lý nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Thậm chí, với cấu trúc tài chính hợp lý đã được xây dựng thì theo thời gian cấu trúc tài chính đó cũng không phải là bất biến. Trong quá trình hoạt động kinh doanh, do nhiều nguyên nhân khác nhau dẫn đến sự biến động của các yếu tố bên trong và yếu tố bên ngoài doanh nghiệp, đòi hỏi phải tái cấu trúc tài chính cho phù hợp với sự phát triển của doanh nghiệp trong mỗi giai đoạn và phù hợp với những thay đổi của môi trường kinh doanh nhằm cân bằng giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời, hướng đến tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Tái cấu trúc tài chính là yêu cầu khách quan và có vai trò rất quan trọng trong quá trình phát triển đối với mọi doanh nghiệp.

Xi măng là một thành phần chủ yếu của bê tông, giữ cát và sỏi với nhau để tạo nên chất kết dính trơ. Xi măng là một loại vật liệu xây dựng quan trọng, có vai trò trong việc đáp ứng các nhu cầu của xã hội về xây dựng nhà cửa và cơ sở hạ tầng như cầu, đường, các công trình trường học và bệnh viện, rất cần thiết để hỗ trợ sự phát triển bền vững của mỗi quốc gia. Như vậy, các doanh nghiệp xi măng thuộc ngành công nghiệp vật liệu xây dựng đang giữ vai trò hết sức quan trọng đối với sự nghiệp xây dựng và phát triển đất nước. Sự phát triển của các doanh nghiệp xi măng là một trong những yếu tố đảm bảo cho việc thực hiện các chỉ tiêu xây dựng cơ bản và tăng trưởng kinh tế của đất nước.

Trong những năm qua, nhu cầu phát triển về xây dựng nhà ở, cầu cống, kiến trúc hạ tầng là rất lớn, đòi hỏi sự đáp ứng kịp thời nguyên liệu xi măng cho sự phát triển này. Các doanh nghiệp ngành xi măng Việt Nam đã có giai đoạn phát triển nhanh chóng, quy mô doanh nghiệp gia tăng, phạm vi hoạt động rộng, lĩnh vực kinh doanh đa

dạng nhằm đáp ứng nhu cầu xi măng cho sự phát triển và dành một phần cho xuất khẩu. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, ngành xây dựng và bất động sản ở Việt Nam đã có sự suy giảm đáng kể, môi trường kinh doanh đã có những thay đổi cơ bản, thị trường tiêu thụ của hầu hết các doanh nghiệp xi măng không còn nguyên vẹn, tình hình sản xuất xi măng ở Việt Nam hiện nay đang đứng trước thực trạng cung vượt quá cầu, chi phí và giá thành sản xuất không ngừng tăng lên, nhiều doanh nghiệp ngành xi măng đứng trước nguy cơ phá sản bởi hàng tồn kho cao, nợ phải trả lớn, nhất là những doanh nghiệp còn đang trong thời gian xây dựng nhà máy, mới hoạt động. Bên cạnh đó, còn nhiều doanh nghiệp ngành xi măng vẫn sử dụng công nghệ cũ, năng suất thấp, tiêu tốn nhiều nguyên liệu và năng lượng, đòi hỏi phải có sự thay đổi công nghệ sản xuất mới, chuyên môn hóa sản xuất và quản lý cao hơn. Nguyên nhân dẫn đến tình trạng trên có nhiều, ngoài áp lực bởi khó khăn kinh tế còn có một lý do không thể chối bỏ là sự yếu kém nội tại của doanh nghiệp sản xuất xi măng Việt Nam, trong đó phải kể đến sự bất hợp lý trong cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng.

Trước thực trạng này, nhằm nâng cao năng lực hoạt động, hiệu quả sản xuất kinh doanh, sức cạnh tranh của doanh nghiệp ngành xi măng; lành mạnh hóa và nâng cao năng lực tài chính, đảm bảo cấu trúc tài sản và cấu trúc tài chính hợp lý cho sự phát triển bền vững của từng doanh nghiệp, cần sớm có phương án tái cấu trúc doanh nghiệp ngành xi măng, trong đó tái cấu trúc tài chính là điều kiện tiên quyết cho quá trình tái cấu trúc bền vững, cần tích cực nghiên cứu và triển khai. Chính vì vậy, việc nghiên cứu đề tài “*Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam*” là vấn đề thiết thực có ý nghĩa khoa học và thực tiễn, giúp cho các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam đánh giá đúng thực trạng cấu trúc tài chính để có giải pháp khắc phục yếu kém tồn tại, tăng cường tính hiệu quả, tính cạnh tranh, năng lực tài chính của các doanh nghiệp ngành xi măng.

2. Mục tiêu nghiên cứu

Dựa trên kết quả khảo sát về hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam và hệ thống lý luận về cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Mục tiêu cơ bản của luận án là giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng

niêm yết tại Việt Nam nhằm nâng cao năng lực hoạt động, hiệu quả sản xuất kinh doanh, sức cạnh tranh, tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp xi măng.

Từ mục tiêu cơ bản trên, mục tiêu nghiên cứu cụ thể được xác định như sau:

- Phân tích cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính doanh nghiệp
- Phân tích thực trạng cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.
- Phân tích tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.
- Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.
- Đề xuất các quan điểm và giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Xuất phát từ mục đích nghiên cứu, luận án hướng tới việc tập trung giải quyết các câu hỏi sau:

- + Cấu trúc tài chính là gì?
- + Thực trạng cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam?
- + Tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam?
- + Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam?
- + Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam?

3. Đối tượng và Phạm vi nghiên cứu

Để thực hiện được mục tiêu nghiên cứu và giải quyết được các câu hỏi nghiên cứu đặt ra, luận án xác định đối tượng và phạm vi nghiên cứu như sau:

Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án là cấu trúc tài chính doanh nghiệp.

Phạm vi nghiên cứu

+ Về nội dung: Luận án tập trung nghiên cứu vấn đề liên quan đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp với các nội dung cụ thể lý luận cơ bản về cấu trúc tài chính doanh

ng nghiệp; tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro và giá trị doanh nghiệp, nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp, giải pháp tái cấu trúc doanh nghiệp....

+ Về thời gian: Luận án tập trung nghiên cứu cấu trúc tài chính doanh nghiệp sản xuất xi măng niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ 2009 – 2015

+ Về không gian: Luận án tập trung nghiên cứu điển hình về cấu trúc tài chính của 15 doanh nghiệp sản xuất xi măng niêm yết tại Việt Nam.

4. Bố cục của luận án

Luận án với tên gọi “*Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam*”. Nội dung của luận án ngoài phần mở đầu, danh mục chữ viết tắt, danh mục sơ đồ, bảng biểu, danh mục tài liệu tham khảo, phụ lục, bao gồm 4 chương:

Chương 1: Tổng quan về vấn đề nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Chương 3: Thực trạng cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Chương 4: Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN VỀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.1. TỔNG QUAN VỀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

Nhằm đưa ra cách nhìn tổng quan đến quá trình nghiên cứu, các khía cạnh liên quan đến luận án. Việc nghiên cứu và phân tích rõ các nghiên cứu trong nước và ngoài nước sẽ giúp cho tác giả tìm ra được những ý tưởng mới để triển khai, bổ sung thêm cho tính cấp thiết của đề tài.

1.1.1. Tình hình nghiên cứu trong nước

Từ năm 2009 đến nay, đã có nhiều bài báo, tạp chí và công trình nghiên cứu trong nước về cấu trúc tài chính, một số bài viết nổi bật như

1.1.1.1. Các bài báo khoa học

(1) Bài viết: “Bàn về tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp” – Tác giả Hoàng Tùng (2012), Tạp chí Ngân hàng số 09, Trang 53 – 56. [30]

Bài viết đề cập đến vấn đề tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp trong quá trình tái cấu trúc nền kinh tế theo chủ trương của Chính phủ. Những áp lực của việc tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xuất phát từ những áp lực bên ngoài và bên trong doanh nghiệp. Đối với những áp lực bên ngoài, doanh nghiệp tái cấu trúc để thích nghi với môi trường kinh doanh đã có những thay đổi về cơ bản. Đối với những áp lực bên trong, doanh nghiệp tiến hành tái cấu trúc để phù hợp với quy mô tăng trưởng, sự phát triển của doanh nghiệp. Bài viết cũng đã chỉ ra những dấu hiệu cần đặt ra vấn đề tái cấu trúc theo 3 nhóm chính, đó là những biểu hiện có ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động, những biểu hiện không liên quan trực tiếp và những biểu hiện rất khó phát hiện. Trên cơ sở đó, tác giả bài viết đã trình bày hai nội dung quan trọng và liên quan trực tiếp đến tái cấu trúc tài chính là tái cấu trúc nguồn vốn và tái cấu trúc nợ. Những phân tích trong bài viết dựa trên cơ sở lý thuyết cho các doanh nghiệp chung, chưa thực hiện đánh giá cho các ngành nghề kinh doanh khác nhau và kiểm chứng cụ thể.

(2) Bài viết “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh- Sử dụng phương pháp FEM, REM” – Tác giả Th.S Lê Phương Dung, Đặng Thị Hồng Giang (2013), Tạp chí Kinh tế và phát triển, số 187, trang 57-65. [7]

Bài viết trình bày cơ sở lý thuyết về cấu trúc tài chính và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như quy mô kinh doanh, cơ cấu tài sản, hiệu quả kinh doanh, tốc độ tăng trưởng, rủi ro kinh doanh và tính thanh khoản. Bài viết đã sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính từ năm 2008 – 2011 của 20 doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp này. Với cách tiếp cận theo phương pháp: Mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh bao gồm quy mô doanh nghiệp, hiệu quả kinh doanh, tốc độ tăng trưởng và tính thanh khoản. Như vậy, bài viết chỉ dừng lại phân tích cấu trúc tài chính, các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh mà chưa đưa ra được cơ sở lý luận về tái cấu trúc tài chính, giải pháp tái cấu trúc tài chính cho doanh nghiệp.

(3) Bài viết “Tái cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp nhà nước” – Tác giả Lê Trung Dũng (2013). Tạp chí Nghiên cứu tài chính kế toán - Số 1, Trang 46- 49. [6]

Trước các khó khăn của doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là doanh nghiệp nhà nước như tình trạng kinh doanh thua lỗ, nợ nần và có dấu hiệu rõ ràng của tình trạng mất khả năng thanh toán, việc thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong việc đẩy lùi tình trạng mất khả năng thanh toán, thiết lập lại cấu trúc vốn vững mạnh. Bài viết chỉ ra tái cấu trúc tài chính là điều kiện tiên quyết cho sự thành công của quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp. Việc thực hiện tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp nhà nước cần tiến hành cho từng đối loại hình doanh nghiệp nhà nước như đối với DNNN kinh doanh thua lỗ kéo dài, DNNN tăng trưởng quá nhanh và DNNN cần thay đổi cấu trúc kinh doanh, hoặc mua bán, sáp nhập. Để thực hiện tái cấu trúc tài chính DNNN, tác giả bài viết đề xuất DNNN cần rà soát lại nhu cầu vốn, cắt giảm các khoản vay đất đỏ; DNNN cần đánh giá lại hoạt động, sắp xếp lại quy trình sản xuất kinh doanh; giải quyết dứt điểm các khoản nợ phải thu tồn đọng trong quá khứ; nâng cao hiệu quả sử dụng vốn; và khai thác nguồn vốn bên ngoài từ nhiều kênh khác nhau. Như vậy, bài viết tập trung phân tích trên góc độ lý thuyết về tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp nhà nước, chưa có sự phân tích định lượng cơ bản, sâu sắc hơn về phương pháp, nội

dung, hình thức, chiến lược để tái cấu trúc tài chính cho DNNN, đặc biệt là những tập đoàn kinh tế, ngành nghề kinh doanh cụ thể của DNNN.

1.1.1.2. Các luận án tiến sĩ

(1) Luận án tiến sĩ “ Tái cấu trúc tài chính ở các doanh nghiệp nhằm thu hút và sử dụng hiệu quả vốn đầu tư” – Tác giả Nguyễn Thị Uyên Uyên (2002). [32]

Luận án đã có những đóng góp cơ bản sau:

Thứ nhất, Luận án đã trình bày và phân tích có hệ thống các vấn đề lý luận thuộc phạm vi cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp, giúp cho nhà quản trị tài chính thấy được tầm quan trọng của tái cấu trúc tài chính, sự kết hợp của các nguồn tài trợ nhằm góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp. Luận án cũng trình bày kinh nghiệm xác lập cấu trúc tài chính và các hình thức tái cấu trúc tài chính ở các doanh nghiệp trên thế giới như Mỹ, Canada, Anh, Pháp, Đức và Nhật. Các nhà kinh doanh tại các nước này khi tìm nguồn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình thường dựa vào các định chế tài chính trung gian. Riêng Đức và Nhật, thì vốn vay từ các trung gian tài chính là rất lớn. Tác giả cũng trình bày kinh nghiệm tái cấu trúc tài chính của DNNN trên thế giới.

Thứ hai, luận án đã phân tích thực trạng tái cấu trúc kinh tế Việt Nam, thực trạng cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính ở các doanh nghiệp nước ta trong giai đoạn 1991 – 2000 qua đó có thể thấy quá trình này đã có những chuyển biến tích cực, đồng thời cũng chỉ ra những tồn tại, thiếu sót như cơ cấu kinh tế chuyển dịch chậm, chưa có chuyển biến đáng kể trong việc đổi mới và phát triển DNNN, công nghệ lạc hậu, đầu tư dàn trải dẫn đến vốn và tài sản của Nhà nước bị sử dụng lãng phí, hiệu quả kinh doanh thấp; các doanh nghiệp Việt Nam chưa thực sự quan tâm đến việc xây dựng cấu trúc tài chính hợp lý cũng như chưa chú trọng đến quá trình tái cấu trúc tài chính; tình hình huy động và sử dụng vốn của các doanh nghiệp Việt Nam chưa cao. Luận án cũng đã chỉ ra nguyên nhân của hiện trạng trên là do Việt Nam thiếu cơ sở hạ tầng thị trường hiệu quả và chưa có hệ thống các phương pháp định giá khoa học, cơ chế quản lý tài chính của doanh nghiệp chưa cao dẫn đến sự bất hợp lý trong việc xác lập cấu trúc tài chính doanh nghiệp.

Thứ ba, luận án đưa ra giải pháp như sau: (1) Giải pháp mang tính chất định hướng về tái cấu trúc tài chính cho các doanh nghiệp Việt Nam trong xu thế hội nhập

kinh tế quốc tế như cần xây dựng mô hình cấu trúc tài chính hợp lý cho các doanh nghiệp Việt Nam tương ứng với từng giai đoạn phát triển doanh nghiệp là khởi sự, tăng trưởng và suy thoái; (2) Giải pháp tái cấu trúc các yếu tố tài chính làm gia tăng giá trị cho các doanh nghiệp Việt Nam trong xu thế hội nhập kinh tế quốc tế.

Những điểm chưa đề cập của luận án

Một là, tác giả mới chỉ ra các phương hướng thực hiện tái cấu trúc tài chính cho DNNN với các mô hình tương ứng với từng giai đoạn phát triển về mặt định hướng và lý luận. Luận án chưa chỉ ra và phân tích rõ cấu trúc tài chính của DNNN hiện hành là như thế nào, phù hợp hay không phù hợp. Mô hình cấu trúc tài chính cần cho DNNN trong giai đoạn nghiên cứu là như thế nào, con đường nào đạt được cấu trúc tài chính đó.

Hai là, luận án chưa sử dụng các phương pháp phân tích định lượng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNNN làm căn cứ thực hiện tái cấu trúc tài chính.

Ba là, đặc điểm ngành nghề kinh doanh là nhân tố ảnh hưởng rất lớn đến công tác tổ chức tài chính của doanh nghiệp. Luận án phân tích các DNNN nói chung, bao gồm nhiều ngành nghề khác nhau. Do đó, chưa phân tích cấu trúc tài chính, tái cấu trúc tài chính của từng ngành khác nhau.

(2) Luận án tiến sĩ “Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hiện nay” – Tác giả Trần Thị Thanh Tú (2006). [29]

Luận án đã có những đóng góp cơ bản sau:

Thứ nhất, luận án nghiên cứu những vấn đề cơ bản về cơ cấu của doanh nghiệp như những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, căn cứ lý thuyết và mô hình thiết lập cơ cấu vốn tối ưu. Luận án tập trung nghiên cứu mô hình được sử dụng rộng rãi nhất do hai nhà kinh tế học là Franco Modigliani và Merton Miller đề xuất, phân tích tác động của thuế và chi phí vốn đến sự thay đổi của cơ cấu vốn. Tác giả cũng trình bày căn cứ lý thuyết về các mô hình kinh tế lượng ứng dụng trong xây dựng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp trên thế giới như mô hình nghiên cứu tác động của thuế đến cơ cấu vốn, mô hình nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu tài sản và cơ cấu vốn.

Thứ hai, dựa trên bộ số liệu điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước của Cục tài chính doanh nghiệp – Bộ tài chính năm 2003 và dự báo năm 2004, 2005. Cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước sẽ được tiến hành phân tích theo dòng thời gian, đồng

thời phân tích ảnh hưởng của các ngành theo các lĩnh vực công nghiệp, nông nghiệp, thủy sản, giao thông, thương mại dịch vụ và xây dựng. Các yếu tố như chi phí vốn, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, chi phí vốn trung bình, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu cũng được tác giả phân tích, đánh giá, xem xét tác động của các nhân tố này đến sự thay đổi cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước. Trên cơ sở đó, tác giả chỉ ra những hạn chế trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước là chưa có kế hoạch xây dựng cơ cấu vốn tối ưu, căn cứ xây dựng cơ cấu vốn tối ưu chưa chính xác; Khả năng huy động nợ bằng phát hành trái phiếu còn hạn chế; Vốn ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn; Chưa quan tâm đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính; Tỷ lệ vốn vay dài hạn ngân hàng thấp, chưa tương xứng với quy mô đầu tư của các doanh nghiệp; Không có khả năng ứng dụng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam. Luận án cũng đã trình bày kinh nghiệm đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước Trung Quốc và đưa ra bài học đối với Việt Nam như bài học về cải cách quyền sở hữu, về tái cơ cấu nợ.

Thứ ba, tác giả luận án đã xây dựng mô hình xây dựng cơ cấu vốn tối ưu với trường hợp của Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1 (CIENCO 1). Trên cơ sở đó, tác giả đã đưa ra các giải pháp hoàn thiện các điều kiện xây dựng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn của DNNN Việt Nam hiện nay Bổ sung các biến còn thiếu trong mô hình như chi phí vốn chủ sở hữu, hệ số rủi ro ngành, yếu tố quản lý, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.

Hệ thống các giải pháp định tính trong nghiên cứu cơ cấu vốn của DNNN cũng được tác giả đề xuất như đổi mới nhận thức của nhà quản trị DNNN; Xác lập chính xác cơ sở thiết lập cơ cấu vốn tối ưu; Đa dạng hóa các kênh huy động nợ dài hạn; Nâng cao trình độ quản lý và Cải thiện cơ sở vật chất kỹ thuật phục vụ quản lý.

Những điểm chưa đề cập của luận án

Một là, cơ cấu vốn của doanh nghiệp phải phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp phát triển trong các giai đoạn khác nhau của chu kỳ sống như tăng trưởng, phát triển và suy thoái thì cơ cấu vốn cũng phải thay đổi phù hợp với chu kỳ phát triển của doanh nghiệp. Luận án chưa xây dựng được những kịch bản về cơ cấu vốn tương ứng với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó đưa ra giải pháp cho từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp nhà nước.

Hai là, luận án đã đưa ra giải pháp định lượng và định tính đổi mới cơ cấu vốn DNNN và cho rằng yếu tố ngành kinh doanh có mối quan hệ với cơ cấu vốn. Nhưng từng ngành kinh doanh đó có tác động như thế nào, cơ cấu vốn của nó bao nhiêu là hợp lý thì luận án chưa đề cập tới.

(3) Luận án tiến sĩ “Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp Nhà nước trong điều kiện Việt Nam hiện nay” – Tác giả Đoàn Hương Quỳnh (2010). [18]

Luận án đã có những đóng góp cơ bản sau:

Thứ nhất, tác giả đã tổng kết được những vấn đề lý luận về vốn, nguồn vốn và cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro và tỷ suất sinh lời, khả năng thanh toán, chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Trên cơ sở lý luận cơ bản về cơ cấu nguồn vốn, tác giả đã tổng hợp các mô hình lý thuyết cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp, bao gồm lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu, lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng; Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn trong hai trường hợp có thuế và không có thuế; Lý thuyết tĩnh về cơ cấu nguồn vốn và Lý thuyết trật tự phân hạng. Luận án cũng chỉ ra rằng tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường là rất cần thiết. Tác giả đã đúng khi chỉ ra nguyên nhân cần phải tái cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp là kinh doanh thua lỗ kéo dài, tăng trưởng quá nhanh, do thay đổi cơ cấu kinh doanh hoặc sáp nhập doanh nghiệp, do thái độ của nhà quản lý ... Tuy nhiên, khi thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp cần phải tuân thủ 5 nguyên tắc cơ bản và phải đặt trong điều kiện cụ thể về đặc điểm nền kinh tế, đặc điểm ngành nghề kinh doanh và đặc điểm của doanh nghiệp...

Thứ hai, Thông qua việc điều tra 104 DNNN trong giai đoạn 2005 -2007, cùng các số liệu thống kê khác, luận án đã đánh giá cơ cấu nguồn vốn của DNNN từ góc độ chủ sở hữu doanh nghiệp, quy mô kinh doanh và ngành nghề kinh doanh, phân tích và làm rõ thực trạng hiệu quả hoạt động kinh doanh và thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNNN Việt Nam. Qua đó chỉ ra rằng phần lớn DNNN có hiệu quả hoạt động kinh doanh còn thấp, cơ cấu nguồn vốn bị mất cân đối khá nghiêm trọng, chưa quan tâm đến tái cơ cấu nguồn vốn theo quy mô, ngành nghề kinh doanh và trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp, sử dụng nguồn tài trợ ngắn hạn quá mức ... Tác giả chỉ ra nguyên nhân cơ bản của tình trạng trên là những bất cập về cơ chế quản lý tài chính doanh nghiệp của Nhà nước; năng lực quản lý tài chính và tầm nhìn chiến lược của

nhà quản trị tài chính DNNN; đặc biệt là nguyên nhân xuất phát từ tư tưởng dựa dẫm, ý lại vào sự bao cấp, hỗ trợ từ phía Nhà nước của các DNNN còn lớn. Điều này đã tạo thành thói quen, làm bào mòn hiệu quả kinh doanh và đẩy nhiều DNNN rơi vào tình trạng khó khăn về mặt tài chính, thua lỗ kéo dài.

Thứ ba, luận án đã sử dụng mô hình kinh tế lượng với 104 quan sát DNNN đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của DNNN trong thời gian 2005 – 2007. Kết quả nghiên cứu cho thấy, cơ cấu nguồn vốn của DNNN Việt Nam phù hợp với lý thuyết tĩnh về cơ cấu nguồn vốn. Lý thuyết trật tự phân hạng được đề cập đến trong cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp quan sát nhưng không có nghĩa thống kê. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty nhà nước đang niêm yết trên TTCK sử dụng ít nợ vay dài hạn, nguồn tài trợ phụ thuộc nhiều vào vốn chủ sở hữu, vay ngắn hạn ngân hàng và các khoản tín dụng thương mại. Chi phí sử dụng vốn chưa được tác giả đề cập trong mô hình. Từ những nhận định trên, tác giả đã khẳng định cơ cấu nguồn vốn của DNNN Việt Nam chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố chủ yếu là từ bản thân doanh nghiệp, mặt khác nó cũng chịu ảnh hưởng của môi trường thể chế. Nhận định này của tác giả là hợp lý bởi vì bản thân DNNN phải tự chủ, tự chịu trách nhiệm về hiệu quả sử dụng vốn và kết quả kinh doanh, tuy nhiên những bất cập về cơ chế quản lý tài chính của Nhà nước còn nhiều bất cập, tạo khoảng trống để DNNN có tư tưởng dựa dẫm vào sự bao cấp, hỗ trợ từ Nhà nước.

Thứ tư, bằng việc tìm hiểu kinh nghiệm về tái cơ cấu nguồn vốn DNNN của một số nước như Trung Quốc, Nhật Bản. Luận án đã rút ra những bài học kinh nghiệm cho Việt Nam như cần phát triển thị trường tài chính, đẩy nhanh tiến trình thoái vốn, giảm vốn nhà nước trên cơ sở lộ trình hội nhập WTO, giảm dần sự can thiệp của Chính phủ, tạo điều kiện cho DN chủ động hơn trong việc huy động và tái cơ cấu nguồn vốn.

Thứ năm, luận án đã chỉ ra các mục tiêu và quan điểm để tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN trong giai đoạn 2005 – 2007, làm rõ các quan điểm cần được quán triệt khi tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN. Qua đó, tác giả luận án đã đề xuất các giải pháp nhằm tái cơ cấu nguồn vốn của các DNNN. Trong đó, đáng chú ý là các giải pháp xác định hợp lý chi phí sử dụng vốn theo nguyên tắc thị trường; Thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN theo quy mô và ngành kinh doanh hoặc trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp ... Gắn thực hiện các giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của

DNNN với việc thực hiện giải pháp về cơ chế, chính sách, đào tạo nguồn nhân lực ... tạo môi trường kinh doanh ổn định, minh bạch, bình đẳng giữa các thành phần kinh tế. Từ đó, giúp cho các DNNN có thể thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn một cách có hiệu quả. Những giải pháp được nêu tuy không hoàn toàn mới nhưng có cơ sở lý luận và căn cứ thực tiễn tin cậy nên có giá trị khoa học cho các nhà quản trị và nhà hoạch định chính sách.

Những điểm chưa đề cập của luận án

Một là, đối tượng nghiên cứu của luận án là tái cơ cấu nguồn vốn DNNN, tác giả đã chỉ ra rằng việc thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN theo quy mô và ngành kinh doanh hoặc trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn cho từng ngành, từng giai đoạn phát triển cụ thể như thế nào thì tác giả chưa đề cập đến.

Hai là, nếu đứng trên góc độ DNNN thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn thì các giải pháp phải đứng trên góc độ DNNN. Tuy nhiên, giải pháp mà tác giả đưa ra từ mục 3.3.4 đến 3.3.8 lại đứng trên góc độ Nhà nước. Như vậy, thực chất các giải pháp này là kiến nghị đối với Nhà nước để quá trình tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN thuận lợi hơn.

1.1.1.3. Các luận văn thạc sĩ

(1) Luận văn thạc sĩ “ Giải pháp tái cấu trúc tài chính ngân hàng thương mại Việt Nam sau khủng hoảng kinh tế 2008 ” – Tác giả Nguyễn Thị Ánh Tuyết (2012), Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh [31]. Luận văn đã có những điểm nổi bật cơ bản sau:

Thứ nhất, luận văn đã trình bày những vấn đề lý thuyết liên quan đến cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính ngân hàng. Đồng thời chỉ ra sự khác biệt của cấu trúc tài chính ngân hàng với cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Tác giả luận văn chỉ ra nguyên nhân phải tái cấu trúc tài chính ngân hàng như tái cấu trúc tài chính do chính áp lực của ngân hàng, tái cấu trúc để phù hợp với quy mô tăng trưởng và phát triển của ngân hàng; tái cấu trúc do áp lực bên ngoài của nền kinh tế. Những lợi ích của tái cấu trúc tài chính ngân hàng cũng được tác giả luận văn đề cập đến. Sau khủng hoảng kinh tế, vấn đề tái cấu trúc tài chính ngân hàng là rất cần thiết để xây dựng cấu trúc tài chính hợp lý giúp ngân hàng vượt qua thời kỳ khó khăn.

Thứ hai, căn cứ vào quy mô tác giả luận văn đã phân hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam thành 3 nhóm và chọn 3 ngân hàng VCB, ACB, NVB là đại

diện cho mỗi nhóm nghiên cứu cấu trúc tài chính của hệ thống ngân hàng Việt Nam trong thời gian từ năm 2009 đến quý 3 năm 2012. Tác giả luận văn đã thực hiện phân tích cấu trúc nguồn vốn và cấu trúc tài sản và rút ra những nhận định về cấu trúc tài chính của hệ thống ngân hàng Việt Nam như chịu tác động lớn bởi hệ thống chính sách, quy định của Ngân hàng nhà nước; Cơ cấu tài chính chưa tối ưu, tỷ lệ nợ chiếm cao hơn 90%; Việc tăng vốn chủ sở hữu gặp nhiều khó khăn do cổ đông còn ngại bị phân quyền kiểm soát và điều hành; Quản lý rủi ro còn kém... Tác giả luận văn chưa thực hiện phân tích thực trạng tái cấu trúc tài chính của hệ thống ngân hàng Việt Nam.

Thứ ba, để cải thiện cấu trúc tài chính nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động sau khủng hoảng kinh tế 2008, tác giả luận văn chỉ ra giải pháp tái cấu trúc tài chính của hệ thống ngân hàng Việt Nam trên hai khía cạnh, đó là (1) tái cấu trúc nguồn vốn với giải pháp cụ thể cần tăng cường huy động vốn từ dân cư, áp dụng tỷ lệ chia cổ tức cho phù hợp, thực hiện mua bán, hợp nhất và sáp nhập. (2) tái cấu trúc tài sản với các giải pháp như đánh giá lại chất lượng các khoản cho vay, hạn chế tăng trưởng tín dụng trung và dài hạn, định hướng lựa chọn đối tượng khách hàng mục tiêu.

(2) Luận văn thạc sỹ “Tái cấu trúc tài chính cho các công ty niêm yết ngành sản xuất công nghiệp ở Việt Nam” – Tác giả Nguyễn Thị Hải Hằng (2009), Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh [11]. Luận văn đã có những điểm nổi bật cơ bản sau:

Thứ nhất, luận văn đã trình bày những vấn đề lý thuyết liên quan đến cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính như lý thuyết của Franco Modigliani và Merton Miller (M&M), lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu (Static Trade – Off Theory). Luận văn nêu tổng quan về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của một số tác giả trong và ngoài nước đã nghiên cứu trong thời gian qua, bao gồm các chỉ tiêu như khả năng thanh toán, quy mô của công ty, khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng, rủi ro tài chính... Mục đích nghiên cứu của luận văn nhằm xác định sự ảnh hưởng của các nhân tố đến cấu trúc tài chính, làm cơ sở hoạch định chính sách tài chính hợp lý, tái cấu trúc tài chính công ty hướng đến gia tăng giá trị công ty. Những nguyên tắc cơ bản để hoạch định cấu trúc tài chính của công ty cũng được tác giả luận văn đề cập đến. Tuy nhiên, lý luận cơ bản về tái cấu trúc tài chính không được tác giả luận văn đề cập đến tương xứng.

Thứ hai, với số liệu điều tra 27 công ty ngành sản xuất công nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2005 – 2008, tác giả luận văn đã phân tích thực trạng hiệu quả hoạt động của ngành sản xuất công nghiệp và xây dựng mô hình hồi quy tuyến tính bội với tỷ số nợ (D/A) là 108 mẫu nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các công ty ngành sản xuất công nghiệp niêm yết. Kết quả cho thấy các nhân tố quy mô công ty, cơ hội tăng trưởng, rủi ro tài chính, lãi suất vay bình quân và thuế thu nhập doanh nghiệp không có ảnh hưởng đến tỷ số nợ; các nhân tố như khả năng thanh toán, khả năng sinh lời có quan hệ nghịch chiều với tỷ số nợ; các nhân tố khả năng hoạt động, tỷ số nợ trên vốn cổ phần có quan hệ thuận chiều với tỷ số nợ.

Thứ ba, tác giả luận văn đã đề xuất mô hình tái cấu trúc tài chính cho các công ty niêm yết ngành sản xuất công nghiệp tương ứng với ba mô hình. Mô hình 1, tương ứng với công ty hoạt động có $ROA > r$, tái cấu trúc theo xu hướng tăng tỷ số nợ. Mô hình 2, công ty hoạt động có $r \cdot D/A < ROA < r$, tái cấu trúc tài chính theo xu hướng giảm tỷ số nợ. Ứng với mỗi mô hình, tác giả luận văn đề xuất các biện pháp thực thi đối với Nhà nước và chính bản thân công ty nhằm hỗ trợ cho việc tái cấu trúc tài chính của các công ty niêm yết ngành sản xuất công nghiệp hướng đến mục tiêu góp phần làm tăng giá trị của công ty

(3) Luận văn thạc sỹ “Tái cấu trúc tài chính nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam ” – Tác giả Lê Thị Song Hương (2009), Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh [12]. Luận văn đã có những điểm nổi bật cơ bản sau:

Thứ nhất, luận văn đã trình bày những vấn đề lý thuyết liên quan đến năng lực tài chính, năng lực cạnh tranh và vấn đề tái cấu trúc tài chính nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh cho doanh nghiệp ngành thép Việt Nam. Tác giả luận văn đã trình bày mô hình tái cấu trúc doanh nghiệp bao gồm (1) Mô hình tái cấu trúc của công ty 3M. Đây là một công ty của Mỹ đã thực hiện tái cấu trúc dựa trên 5 nguyên tắc là 6 sigma, xúc tiến, làm việc hiệu quả với các nhà cung ứng, tăng năng suất nhờ các hệ thống điện tử, kiểm soát những chi phí gián tiếp. (2) Mô hình tái cấu trúc dựa vào thực tế kinh doanh và các yếu kém của doanh nghiệp. Mô hình này chỉ ra những “triệu chứng” thường gặp nhất, khiến chủ doanh nghiệp phải thực hiện tái cấu trúc, có thể được chia thành 4 nhóm, đó là nhóm bề mặt, nhóm cận mặt, nhóm lớp giữa, nhóm lớp sâu.

Thứ hai, tác giả luận văn đã thực hiện đánh giá tổng quan về ngành thép và năng lực tài chính của các doanh nghiệp theo tiêu biểu trên các khía cạnh về quy mô vốn, hiệu quả hoạt động, đòn bẩy tài chính, khả năng sinh lời. Trên cơ sở đó, tác giả luận văn cho rằng cần tái cấu trúc tài chính đối với việc gia tăng năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp ngành thép như (1) tái cấu trúc vốn để tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và làm tăng giá trị doanh nghiệp; (2) Tái cấu trúc tài chính làm tăng khả năng cạnh tranh cho doanh nghiệp.

Thứ ba, tác giả luận văn chỉ ra giải pháp tái cấu trúc tài chính cho doanh nghiệp ngành Thép Việt Nam như (1) Ứng dụng mô hình tái cấu trúc cho doanh nghiệp ngành thép Việt Nam; (2) Đa dạng hóa các nguồn tài trợ và (3) Tái cấu trúc tài chính, bằng cách xây dựng cấu trúc tài chính cho doanh nghiệp ngành thép Việt Nam với ví dụ là Công ty cổ phần tập đoàn Hoa Sen.

Như vậy, mặc dù tên đề tài là “Tái cấu trúc tài chính nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam” nhưng những vấn đề lý luận cơ bản về tái cấu trúc tài chính, thực trạng về cấu trúc tài chính và các mô hình tái cấu trúc tài chính đã không được tác giả luận văn phân tích sâu sắc và đề cập đến.

(4) Luận văn thạc sỹ “ Cấu trúc và tái cấu trúc tài chính các Tập đoàn kinh tế ở Việt nam sau khủng hoảng tài chính toàn cầu” – Tác giả Nguyễn Thị Vân Anh (2010), Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh [2]. Luận văn đã có những điểm nổi bật cơ bản sau:

Thứ nhất, tác giả luận văn đã trình bày những vấn đề lý luận liên quan đến cấu trúc tài chính của tập đoàn kinh tế như đặc điểm, các yếu tố ảnh hưởng. Tác giả cũng trình bày khái quát nội dung cơ bản của tái cấu trúc tài chính các tập đoàn kinh tế trong bối cảnh khủng hoảng với 4 nội dung như tái cấu trúc nguồn tài trợ, xây dựng một kế hoạch tái cấu trúc tài chính bao gồm tái cấu trúc cả công ty mẹ và sắp xếp lại hệ thống quản trị ở các công ty thành viên; tái cấu cơ cấu đầu tư của công ty mẹ vào các công ty thành viên; tái cấu trúc hệ thống quản lý tài chính trong tập đoàn.

Thứ hai, tác giả luận văn đã trình bày các hoạt động tái cấu trúc tài chính của một số tập đoàn kinh tế trên thế giới trước bối cảnh khủng hoảng tài chính như các tập đoàn kinh tế Trung Quốc, Hàn Quốc, Mỹ. Từ đó đưa ra bài học về tái cấu trúc tài chính cho các tập đoàn kinh tế Việt nam như (1) Trong giai đoạn củng cố và định vị

trên thị trường, các tập đoàn kinh tế Việt nam cần thận trọng trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính, chú trọng gia tăng vốn chủ sở hữu, duy trì tỷ suất nợ trên vốn chủ sở hữu ở mức an toàn. (2) Chú ý đến đặc điểm ngành kinh doanh và tuân thủ tuân thủ nguyên tắc “tự phòng ngừa”. (3) Quan tâm đến việc củng cố, tích lũy nguồn vốn tự có...

Thứ ba, tác giả luận văn thực hiện đánh giá thực trạng cấu trúc tài chính của các Tập đoàn kinh tế Nhà nước Việt Nam và Tập đoàn kinh tế tư nhân Việt nam. Qua đó, tác giả luận văn đã chỉ ra sự khác biệt cơ bản trong cấu trúc tài chính của Tập đoàn kinh tế Nhà nước và tư nhân ở Việt Nam trên các góc độ như mô hình cấu trúc tài chính, cơ cấu nguồn tài trợ, cơ cấu đầu tư, hệ thống quản lý tài chính. Đồng thời, tác giả luận văn cũng trình bày thực trạng tái cấu trúc tài chính các tập đoàn kinh tế Việt Nam khi khủng hoảng tài chính xảy ra. Các tập đoàn kinh tế Nhà nước đã thực hiện các hoạt động cắt giảm đầu tư, điều chỉnh cấu trúc tài chính. Các tập đoàn kinh tế tư nhân đã thực hiện các hoạt động chủ động điều chỉnh cơ cấu nợ, cơ cấu hàng tồn kho, cơ cấu đầu tư, cắt giảm những ngành nghề đang kinh doanh nhiều rủi ro và dự kiến giảm doanh thu; phân tích tình hình thị trường để đầu tư có trọng điểm.

Thứ tư, trên nền tảng phân tích thực trạng cấu trúc tài chính của các tập đoàn kinh tế đã được phân tích. Tác giả luận văn đã xây dựng hai nhóm giải pháp tái cấu trúc tài chính các tập đoàn kinh tế sau khủng hoảng. Thứ nhất, nhóm giải pháp từ bên ngoài như thực hiện xây dựng mô hình tái cấu trúc tài chính cho các Tập đoàn kinh tế Việt Nam; Giải pháp liên quan đến quy định, chính sách vĩ mô của Nhà nước; Nhóm giải pháp phối hợp như thực hiện kiểm toán Nhà nước. Thứ hai, nhóm giải pháp từ phía các tập đoàn kinh tế như Xây dựng một cấu trúc tài chính mang tính “chiến lược” để đối phó với khủng hoảng và ngăn chặn nguy cơ khủng hoảng xảy ra; Thực hiện đa dạng hóa sở hữu và cổ phần hóa các tập đoàn kinh tế Nhà nước; Tăng cường công tác kiểm soát tài chính trong nội bộ tập đoàn ; Phát huy vai trò của các công ty tài chính trong tập đoàn. Tuy nhiên do hạn chế trong việc tiếp cận các nguồn số liệu và thời gian nên một số giải pháp chưa được đưa ra một cách cụ thể.

(5) Luận văn thạc sỹ “ Nghiên cứu cấu trúc tài chính của các công ty cổ phần ngành xi măng tại Việt Nam” – Tác giả Hà Thanh Bình (2012), Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh [4]. Luận văn đã có những điểm nổi bật cơ bản sau:

Thứ nhất, tác giả luận văn trình bày một số nghiên cứu và thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Cơ sở lý thuyết về cấu trúc vốn đã được tác giả luận văn đề cập đến là lý thuyết của M&M về cấu trúc của doanh nghiệp được Modigliani và Miller (M&M) đưa ra năm 1958; Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn; Lý thuyết về trật tự phân hạng và Lý thuyết về chi phí đại diện. Tác giả luận văn cũng đã chỉ ra những những bài nghiên cứu về cấu trúc tài chính – các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính trong khu vực và trên thế giới. Có thể liệt kê một số nghiên cứu như Murray Z.fran và Vindhan.Goyal (2007) “Capital structure decisions: which factor are reliably important?”; Micheal Paukender & Mitchell A.Petersen (2004) “Does the source of capital affect Capital structure?”; Trần Đình Khôi Nguyên (2006) “Capital structure in small and medium-sized Enterprises: the case of Vietnam”; Samuel G.H. Huang và Frank M. Song (2002) “The determinants of Capital Structure”. Dựa vào các nghiên cứu thực nghiệm ở trên, tác giả luận văn thực hiện mô hình hóa tổng quát các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Tác giả luận văn đã tổng hợp và chỉ ra 9 nhân tố cơ bản ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp và xây dựng mô hình phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính cho các doanh nghiệp ngành xi măng.

Thứ hai, trên nền tảng lý luận đã trình bày, tác giả luận văn đã thực hiện phân tích khái quát ngành xi măng Việt Nam. Để phân tích thực trạng cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp, tác giả luận văn sử dụng đã báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 15 doanh nghiệp ngành Xi măng Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2011. Kết quả cho thấy các doanh nghiệp khảo sát ngành xi măng, vốn chủ sở hữu trung bình chiếm 36% trong cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp, tiếp đến là nợ ngắn hạn chiếm 38%, Nợ dài hạn chiếm 26% trong cấu trúc tài chính. Tác giả luận văn cũng thực hiện kiểm định mô hình kinh tế lượng các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngành xi măng Việt Nam. Kết quả cho thấy ROA tỷ nghịch (-) với tỷ tổng nợ trên tổng tài sản; Tỷ số tài sản hữu hình trên tổng tài sản (TANG) tỷ thuận với tỷ số nợ dài hạn trên tổng tài sản; Quy mô doanh nghiệp (SIZE) tỷ nghịch với tỷ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tỷ thuận với tỷ nợ dài hạn trên tổng tài sản tài sản; Thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX) có tác động chiều với tỷ nợ dài hạn trên tổng tài sản tỷ tổng nợ trên tổng tài sản; Tính thanh khoản (LIQ) tỷ nghịch với sản với mức ý nghĩa là 5%.

(LIQ) tương quan với tỷ nợ dài hạn trên tổng tài sản tỷ tổng nợ trên tổng tài sản; Đặc điểm riêng của doanh nghiệp (UNI) tỷ lệ thuận với cấu trúc tài chính.

Thứ ba, tác giả luận văn đã ứng dụng mô hình kinh tế lượng trong việc xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp cho các doanh nghiệp ngành xi măng Việt Nam trong giai đoạn tăng trưởng là:

+ Mô hình về tỷ nợ ngắn hạn:

$$STD = 1.3020 - 0.3862 * TANG - 0.0443 * SIZE - 0.1001 * LIQ$$

+ Mô hình về tỷ nợ dài hạn

$$LTD = 0.4743 * TANG + 0.2291 * SIZE + 0.2245 * TAX + 0.0310 * LIQ + 0.7044 * UNI - 3.3951$$

+ Mô hình về tổng nợ:

$$TD = -1.49 * ROA + 0.1712 * SIZE + 0.1272 * TAX - 0.0693 * LIQ + 0.4651 * UNI - 1.6401$$

Bên cạnh những thành công, đề tài cũng còn những điểm chưa đề cập nhất định.

Một là, Nghiên cứu này chỉ phân tích các nhân tố nội tại của ngành xi măng ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Các nhân tố khác thuộc vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, triển vọng của ngành ... cũng sẽ có tác động đến việc xây dựng cấu trúc tài chính nhưng chưa được đề cập đến.

Hai là, do hạn chế về thông tin và số liệu nên chỉ đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng chỉ tiêu lợi nhuận kế toán mà chưa thể đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bằng các biến số liên quan đến giá trị thị trường của công ty. Đây cũng là một vấn đề quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp.

Ba là, chưa nghiên cứu cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp dựa trên mối quan hệ với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các biến xem xét vẫn chủ yếu là các biến số thuộc nội tại của doanh nghiệp mà chưa xem xét đến các biến số môi trường bên ngoài công ty.

(6) Luận văn thạc sỹ “ Những nhân tố tác động đến cấu trúc vốn: Trường hợp nghiên cứu các doanh nghiệp ngành công nghiệp xi măng Việt Nam” – Tác giả Phạm Hoàng Thắng (2012), Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh [21]. Luận văn đã có những điểm nổi bật cơ bản sau:

Thứ nhất, tác giả luận văn đã trình bày những vấn đề lý luận liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Tác giả luận văn tập trung trình bày các nội dung các lý thuyết về cấu trúc vốn như lý thuyết M&M về cấu trúc vốn của doanh nghiệp được Modigliani và Miller (M&M) đưa ra năm 1958; Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn; Lý thuyết về trật tự phân hạng và Lý thuyết về chi phí đại diện và lý thuyết thời điểm thị trường.

Thứ hai, tác giả luận văn cũng trình bày những nghiên cứu về cấu trúc vốn ở nước ngoài làm căn cứ đối chiếu với kết quả nghiên cứu của luận văn. Những nghiên cứu nước ngoài được tác giả tìm hiểu như (1) Nghiên cứu của Amarjit, Nahum Biger, Chenping Pai và Smita Bhutani (2008), phân tích cấu trúc vốn dựa trên 158 báo cáo tài chính của ngành công nghiệp dịch vụ Mỹ giai đoạn 2004 – 2005. (2) Nghiên cứu của Wang Mou (2011), phân tích ảnh hưởng các nhân tố tới cấu trúc vốn của 1456 doanh nghiệp Trung Quốc niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồng Kông giai đoạn 2005 – 2010. (3) Trong nghiên cứu của Zehra Reimoo (2008), phân tích cấu trúc vốn của 173 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Anh giai đoạn 1998- 2007. (4) Một nghiên cứu về cấu trúc ngành xi măng của Syed Tahir Hijazi và Yasir Bin Tariq (2006) với tiêu đề” Những nhân tố của cấu trúc vốn: Một trường hợp cho ngành công nghiệp xi măng Pakistan”. (5) Nghiên cứu phân tích cấu trúc vốn của Anifowose Mutalib (2011) về ngành xi măng của Nigeria với đề tài” Các nhân tố của cấu trúc vốn trong ngành công nghiệp xi măng: một trường hợp của các doanh nghiệp xi măng Nigeria niêm yết trên thị trường chứng khoán”

Thứ ba, dựa trên nguồn dữ liệu từ báo cáo tài chính của 22 doanh nghiệp ngành xi măng trong khoảng thời gian từ 2009 đến tháng 6 năm 2012, tác giả luận văn đã thực hiện phân tích thực trạng hoạt động kinh doanh và cấu trúc vốn của doanh nghiệp ngành công nghiệp xi măng Việt Nam và rút ra kết luận rằng các doanh nghiệp ngành công nghiệp xi măng đang gặp khó khăn về mặt tài chính.

Thứ tư, dựa trên nguồn dữ liệu là các bản báo cáo tài chính của 22 doanh nghiệp trong ngành xi măng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2011, nhưng trong thời kỳ này chỉ có 14 doanh nghiệp có đầy đủ dữ liệu. Tác giả luận văn sử dụng phần mềm Thống kê SPSS 20 để phân tích hồi quy tuyến tính, thống kê mô tả và tương quan giữa các biến với 70 quan sát với các biến phụ

thuộc (như là tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (LG); tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản (SLG) và Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản (LLG)) và các biến độc lập (như là tài sản hữu hình (TG), quy mô doanh nghiệp (SZ), cơ hội tăng trưởng (GRT), tỷ suất sinh lời (PF), thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX), đặc điểm sản phẩm (Uniqueness) và Tính thanh khoản (Liquidity). Với các mô hình hồi quy như sau:

$$LG = \beta_0 + \beta_1TG + \beta_2SZ + \beta_3GRT + \beta_4PF + \beta_5TAX + \beta_6UNI + \beta_7LIQ + \varepsilon$$

$$SLG = \beta_0 + \beta_1TG + \beta_2SZ + \beta_3GRT + \beta_4PF + \beta_5TAX + \beta_6UNI + \beta_7LIQ + \varepsilon$$

$$LLG = \beta_0 + \beta_1TG + \beta_2SZ + \beta_3GRT + \beta_4PF + \beta_5TAX + \beta_6UNI + \beta_7LIQ + \varepsilon$$

Kết quả thực hiện hồi quy cho thấy:

Biến tài sản hữu hình (TG): Không có ý nghĩa thống kê trong mối tương quan với tổng nợ, nhưng có ý nghĩa nhất trong nợ dài hạn và ý nghĩa thứ hai trong nợ ngắn hạn. Biến TG tác động ngược chiều với nợ ngắn hạn nhưng lại cùng chiều nợ dài hạn, với độ tin cậy 99% .

Quy mô doanh nghiệp (SZ): Không có ý nghĩa thống kê với nợ ngắn hạn, có tác động cùng chiều lên tổng nợ và nợ dài hạn với độ tin cậy 99% , SZ tác động mạnh nhất đến tổng nợ và thứ hai trong nợ dài hạn.

Tốc độ tăng trưởng (GRT): Chỉ có ảnh hưởng đến nợ dài hạn ở mức độ thấp nhất với độ tin cậy 95% và tác động thuận chiều với nợ dài hạn. Tốc độ tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê với tổng nợ và nợ ngắn hạn.

Khả năng sinh lợi (PF): Tác động ngược chiều đến cả ba tỷ lệ nợ (Tổng nợ, nợ ngắn hạn, nợ dài hạn). Đối với tổng nợ PF quan trọng đứng thứ hai với độ tin cậy 99%, với nợ ngắn hạn là nhân tố quan trọng thứ ba với độ tin cậy 95%, với nợ dài hạn là nhân tố quan trọng thứ ba và có độ tin cậy 99%.

Thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX): Tác động cùng chiều duy nhất lên tổng nợ và là nhân tố quan trọng đứng thứ tư trong mô hình với độ tin cậy 90%.

Biến đặc điểm sản phẩm (UNI): Là biến duy nhất không có ý nghĩa thống kê với tổng nợ, nợ ngắn hạn, nợ dài hạn. Tức là không ảnh hưởng tới cấu trúc vốn.

Tính thanh khoản (LIQ): Ảnh hưởng tới cả ba tỷ lệ nợ. Tính thanh khoản tác động ngược chiều mạnh nhất đến nợ ngắn hạn với độ tin cậy 99%. Đối với tổng nợ thì tính thanh khoản tác động cũng ngược chiều nhưng chỉ ở mức quan trọng thứ 3 với độ

tin cậy 99%. Đối với nợ dài hạn thì tác động cùng chiều với độ tin cậy 99% và quan trọng đứng thứ tư trong mô hình.

Thứ năm, dựa trên kết quả hồi quy, tác giả luận văn nhận định ngành xi măng là ngành thâm dụng vốn và có mức sử dụng đòn bẩy cao, tình trạng cung đang vượt cầu gây khó khăn và rủi ro về tài chính cho các doanh nghiệp. Do đó, tác giả luận văn đưa ra một số gợi ý nhằm hoàn thiện cấu trúc vốn các doanh nghiệp ngành công nghiệp xi măng Việt Nam như lựa chọn nguồn tài trợ hợp lý, đưa quản trị rủi ro vào các doanh nghiệp xi măng, gia tăng lợi nhuận doanh nghiệp. Đồng thời một số kiến nghị cũng được gửi đến Chính phủ trên các mặt như quản lý hành chính và tài chính.

1.1.2. Tình hình nghiên cứu ngoài nước

Trên thế giới, có khá nhiều công trình nghiên cứu về cơ cấu vốn, các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn với các mô hình kinh tế lượng được vận dụng trong từng điều kiện hoàn cảnh từng quốc gia, từng ngành nghề nhất định. Có thể kể đến một số công trình nghiên cứu đến cơ cấu vốn của ngành xi măng ở một số quốc gia như sau:

(1) **Oladele John AKINYOMI and Adebayo OLAGUNJU (2013) “Determinants of Capital Structure in Nigeria”[46]**. Nghiên cứu cho rằng, các nghiên cứu về cơ cấu vốn là một trong những vấn đề được đề cập rất nhiều trong quản lý tài chính. Cơ cấu vốn đề cập đến vấn đề làm thế nào để một công ty tài trợ các hoạt động của mình thông qua các cổ phần hoặc nợ vay hoặc kết hợp cả hai. Các yếu tố bên trong và bên ngoài khác nhau ảnh hưởng tới sự lựa chọn nguồn tài trợ. Các yếu tố bên ngoài bao gồm các yếu tố như chính sách thuế, điều kiện thị trường vốn, và các yếu tố khác. Trong khi đó, các yếu tố bên trong công ty là liên quan đến đặc điểm riêng biệt của công ty. Nghiên cứu này xem xét các yếu tố quyết định cơ cấu vốn ở Nigeria sử dụng thiết kế nghiên cứu mô tả. Với 86 công ty sản xuất xi măng tại Sở giao dịch chứng khoán Nigeria được lựa chọn nghiên cứu. Các công ty mẫu được lựa chọn bằng cách sử dụng phương pháp lấy mẫu ngẫu nhiên. Dữ liệu thứ cấp thu được từ các báo cáo tài chính hàng năm của 24 công ty sản xuất xi măng ngẫu nhiên trong khoảng thời gian 10 năm và số lượng quan sát là 240 quan sát. Các kết quả phân tích hồi quy cho thấy đòn bẩy (một đại diện của cơ cấu nguồn vốn) có mối quan hệ ngược chiều với quy mô doanh nghiệp và thuế. Cơ cấu vốn cũng có mối quan hệ cùng chiều với quy mô tài sản hữu hình, lợi nhuận và tăng trưởng. Tuy nhiên, chỉ với tài sản hữu

hình và quy mô doanh nghiệp là mối quan hệ quan trọng được thiết lập. Nghiên cứu này sẽ khuyến khích cho các nhà nghiên cứu trong tương lai để tiếp tục thực hiện các nghiên cứu tương tự trong nhiều lĩnh vực khác.

(2) Syed Tahir Hijazi* Yasir Bin Tariq (2006) “Determinants of Capital Structure: A Case for the Pakistani Cement Industry”.[50]

Nghiên cứu này đã cố gắng để xác định cơ cấu vốn cho các công ty trong ngành công nghiệp xi măng của Pakistan. Nghiên cứu thấy rằng, với một ngành công nghiệp cụ thể, cơ cấu vốn thể hiện đặc điểm của ngành nghề kinh doanh. Tuy nhiên, điều này thường là không thể hiện rõ ràng trong phân tích phối hợp trong nhiều lĩnh vực được thực hiện bởi Shah & Hijazi (2005). Nghiên cứu đã thực hiện phân tích từ 16 đến 22 công ty trong ngành xi măng niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán Karachi trong giai đoạn 1997-2001 và phân tích dữ liệu thu thập được bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy gộp. Theo mô hình phát triển bởi Rajan & Zingale (1995), tác giả đã chọn bốn biến độc lập, đó là biến quy mô doanh nghiệp, tài sản hữu hình, lợi nhuận và tăng trưởng và tiếp tục phân tích thêm tác động của đòn bẩy. Kết quả, nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa biến quy mô và tăng trưởng. Điều này cho thấy các công ty trong ngành xi măng có hoạt động đặc thù hơn so với các trường hợp nghiên cứu khác. Quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với đòn bẩy. Điều này gợi ý rằng công ty có quy mô lớn ít sử dụng nợ hơn. Lợi nhuận và đòn bẩy có mối quan hệ ngược chiều. Tài sản hữu hình có mối quan hệ thuận chiều với nợ vay. Điều này phù hợp với nghiên cứu thực nghiệm trước đây của Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995) và Fama và French (2000), trong đó nói rằng tài sản hữu hình phải là một yếu tố quyết định quan trọng của đòn bẩy. Yếu tố tăng trưởng, được đo bằng tỷ lệ phần trăm thay đổi của tổng tài sản có mối quan hệ thuận chiều với đòn bẩy. Điều này giải thích rõ hơn cho lý thuyết trật tự phân hạng, cho thấy rằng các quỹ nội sinh có thể không đủ cho nhu cầu phát triển của công ty. Do đó, việc lựa chọn vay nợ là quyết định tiếp theo của công ty.

(3) Anifowose Mutalib (2011) “Determinants of Capital Structure in Cement Industry: A Case of Nigerian Listed Cement Firms”, Ahmadu Bello University, Zaria. [42]

Nghiên cứu này thực hiện phân tích thực nghiệm các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của ngành công nghiệp xi măng tại Nigeria trong giai đoạn 2000-2009. Các phân tích này sử dụng nguồn dữ liệu theo chuỗi thời gian liên quan đến 4 công ty xi măng niêm yết. Phương pháp phân tích hồi quy được sử dụng là phương pháp OLS. Nghiên cứu sử dụng 8 biến ngoại sinh để đo lường ảnh hưởng của chúng lên cơ cấu vốn. Bảy biến có liên quan đáng kể đến tỷ lệ nợ. Một biến không có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ với tỷ lệ nợ. Kết quả cho thấy, các yếu tố lợi nhuận, quy mô của công ty, tính thanh khoản và độ trễ của đòn bẩy có mối quan hệ ngược chiều đến đòn bẩy. Còn các yếu tố như tiềm năng tăng trưởng, tuổi của công ty, tài sản hữu hình có quan hệ thuận chiều với tỷ lệ đòn bẩy. Lợi nhuận là biến giải thích quan trọng nhất và có mối quan hệ ngược chiều với đòn bẩy. Nghiên cứu đưa ra lời khuyên đối với các công ty ngành xi măng ở Nigeria nên luôn luôn xem xét điều kiện thực trạng tài chính của mình khi sử dụng các biến nêu trên như là thước đo trước khi đưa ra các quyết định vay nợ. Các biến có mối quan hệ ngược chiều phù hợp với dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng.

Tài sản hữu hình có tác động tích cực mạnh đến cơ cấu vốn. Kết quả nghiên cứu phù hợp với những dự đoán của lý thuyết đánh đổi, tức là chủ nợ mong muốn sự an toàn cao hơn, nên yêu cầu cụ thể hơn về tài sản cố định. Nghiên cứu không tìm thấy bất kỳ bằng chứng cho thấy sự biến động của thu nhập có ảnh hưởng đến quyết định sử dụng đòn bẩy các mẫu được lựa chọn. Tiềm năng tăng trưởng và tuổi thọ công ty đều có mối quan hệ tích cực với cơ cấu vốn. Tính thanh khoản của thị trường có mối quan hệ ngược chiều ở mức ý nghĩa 10%. Kết quả phân tích cũng chỉ ra yếu tố quy mô, được đo bằng sự biến động của tổng tài sản ròng, có mối quan hệ tích cực và có mức ý nghĩa là 1%. Tức là, các công ty trong mẫu nghiên cứu không xem xét biến quy mô như là một biến có mối quan hệ tích cực trong việc quyết định mức độ đòn bẩy.

Tóm lại, việc nghiên cứu các đề tài, bài báo, luận văn thạc sĩ và luận văn tiến sĩ trong và ngoài nước liên quan đến cấu trúc vốn, cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính cho thấy:

- Các nghiên cứu chủ yếu tập trung cho đối tượng các doanh nghiệp đang được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán, hoặc các doanh nghiệp nhà nước. Có một số công trình nghiên cứu về cấu trúc tài chính cho các doanh nghiệp thuộc một ngành

riêng biệt như ngành sản xuất công nghiệp, thủy sản, thép, ngân hàng và một số doanh nghiệp xi măng. Tuy nhiên, các nghiên cứu này dừng lại trong phạm vi phân tích các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Chưa có công trình nào nghiên cứu toàn diện về lý luận về cấu trúc tài chính, tái cấu trúc tài chính, tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp, giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

- Khi nghiên cứu về cấu trúc tài chính, các công trình nghiên cứu trên thường quan tâm đến mối quan hệ giữa nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, trong điều kiện thực tiễn các doanh nghiệp xi măng Việt Nam, khi các ràng buộc về mặt thể chế chính sách là chưa hiệu quả hoặc do chi phí sử dụng vốn nên chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn, chính vì thế nợ ngắn hạn được ưu thích sử dụng hơn là nợ dài hạn. Do đó, việc nghiên cứu cấu trúc tài chính có tính đến nợ ngắn hạn cần được quan tâm.

- Các nghiên cứu về tái cấu trúc tài chính các doanh nghiệp tại Việt Nam được thực hiện trong giai đoạn quá khứ nhất định, điều kiện hoạt động bình thường của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2009 – 2015, các doanh nghiệp đang chịu ảnh hưởng lớn của suy thoái kinh tế, do đó tái cấu trúc tài chính cần đặt trong bối cảnh suy thoái kinh tế và triển vọng năm 2016.

Với những lý do nêu trên, nhìn chung cho tới nay chưa có công trình nào nghiên cứu một cách tổng thể về cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam, có tính cập nhật cho tới hiện tại. Đây chính là khe hở nghiên cứu, việc lựa chọn nghiên cứu đề tài “***Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam***” là thiết thực, có ý nghĩa khoa học và thực tiễn, có tính độc lập, không trùng lặp với bất kỳ công trình nghiên cứu nào. Những gợi ý về cơ sở lý luận và thực tiễn của các công trình nghiên cứu đã được đề cập được NCS nghiên cứu, tiếp thu, kế thừa và phát triển trong luận án tiến sĩ của mình đảm bảo tính khoa học, thực tiễn, phù hợp với các quy định hiện hành.

1.2. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.2.1. Phương pháp tiếp cận giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Tiếp cận thực tiễn, hệ thống, toàn diện và tổng hợp

Đối tượng nghiên cứu là cấu trúc tài chính của doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết tại Việt Nam. Cấu trúc tài chính doanh nghiệp chịu tác động của rất nhiều yếu tố thuộc bên trong cũng như bên ngoài doanh nghiệp như hiệu quả kinh doanh, khả năng hoạt động, đặc điểm ngành nghề kinh doanh... và các nhân tố vĩ mô như GDP, lạm phát, lãi suất, biến động thị trường vốn. Tất cả những yếu tố đó tác động rất lớn đến lựa chọn cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, do đó đòi hỏi phải tiếp cận thực tiễn, hệ thống, toàn diện và tổng hợp trên các khía cạnh mới giải quyết được mục tiêu nghiên cứu đề ra.

Tiếp cận kế thừa tri thức, kinh nghiệm và dữ liệu đã có một cách chọn lọc

Có rất nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước đã đề cập đến vấn đề cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh, môi trường kinh doanh luôn biến động đòi hỏi cấu trúc tài chính cũng cần điều chỉnh để phù hợp với điều kiện kinh doanh mới. Kế thừa phương pháp, kinh nghiệm của các nhà nghiên cứu đi trước về phương pháp luận là điều hết sức cần thiết. Hơn nữa, thực tiễn cho thấy cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2009 - 2015 còn nhiều khiếm khuyết cần được khắc phục. Do đó trong cách tiếp cận này sẽ:

- Tổng hợp lý thuyết và thực tiễn cấu trúc tài chính doanh nghiệp.
- Thực trạng cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.
- Phân tích tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.
- Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.
- Đề xuất giải pháp giải pháp tái cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Tiếp cận đa mục tiêu

Xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp sẽ giúp cho các doanh nghiệp xi măng Việt Nam vượt qua khỏi những khó khăn, tạo tiền đề cho sự phát triển ổn định, bền vững. Trên cơ sở đó, giải quyết công ăn việc làm cho hàng triệu lao động, góp phần thúc đẩy sự phát triển kinh tế - xã hội.

1.2.2. Khung phân tích của luận án

Khung phân tích là công cụ giúp NCS tìm hiểu vấn đề có trình tự và logic. Luận án sử dụng khung phân tích để sắp xếp các vấn đề nghiên cứu liên quan đến nội dung của luận án theo trình tự logic, chặt chẽ, là hướng đi xuyên suốt cho luận án. Khung phân tích trong luận án được xây dựng theo chiều hướng phân tích các khía cạnh có liên quan đến luận án. Từ đó, đưa ra phân tích, đánh giá chung cho vấn đề nghiên cứu, qua đó đề xuất giải pháp phù hợp.

Trên cơ sở phân tích lý luận và thực tiễn cùng với phương pháp tiếp cận được đề cập phần trên, NCS xây dựng khung nghiên cứu giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam. Khung phân tích được mô tả tại *Phụ lục 1.1*

1.2.3. Thu thập dữ liệu và mô tả các biến trong nghiên cứu

a. Thu thập dữ liệu

Luận án đã sử dụng dữ liệu mang tính chất tổng hợp từ nhiều kênh thông tin khác nhau. Cụ thể như sau :

Nguồn dữ liệu thứ cấp: Luận án tiến hành khảo sát tại 16 doanh nghiệp sản xuất xi măng niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2015 (*phụ lục 1.2*). Tác giả thu thập dữ liệu chủ yếu từ các trang website của các Công ty chứng khoán, của doanh nghiệp khảo sát, sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Dữ liệu vĩ mô (GDP) lấy từ Tổng cục thống kê, Chỉ số HNX – Index được thu thập từ của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Lãi suất cho vay bình quân được thu thập từ dữ liệu của ngân hàng thế giới tại <http://data.worldbank.org>

Nguồn dữ liệu sơ cấp: Nguồn dữ liệu sơ cấp được thu thập thông qua việc thống kê, phân tích kết quả từ các cuộc phỏng vấn trực tiếp, thông qua kết quả trả lời từ các chuyên gia, đại diện doanh nghiệp và các cuộc tham quan, khảo sát thực tế tại doanh nghiệp sản xuất xi măng niêm yết.

b. Mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu

Các biến được lựa chọn dựa trên các nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm đã được thực hiện trước đây. Cụ thể:

Biến phụ thuộc

- Biến phụ thuộc phản ánh cấu trúc tài chính:

+ Căn cứ theo quan hệ sở hữu: Hệ số nợ phải trả (TD), hệ số nợ ngắn hạn (STD), hệ số nợ dài hạn (LTD).

+ Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn: Hệ số nguồn vốn thường xuyên (NVTX)

+ Căn cứ theo phạm vi huy động vốn: Hệ số NV bên ngoài (NVBN)

- Biến phụ thuộc phản ánh sự cân bằng tài chính: Nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC)

- Biến phụ thuộc phản ánh khả năng thanh toán: Khả năng thanh toán hiện thời (LIQ)

- Biến phụ thuộc phản ánh giá trị doanh nghiệp: Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tài sản (ROA)

- Biến phụ thuộc phản ánh chi phí sử dụng vốn: Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

Biến độc lập

1. Hiệu quả kinh doanh được đo lường thông qua chỉ tiêu như tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP).

2. Quy mô tài sản (QMTS) được đo lường bằng chỉ tiêu tổng tài sản bình quân. Chỉ tiêu này không phân phối chuẩn nên được chuyển đổi sử dụng hàm logarit.

3. Tốc độ tăng trưởng (GTDT) được đo bằng tốc độ tăng doanh thu. Số liệu của chỉ tiêu này không phân phối chuẩn nên được chuyển đổi sử dụng hàm logarit của (GTDT +1).

4. Khả năng thanh toán (LIQ) được đo lường thông qua chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện thời. Số liệu của chỉ tiêu này không phân phối chuẩn nên được chuyển đổi sử dụng hàm logarit

5. Đặc điểm riêng của doanh nghiệp (UNI) được đo lường bằng tỷ lệ giá vốn hàng bán trên tổng doanh thu thuần. Số liệu của chỉ tiêu này không phân phối chuẩn nên được chuyển đổi sử dụng hàm logarit.

6. Thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX) được đo bằng tỷ lệ giữa số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp trên tổng lợi nhuận trước thuế. Số liệu của chỉ tiêu này không phân phối chuẩn nên được chuyển đổi sử dụng hàm logarit của (TAX + 0,25).

7. Cấu trúc tài sản (TSHH) được phản ánh thông qua chỉ tiêu tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản.

8. Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (VTS) được đo lường bằng chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản. Số liệu của chỉ tiêu này không phân phối chuẩn nên được chuyển đổi sử dụng hàm logarit.

9. Tốc độ tăng trưởng kinh tế được đo bằng chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP). Chỉ tiêu này được giữ nguyên.

10. Để đo lường nhân tố triển vọng phát triển của thị trường vốn (HNX), tác giả sử dụng chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận của chỉ số thị trường (HNX – Index).

11. Điều kiện thị trường nợ (LSCV) được đo lường bằng chỉ tiêu lãi suất cho vay bình quân trên thị trường

c. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Để đánh giá tổng quan về tính chất và đặc thù của các biến trong mô hình, nghiên cứu thực hiện các thống kê mô tả được trình bày trong bảng 1.1. Hầu hết các biến đều có trung bình và trung vị gần bằng nhau, đồng thời độ xiên gần bằng 0. Cho thấy, các biến có dạng phân phối chuẩn.

Bảng 1.1 : Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	vars	n	mean	median	sd	min	max	skew	kurtosis
TD	1	112	0.68	0.70	0.26	0.18	1.72	0.49	1.55
LTD	2	112	0.27	0.29	0.24	0.00	1.07	0.56	-0.11
STD	3	112	0.41	0.41	0.15	0.15	0.79	0.34	-0.57
NVTX	4	112	0.59	0.59	0.15	0.21	0.85	-0.34	-0.57
NVBN	5	112	0.97	0.97	0.20	0.58	1.85	1.24	4.30
NWC	6	112	-0.01	-0.05	0.27	-0.56	0.62	0.42	-0.37
LIQ	7	112	-0.17	-0.15	0.77	-1.92	1.53	0.01	-0.45
ROA	8	112	0.00	0.01	0.09	-0.51	0.16	-2.05	9.35
WACC	9	112	0.16	0.16	0.03	0.09	0.25	0.34	0.16
BEP	10	112	0.04	0.05	0.09	-0.51	0.22	-2.09	10.14
QMTS	11	112	13.21	13.16	1.71	9.55	16.40	0.03	-0.90
GTDT	12	112	0.03	0.06	0.26	-0.84	0.92	-0.15	1.99
TSHH	13	112	0.47	0.54	0.30	0.01	0.90	-0.20	-1.62
UNI	14	112	0.12	0.10	0.10	-0.03	0.69	2.38	9.72
TAX	15	112	-1.05	-1.12	0.41	-2.23	0.07	0.45	-0.22
VTS	16	112	-0.28	-0.33	0.55	-1.52	0.89	0.09	-0.63
GDP	17	112	0.06	0.06	0.01	0.05	0.07	0.25	-1.36
HNX	18	112	-0.08	0.01	0.28	-0.64	0.23	-0.87	-0.50
LSCV	19	112	0.11	0.10	0.03	0.06	0.17	0.27	-0.85

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên phần mềm thống kê R

d. Ma trận hệ số tương quan.

Một vấn đề thường gặp phải trong việc phân tích mô hình hồi quy bội là hiện tượng đa cộng tuyến (multicollinearity). Nếu tồn tại đa cộng tuyến sẽ làm cho kết quả ước lượng không còn chính xác. Để phát hiện vấn đề đa cộng tuyến, quy tắc kinh nghiệm là phân tích ma trận tương quan giữa các biến số, nếu hệ số tương quan lớn hơn 0.8, tức là đã có hiện tượng đa cộng tuyến. Những biến nào có mối quan hệ tương quan lớn đối với biến phụ thuộc thì phải loại bỏ ra khỏi mô hình. Khi mức độ đa cộng tuyến giữa các biến số là thấp sẽ không ảnh hưởng đến kết quả ước lượng của mô hình (*Phụ lục 1.3*)

e. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Trên cơ sở nghiên cứu lý thuyết, bằng chứng thực nghiệm của các nghiên cứu trước đây, cùng với kết quả phân tích thực trạng cấu trúc tài chính, nhân tố tác động và ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNXM niêm yết tại Việt Nam. Các biến được lựa chọn gồm BEP, QMTS, GTDT, TSHH, LIQ, UNI, TAX, VTS, GDP, HNX, LSCV. Nhằm chọn lựa được biến tác động tốt nhất đến biến phụ thuộc cần nghiên cứu, nghiên cứu thực hiện chọn lựa biến bằng phương pháp BMA (Bayesian Model Average). Phương pháp BMA cho phép tính tất cả các mô hình khả dĩ và trình bày kết quả của các mô hình được xem là “tối ưu” nhất về dài hạn. Sử dụng phần mềm thống kê R, mô hình khả dĩ nhất đối với:

- Tác động của cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính (*phụ lục 1.4*)

$$NWC = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.BEP + \beta_3.TSHH + \beta_4.LIQ + \beta_5.VTS$$

- Tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán (*phụ lục 1.5*)

$$LIQ = \beta_0 + \beta_1.TD + \beta_2.TSHH + \beta_3.VTS$$

$$LIQ = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.BEP + \beta_3.TSHH + \beta_4.VTS$$

$$LIQ = \beta_0 + \beta_1.NVBN + \beta_2.BEP + \beta_3.TSHH + \beta_4.VTS$$

- Tác động của cấu trúc tài chính đến giá trị doanh nghiệp (ROA) (*phụ lục 1.6*)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.QMTS + \beta_3.LIQ + \beta_4.UNI + \beta_5.TAX + \beta_6.VTS$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1.NVBN + \beta_2.UNI + \beta_3.VTS$$

- Tác động của cấu trúc tài chính đến WACC (*phụ lục 1.7*)

$$WACC = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.TSHH + \beta_3.LSCV$$

$$WACC = \beta_0 + \beta_1.NVBN + \beta_2.UNI + \beta_3.LSCV$$

- Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính (*phụ lục 1.8*)

$$TD = \beta_0 + \beta_1.LIQ$$

$$LTD = \beta_0 + \beta_1.BEP + \beta_2.QMTS + \beta_3.GTDT + \beta_4.UNI + \beta_5.TAX + \beta_6.VTS$$

$$STD = \beta_0 + \beta_1.BEP + \beta_2.TSHH + \beta_3.LIQ + \beta_4.VTS$$

$$NVTX = \beta_0 + \beta_1.BEP + \beta_2.TSHH + \beta_3.LIQ + \beta_4.VTS$$

$$NVBN = \beta_0 + \beta_1.BEP + \beta_2.LIQ + \beta_3.UNI$$

Kết quả phân tích cho thấy, với dữ liệu đã cho không tìm thấy mối tương quan giữa TD với NWC, ROA và WACC.

Trên cơ sở các mô hình đề xuất trên, tác giả sử dụng phần mềm R thực hiện phương pháp bình phương tối thiểu (OLS), mô hình những nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM – fixed effects model) và mô hình những tác động ngẫu nhiên (REM – Random effect model) cho dữ liệu bảng. Sau đó thực hiện các kiểm định như F test for individual effects, kiểm định Hausman Test để lựa chọn mô hình phân tích.

1.2.4. Phương pháp phân tích

Nghiên cứu là một quá trình tìm kiếm các tri thức được khái quát hóa để có thể áp dụng vào việc giải thích cho một loạt các hiện tượng. Để làm được điều đó nhà nghiên cứu phải xác định “nguồn” nơi có thể thu thập được số liệu thích hợp. Một khi nguồn đã được xác định, nhà nghiên cứu phải lựa chọn kỹ thuật thu thập số liệu cho phép thu hoạch được số liệu tốt nhất. Trong trường hợp lý tưởng, nhà nghiên cứu phải sử dụng bất kỳ phương pháp thích hợp mà nhờ đó thu thập được số liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên, trong thực tế, việc sử dụng loại phương pháp thực nghiệm nào lại phụ thuộc vào loại số liệu cần được thu thập. Khi nào cần thông tin định lượng thì các phương pháp định lượng là thích hợp nhất. Nếu số liệu cần thu thập là định tính thì nhà nghiên cứu cần phải sử dụng các phương pháp định tính.

- Phương pháp phân tích định tính

Nghiên cứu định tính là một phương pháp tiếp cận nhằm tìm cách mô tả và phân tích đặc điểm văn hóa và hành vi của con người và của nhóm người từ quan điểm của nhà nghiên cứu.

NCS tiến hành nghiên cứu và hệ thống hóa thông tin từ nhiều nguồn tài liệu trong nước và ngoài nước có liên quan đến các khía cạnh của luận án. Cụ thể phân tích lý luận về cấu trúc tài chính, tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp trong các giáo trình, bài báo và các công trình khoa học được công bố rộng rãi. Qua đó, tập trung hơn vào

khám phá và mô tả quan điểm khác nhau về hoạt động tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. NCS cũng thực hiện phân tích các bài phỏng vấn ý kiến của các chuyên gia, nhà quản lý trong ngành xi măng và sử dụng các nguồn số liệu đáng tin cậy khác nhau để phân tích bối cảnh kinh tế Việt Nam, bối cảnh của ngành công nghiệp xi măng Việt Nam trên quan điểm lịch sử, toàn diện. Bên cạnh đó, luận án cũng sử dụng phương pháp kết hợp giữa lý luận và thực tiễn để có thể đưa ra những giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam theo hướng tăng cường năng lực tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp này.

- Phương pháp phân tích định lượng

Nghiên cứu định lượng là các nghiên cứu trong đó dữ liệu cần thu thập ở dạng định lượng. Các dữ liệu định lượng là các dữ liệu cho phép chúng ta đo lường chúng bằng số lượng. Dữ liệu định lượng là dữ liệu trả lời cho các câu hỏi: bao nhiêu? khi nào? Mục tiêu của nghiên cứu định lượng là phát triển và sử dụng mô hình toán học, lý thuyết hoặc các giả thuyết liên quan tới các hiện tượng. Quá trình đo lường là trung tâm của nghiên cứu định lượng bởi vì nó cung cấp các kết nối cơ bản giữa quan sát thực nghiệm và biểu thức toán học của các mối quan hệ định lượng. Số liệu định lượng là bất kỳ dữ liệu ở dạng số như số liệu thống kê, tỷ lệ phần trăm, v.v

Luận án thu thập và sử dụng số liệu thứ cấp về số lượng doanh nghiệp xi măng, dữ liệu về quy mô và số liệu tiêu thụ xi măng. Đặc biệt, nguồn dữ liệu từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của doanh nghiệp xi măng niêm yết được công bố trong giai đoạn 2009 – 2015 được sử dụng để phân tích thực trạng hoạt động kinh doanh, cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính của doanh nghiệp xi măng được khảo sát. Các tài liệu thứ cấp được sắp xếp theo từng nội dung nghiên cứu của luận án. Công cụ được sử dụng để tập hợp, phân tích dữ liệu là phần mềm Excel, phần mềm mã nguồn mở R. Nghiên cứu sử dụng phương pháp thích hợp để tổng hợp dữ liệu, và sử dụng các bảng thống kê, đồ thị thống kê để trình bày kết quả tổng hợp dữ liệu. Cũng từ nguồn dữ liệu này, NCS thực hiện phần mềm mã nguồn mở R để thực hiện hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng được khảo sát, phân tích tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp. Thực hiện các kiểm định sau quá trình hồi quy một cách khoa học.

Như vậy, luận án đã vận dụng một số cơ sở phương pháp lý luận khác nhau như khái quát hóa, thu thập và tổng hợp, phân tích, tư duy, thống kê và so sánh. Đồng thời sử dụng phương pháp thống kê mô tả, định lượng để đưa ra các nhận định, đánh giá cụ thể và khách quan. Trên cơ sở đó đưa ra các giải pháp phù hợp với mục tiêu nghiên cứu. Các phương pháp cụ thể được sử dụng như sau:

1.2.4.1. Phương pháp phân tích thống kê

Tác giả đã sử dụng nguồn dữ liệu thứ cấp đáng tin cậy được thu thập từ các báo cáo tổng kết hoạt động, báo cáo kiểm tra về tình hình hoạt động kinh doanh của Bộ xây dựng, hiệp hội xi măng Việt Nam... Cùng với báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các doanh nghiệp xi măng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với các nguồn dữ liệu này tác giả đã sử dụng phương pháp thống kê để phân tích đánh giá thực trạng của ngành công nghiệp xi măng ở Việt Nam, thực trạng cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng được khảo sát trong giai đoạn 2009 - 2015.

1.2.4.2. Phương pháp so sánh

Phương pháp so sánh được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu kinh tế xã hội. Phương pháp này được tác giả sử dụng để đối chiếu về mặt định lượng của các chỉ tiêu liên quan đến thực trạng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết trong giai đoạn 2009 – 2015. Qua đó, thấy được xu thế, sự biến động của các chỉ tiêu phân tích qua các con số tuyệt đối, tương đối. Mục đích của phương pháp so sánh được sử dụng trong luận án nhằm thấy rõ sự biến động của từng khoản mục trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp qua thời gian, thấy được quá trình thực hiện tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng. Từ đó, có cơ sở đề ra quyết định quản trị phù hợp.

1.2.4.3. Phương pháp mô hình toán

Hầu hết các nghiên cứu về cấu trúc tài chính trên thế giới và Việt Nam đều sử dụng dữ liệu bảng và áp dụng phương pháp hồi quy bội trên nguyên tắc bình phương bé nhất để xây dựng mối quan hệ tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập. Để đánh giá được các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam, luận án sử dụng mô hình hàm hồi quy tuyến tính để phân tích.

Mô hình được ước lượng bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất để phân tích, định lượng một số nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng

niêm yết tại Việt Nam. Từ đó, làm cơ sở phân tích, đánh giá giải pháp điều chỉnh quá trình tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng.

Mô hình toán học được sử dụng

*** Mô hình tác động cố định – Fixed Effect Model (FEM)**

Xét một mối quan hệ kinh tế, với biến phụ thuộc, Y , và hai biến giải thích quan sát được X_1, X_2, \dots, X_k , và một hoặc nhiều biến không quan sát được. Chúng ta có dữ liệu bảng cho Y, X_1, X_2, \dots, X_k . Dữ liệu bảng bao gồm N - đối tượng và T - thời điểm, và vì vậy chúng ta có $N \times T$ quan sát. Mô hình hồi quy tuyến tính được xác định như sau:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \mu_{it}$$

với $i = 1, 2, \dots, N$ và $t = 1, 2, \dots, T$

Trong đó:

i là doanh nghiệp; t thời gian (năm)

Y_{it} là giá trị của Y cho đối tượng i ở thời điểm t ;

β_{1i} là hệ số chặn cho từng thực thể nghiên cứu ($i=1,2,\dots,N$)

X_{2it} là giá trị của X_2 cho đối tượng i ở thời điểm t ,

X_{kit} là giá trị của X_k cho đối tượng i ở thời điểm t ,

β_k là hệ số góc đối với nhân tố X_k

μ_{it} là sai số của đối tượng i ở thời điểm t .

Lưu ý rằng chúng ta đã đặt ký hiệu dưới dòng i vào số hạng tung độ góc để cho thấy rằng các tung độ góc của các doanh nghiệp này có thể khác nhau; những khác biệt có thể do những đặc điểm đặc biệt của mỗi doanh nghiệp.

*** Mô hình tác động ngẫu nhiên – Random Effect Model (REM)**

Khác với mô hình ảnh hưởng cố định, trong mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên sự biến động giữa các thực thể được giả định là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Phần dư của mỗi thực thể được xem là một biến giải thích mới. Ý tưởng này được thể hiện qua phương trình biểu diễn tương tự như mô hình FEM.

Đây là phương pháp được đề nghị bởi những người ủng hộ cái gọi là mô hình các thành phần sai số (error components model – ECM) hay mô hình các tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model – REM).

Ý tưởng cơ bản là bắt đầu với phương trình:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \mu_{it} \quad (1)$$

Thay vì coi β_{1i} như là hằng số, chúng ta giả định rằng đây là một biến ngẫu nhiên với giá trị trung bình là β_1 (không có ký hiệu dưới dòng i ở đây). Và giá trị tung độ gốc đối với một công ty đơn lẻ có thể được biểu thị như sau:

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (2)$$

Trong đó ε_i là một số hạng sai số ngẫu nhiên có giá trị trung bình là 0 và phương sai. σ_ε^2 . Thực chất những gì chúng ta đề cập ở đây là các doanh nghiệp được đưa vào mẫu của chúng ta là một mẫu lấy ra từ một tổng thể lớn hơn nhiều của những doanh nghiệp như vậy và rằng chúng có một giá trị trung bình chung của tung độ gốc ($= \beta_1$) và những chênh lệch riêng lẻ trong các giá trị tung độ gốc của mỗi doanh nghiệp được thể hiện trong số hạng sai số ε_i . Thay (2) vào (1), chúng ta có:

$$\begin{aligned} Y_{it} &= \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_i + \mu_{it} \\ &= \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + W_{it} \quad (3) \end{aligned}$$

Trong đó: $W_{it} = \varepsilon_i + \mu_{it}$ (4)

Số hạng sai số tổng hợp w_{it} gồm có hai thành phần, đó là ε_i là thành phần sai số chéo hay theo cá nhân, và μ_{it} , thành phần sai số chéo và chuỗi thời gian kết hợp. Thuật ngữ mô hình các thành phần sai số trở thành tên của mô hình này bởi vì số hạng sai số tổng hợp w_{it} gồm có hai (hay nhiều hơn) thành phần sai số.

Lưu ý sự khác biệt giữa FEM và REM. Trong FEM, mỗi đơn vị chéo có giá trị tung độ gốc (cố định) riêng của nó, tất cả là N giá trị như thế cho N đơn vị chéo. Trái lại, trong REM, tung độ gốc β_1 là giá trị trung bình của tất cả tung độ gốc (chéo) và thành phần sai số ε_i biểu hiện độ lệch (ngẫu nhiên) của từng tung độ gốc khỏi giá trị trung bình này. Tuy nhiên, hãy luôn ghi nhớ rằng ε_i không thể quan sát được một cách trực tiếp, nó là biến được gọi là biến không thể quan sát hay tiềm ẩn.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 của luận án tập trung phân tích, đánh giá các công trình nghiên cứu có liên quan đến vấn đề nghiên cứu của luận án. Những công trình nghiên cứu có liên quan được chia thành 2 nhóm: Nhóm các công trình nghiên cứu trong nước và nhóm các công trình nghiên cứu nước ngoài. Các công trình nghiên cứu trong nước bao gồm các bài báo, luận văn thạc sỹ và luận án tiến sỹ. Các công trình nghiên cứu nước ngoài có liên quan đến cấu trúc tài chính rất đa dạng. Tuy nhiên, NCS chỉ tập trung phân tích, đánh giá các công trình nghiên cứu đối với ngành công nghiệp xi măng của một số nước như Pakistan, Nigeria. Qua quá trình phân tích cho thấy, nhìn chung chưa có công trình nào nghiên cứu một cách tổng thể về cấu trúc tài chính và tài cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam, có tính cập nhật cho tới hiện tại. Do đó, việc lựa chọn nghiên cứu đề tài “***Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam***” có ý nghĩa khoa học và thực tiễn, có tính độc lập, không trùng lặp với bất kỳ công trình nghiên cứu nào.

Chương 1 của luận án tập trung luận giải các vấn đề liên quan đến phương pháp tiếp cận, khung phân tích, phương pháp nghiên cứu và các chỉ tiêu tài chính được sử dụng trong phân tích của luận án. Khung phân tích của luận án cho thấy phương hướng được sử dụng trong luận án. Dựa trên mục tiêu phân tích, phương pháp nghiên cứu được lựa chọn là phương pháp định tính và định lượng nhằm đánh giá thực trạng cấu trúc tài chính của DNXM niêm yết tại Việt Nam. Dữ liệu sẽ được sử dụng trong nghiên cứu, được NCS thực hiện mô tả, phân tích với 16 DNXM niêm yết tại Việt Nam. NCS vận dụng phương pháp BMA (Bayesian Model Average) xác định tất cả các mô hình khả dĩ với NWC, LIQ, ROA, WACC và cấu trúc tài chính và trình bày kết quả của các mô hình được xem là “tối ưu” nhất về dài hạn. Như vậy, mô tả cách thức và công cụ phân tích của luận án được thể hiện rõ trong phần 1.2 của chương 1.

CHƯƠNG 2

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

2.1. CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

2.1.1. Khái niệm cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Doanh nghiệp là một bộ phận cấu thành của nền kinh tế. Khi nền kinh tế ngày càng phát triển, thì các phương thức sản xuất, tổ chức doanh nghiệp ngày càng đa dạng và mở rộng. Hiện nay trên phương diện lý thuyết có khá nhiều quan niệm khác nhau về doanh nghiệp, mỗi quan niệm đều mang trong nó có một nội dung nhất định với một giá trị nhất định. Theo quan điểm của tác giả, có thể quan niệm về doanh nghiệp như sau: Doanh nghiệp là một tổ chức kinh tế có tư cách pháp nhân được thành lập theo quy định của pháp luật để thực hiện các hoạt động kinh doanh nhằm đạt được các mục tiêu đã định.

Trong nền kinh tế thị trường, vốn là một yếu tố và là tiền đề cơ bản cho việc hình thành và phát triển hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Để bắt đầu một quá trình sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp cần có lượng vốn tiền tệ nhất định để hình thành tài sản cần thiết phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh nhằm đạt tới mục tiêu nhất định đã đề ra. Doanh nghiệp có thể sử dụng nhiều nguồn vốn khác nhau để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động kinh doanh. Nhằm đạt được hiệu quả sử dụng vốn cao nhất, doanh nghiệp phải biết cách tổ chức phối hợp sử dụng các nguồn vốn để tạo ra một cấu trúc tài chính hợp lý đem lại lợi ích cao nhất cho chủ sở hữu, cho doanh nghiệp. Hiện nay có nhiều cách phát biểu về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, có thể thấy như sau:

Cấu trúc tài chính được hiểu là tỷ trọng các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động, sử dụng vào hoạt động kinh doanh [38].

Cấu trúc tài chính được hiểu là cơ cấu của toàn bộ các khoản nợ phải trả và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn chỉ ra cơ cấu của các nguồn vốn dài hạn (cổ phiếu thường, cổ phiếu UD, trái phiếu dài hạn và các khoản vay nợ trung và dài hạn) [7]

Cơ cấu vốn là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phiếu ưu đãi, vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty [13].

Thuật ngữ cấu trúc tài chính được sử dụng phổ biến bởi các nhà kinh tế Pháp, còn các nhà kinh tế Mỹ thường sử dụng thuật ngữ cấu trúc vốn. Hai thuật ngữ cấu trúc tài chính và cấu trúc vốn được phản ánh mối quan hệ giữa các khoản nợ và vốn chủ sở hữu, trong đó cấu trúc tài chính đề cập đến mối quan hệ giữa “nợ và vốn chủ sở hữu phục vụ quá trình tài trợ của doanh nghiệp”, còn cấu trúc vốn được hiểu là “quan hệ tỷ lệ giữa nợ trung dài hạn và vốn chủ sở hữu.

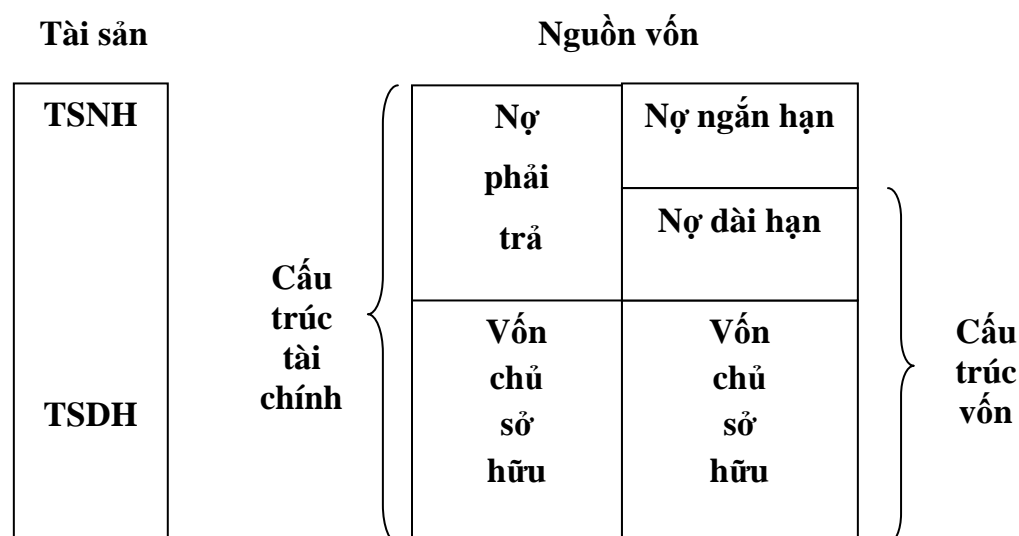
Cấu trúc tài chính (capital structure) được hiểu là sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các tài sản của doanh nghiệp [56].

Có quan điểm khác lại xem xét “cấu trúc tài chính là khái niệm rộng, phản ánh cấu trúc tài sản, cấu trúc nguồn vốn và cả mối quan hệ giữa tài sản và nguồn vốn của doanh nghiệp”

Cấu trúc tài chính của một doanh nghiệp được chia thành các thành phần tùy theo thời gian đáo hạn nhằm phục vụ cho quyết định nguồn vốn doanh nghiệp. Về cơ bản, quyết định nguồn vốn bao gồm quyết định nguồn vốn ngắn hạn và quyết định nguồn vốn trung và dài hạn. Tuy nhiên, trong quản trị tài chính chúng ta quan tâm đến quyết định nguồn vốn trung và dài hạn hơn là quyết định nguồn vốn ngắn hạn. Khi nói đến quyết định nguồn vốn, nếu không nói rõ thêm thì người ta hiểu đó là quyết định nguồn vốn dài hạn. Nợ ngắn hạn không được quan tâm nhiều đến trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp bởi vì nợ ngắn hạn mang tính ngắn hạn, tạm thời, không ảnh hưởng nhiều đến sự phân chia quyền quản lý, giám sát hoạt động của doanh nghiệp. Các khoản nợ ngắn hạn được sử dụng đáp ứng nhu cầu vốn lưu động ngắn hạn, không bị tác động nhiều bởi các yếu tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Hơn nữa, chi phí sử dụng nguồn vốn ngắn hạn thấp hơn chi phí sử dụng nguồn vốn dài hạn, do đó khi xây dựng quyết định huy động vốn, doanh nghiệp chỉ quan tâm đến các nguồn vốn dài hạn. Cấu trúc tài chính, sau khi trừ đi nợ ngắn hạn sẽ cho thấy cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn của doanh nghiệp là mối quan hệ tỷ lệ giữa nợ trung và dài hạn với nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Khi xem xét cấu trúc vốn của doanh nghiệp người ta chỉ xem xét đến nguồn vốn dài hạn, bao gồm nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, theo Diamond (1991,1993) [54], Rajan (1992) và Demirguc-Kuniand and Maksimovic (1999), thực tiễn nghiên cứu ngành xi măng Việt Nam đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp trong các thị trường mới nổi chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn khi các ràng buộc về mặt

thể chế chính sách là không hiệu quả hoặc do chi phí sử dụng vốn, chính vì thế nợ ngắn hạn được ưu thích sử dụng hơn là nợ dài hạn. Khái niệm nợ phải trả sẽ bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Như vậy, trong phạm vi nghiên cứu của luận án, cấu trúc tài chính là sự kết hợp giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, tất cả được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư của doanh nghiệp nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Cấu trúc tài chính được thể hiện qua sơ đồ sau:



Hình 2.1: Cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

2.1.2. Thành phần cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Để có thể tổ chức và lựa chọn hình thức huy động vốn một cách thích hợp, có hiệu quả cần thực hiện phân loại cấu trúc tài chính theo các tiêu thức nhất định. Trong công tác quản trị, cấu trúc tài chính thường được phân loại theo các tiêu thức chủ yếu sau:

2.1.2.1. Căn cứ theo quan hệ sở hữu vốn

Dựa trên quan hệ sở hữu vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp bao gồm Vốn chủ sở hữu và nợ phải trả.

Tài sản	Nợ phải trả + Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn
	Vốn chủ sở hữu

Hình 2.2: Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu

a. Nợ phải trả: Nợ phải trả là thể hiện bằng tiền những nghĩa vụ mà doanh nghiệp có trách nhiệm phải thanh toán cho các tác nhân kinh tế khác. Nợ phải trả bao gồm nợ ngắn hạn, nợ dài hạn.

Nợ ngắn hạn phản ánh những khoản nợ mà doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán trong vòng một năm hay một chu kỳ kinh doanh. Nợ ngắn hạn bao gồm các khoản vay ngắn hạn, các khoản chiếm dụng vốn (như phải trả nhà cung cấp, phải trả người lao động, người mua trả tiền trước, thuế và các khoản phải nộp khác...).

- Vay ngắn hạn: Các tổ chức tín dụng có thể cho các doanh nghiệp vay ngắn hạn với thời hạn tối đa là 12 tháng. Thời hạn cho vay ngắn hạn cụ thể phải được xác định phù hợp với chu kỳ sản xuất kinh doanh, khả năng trả nợ của doanh nghiệp. Lãi suất cho vay là lãi suất thỏa thuận theo thị trường khi thực hiện ký kết hợp đồng tín dụng.

- Các khoản chiếm dụng vốn: Trong quá trình sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp đương nhiên phát sinh các quan hệ thanh toán với các tác nhân kinh tế khác như với Nhà nước, CBCNV, khách hàng, nhà cung cấp, từ đó mà phát sinh các khoản vốn chiếm dụng và vốn bị chiếm dụng. Thuộc về vốn chiếm dụng hợp pháp có các khoản vốn sau:

- + Phải trả nhà cung cấp (tín dụng thương mại).
- + Tiền lương, tiền công trả cho người lao động nhưng chưa đến kỳ hạn trả.
- + Các khoản thuế, bảo hiểm xã hội phải nộp nhưng chưa đến kỳ hạn nộp.
- + Các khoản tiền tạm ứng trước của khách hàng.

Nguồn vốn chiếm dụng là các nguồn vốn mang tính chất tạm thời, doanh nghiệp chỉ có thể sử dụng trong thời gian ngắn nhưng không phải trả chi phí sử dụng vốn, đòn bẩy tài chính luôn dương, nên trong thực tế doanh nghiệp nên triệt để tận dụng nguồn vốn này trong giới hạn cho phép nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn mà vẫn đảm bảo kỷ luật thanh toán.

Nợ dài hạn phản ánh những khoản nợ mà doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán trong thời gian dài (lớn hơn một năm hay nhiều năm hay nhiều chu kỳ kinh doanh).. Nợ dài hạn bao gồm: vay dài hạn ngân hàng và các tổ chức tín dụng; phát hành trái phiếu và thuê tài chính... Nguồn vốn nợ dài hạn thường được sử dụng để đầu tư vào các tài sản dài hạn.

- Vay dài hạn: Là một thỏa ước tín dụng dưới dạng hợp đồng giữa người vay (doanh nghiệp) và người cho vay (NHTM, Tổ chức tín dụng) theo đó người vay phải có nghĩa vụ hoàn trả gốc và lãi theo quy định trong hợp đồng. Thông thường, các khoản vay từ 3 năm trở lên (có nơi tính từ 5 năm) được coi là vay dài hạn, còn khoản vay từ 1- 3 năm được coi là vay trung hạn. Trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp thường vay dài hạn ngân hàng để đảm bảo nguồn tài chính cho các dự án đầu tư mới, mở rộng hoặc đầu tư theo chiều sâu của doanh nghiệp.

- Phát hành trái phiếu doanh nghiệp dài hạn: Thông qua việc phát hành trái phiếu dài hạn, doanh nghiệp có thể thực hiện vay dài hạn trên thị trường vốn với khối lượng lớn, doanh nghiệp có quyền chủ động đưa ra những điều kiện linh hoạt để phù hợp với điều kiện thị trường như loại trái phiếu phát hành là trái phiếu trơn, trái phiếu chứng quyền, linh hoạt trong việc định lãi trái phiếu (cố định, thả nổi, thả nổi theo kỳ), nên trái phiếu có tiềm năng hấp dẫn nhà đầu tư hơn.

- Thuê tài chính: Còn gọi là thuê vốn là phương thức tài trợ tín dụng trung và dài hạn không thể hủy ngang. Theo phương thức này, người cho thuê cam kết mua tài sản, thiết bị theo yêu cầu của người thuê và nắm giữ quyền sở hữu đối với tài sản cho thuê. Người thuê sử dụng tài sản thuê và thanh toán tiền thuê trong suốt thời hạn đã được thỏa thuận và không được hủy bỏ hợp đồng trước hạn. Nếu xét trên góc độ người thuê (doanh nghiệp đi thuê tài chính) thì thuê tài chính là hình thức vay trung hạn và dài hạn; còn trên góc độ người cho thuê (doanh nghiệp cho thuê tài chính), thì đây là hình thức tài trợ tín dụng trung và dài hạn bằng tài sản.

Lợi ích và bất lợi của doanh nghiệp khi sử dụng nợ vay.

Nợ phải trả là nguồn vốn mà doanh nghiệp chủ yếu huy động từ bên ngoài tài trợ cho nhu cầu đầu tư. Việc sử dụng nợ vay có những ưu điểm sau:

+ Ưu điểm lớn nhất của việc dùng nợ vay thay cho vốn chủ sở hữu đó là lãi vay phải trả được coi là khoản chi phí hợp lý và được tính trừ vào thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp, làm giảm số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp hay nói cách khác doanh nghiệp được hưởng lợi từ “lá chắn thuế” và vì thế làm tăng giá trị doanh nghiệp.

+ Ưu điểm thứ hai của nợ vay, đó là thông thường chi phí tài trợ thấp và linh hoạt cao hơn vốn chủ sở hữu. Do lãi suất vay ngân hàng, hay lãi suất trái phiếu thấp

hơn nhiều so với lãi suất kỳ vọng của nhà đầu tư. Ngoài ra, tổ chức tín dụng có thể thiết lập lịch trả nợ phù hợp với dòng tiền thu nhập của doanh nghiệp.

+ Ưu điểm thứ ba của nợ vay là nợ vay giúp cho các nhà quản trị thận trọng hơn khi đưa ra các quyết định đầu tư. Khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay để tài trợ cho những khoản đầu tư thì việc phải trả lãi và vốn gốc theo định kỳ sẽ ngăn, hoặc giảm việc đầu tư thái quá vào dự án cần nhiều vốn mà không đem lại nhiều hiệu quả.

Bên cạnh những ưu điểm, việc sử dụng nợ phải trả cũng tồn tại những hạn chế.

+ Sử dụng nợ vay sẽ đem lại bất lợi cho doanh nghiệp vì phải chịu áp lực lớn của gánh nặng nợ nần dẫn đến việc phải hy sinh nhiều lợi ích để thanh toán các khoản lãi vay đồng thời để mất tự chủ trong kinh doanh, khó khăn trong việc ra các quyết định kinh doanh.

+ Doanh nghiệp không thể sử dụng nợ vay quá cao so với vốn chủ sở hữu. Khi những lợi ích đem lại từ “lá chắn thuế” nhỏ hơn “chi phí khánh kiệt tài chính”, doanh nghiệp sẽ đối mặt với nguy cơ phá sản.

+ Việc sử dụng nợ vay cao quá mức sẽ tác động đến tâm lý của nhà đầu tư và tạo ra sự mâu thuẫn giữa các chủ nợ và nhà đầu tư.

b. Vốn chủ sở hữu

Vốn chủ sở hữu là các nguồn vốn thuộc quyền sở hữu của chủ doanh nghiệp. Có 2 nguồn tạo nên vốn chủ sở hữu: số tiền góp vốn của các nhà đầu tư, tổng số tiền tạo ra từ kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh (lợi nhuận chưa phân phối, các quỹ của doanh nghiệp). Vốn chủ sở hữu tại một thời điểm có thể xác định bằng công thức sau:

$$\text{Vốn chủ sở hữu} = \text{Giá trị tổng tài sản} - \text{Nợ phải trả}$$

Vốn góp của chủ sở hữu

Vốn góp của chủ sở hữu là phần vốn mà các chủ sở hữu đóng góp vào để hình thành vốn điều lệ của doanh nghiệp. Chủ sở hữu công ty cổ phần thực hiện góp vốn thông qua hình thức mua cổ phần thường hoặc cổ phần ưu đãi.

- *Phát hành cổ phiếu thường*: Trong công ty cổ phần, việc góp vốn được thực hiện dưới hình thức mua cổ phiếu. Cổ đông là người sở hữu cổ phiếu, chủ sở hữu của công ty cổ phần. Để đáp ứng nhu cầu tăng vốn, mở rộng kinh doanh, công ty cổ phần có thể lựa chọn hình thức huy động vốn bằng cách phát hành thêm cổ phiếu thường. Việc phát hành thêm cổ phiếu thường mới để huy động thêm vốn cổ phần có thể thực

hiện theo hai phương thức, đó là chào bán riêng lẻ hay chào bán rộng rãi ra công chúng.

- *Phát hành cổ phần ưu đãi*: Để đáp ứng nhu cầu tăng vốn, mở rộng kinh doanh, công ty cổ phần có thể lựa chọn hình thức huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu ưu đãi. Về bản chất, việc quy định công ty cổ phần được phát hành các loại cổ phiếu ưu đãi là nhằm phát huy tối đa lợi thế của loại hình doanh nghiệp này về tính đại chúng trong cơ cấu sở hữu vốn, đồng thời giúp công ty cổ phần tận dụng hết những ưu thế của việc huy động các nguồn vốn từ các nhà đầu tư thuộc diện “muốn an toàn” khi bỏ vốn vào đầu tư, kinh doanh để hưởng cổ tức cao hơn gửi tiền vào ngân hàng - nơi có lãi suất cố định, thấp.

Lợi nhuận giữ lại tái đầu tư.

Lợi nhuận giữ lại tái đầu tư là một phần của lợi nhuận sau thuế của công ty có được từ hoạt động kinh doanh nhưng không được phân chia cho các cổ đông mà được giữ lại tái đầu tư cho hoạt động kinh doanh trong tương lai như bổ sung tăng vốn, tự đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng của công ty. Nguồn lợi nhuận giữ lại tái đầu tư nhiều hay ít phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty và chính sách phân chia lợi tức cổ phần của công ty, chiến lược kinh doanh và cơ hội đầu tư của công ty.

Lợi ích và bất lợi của doanh nghiệp khi sử dụng vốn chủ sở hữu.

+ Việc sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu bằng cách sử dụng lợi nhuận để lại, phát hành cổ phiếu thường sẽ làm tăng thêm vốn chủ sở hữu của công ty, từ đó làm giảm hệ số nợ và tăng thêm mức độ vững chắc về mặt tài chính của công ty.

+ Doanh nghiệp tăng được vốn đầu tư dài hạn bằng cách phát hành cổ phiếu nhưng không có nghĩa vụ bắt buộc phải trả vốn gốc và lợi tức cố định như sử dụng nợ vay.

+ Doanh nghiệp không có nghĩa vụ phải hoàn trả vốn gốc theo kỳ hạn cố định.

Cùng với những ưu thế trên, việc sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu để đáp ứng nhu cầu tăng vốn kinh doanh cũng có thể đưa lại những điểm bất lợi sau:

+ Tăng chi phí sử dụng vốn. Theo cách tính thuế thu nhập của nhiều nước, lợi tức cổ phần không được tính trừ vào thu nhập chịu thuế, trong khi đó lợi tức trái phiếu hay lợi tức tiền vay được tính trừ vào thu nhập chịu thuế. Điều này làm cho chi phí sử dụng vốn cổ phiếu thường cao hơn so với chi phí sử dụng trái phiếu.

+ Việc tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành thêm cổ phiếu thường ra công chúng làm tăng thêm cổ đông mới, từ đó phải phân chia quyền biểu quyết và quyền kiểm soát công ty, quyền phân phối thu nhập cao cho cổ đông này. Điều này, gây bất lợi cho các cổ đông hiện hành trong việc quản lý điều hành kinh doanh của công ty.

Mỗi nguồn vốn có ưu điểm và bất lợi riêng. Nhằm đảm bảo hiệu quả hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp cần phải phối hợp cả hai nguồn vốn (vốn chủ sở hữu và nợ phải trả). Sự kết hợp giữa hai nguồn này phụ thuộc vào đặc điểm ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp, quyết định của nhà quản trị doanh nghiệp và môi trường kinh doanh.

Căn cứ theo quan hệ sở hữu vốn, cấu trúc tài chính doanh nghiệp được thể hiện thông qua các chỉ tiêu sau:

- Hệ số nợ: Hệ số nợ phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh mà doanh nghiệp đang sử dụng có bao nhiêu đồng được hình thành từ nợ vay.

$$\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

- Hệ số nợ ngắn hạn: Phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh mà doanh nghiệp đang sử dụng có bao nhiêu đồng được hình thành từ nợ ngắn hạn.

$$\text{Hệ số nợ ngắn hạn} = \frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

- Hệ số nợ dài hạn: Phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh mà doanh nghiệp đang sử dụng có bao nhiêu đồng được hình thành từ nợ dài hạn.

$$\text{Hệ số nợ dài hạn} = \frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

Ngoài ra, cấu trúc tài chính còn được phản ánh thông qua chỉ tiêu hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu.

$$\text{Hệ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Nguồn vốn chủ sở hữu}}$$

2.1.2.2. Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn

Dựa trên tiêu thức này cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được chia thành nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn thường xuyên. Cách thức phân loại này nhằm giúp cho nhà quản trị xem xét huy động các nguồn vốn phù hợp với thời gian sử dụng các yếu tố cần thiết cho quá trình kinh doanh.

Tài sản ngắn hạn	Nợ ngắn hạn	} Nguồn vốn tạm thời
	Nợ dài hạn	
Tài sản dài hạn	Vốn chủ sở hữu	} Nguồn vốn thường xuyên

Hình 2.3: Cấu trúc tài chính theo thời gian huy động

Nguồn vốn tạm thời (hay nguồn vốn ngắn hạn): Là các nguồn vốn có tính chất ngắn hạn mà doanh nghiệp có thể sử dụng để đáp ứng các nhu cầu về vốn có tính chất tạm thời phát sinh trong quá trình hoạt động kinh doanh. Nguồn vốn tạm thời bao gồm vay ngắn hạn, các khoản nợ ngắn hạn khác.

Nguồn vốn thường xuyên (hay nguồn vốn dài hạn): Là nguồn vốn có tính chất ổn định, lâu dài mà doanh nghiệp có thể sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Nguồn vốn này thường được sử dụng để mua sắm, hình thành tài sản cố định và một bộ phận hình thành tài sản lưu động thường xuyên cần thiết cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Nguồn vốn thường xuyên của doanh nghiệp tại một thời điểm được xác định theo công thức sau:

$$\text{Nguồn vốn thường xuyên} = \text{Vốn chủ sở hữu} + \text{Nợ dài hạn}$$

$$\text{Hay Nguồn vốn thường xuyên} = \text{Giá trị tổng tài sản của DN} - \text{Nợ ngắn hạn}$$

Theo cách thức phân loại này sẽ giúp cho nhà quản trị doanh nghiệp xem xét huy động các nguồn vốn phải phù hợp với thời gian sử dụng các yếu tố cần thiết cho quá trình kinh doanh. Hơn nữa cách phân loại này còn giúp các nhà quản lý doanh nghiệp lập các kế hoạch tài chính hình thành nên những dự định về tổ chức lựa chọn nguồn vốn và quy mô thích hợp cho từng nguồn vốn đó, tổ chức sử dụng vốn đạt hiệu quả cao.

Trong các mô hình tổ chức nguồn tài trợ, các doanh nghiệp thường sử dụng các nguồn vốn tạm thời có tính chất ngắn hạn để đáp ứng phần lớn nhu cầu về vốn lưu động. Trong đó, một nguồn vốn ngắn hạn chủ yếu mà các doanh nghiệp sử dụng để đáp ứng nhu cầu về vốn lưu động là nguồn vốn tín dụng ngắn hạn. Thông thường, việc sử dụng nguồn vốn tín dụng ngắn hạn đối với doanh nghiệp có những điểm lợi sau:

+ Việc sử dụng nguồn vốn tín dụng ngắn hạn giúp cho doanh nghiệp có thể thực hiện, dễ dàng, thuận lợi hơn so với việc sử dụng tín dụng dài hạn. Bởi vì, thông thường các điều kiện cho vay ngắn hạn mà ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác đưa ra đối với doanh nghiệp thường ít khắt khe hơn so với tín dụng dài hạn.

+ Chi phí sử dụng nguồn vốn tín dụng ngắn hạn thường thấp hơn so với sử dụng nguồn vốn tín dụng dài hạn

+ Sử dụng nguồn vốn tín dụng ngắn hạn giúp cho doanh nghiệp có thể dễ dàng linh hoạt điều chỉnh hơn cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Bên cạnh những ưu điểm, việc sử dụng nguồn vốn tạm thời có điểm bất lợi sau:

+ Doanh nghiệp phải chịu rủi ro về lãi suất cao hơn, bởi lẽ lãi suất tín dụng ngắn hạn biến động nhiều hơn so với lãi suất dài hạn.

+ Rủi ro vỡ nợ ở mức cao hơn. Sử dụng tín dụng ngắn hạn đòi hỏi doanh nghiệp phải có nghĩa vụ thanh toán tiền lãi và hoàn trả vốn gốc trong một thời hạn ngắn, nếu tình hình kinh doanh gặp khó khăn, doanh nghiệp dễ rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn.

Về cơ bản, nguồn vốn thường xuyên được sử dụng tài trợ hình thành tài sản thường xuyên của doanh nghiệp. Đây là nguồn vốn có tính chất ổn định, lâu dài, tạo ra sự an toàn trong kinh doanh, làm cho tình trạng tài chính của doanh nghiệp được đảm bảo vững chắc. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp việc sử dụng nguồn vốn thường xuyên đảm bảo cho việc hình thành tài sản lưu động thì doanh nghiệp phải trả chi phí cao hơn cho việc sử dụng vốn.

Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được phản ánh qua các chỉ tiêu sau:

- Hệ số nguồn vốn tạm thời.

$$\text{Hệ số nguồn vốn tạm thời} = \frac{\text{Nguồn vốn tạm thời}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

- Hệ số nguồn vốn thường xuyên: Phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh mà doanh nghiệp đang sử dụng có bao nhiêu đồng được hình thành từ nguồn vốn có tính chất ổn định, lâu dài.

$$\text{Hệ số nguồn vốn thường xuyên} = \frac{\text{Nguồn vốn thường xuyên}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

2.1.2.3. Căn cứ vào phạm vi huy động vốn

Căn cứ theo phạm vi huy động vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp bao gồm nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài. Tiêu thức phân loại này nhằm xem xét việc huy động nguồn vốn của một doanh nghiệp đang hoạt động.

a. Nguồn vốn bên trong doanh nghiệp

Đây là nguồn vốn có thể huy động được vào hoạt động đầu tư từ chính hoạt động của bản thân doanh nghiệp tạo ra. Nguồn vốn này thể hiện khả năng tự tài trợ của doanh nghiệp, là nguồn tăng thêm tài sản và nguồn vốn của doanh nghiệp. Nguồn vốn bên trong doanh nghiệp bao gồm: Lợi nhuận để lại tái đầu tư.

Hàng năm, doanh nghiệp có thể sử dụng một phần lợi nhuận sau thuế bổ sung tăng vốn, tự đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng. Nguồn vốn bên trong nhiều hay ít phụ thuộc vào kết quả kinh doanh, chính sách phân chia lợi tức cổ phần, chiến lược kinh doanh và cơ hội đầu tư trong tương lai của doanh nghiệp. Việc sử dụng nguồn vốn bên trong sẽ đem lại lợi ích cho doanh nghiệp như sau:

- + Tăng vốn chủ sở hữu (nguồn vốn chủ sở hữu nội sinh) đáp ứng nhu cầu vốn của doanh nghiệp, kịp thời nắm bắt các cơ hội trong kinh doanh.

- + Làm tăng sự tự chủ về mặt tài chính: Việc gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu sẽ làm giảm hệ số nợ phải trả, làm tăng uy tín cho doanh nghiệp.

- + Tiết kiệm chi phí sử dụng vốn so với việc phát hành cổ phiếu.

- + Giữ được quyền kiểm soát cho các cổ đông hiện hữu.

- + Tránh áp lực phải thanh toán đúng kỳ hạn.

Tuy nhiên, sử dụng nguồn vốn này có nhưng bất lợi sau:

- + Đối với các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh ổn định, có xu hướng phát triển sẽ phải trả chi phí cao hơn so với vốn vay hoặc phát hành trái phiếu.

- + Hiệu quả sử dụng vốn thường không cao: Việc không phải có trách nhiệm hoàn trả vốn gốc và lãi theo kỳ hạn cố định đã không tạo áp lực cho ban lãnh đạo doanh nghiệp trong việc cân nhắc, tính toán hiệu quả sử dụng vốn cho đầu tư. Đây là nguyên nhân quan trọng dẫn đến hiệu quả sử dụng của các dự án được tài trợ bằng các nguồn vốn từ bên trong doanh nghiệp thường đạt hiệu quả không cao so với các dự án được tài trợ bằng các nguồn vốn từ bên ngoài doanh nghiệp.

- + Thường bị giới hạn về quy mô nguồn vốn.

b. Nguồn vốn bên ngoài doanh nghiệp

Nguồn vốn bên ngoài doanh nghiệp là nguồn vốn có thể huy động được vào hoạt động đầu tư từ các chủ thể bên ngoài doanh nghiệp. Việc huy động các nguồn vốn từ bên ngoài doanh nghiệp để tăng cường nguồn tài chính cho hoạt động kinh doanh là vấn đề rất quan trọng đối với doanh nghiệp. Khi thị trường tài chính càng phát triển sẽ làm nảy sinh nhiều hình thức và phương thức huy động vốn mới từ bên ngoài doanh nghiệp. Những nguồn vốn từ bên ngoài doanh nghiệp chủ yếu gồm: Vốn vay từ người thân, NHTM và các tổ chức tài chính khác; Vốn góp liên doanh, liên kết; Tín dụng thương mại của nhà cung cấp; Thuê tài sản; Huy động thông qua phát hành chứng khoán như phát hành cổ phiếu thường mới, phát hành cổ phiếu ưu đãi, phát hành trái phiếu doanh nghiệp dài hạn...

Căn cứ theo phạm vi huy động vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được phản ánh qua các chỉ tiêu sau:

- Hệ số nguồn vốn bên trong: Phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh mà doanh nghiệp đang sử dụng có bao nhiêu đồng được tài trợ từ các nguồn vốn bên trong doanh nghiệp do chính hoạt động của bản thân doanh nghiệp tạo ra.

$$\text{Hệ số nguồn vốn bên trong} = \frac{\text{Nguồn vốn bên trong}}{\text{Nguồn vốn bên trong} + \text{Nguồn vốn bên ngoài}}$$

- Hệ số nguồn vốn bên ngoài: Phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh mà doanh nghiệp đang sử dụng có bao nhiêu đồng tài trợ từ các nguồn vốn được huy động từ bên ngoài doanh nghiệp.

$$\text{Hệ số nguồn vốn bên ngoài} = \frac{\text{Nguồn vốn bên ngoài}}{\text{Nguồn vốn bên trong} + \text{Nguồn vốn bên ngoài}}$$

2.1.3. Tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính, tỷ suất sinh lời và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

2.1.3.1. Tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

*** Rủi ro tài chính**

Trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, doanh nghiệp luôn phải đối mặt với những biến cố không chắc chắn trong tương lai có thể gây tổn thất, thiệt hại cho doanh nghiệp như các yếu tố lạm phát, lãi suất, tỷ giá hối đoái, sự thay đổi môi trường kinh

doanh ... Các yếu tố này ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh và giá trị tài sản của doanh nghiệp. Các quyết định kinh doanh, quyết định tài chính của doanh nghiệp ngày hôm nay phải tính đến các khoản thu nhập có thể nhận được trong tương lai. Tuy nhiên, trong tương lai luôn có sự biến động, các biến cố bất thường làm cho kết quả kinh doanh của doanh nghiệp không đạt được như kỳ vọng. Do đó, rủi ro của doanh nghiệp được xem xét như là khả năng xuất hiện các kết quả thực tế không giống như kỳ vọng, là sự khác biệt giữa giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng. [38]

Đối với doanh nghiệp, việc sử dụng nợ vay, một mặt để tài trợ cho nhu cầu vốn thiếu hụt, mặt khác nhằm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay thu nhập trên cổ phần). Tuy nhiên, việc sử dụng nợ vay cũng làm gia tăng sự sai lệch giữa tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu thực tế đạt được với tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu kỳ vọng. Đồng thời, làm suy giảm khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Như vậy, rủi ro tài chính của doanh nghiệp có thể hiểu là sự không chắc chắn giữa tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay thu nhập trên cổ phần thường) thực tế đạt được so với tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay thu nhập trên cổ phần thường) kỳ vọng khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay hoặc các nguồn tài trợ có chi phí cố định làm tăng thêm xác suất mất khả năng thanh toán của doanh nghiệp.[38]

Để đo lường mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp, có thể sử dụng nhiều công cụ như sự cân bằng tài chính, sự độc lập về mặt tài chính, khả năng thanh toán, chi phí kiệt quệ tài chính.

*** Tác động của cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính**

Sự cân bằng tài chính phản ánh mối quan hệ giữa các nguồn tài trợ với tài sản của doanh nghiệp có cùng thời gian. Tức là, thời hạn nguồn tài trợ để hình thành nên tài sản phải bằng với thời hạn sử dụng tài sản đó.

Căn cứ theo thời gian chuyển đổi thành tiền, tài sản của doanh nghiệp bao gồm tài sản dài hạn (tài sản cố định và đầu tư dài hạn) và tài sản ngắn hạn (tài sản lưu động). Tài sản ngắn hạn là những tài sản có thời gian chuyển đổi thành tiền dưới 1 năm. Tài sản dài hạn là những tài sản có thời gian chuyển đổi thành tiền trên 1 năm. Để hình thành nên hai loại tài sản này, có hai nguồn vốn là nguồn vốn dài hạn (hay nguồn vốn thường xuyên) và nguồn vốn ngắn hạn (hay nguồn vốn tạm thời). Nguồn vốn dài hạn trước hết được đầu tư hình thành nên tài sản dài hạn, phần còn lại và

nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để đầu tư hình thành nên tài sản ngắn hạn. Khi đó, chênh lệch giữa nguồn vốn dài hạn và tài sản dài hạn được gọi là Nguồn vốn lưu động thường xuyên (hay còn được gọi là vốn lưu động thuần – NWC). Mức độ an toàn hay rủi ro tài chính của doanh nghiệp phụ thuộc vào độ lớn của nguồn vốn lưu động thường xuyên [38].

Nguồn vốn lưu động thường xuyên (còn gọi là vốn lưu động thuần – NWC) được xác định như sau:

$$\text{NWC} = \text{Nguồn vốn dài hạn} - \text{Tài sản dài hạn}$$

Hay
$$\text{NWC} = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}$$

Ta có thể đánh giá tình hình tài trợ vốn lưu động của doanh nghiệp, từ đó đánh giá mức độ an toàn hay rủi ro tài chính trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp qua 3 trường hợp có thể xảy ra như sau:

Trường hợp 1: $\text{NWC} > 0$, tức nguồn vốn dài hạn lớn hơn tài sản dài hạn. Khi đó, sẽ có sự ổn định trong hoạt động kinh doanh, tình trạng tài chính của doanh nghiệp được đảm bảo vững chắc hơn vì có một bộ phận nguồn vốn dài hạn (hay nguồn vốn thường xuyên) tài trợ cho TSLĐ. Tuy nhiên, do sử dụng nguồn vốn lưu động thường xuyên tài trợ hình thành một phần TSLĐ cũng làm chi phí sử dụng vốn tăng cao hơn.

Trường hợp 2: $\text{NWC} < 0$, tức nguồn vốn dài hạn nhỏ hơn tài sản dài hạn. Doanh nghiệp đã hình thành tài sản dài hạn bằng nguồn vốn ngắn hạn. Đây là dấu hiệu đáng lo ngại cho doanh nghiệp, cho thấy phương thức tài trợ có dấu hiệu chưa hợp lý, cán cân thanh toán mất cân bằng, khả năng thanh toán của doanh nghiệp sẽ giảm xuống, sự tự chủ trong kinh doanh giảm xuống, rủi ro tài chính tăng lên.

Trường hợp 3: $\text{NWC} = 0$, tức nguồn vốn dài hạn bằng với tài sản dài hạn. Cách tài trợ này cho thấy, TSCĐ được tài trợ bằng nguồn vốn dài hạn, còn TSLĐ được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn. Trường hợp này cũng không tạo ra được tính ổn định trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, đặc biệt đối với những ngành có tốc độ quay vòng vốn chậm như ngành xi măng. Cân bằng tài chính tuy có tiến triển và bền vững hơn trường hợp 1 nhưng độ an toàn chưa cao, có nguy cơ mất bền vững.

*** Tác động của cấu trúc tài chính đến sự độc lập về mặt tài chính**

Sự độc lập về mặt tài chính phản ánh khả năng tự chủ về mặt tài chính khi đáp ứng nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Căn cứ theo quan hệ sở hữu vốn,

nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm Vốn chủ sở hữu và Nợ phải trả. Một doanh nghiệp hoạt động chủ yếu bằng nguồn vốn chủ sở hữu thì sự độc lập về mặt tài chính cao. Doanh nghiệp sẽ chủ động trong việc sử dụng vốn mà không chịu tác động nhiều của chủ thể cung ứng vốn bên ngoài như chủ nợ, nhà cung cấp... Ngược lại, doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn vay nợ là chủ yếu thì sự độc lập về mặt tài chính suy giảm, doanh nghiệp có thể bị chi phối bởi các điều kiện do chủ nợ đặt ra.

*** Tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán**

Khả năng thanh toán của doanh nghiệp là năng lực về tài chính mà doanh nghiệp có được để đáp ứng nhu cầu thanh toán các khoản nợ tới hạn cho chủ nợ. Năng lực tài chính đó tồn tại dưới dạng tiền tệ, các khoản phải thu từ các cá nhân mắc nợ doanh nghiệp, các tài sản có thể chuyển đổi nhanh thành tiền như: hàng hóa, thành phẩm, hàng gửi bán. Các khoản nợ của doanh nghiệp có thể là các khoản vay ngân hàng, khoản nợ tiền hàng, các khoản thuế chưa nộp ngân hàng nhà nước, các khoản chưa trả lương.

Một doanh nghiệp có mức độ sử dụng nợ vay cao, đặc biệt là nợ ngắn hạn sẽ làm cho khả năng thanh toán có xu hướng giảm xuống, rủi ro thanh toán của doanh nghiệp tăng lên. Ngược lại, nếu tài sản lưu động của doanh nghiệp được tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn thì khả năng thanh toán tăng lên, mức độ độc lập tài chính cao và qua đó rủi ro thanh toán giảm xuống.

*** Tác động của cấu trúc tài chính đến chi phí kiệt quệ tài chính.**

Kiệt quệ tài chính xảy ra khi doanh nghiệp khó khăn hoặc không thể trả được các khoản nợ. Kiệt quệ tài chính ở mức độ nghiêm trọng sẽ dẫn đến phá sản. Chi phí kiệt quệ tài chính bao gồm chi phí kiệt quệ tài chính trực tiếp và gián tiếp. Chi phí kiệt quệ tài chính trực tiếp là các chi phí phát sinh trong việc giải quyết phá sản và tổ chức lại doanh nghiệp. Chi phí kiệt quệ tài chính gián tiếp phần lớn là các chi phí đại diện phát sinh trong mâu thuẫn về quyền lợi giữa cổ đông và trái chủ (Myers , 2002, tr.15).

Theo lý thuyết Modigliani và Miller trong trường hợp có thuế, giá trị công ty tăng lên và chi phí sử dụng vốn bình quân giảm xuống khi công ty gia tăng hệ số nợ. Điều này ngụ ý rằng công ty nên sử dụng nợ càng nhiều càng tốt. Tuy nhiên, lý thuyết M&M đã không tính đến động thái của công ty trên thực tế, vì hầu hết các công ty không tối đa hóa hệ số nợ. Trên thực tế không phải giá trị công ty tăng mãi khi hệ số

nợ gia tăng, bởi vì khi hệ số nợ gia tăng làm phát sinh một loại chi phí, gọi là chi phí kiệt quệ tài chính (còn gọi là chi phí khốn khó tài chính - financial distress costs), rủi ro của công ty tăng lên. Điều này làm giảm lợi ích mà công ty nhận được từ khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Khi lượng nợ vay tăng lên đến điểm nào đó mà làm cho giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay bằng với giá trị hiện tại của khoản chi phí kiệt quệ tài chính. Điểm đó được gọi là điểm tối ưu, ở đó giá trị công ty đạt mức tối đa và chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty đạt mức tối thiểu. Nếu việc sử dụng nợ vay vẫn tiếp tục tăng lên, thì giá trị hiện tại của khoản chi phí kiệt quệ tài chính sẽ lớn hơn giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Khi đó, giá trị công ty có vay nợ bắt đầu giảm dần. Lúc này giá trị công ty có vay nợ được xác định như sau:

$$V_L = V_U + \text{Giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay} - \text{Giá trị hiện tại của khoản chi phí kiệt quệ tài chính}$$

2.1.3.2. Tác động của cấu trúc tài chính đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Căn cứ theo quan hệ sở hữu, nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp được hình thành từ vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Nợ phải trả phản ánh những nghĩa vụ mà doanh nghiệp phải thanh toán cho các tác nhân kinh tế như nợ vay, phải trả người bán, phải trả nhà nước, phải trả người lao động... Việc sử dụng nợ vay nhằm bù đắp sự thiếu hụt vốn kinh doanh, hy vọng gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu nhưng cũng làm tăng thêm rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Khi sử dụng vốn vay, định kỳ doanh nghiệp phải có nghĩa vụ trả tiền lãi vay. Lãi tiền vay là một khoản chi phí tài chính cố định, được khấu trừ vào lợi nhuận trước lãi vay và thuế, qua đó làm giảm số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp. Nếu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà doanh nghiệp tạo ra lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE), nhưng nếu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà doanh nghiệp tạo ra nhỏ hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm suy giảm nhanh hơn tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu.[38]

Có thể nhận thấy những phân tích trên qua công thức dưới đây

$$ROE = \left[BEP + \frac{D}{E} * (BEP - r) \right] * (1 - t)$$

Trong đó:

- + BEP là Tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản
- + D là vốn vay
- + E là vốn chủ sở hữu
- + r là lãi suất vay vốn
- + t là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Qua công thức trên cho thấy: $(1 - t)$ là một hằng số, do đó ROE sẽ phụ thuộc vào tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP), chi phí lãi vay (r) và hệ số D/E. Có 3 trường hợp có thể xảy ra:

Trường hợp 1: Nếu $BEP > r$ thì doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay (D/E tăng lên), càng gia tăng nhanh được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Trong trường hợp này, đòn bẩy tài chính khuếch đại làm tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, việc gia tăng vay nợ cũng ẩn chứa rủi ro tài chính đối với doanh nghiệp. Bởi vì, doanh nghiệp sử dụng vốn vay làm nảy sinh nghĩa vụ tài chính phải thanh toán lãi vay cho các chủ nợ bất kể doanh nghiệp đạt được mức lợi nhuận trước lãi vay và thuế là bao nhiêu, đồng thời doanh nghiệp phải có nghĩa vụ thanh toán gốc cho chủ nợ đúng hạn. Doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay thì khả năng mất khả năng thanh toán càng lớn, rủi ro tài chính doanh nghiệp gặp phải càng tăng lên.

Trường hợp 2: Nếu $BEP < r$ thì doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay (D/E tăng lên) thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu càng giảm xuống nhanh hơn so với trường hợp không sử dụng vốn vay. Trong trường hợp này, đòn bẩy tài chính khuếch đại giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu và rủi ro tài chính càng gia tăng lớn hơn.

Trường hợp 3: Nếu $BEP = r$ thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu trong các trường hợp như không sử dụng vốn vay, sử dụng nhiều vốn vay hoặc sử dụng ít vốn vay cũng sẽ bằng nhau và chỉ có sự khác nhau về mức độ rủi ro.

Xuất phát từ mối quan hệ kể trên cho thấy, việc gia tăng sử dụng nợ vay trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp có thể khuếch đại tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (nếu $BEP > r$), hoặc làm giảm sút nhanh chóng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (nếu $BEP < r$), đồng thời cũng làm gia tăng mức độ rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Do vậy, các nhà quản trị doanh nghiệp cần có sự kết hợp hài hòa giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu nhằm xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp để gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu với rủi ro tài chính ở mức độ chấp nhận được.

Khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay cũng có nghĩa là doanh nghiệp đã sử dụng đòn bẩy tài chính thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu nhạy cảm hơn trước sự biến động của lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT). Để đánh giá mức độ tác động của đòn bẩy tài chính đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS) người ta sử dụng thước đo được gọi là mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL).

Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính là tỷ lệ phần trăm thay đổi của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS) phát sinh do sự thay đổi của lợi nhuận trước lãi vay và thuế. Công thức xác định như sau:

$$\text{Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL)} = \frac{\text{Tỷ lệ thay đổi của tỷ suất lợi nhuận VCSH (hay EPS)}}{\text{Tỷ lệ thay đổi của lợi nhuận trước lãi vay và thuế}}$$

Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính phản ánh khi lợi nhuận trước lãi vay và thuế tăng lên hay giảm đi 1% thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS) sẽ tăng lên hay giảm đi bao nhiêu phần trăm.

Như vậy, mức độ tác động của đòn bẩy tài chính cũng là một trong những thước đo cho phép đánh giá mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp và được biểu hiện dưới hai khía cạnh: (1) Làm biến động mạnh tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS), (2) Làm doanh nghiệp gia tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán các khoản nợ.

2.1.3.3. Tác động của cấu trúc tài chính đến chi phí sử dụng của doanh nghiệp và giá trị cổ phiếu doanh nghiệp.

Khi doanh nghiệp sử dụng vốn vay để tài trợ cho nhu cầu vốn (tức là sử dụng đòn bẩy tài chính), lãi tiền vay phải trả được coi là một khoản chi phí hợp lý và được khấu trừ vào phần thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp. Doanh nghiệp phải nộp thuế thu nhập ít hơn so với trường hợp sử dụng tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu. Đây là một lợi ích mà doanh nghiệp được hưởng từ việc sử dụng nợ vay. Khoản thuế thu nhập tiết kiệm đó gọi là khoản tiết kiệm thuế do lá chắn thuế là lãi vay tạo ra. Khoản tiết kiệm thuế đã khiến cho chi phí sử dụng vốn vay thấp hơn so với sử dụng các nguồn tài trợ khác. Nhìn nhận một cách trực quan thuần túy, dường như việc sử dụng nợ vay (hay đòn bẩy tài chính) sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giảm đi. Tuy nhiên, tác động của đòn bẩy tài chính đến chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp không hoàn toàn đơn giản như vậy. Có thể thấy rõ điều này hơn khi xem xét chi phí sử dụng vốn của công ty cổ phần.

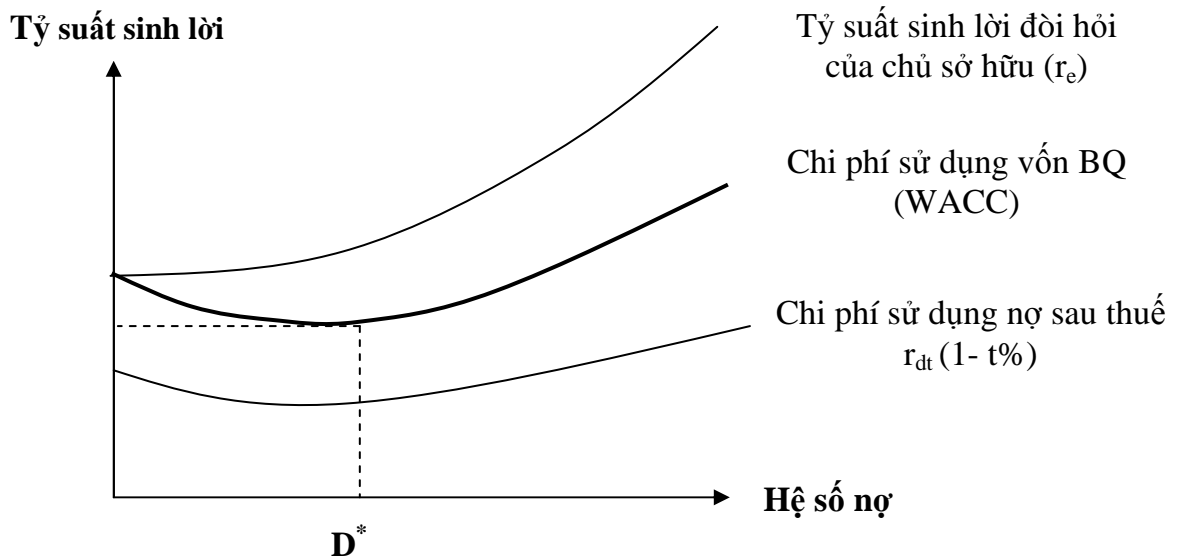
Khi bắt đầu sử dụng đòn bẩy tài chính, do tác động của việc tiết kiệm thuế từ sử dụng vốn vay đã làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty giảm xuống. Nếu các yếu tố khác không đổi, khi tỷ trọng nợ vay trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp tăng lên sẽ kéo theo rủi ro tài chính tăng thêm. Các nhà đầu tư cung cấp vốn cho công ty sẽ đánh giá lại mức độ rủi ro này để ấn định tỷ suất sinh lời đòi hỏi của mình, điều đó khiến cho chi phí sử dụng vốn tăng lên. Mặc dù vậy, trong giai đoạn đầu khi gia tăng sử dụng nợ vay, hiệu ứng tiết kiệm thuế do sử dụng vốn vay vẫn lớn hơn sự gia tăng tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư, kết quả là chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty vẫn tiếp tục giảm xuống. Tuy nhiên, khi sử dụng nợ vay vượt qua một giới hạn nào đó, nguy cơ mất khả năng thanh toán của công ty tăng cao, rủi ro tài chính tăng mạnh, các nhà cho vay sẽ đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi cao hơn, các nhà đầu tư khác cung cấp vốn dưới hình thức vốn cổ phần, vốn cổ phiếu ưu đãi cũng yêu cầu một tỷ suất sinh lợi cao hơn và khi đó khoản tiết kiệm thuế tăng thêm nhờ sử dụng nợ vay không đủ bù đắp sự gia tăng của tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư thì chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty sẽ tăng lên.

Đòn bẩy tài chính cũng tác động rất lớn đến giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Sử dụng đòn bẩy tài chính trong một mức độ nhất định sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty giảm đi, đồng thời gia tăng được thu nhập trên một cổ phần. Với các điều kiện khác không thay đổi, khi đó các nhà đầu tư sẽ lạc quan trước triển vọng của công ty và xu hướng giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng lên. Tuy nhiên, nếu sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức vượt qua một giới hạn nhất định sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty tăng lên, đồng thời rủi ro tài chính cũng cao hơn, khi đó giá cổ phiếu của công ty sẽ giảm xuống. Ngay cả khi lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) của công ty trước triển vọng lạc quan, với EBIT dự kiến đạt được điểm hoà vốn EBIT nhưng nếu việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức, rủi ro tài chính tăng cao, khi đó các nhà đầu tư trên thị trường sẽ nhận biết được mặc dù tỷ suất lợi nhuận của công ty tăng lên nhưng không đủ bù đắp được rủi ro tài chính tăng thêm và các nhà đầu tư sẽ phản ứng lại bằng cách ấn định một hệ số P/E thấp và sẽ dẫn đến giá cổ phiếu của công ty sẽ sụt giảm dù cho thu nhập trên cổ phần của công ty có tăng lên.

2.1.4. Lý thuyết về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

2.1.4.1. Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu (Optimal capital structure).

Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu (còn gọi là cách tiếp cận theo quan điểm truyền thống) cho rằng có một cơ cấu vốn tối ưu mà ở đó nhà quản trị doanh nghiệp có thể gia tăng giá trị của doanh nghiệp bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính phù hợp. Theo lý thuyết này, khi sử dụng nợ vay, hệ số nợ gia tăng, doanh nghiệp sẽ được hưởng một khoản tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp nhờ chi phí lãi vay được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế, làm cho chi phí sử dụng vốn vay giảm đi. Tuy nhiên, khi hệ số nợ gia tăng thì rủi ro cũng gia tăng, do đó nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất sinh lời cao hơn và qua đó chi phí sử dụng vốn bình quân sẽ gia tăng. Ban đầu, sự gia tăng của tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư còn nhỏ hơn lợi ích đạt được từ khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay, do đó chi phí sử dụng vốn bình quân vẫn gia tăng. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp tiếp tục sử dụng nợ vay đến một ngưỡng nào đó thì rủi ro tăng lên khiến cho lợi ích nhận được từ việc sử dụng nợ vay không còn nữa.



Hình 2.4: Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) theo hệ số nợ

Qua hình 2.4 cho thấy, ban đầu tỷ suất sinh lời đòi hỏi của chủ sở hữu (r_e) tăng lên khi hệ số nợ gia tăng, trong khi chi phí sử dụng nợ vay vẫn không đổi. Do đó, có lợi ích của việc tiết kiệm thuế khi gia tăng sử dụng nợ vay nên chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giảm xuống. Tuy nhiên, khi hệ số nợ tăng lên đến một giới hạn nào đó (D^*), rủi ro tăng lên khiến cho chi phí sử dụng nợ vay và tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư (r_e) cũng gia tăng lên làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) tăng lên.

Như vậy, lý thuyết về cơ cấu vốn tối ưu cho rằng: (1) Chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cơ cấu vốn của doanh nghiệp; (2) Có một cơ cấu vốn tối ưu. Do cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời dành cho cổ đông nên công ty cần hoạch định cơ cấu vốn theo mục tiêu nhất định. Điều này nhằm giải quyết hài hòa mối quan hệ giữa rủi ro và khả năng sinh lời. Việc sử dụng nhiều nợ vay sẽ làm gia tăng rủi ro, song nói chung lại đem đến tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao hơn. Rủi ro tăng lên có khuynh hướng hạ thấp giá cổ phiếu, còn tỷ suất sinh lời gia tăng có khuynh hướng làm tăng giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Tóm lại, quyết định cơ cấu vốn tối ưu là quyết định cơ cấu vốn sao cho cân bằng được giữa rủi ro và sinh lời và qua đó tối đa hóa được giá cổ phiếu của doanh nghiệp hay giá trị của doanh nghiệp.

2.1.4.2. Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng (NOI Approach)

Lý thuyết hoạt động ròng dựa trên giả định công ty hoạt động trong điều kiện không có thuế để cho rằng chi phí sử dụng vốn bình quân và giá trị công ty vẫn không đổi khi tỷ số đòn bẩy tài chính (hệ số nợ) của công ty thay đổi. Như vậy, sẽ không có cơ cấu vốn tối ưu và giá trị cổ phiếu, giá trị công ty không phụ thuộc vào cơ cấu vốn của công ty. Theo lý thuyết này, khi công ty tăng hệ số nợ thì tỷ suất sinh lời dành cho cổ đông tăng lên trong khi tỷ suất sinh lời của công ty và tỷ suất sinh lời đòi hỏi của chủ nợ không thay đổi. Do tỷ suất sinh lời của công ty không thay đổi nên giá trị công ty và giá cổ phiếu của công ty cũng không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn của công ty.

Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu dựa vào lá chắn thuế để kết luận là có một cơ cấu vốn tối ưu trong khi tiếp cận của lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng dựa vào giả định công ty hoạt động trong điều kiện không có thuế để kết luận là không có cơ cấu vốn nào là tối ưu và giá cổ phiếu cũng như giá trị công ty không phụ thuộc vào cơ cấu vốn. Tuy nhiên, hai lý thuyết này vẫn chưa lý giải một cách thuyết phục tác động nợ như thế nào khi nghiên cứu cơ cấu vốn của công ty.

2.1.4.3. Lý thuyết M&M về cấu trúc vốn của công ty

Lý thuyết này do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra trong bài báo có tựa đề: "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", Tạp chí American Economic Review số 48, tháng 6 năm 1958 (thường được gọi tắt là lý thuyết M&M). Lý thuyết M&M được xây dựng dựa trên những giả

định quan trọng sau: Giả định về thuế; giả định về chi phí giao dịch, giả định về chi phí khôn khéo tài chính và giả định về thị trường hoàn hảo.

Về nội dung, lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề cơ bản. Mệnh đề I nói về giá trị công ty, mệnh đề II nói về chi phí sử dụng vốn. Các mệnh đề này được xem xét trong hai trường hợp với giả định là không có thuế thu nhập và có thuế thu nhập.

Trường hợp 1: Không có thuế thu nhập

Đây là trường hợp đơn giản nhất khi xem xét lý thuyết M&M. Các giả định của lý thuyết M&M trong trường hợp này là:

- Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân
- Không có chi phí giao dịch
- Không có chi phí phá sản và chi phí kiệt quệ tài chính
- Cá nhân và công ty đều có thể vay tiền ở mức lãi suất như nhau
- Thị trường vốn là thị trường hoàn hảo.

Với những giả định như trên, nội dung của lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề như sau:

Mệnh đề I – Giá trị công ty

Mệnh đề M&M số I phát biểu rằng: “Trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ (V_L) bằng giá trị của công ty không có vay nợ (V_U), nghĩa là $V_U = V_L$ ”. Mệnh đề này có thể phát biểu theo cách khác là trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ và không vay nợ là như nhau, do đó, cơ cấu nợ/vốn (D/E) không có ảnh hưởng gì đến giá trị công ty. Vì vậy, không có cơ cấu vốn nào là tối ưu và công ty cũng không thể nào tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn. Nói cách khác, giá trị công ty không thay đổi khi cơ cấu vốn thay đổi.

Mệnh đề II – Chi phí sử dụng vốn

Mệnh đề M&M số II phát biểu rằng: “Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của cổ đông có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (hay mức độ sử dụng nợ vay)”.

Theo mệnh đề II – Chi phí sử dụng vốn, trong điều kiện không có thuế, chi phí sử dụng vốn trung bình không đổi, bất chấp cơ cấu vốn thay đổi như thế nào.

Về mặt toán học, mệnh đề M&M số II có thể được biểu diễn bởi công thức:

$$r_e = r_U + (r_U - r_d) \times \frac{D}{E}$$

Trong đó:

r_e = Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu hay lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần

r_d = lãi suất vay hay chi phí sử dụng nợ

r_U = chi phí sử dụng vốn nếu công ty sử dụng 100% vốn cổ phần

D = giá trị của nợ hay trái phiếu của công ty phát hành

E = giá trị của vốn cổ phần của công ty.

Trường hợp 2: Có thuế thu nhập và không có chi phí phá sản

Mệnh đề I – Giá trị của công ty

Trong trường hợp có thuế thu nhập và không có chi phí phá sản, lý thuyết M&M xem xét giá trị công ty trong điều kiện không vay nợ (V_U) và giá trị công ty khi có vay nợ (V_L). Do lãi vay được tính là một yếu tố chi phí hợp lý làm giảm trừ thu nhập chịu thuế. Vì vậy, công ty nào sử dụng nợ vay sẽ phải nộp thuế thu nhập ít hơn công ty không sử dụng nợ vay (tức chỉ sử dụng vốn cổ phần). Điều này khiến cho dòng tiền sau thuế của công ty có vay nợ sẽ cao hơn dòng tiền sau thuế của công ty không vay nợ, do yếu tố lãi vay đã đem lại cho các cổ đông khoản tiết kiệm thuế. Mệnh đề M&M số I phát biểu rằng: “Trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp, giá trị công ty có vay nợ sẽ cao hơn giá trị công ty không có vay nợ”. Tức là giá trị công ty có vay nợ sẽ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay.

+ Giá trị công ty trong trường hợp không có nợ vay (V_U).

$$V_U = PV [EBIT * (1 - T_C)] = \frac{EBIT * (1 - T_C)}{r_U}$$

+ Giá trị công ty trong trường hợp có nợ vay (V_L).

$$V_L = \frac{EBIT * (1 - T_C)}{r_U} + T_C * D = V_U + T_C * D$$

Mệnh đề M&M số I trong trường hợp có thuế được diễn tả bằng công thức sau:

$$V_L = V_U + T_C * D.$$

Công thức này cho chúng ta kết luận:

+ Trong trường hợp có thuế, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay ($T_C * D$). Đây chính là nội dung mệnh đề M&M số I.

+ Giá trị công ty sẽ được tối đa hóa khi công ty sử dụng 100% nợ vay.

Mệnh đề II – Chi phí sử dụng vốn

Mệnh đề M&M số II phát biểu rằng: “Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của cổ đông có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (hay mức độ sử dụng nợ vay)”. Về mặt toán học, mệnh đề M&M số II có thể được biểu diễn bởi công thức:

$$r_e = r_U + (r_U - r_d) * (1 - T_C) * \frac{D}{E}$$

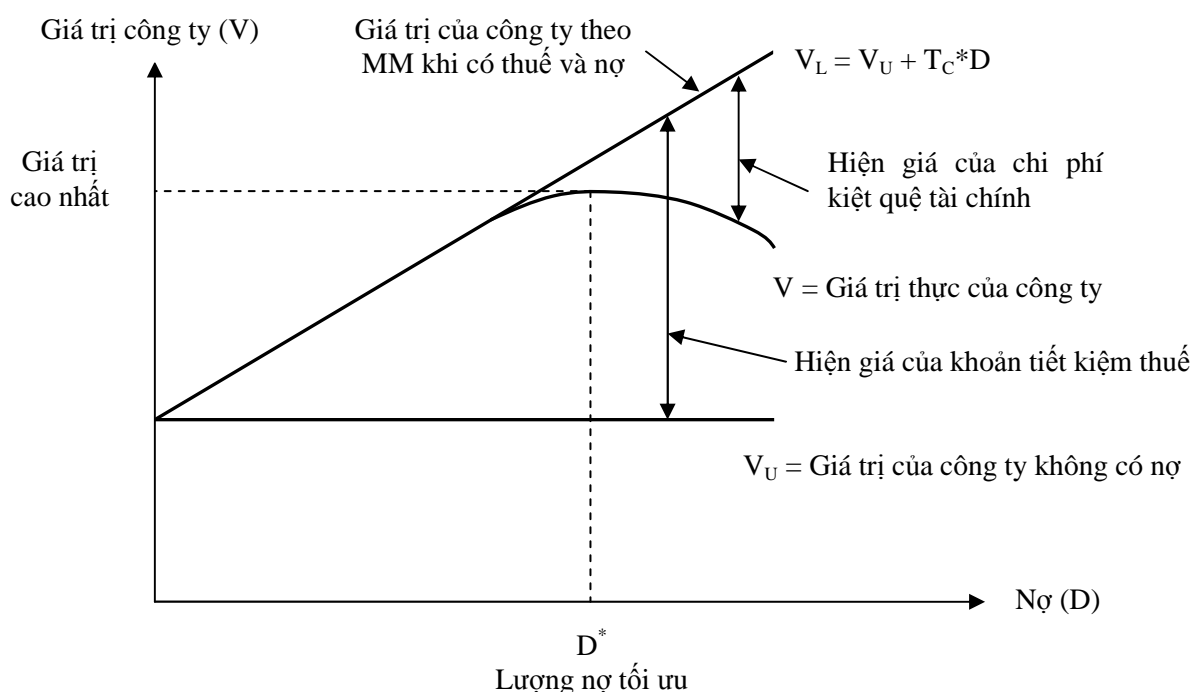
2.1.4.4. Lý thuyết đánh đổi (Trade – Off theory)

Năm 1963, Modigliani và Miller (M&M) tiếp tục phát triển nghiên cứu của mình với các giả định là có thuế thu nhập doanh nghiệp, nhưng không có thuế thu nhập cá nhân và có chi phí phá sản. Do chi phí lãi vay là khoản chi phí được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế thu nhập doanh nghiệp nên khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay để tài trợ sẽ nhận được một khoản lợi ích, đó là khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay hay còn gọi là tấm chắn thuế. Điều này khuyến khích doanh nghiệp sử dụng càng nhiều nợ vay thì càng tốt.

Nhưng trong thực tế, nhiều doanh nghiệp có mức sinh lời cao nhưng không sử dụng nợ hoặc sử dụng nợ ở mức độ thấp. Để giải thích điều này, Miller đã lập luận rằng tiết kiệm thuế ròng từ nợ vay của doanh nghiệp có thể ít hơn hoặc bằng không khi xem xét cả thuế thu nhập cá nhân cũng như thuế thu nhập doanh nghiệp. Lãi từ chứng khoán nợ không chịu thuế thu nhập doanh nghiệp nhưng chịu thuế thu nhập cá nhân. Lợi nhuận vốn cổ phần chịu thuế thu nhập doanh nghiệp nhưng phần lớn có thể tránh được thuế thu nhập cá nhân nếu là lãi vốn. Vì vậy các doanh nghiệp không thể tài trợ hoàn toàn bằng nợ vay. Một lý do lớn khiến các doanh nghiệp không thể tài trợ hoàn toàn bằng nợ vay là vì, bên cạnh sự hiện hữu lợi ích tấm chắn thuế từ nợ, việc sử dụng tài trợ bằng nợ cũng phát sinh nhiều chi phí, điển hình nhất là các chi phí kiệt quệ tài chính. Tình trạng kiệt quệ tài chính xảy ra khi công ty không thực hiện đúng nghĩa vụ thanh toán theo cam kết cho chủ nợ do kết quả kinh doanh kỳ vọng không đủ bù đắp các khoản phải trả tới hạn.

Lý thuyết này cho rằng, khi công ty gia tăng lượng nợ vay sử dụng, công ty nhận được lợi ích bằng giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Lợi ích này làm cho giá trị của công ty có vay nợ tăng lên. Tuy nhiên, cùng với sự gia tăng

lượng nợ vay sử dụng, làm rủi ro của công ty tăng lên, chi phí kiệt quệ tài chính cũng tăng lên. Điều này làm giảm lợi ích mà công ty nhận được từ khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Khi lượng nợ vay tăng lên đến điểm nào đó mà làm cho giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay bằng với giá trị hiện tại của khoản chi phí kiệt quệ tài chính. Điểm đó được gọi là điểm tối ưu, ở đó giá trị công ty đạt mức tối đa và chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty đạt mức tối thiểu. Nếu việc sử dụng nợ vay vẫn tiếp tục tăng lên, thì giá trị hiện tại của khoản chi phí kiệt quệ tài chính sẽ lớn hơn giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Khi đó, giá trị của công ty bắt đầu giảm đi. Điều này được thể hiện qua hình 2.5



Hình 2.5: Tác động của thuế và chi phí kiệt quệ tài chính đến giá trị công ty

Như vậy, với lý thuyết đánh đổi cấu trúc tài chính, ta thấy rằng:

+ Có sự tồn tại của một cấu trúc tài chính tối ưu. Cấu trúc tài chính tối ưu xảy ra tại điểm mà chi phí sử dụng vốn là nhỏ nhất, tối thiểu hóa rủi ro, qua đó tối đa hóa giá trị của công ty.

+ Nhà quản trị tài chính phải cân nhắc sự đánh đổi giữa lợi ích nhận được từ lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính để lựa chọn cấu trúc tài chính phù hợp.

+ Lý thuyết đánh đổi còn thừa nhận rằng tỷ lệ nợ mục tiêu có thể khác nhau giữa các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có tài sản hữu hình an toàn, có nhiều thu nhập chịu thuế nên có tỷ lệ nợ cao hơn. Các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp

hơn, có tỷ trọng tài sản vô hình nhiều hơn nên chủ yếu sử dụng tài trợ bằng vốn cổ phần.

Tuy nhiên có những khía cạnh quan trọng của lý thuyết đánh đổi mà ít được nhận sự hỗ trợ từ thực nghiệm. Ví dụ Kester (1986), Titman và Wesseles (1988), Rajan và Zinger (1995) và Fama và French (2002) chỉ ra rằng có mối quan hệ nghịch biến giữa đòn bẩy và lợi nhuận và điều này trái ngược với dự đoán mô hình trung tâm của thuế và những lợi ích đại diện của nợ. Fama và French (1998) chỉ rằng lợi ích thuế của nợ không đủ để gia tăng giá trị thị trường của một doanh nghiệp. Graham và Harvey (2001) và Bancel và Mittoo (2004) cung cấp bằng chứng mạnh mẽ mà nhân tố quan trọng nhất đơn lẻ của đòn bẩy quyết định bởi doanh nghiệp là thỏa mãn duy trì sự uể oải tài chính.

2.1.4.5. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking order theory).

Một lý thuyết cấu trúc tài chính khác được phát triển bởi Myers và Majluf năm 1984 về mối liên hệ giữa rủi ro và lợi nhuận của các nguồn vốn. Lý thuyết trật tự phân hạng hay còn gọi là lý thuyết thứ tự tăng vốn được phát triển từ nghiên cứu đầu tiên của Donaldson năm 1961, lý thuyết này giải thích các quyết định tài trợ của doanh nghiệp dựa trên cơ sở thông tin bất cân xứng.

Thông tin bất cân xứng là một cụm từ chỉ ra rằng các giám đốc biết nhiều về các tiềm năng, rủi ro và các giá trị của doanh nghiệp mình hơn là các nhà đầu tư bên ngoài. Thông tin bất cân xứng tác động đến sự lựa chọn giữa tài trợ từ nội bộ và tài trợ từ bên ngoài và giữa phát hành mới chứng khoán nợ và chứng khoán vốn. Điều này đưa tới một trật tự phân hạng, theo đó các phương án đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng vốn nội bộ, chủ yếu là lợi nhuận tái đầu tư, rồi mới đến phát hành nợ mới, và cuối cùng bằng phát hành vốn cổ phần mới. Phát hành vốn cổ phần mới thường là phương án cuối cùng khi doanh nghiệp đã sử dụng hết khả năng vay nợ, tức là, khi mối đe dọa của các chi phí kiệt quệ tài chính làm cho các chủ nợ hiện hữu cũng như giám đốc tài chính của doanh nghiệp lo lắng. Vì vậy, lý thuyết này giúp giải thích tại sao các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao, thường có tỷ lệ nợ vay thấp hơn, không phải vì họ có các tỷ lệ nợ mục tiêu thấp mà vì họ không cần tiền bên ngoài. Các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp hơn thì phát hành nợ vì họ không có các

nguồn vốn nội bộ đủ cho hoạt động đầu tư vốn và vì tài trợ nợ đứng đầu trong trật tự phân hạng của tài trợ từ bên ngoài.

Ngoài ra, trong lý thuyết trật tự phân hạng, sự hấp dẫn của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay được coi là có tác động hạng nhì. Các tỷ lệ nợ thay đổi khi có bất cân đối của dòng tiền nội bộ, cổ tức và các cơ hội đầu tư thực sự. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao với cơ hội đầu tư hạn chế sẽ cố gắng đạt tỷ lệ nợ thấp. Các doanh nghiệp có cơ hội đầu tư lớn hơn các nguồn vốn phát sinh nội bộ thường buộc phải vay nợ ngày càng nhiều.

Lý thuyết này cũng giải thích mối tương quan nghịch trong ngành giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy tài chính. Thông thường, các doanh nghiệp thường đầu tư theo mức tăng trưởng của ngành. Do đó, tỷ lệ đầu tư sẽ tương tự nhau trong cùng một ngành. Với tỷ lệ chi trả cổ tức cho sẵn và không thể linh hoạt được thì các doanh nghiệp sinh lợi ít nhất sẽ có ít nguồn vốn nội bộ hơn và sẽ phải vay mượn thêm.

Tuy nhiên, lý thuyết trật tự phân hạng không đúng hết với mọi trường hợp của doanh nghiệp. Trong thực tế, có nhiều trường hợp công ty có thể dễ dàng đi vay nợ từ bên ngoài nhưng công ty vẫn lựa chọn hình thức tài trợ bằng phát hành cổ phần thường. Nhưng lý thuyết này đã giải thích được tại sao hầu hết tài trợ từ bên ngoài là nợ vay và tại sao các thay đổi trong các tỷ lệ nợ thường theo sau các nhu cầu tài trợ từ bên ngoài.

2.1.4.6. Lý thuyết về chi phí đại diện

Lý thuyết cấu trúc tài chính dựa trên chi phí đại diện được đề cập đến đầu tiên trong một nghiên cứu của Fama và Miller năm 1972. Về sau, lý thuyết chi phí đại diện được phát triển bởi Jensen và Meckling năm 1976 và sau đó là nghiên cứu của Jensen năm 1986. Lý thuyết này thừa nhận sự tồn tại của một cấu trúc tài chính tối ưu cho doanh nghiệp bởi vì sự có mặt của chi phí đại diện. Chi phí đại diện phát sinh từ mâu thuẫn tiềm tàng về lợi ích giữa cổ đông, trái chủ và người quản lý doanh nghiệp.

Theo Jensen và Meckling (1972) cho rằng có hai dạng mâu thuẫn về đại diện; mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý doanh nghiệp và mâu thuẫn giữa cổ đông và trái chủ. Chính sự mâu thuẫn này đã tạo nên chi phí đại diện, có hai loại chi phí đại diện:

- Chi phí đại diện của vốn cổ phần: là chi phí phát sinh từ mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý doanh nghiệp do sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Khi cổ đông bị giới hạn hoặc mất kiểm soát đối với người quản lý thì phía quản lý sẽ có động cơ tiến hành những hoạt động có lợi cho bản thân và có thể làm nguy hại đến quyền lợi của cổ đông. Chi phí đại diện của vốn cổ phần xuất hiện trong tình huống các nhà quản lý thường xuyên thực hiện những chiến lược đầu tư khiến doanh nghiệp phát triển vượt mức tối ưu hoặc tham gia vào những lĩnh vực kinh doanh mà doanh nghiệp không có lợi thế cạnh tranh. Với hành động như vậy, nhà quản lý mới có thể tăng quyền hạn của mình bằng cách thu tóm nhiều nguồn lực hơn, tăng thu nhập hay giảm rủi ro mất việc. Để giảm bớt sự mâu thuẫn đại diện, cổ đông chấp nhận bỏ ra chi phí đại diện, như các khoản chi để giám sát hoạt động, các khoản chi kiểm toán, để cấu trúc lại tổ chức nhằm hạn chế các hành vi không mong muốn, và các chi phí cơ hội khi các cổ đông áp đặt các giới hạn cho ban quản lý.

- Chi phí đại diện của nợ phát sinh từ mâu thuẫn giữa cổ đông và trái chủ. Cổ đông có thể chiếm hữu tài sản của trái chủ bằng cách gia tăng rủi ro đầu tư. Do doanh nghiệp sử dụng nợ vay có thể khiến những dự án có NPV dương bị từ chối. Vì nếu chấp nhận dự án này thì rủi ro tài chính sẽ tăng và giá trị sẽ chuyển từ cổ đông sang các trái chủ. Do đó, trái chủ sẽ đòi hỏi mức lãi suất cao hơn và xây dựng các điều khoản hạn chế trong các hợp đồng vay vốn, những điều khoản này cản trở hoạt động của doanh nghiệp ở một vài khía cạnh nào đó. Các trái chủ còn sử dụng các công cụ giám sát doanh nghiệp, đảm bảo rằng các điều khoản phải được tuân thủ. Các chi phí trong trường hợp này được chuyển sang cổ đông dưới hình thức các khoản chi phí nợ vay cao hơn.

Khi một doanh nghiệp gặp khó khăn, cả chủ nợ và cổ đông đều muốn doanh nghiệp phục hồi, nhưng ở các khía cạnh khác, quyền lợi của họ có thể mâu thuẫn nhau. Vào các thời điểm kiệt quệ tài chính, các cổ đông thường từ bỏ mục tiêu thông thường là tối đa hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp và thay vào đó, theo đuổi mục tiêu hạn hẹp hơn là quyền lợi riêng của mình.

Như vậy, lý thuyết chi phí đại diện cho rằng một cấu trúc tài chính tối ưu có thể đạt được bằng việc cân đối giữa chi phí đại diện với lợi ích do sử dụng nợ, chi phí đại diện làm giảm lợi ích do sử dụng nợ để tài trợ.

Tóm lại, qua nghiên cứu về các lý thuyết cấu trúc tài chính có thể thấy những điểm nổi bật sau:

Thứ nhất, nhân tố quan trọng trong việc lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp là hệ số nợ. Việc sử dụng nhiều nợ vay (tăng hệ số nợ) làm gia tăng rủi ro của doanh nghiệp trong hoạt động kinh doanh, nhưng lại đem đến cho doanh nghiệp cơ hội đạt tới tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng cao hơn. Nguyên lý đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận là cơ sở quan trọng trong việc hoạch định cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Như vậy, cấu trúc tài chính tối ưu là cấu trúc làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, qua đó tối đa hóa giá trị doanh nghiệp hay giá cổ phiếu doanh nghiệp trên thị trường.

Thứ hai, xây dựng một cấu trúc tài chính tối ưu là một quyết định quan trọng trong chính sách huy động vốn của doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở các yếu tố định tính và định lượng các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, nhà quản trị có thể xây dựng được một cấu trúc tài chính tối ưu cho doanh nghiệp mình. Một cấu trúc tài chính được coi là tối ưu khi có chi phí sử dụng vốn là nhỏ nhất, mức độ rủi ro thấp nhất, đồng thời giá trị doanh nghiệp là cao nhất.

Thứ ba, xây dựng một cấu trúc tài chính tối ưu là nhu cầu cần thiết trong công tác quản trị tài chính, cũng như trong chính sách tài trợ vốn. Mỗi doanh nghiệp khi xây dựng chính sách tài trợ đều nhằm đạt được ba mục tiêu: (1) Huy động được nguồn vốn phù hợp với quy mô tối đa; (2) Xây dựng được cấu trúc tài chính tối ưu; và (3) Duy trì cấu trúc tài chính đó. Tuy nhiên, trong thực tế, việc xác định một cách chính xác cấu trúc tài chính tối ưu của doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Bởi vì, điều kiện và hoàn cảnh kinh doanh luôn có sự thay đổi, điều kiện kinh doanh của mỗi doanh nghiệp là khác nhau, mỗi nguồn vốn cũng có những bất lợi và lợi thế riêng. Do đó, trong nghiên cứu và thực tiễn, khái niệm cấu trúc tài chính mục tiêu được sử dụng. Cấu trúc tài chính mục tiêu là cấu trúc tài chính được xác định dựa trên lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn tối ưu, đồng thời phải cân nhắc giữa yếu tố rủi ro và tỷ suất sinh lời trong điều kiện, hoàn cảnh kinh tế cụ thể trong từng thời kỳ. Khi điều kiện và hoàn cảnh kinh doanh có sự thay đổi đáng kể thì cấu trúc tài chính mục tiêu cũng phải thay đổi. Mỗi doanh nghiệp phải luôn xác định cấu trúc tài chính mục tiêu nhất định trong từng thời kỳ và việc huy động vốn phải luôn hướng đến cấu trúc tài chính này.

2.1.5. Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã chỉ ra nhiều nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Có thể phân loại các nhân tố thành hai nhóm cơ bản là nhóm các nhân tố bên trong và nhóm các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp.

2.1.5.1. Nhóm nhân tố bên trong doanh nghiệp

- **Hiệu quả kinh doanh** đo lường khả năng sinh lợi từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thông qua chỉ tiêu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các phương án đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng vốn nội bộ, chủ yếu là lợi nhuận tái đầu tư, rồi mới đến phát hành nợ mới, và cuối cùng bằng phát hành vốn cổ phần mới. Doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao, thường có tỷ lệ nợ vay thấp hơn, không phải vì họ có các tỷ lệ nợ mục tiêu thấp mà vì họ không cần tiền bên ngoài. Các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp hơn thì phát hành nợ vì họ không có các nguồn vốn nội bộ đủ cho hoạt động đầu tư vốn và vì vậy, tài trợ nợ đứng đầu trong trật tự phân hạng của tài trợ từ bên ngoài.

Lý thuyết chi phí đại diện được phát triển bởi Jensen và Meckling năm 1976 và sau đó là nghiên cứu của Jensen năm 1986 cũng cho nhận định tương tự. Lý thuyết này thừa nhận sự tồn tại của một cấu trúc tài chính tối ưu cho doanh nghiệp bởi vì sự có mặt của chi phí đại diện. Chi phí đại diện phát sinh từ mâu thuẫn tiềm tàng về lợi ích giữa cổ đông, trái chủ và người quản lý doanh nghiệp. Với các doanh nghiệp có các dòng tiền tự do cao, hay khả năng sinh lợi cao, tỷ lệ vay nợ cao có thể khiến các nhà quản lý phải quyết định thận trọng. Vì vậy, khi doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao có xu hướng vay nợ ít hơn.

Ngược lại, lý thuyết đánh đổi lại cho rằng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cao làm cho trái chủ ít phải chịu rủi ro, và họ sẵn sàng cung cấp hạn mức tín dụng cao hơn cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, lợi ích của tấm chắn thuế sẽ trở nên hấp dẫn hơn khi thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp nhiều hơn, và điều này sẽ làm cho các nhà quản trị tài chính sử dụng nhiều nợ vay hơn.

- **Quy mô của doanh nghiệp** thường được thể hiện qua chỉ tiêu tổng tài sản hoặc tổng doanh thu của doanh nghiệp.

Lý thuyết đánh đổi cho rằng quy mô của doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay, bởi vì các doanh nghiệp lớn thường có tính chất đa dạng hóa cao

hơn, ít rủi ro dẫn đến sự phá sản hay chi phí phá sản thấp. Và quy mô càng lớn doanh nghiệp càng có uy tín cao hơn những doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Do vậy, doanh nghiệp lớn tiếp cận vốn vay từ bên ngoài dễ hơn so với doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

Lý thuyết về chi phí đại diện cho rằng các doanh nghiệp có quy mô nhỏ thường có động lực chấp nhận rủi ro cao hơn để tăng trưởng nhanh vì vậy chi phí đại diện cũng sẽ cao đối với các doanh nghiệp này, đặc biệt đối với các doanh nghiệp có đặc tính trách nhiệm hữu hạn về vốn. Mối quan hệ này cũng được giải thích bởi vấn đề bất cân xứng về thông tin. Rajan và Zingales (1995)[55] cho rằng các doanh nghiệp có quy mô lớn có khuynh hướng công bố thông tin cho người bên ngoài nhiều hơn các doanh nghiệp nhỏ. Sự bất cân xứng thông tin ít hơn với các doanh nghiệp có quy mô lớn làm các doanh nghiệp quy mô nhỏ khó có điều kiện để tiếp cận các khoản tín dụng và có khuynh hướng sử dụng vốn chủ sở hữu nhiều hơn các khoản nợ vay. Trong khi đó, các doanh nghiệp có quy mô lớn thường đa dạng hóa cao và có chi phí đại diện thấp, chi phí kiểm soát thấp, ít chênh lệch thông tin hơn so với các doanh nghiệp quy mô nhỏ hơn, có dòng tiền ổn định hơn, dễ dàng tiếp cận thị trường tín dụng, và sử dụng nhiều nợ vay hơn để có lợi nhiều hơn từ tầm chắn thuế. Như vậy, quy mô của doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc tài chính.

- **Cơ cấu tài sản** được đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của doanh nghiệp. Cơ cấu tài sản phản ánh đặc trưng về lĩnh vực hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Mối quan hệ giữa tài sản cố định và cấu trúc tài chính phản ánh sự phù hợp về kỳ hạn của nguồn vốn với tài sản. Theo cách tiếp cận của lý thuyết đánh đổi, một doanh nghiệp có quy mô tài sản hữu hình cao phản ánh hoạt động kinh doanh mang tính đầu tư dài hạn, mức độ rủi ro kinh doanh cao, doanh nghiệp sẽ ưa thích sử dụng nợ vay hơn vì có thể dễ dàng vay nợ tại một mức lãi suất thấp hơn do có tài sản thế chấp lớn. Lý thuyết về chi phí đại diện, Jensen và Meckling (1976) cũng cho rằng tỷ lệ tài sản hữu hình của một doanh nghiệp cao, những tài sản này sẽ được sử dụng như tài sản thế chấp, sẽ làm giảm dần rủi ro thiệt hại cho chủ nợ. Do đó, doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản hữu hình cao sẽ có hệ số nợ cao. Tuy nhiên, lý thuyết trật tự phân hạng bắt nguồn từ quan điểm, được trình bày bởi Harris và Raviv (1991), đó là những doanh nghiệp có quy mô tài sản cố định thấp sẽ có nhiều vấn đề về thông tin bất cân xứng, doanh nghiệp sẽ có xu hướng phát hành nhiều nợ hơn, sau đó phát hành cổ phần nhưng

sự phát hành này chỉ có thể ấn định dưới giá. Ngược lại, những doanh nghiệp có quy mô tài sản hữu hình cao hơn thường là những doanh nghiệp có quy mô lớn hơn mà từ đó dễ dàng phát hành cổ phần tại mức giá cao hơn, vì vậy những doanh nghiệp này không cần phát hành nợ để tài trợ cho đầu tư mới. Như vậy, theo quan điểm của lý thuyết trật tự phân hạng, tài sản hữu hình được đo lường bằng tỷ lệ phần trăm giữa tài sản cố định trên tổng tài sản của doanh nghiệp, có mối quan hệ ngược chiều với cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Theo cách tiếp cận của lý thuyết đánh đổi và lý thuyết về chi phí đại diện, tài sản hữu hình có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

- **Cơ hội tăng trưởng** được đo bằng tốc độ tăng trưởng tài sản hoặc doanh thu. Theo lý thuyết chi phí đại diện, tồn tại mối quan hệ nghịch chiều giữa cấu trúc tài chính và cơ hội tăng trưởng. Các doanh nghiệp có triển vọng tăng trưởng trong tương lai sẽ tích cực thực hiện chính sách mở rộng thị trường, cải tiến công nghệ, nâng cao khả năng cạnh tranh. Nhằm đảm bảo tốc độ tăng trưởng, doanh nghiệp phải lựa chọn các nguồn vốn thích hợp để bảo vệ lợi ích của các cổ đông. Do đó, doanh nghiệp thường dựa vào tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Nếu doanh nghiệp có tỉ lệ nợ cao thì các cổ đông của doanh nghiệp có khuynh hướng không đầu tư nhiều vào các dự án của doanh nghiệp bởi vì lợi nhuận từ các khoản đầu tư này sẽ có lợi cho các chủ nợ hơn là cho các cổ đông. Vì vậy, các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao thường dựa vào vốn chủ sở hữu nhiều hơn nợ vay. Một số nghiên cứu thực nghiệm đồng thuận với lý thuyết chi phí đại diện về mối quan hệ nghịch chiều giữa cấu trúc tài chính và cơ hội tăng trưởng như Rajan và Zingales (1995), Wald (1999), Kim và Stulz (1996), Chen (2004), Syed Tahir Hijazi và Yasir Bin Tariq (2006), Deesomsak, R. and Paudyal, K. and Pescetto, G. (2009), và Anifowse Mutalib (2011). Tuy nhiên, nghiên cứu của Titman & Wessels (1988), lại cho rằng công ty có mức độ tăng trưởng cao thường có hệ số nợ ở mức thấp.

- **Tính thanh khoản** được đo lường bằng tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn với nợ ngắn hạn. Tính thanh khoản phản ánh khả năng thanh toán các khoản nợ tới hạn của doanh nghiệp. Theo quan điểm của lý thuyết đánh đổi, tính thanh khoản có mối quan hệ thuận chiều với cấu trúc tài chính. Doanh nghiệp có tính thanh khoản cao, tức có khả năng thanh toán đúng hạn các khoản nợ cho chủ nợ, được các chủ nợ đánh giá tín

nhệm cao sẽ có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn để thực hiện cơ hội đầu tư. Ngược lại, một doanh nghiệp có khả năng thanh toán thấp sẽ làm cho doanh nghiệp không tận dụng được các cơ hội kinh doanh, không đảm bảo thanh toán nghĩa vụ nợ tới hạn, tình trạng xấu có thể lâm vào tình trạng phá sản, doanh nghiệp sẽ khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn vay nợ từ bên ngoài. Theo quan điểm của lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp có tính thanh khoản cao, sẽ có nhiều tài sản để tài trợ cho các khoản đầu tư hơn. Do đó, doanh nghiệp sẽ ít sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài mà ưu thích sử dụng nguồn vốn nội sinh.

- **Rủi ro kinh doanh** được đo lường bằng tỷ lệ giữa phần trăm thay đổi của lợi nhuận kinh doanh với phần trăm thay đổi của doanh thu hoặc sản lượng. Hầu hết các lý thuyết cấu trúc tài chính đều cho rằng rủi ro kinh doanh có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với cấu trúc tài chính. Một doanh nghiệp có mức độ sử dụng đòn bẩy kinh doanh cao, rủi ro kinh doanh cao, niềm tin của các nhà đầu tư và chủ nợ đối với doanh nghiệp sẽ thấp, họ sẽ không hoặc giới hạn khoản đầu tư hoặc vay nợ, doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn từ bên ngoài. Do đó, doanh nghiệp có mức độ rủi ro kinh doanh cao sẽ phải tìm cách huy động các nguồn vốn nội sinh, nguồn vốn chủ sở hữu là chủ yếu. Nghiên cứu thực nghiệm của Frank và Goyal (2003) chỉ ra rằng rủi ro kinh doanh và cấu trúc tài chính có mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Như vậy, rủi ro kinh doanh sẽ có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

- **Đặc điểm riêng của doanh nghiệp** ngụ ý là đặc trưng của sản phẩm hàng hóa, dịch vụ mà doanh nghiệp cung cấp. Đặc trưng của sản phẩm hàng hóa, dịch vụ được hình thành từ đặc điểm hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Các đặc trưng này có ảnh hưởng đến khả năng bảo quản, dự trữ hàng tồn kho, tiêu thụ của sản phẩm; giá trị thu hồi ước tính của tài sản khi phá sản. Đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp có thể được đo lường bằng tỷ lệ giá vốn hàng bán trên tổng doanh thu thuần hoặc tỷ lệ chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D) trên tổng doanh thu. Các doanh nghiệp có các sản phẩm độc đáo thường có một hệ số nợ thấp. Do vậy, đặc điểm riêng của tài sản doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với cấu trúc tài chính.

- **Thuế thu nhập doanh nghiệp** được đo bằng tỷ lệ giữa số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp trên tổng lợi nhuận trước thuế. Thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định lựa chọn cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Tác động

của thuế thu nhập doanh nghiệp đối với cấu trúc tài chính là chủ đề chính trong nghiên cứu của Franco Modigliani và Merton Miller (1963). Theo M&M, do lãi vay được tính là một yếu tố chi phí hợp lý làm giảm trừ thu nhập chịu thuế. Vì vậy, công ty nào sử dụng nợ vay sẽ phải nộp thuế thu nhập ít hơn công ty không sử dụng nợ vay (tức chỉ sử dụng vốn cổ phần). Điều này khiến cho dòng tiền sau thuế của công ty có vay nợ sẽ cao hơn dòng tiền sau thuế của công ty không vay nợ, do yếu tố lãi vay đã đem lại cho các cổ đông khoản tiết kiệm thuế. Như vậy, các công ty với thuế suất cao hơn sẽ sử dụng nhiều nợ, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn để đạt lợi ích từ tấm chắn thuế.

2.1.5.2. Nhóm nhân tố bên ngoài doanh nghiệp

Bên cạnh những nhân tố bên trong doanh nghiệp, cấu trúc tài chính còn chịu sự tác động của các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp như:

- **Tốc độ tăng trưởng kinh tế** được đo lường thông qua chỉ tiêu tăng trưởng kinh tế quốc gia (GDP). Chỉ tiêu này cho thấy cơ hội phát triển của doanh nghiệp trong nền kinh tế. Khi nền kinh tế ở trạng thái ổn định và tăng trưởng sẽ mở ra cơ hội đầu tư mới, đòi hỏi doanh nghiệp phải tìm kiếm nguồn vốn thích hợp cho dự án mới. Do đó, có ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ vay cho hoạt động đầu tư mới. Tăng trưởng kinh tế sẽ có ảnh hưởng thuận chiều đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

- **Triển vọng phát triển của thị trường vốn** được đo lường thông qua chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận của chỉ số thị trường (HNX – Index). Sự phát triển của thị trường vốn là nhân tố quan trọng tác động đến công tác huy động và sử dụng vốn của doanh nghiệp, do đó ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Thị trường tài chính phát triển sẽ tạo ra các kênh huy động vốn đa dạng cho doanh nghiệp, theo hướng gia tăng các nguồn vốn dài hạn.

- **Lãi suất** trên thị trường có ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn vay của doanh nghiệp từ đó tác động đến quyết định tài trợ của doanh nghiệp. Khi lãi suất trên thị trường ổn định và ở mức thấp sẽ cho phép doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay nhằm thực hiện các dự án đầu tư mới. Như vậy, lãi suất có mối quan hệ ngược chiều với hệ số nợ của doanh nghiệp.

Bên cạnh những nhân tố nêu trên, cấu trúc tài chính còn có thể chịu sự tác động của các nhân tố khác như: tấm chắn thuế phi nợ, rủi ro tài chính, chi phí phá sản doanh nghiệp, chu kỳ sống và giai đoạn phát triển của doanh nghiệp... Ngoài ra, chính sách kinh

tế vĩ mô của nhà nước, thuế suất, tỷ lệ lạm phát, thái độ người cho vay cũng có tác động đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

2.2. TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

2.2.1. Khái niệm tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

Tái cấu trúc (Restructuring) là quá trình tổ chức (re-organize), sắp xếp lại doanh nghiệp nhằm tạo ra “trạng thái” tốt hơn cho doanh nghiệp để thực hiện những mục tiêu đề ra. Mục tiêu chung của tái cấu trúc là đạt được một “thể trạng tốt hơn” cho doanh nghiệp để doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn dựa trên những nền tảng về sứ mệnh, tầm nhìn, định hướng chiến lược sẵn có của doanh nghiệp.

Đối với các doanh nghiệp, trước những khó khăn tài chính do áp lực từ môi trường bên trong và bên ngoài hoạt động của doanh nghiệp, tái cấu trúc sẽ nâng cao chất lượng và hiệu quả hoạt động kinh doanh thông qua những cải tiến, thay đổi về mô hình hình tổ chức, bởi mô hình tổ chức thực chất là cách tập hợp, phân bổ các nguồn lực để thực hiện chiến lược được xây dựng cho từng giai đoạn, dựa trên nội dung của tầm nhìn, sứ mệnh. Tái cấu trúc doanh nghiệp liên quan đến các vấn đề cơ bản như (1) Điều chỉnh cơ cấu các nguồn lực, (2) Điều chỉnh cơ cấu các hoạt động, (3) Điều chỉnh cơ cấu tổ chức bộ máy và (4) Điều chỉnh cơ cấu thể chế.

Tái cấu trúc doanh nghiệp là một quá trình tất yếu đối với doanh nghiệp nhưng không phải có một phương án chung nhất cho các doanh nghiệp. Tùy theo điều kiện môi trường kinh doanh, đặc điểm riêng của doanh nghiệp, thực trạng hoạt động doanh nghiệp để tiến hành tái cấu trúc một phần hoặc toàn bộ. Đối với doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ kéo dài, mất khả năng thanh toán, mất cân đối tài chính... quá tái cấu trúc sẽ diễn ra toàn diện, bao trùm hầu hết các lĩnh vực như cơ cấu tài sản, cơ cấu tài chính, cơ cấu tổ chức, nguồn nhân lực, cơ chế quản lý, điều hành; các hoạt động và các quá trình; các nguồn lực khác của doanh nghiệp. Trong đó, tái cấu trúc tài chính là hoạt động triển khai cần thiết đầu tiên. Đối với các doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh thấp, quá trình tái cấu trúc cũng có thể được triển khai “cục bộ” tại một hay nhiều mảng của doanh nghiệp (tài chính, nhân sự, bán hàng, sản xuất...) nhằm đạt mục tiêu là nâng cao “thể trạng” của bộ phận đó. Trong đó cần tập trung vào tái cấu trúc tài chính và tái cấu trúc hoạt động. Như vậy, tái cấu trúc tài chính là một hoạt động rất quan trọng và cần được triển khai đầu tiên trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp.

Trên góc độ tài chính doanh nghiệp, mục tiêu của nhà quản trị tài chính là tối đa hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu, hay nói cách khác là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Để đạt được mục tiêu này, doanh nghiệp cần xây dựng một cấu trúc tài chính mục tiêu phù hợp đảm bảo cho doanh nghiệp hoạt động hiệu quả. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là hoạt động diễn ra thường xuyên, liên tục, do đó sẽ không có một cấu trúc tài chính là vĩnh viễn. Doanh nghiệp cần thường xuyên điều chỉnh, sắp xếp lại cấu trúc tài chính phù hợp theo từng giai đoạn phát triển khác nhau của doanh nghiệp. Một cấu trúc tài chính thiên về sử dụng nợ sẽ phù hợp trong giai đoạn tăng trưởng cao, hiệu quả kinh doanh tốt nhưng có thể không phù hợp trong giai đoạn tăng trưởng thấp. Vì vậy, việc điều chỉnh cấu trúc tài chính là vấn đề quan trọng, cần thiết đối với bản thân doanh nghiệp. [38]

Như vậy, tái cấu trúc tài chính là quá trình tổ chức, sắp xếp lại cấu trúc tài chính doanh nghiệp nhằm tạo ra một thể trạng tốt hơn giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả dựa trên những nền tảng sứ mệnh, tầm nhìn và phù hợp với môi trường kinh doanh hiện tại. Hiểu một cách rộng hơn, tái cấu trúc tài chính là quá trình khảo sát, đánh giá lại cấu trúc tài chính hiện tại và xây dựng cấu trúc tài chính mới thông qua việc lựa chọn và đa dạng hóa nguồn vốn huy động, tổ chức sử dụng vốn có hiệu quả, đảm bảo sự phù hợp giữa cấu trúc tài sản và nguồn tài trợ của doanh nghiệp trong từng giai đoạn phát triển khác nhau nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Về cấu trúc tài sản, doanh nghiệp cần tổ chức, sắp xếp và phân bổ lại các tài sản (bao gồm tài sản dài hạn, tài sản ngắn hạn) một cách hợp lý nhằm đảm bảo năng lực sản xuất, sử dụng hiệu quả tài sản, hiệu quả vốn kinh doanh, đồng thời đảm bảo được khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Về cấu trúc nguồn vốn, doanh nghiệp cần tổ chức, sắp xếp lại các nguồn vốn kinh doanh của mình thông qua việc lựa chọn và thực hiện các quyết định tài trợ nhằm xây dựng một cấu trúc nguồn vốn hợp lý phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp, thực hiện hiệu quả các mục tiêu, chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp đề ra.

Mục tiêu của việc tái cấu trúc tài chính nhằm lành mạnh hóa, tạo tính minh bạch, tập trung và tăng cường nguồn lực tài chính để nâng cao khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Trong quá trình hoạt động kinh doanh, hoạt động tái cấu trúc tài chính xuất phát từ những áp lực bên ngoài và áp lực bên trong của mỗi doanh nghiệp.

Đối với những áp lực bên ngoài:

- *Sự thay đổi của các yếu tố thuộc môi trường kinh doanh:* Doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc tài chính nhằm thích nghi với môi trường kinh doanh đã có những thay đổi cơ bản. Ví dụ, chính sách cổ phần hóa, mức độ hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu sắc của quốc gia, sự thay đổi về cơ chế quản lý, các vấn đề phát sinh của suy thoái kinh tế ... làm cho thị phần của doanh nghiệp bị suy giảm, sức ép cạnh tranh lớn, chi phí đầu vào tăng đẩy chi phí sản xuất kinh doanh tăng theo, ảnh hưởng đến sức cạnh tranh, kết quả kinh doanh. Đây là cơ sở để thực hiện tái cấu trúc lại doanh nghiệp nhằm thích ứng với bối cảnh kinh tế mới, trong đó phải đặc biệt chú ý tới tái cấu trúc tài chính một cách hợp lý nhằm tối ưu hóa lợi nhuận, phòng tránh rủi ro.

- *Chu kỳ kinh tế* thay đổi sẽ khiến cho kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp và kế hoạch kinh tế của nhà nước gặp khó khăn. Chu kỳ kinh tế lần lượt trải qua 3 giai đoạn: Giai đoạn suy thoái, giai đoạn phục hồi và giai đoạn hưng thịnh. Tương ứng với mỗi giai đoạn, các biến số của môi trường kinh doanh, môi trường vĩ mô cũng sẽ thay đổi đòi hỏi doanh nghiệp cần có cấu trúc tài chính mới phù hợp với từng giai đoạn của chu kỳ kinh tế.

- *Sự phát triển của thị trường tài chính:* Sự phát triển của thị trường tài chính là nhân tố quan trọng tác động đến công tác huy động vốn, sử dụng vốn của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến hoạt động tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Đối với thị trường chứng khoán, doanh nghiệp có thể tìm được nguồn tài trợ trung và dài hạn bằng cách phát hành cổ phiếu, trái phiếu doanh nghiệp, từ đó dễ dàng điều chỉnh cấu trúc tài chính của doanh nghiệp theo hướng gia tăng nguồn vốn dài hạn và đa dạng hóa nguồn tài trợ nhằm xây dựng cấu trúc tài chính mục tiêu.

- *Chu kỳ sống và giai đoạn phát triển của doanh nghiệp:* Sự tồn tại và phát triển của mỗi doanh nghiệp thường biến động có tính quy luật trong vòng đời kinh doanh của nó với các giai đoạn, bao gồm hình thành, tăng trưởng, phát triển ổn định và suy thoái. Tùy thuộc vào giai đoạn phát triển, doanh nghiệp cần xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp, đảm bảo tính hiệu quả và hạn chế rủi ro trong kinh doanh. Đối với giai đoạn hình thành, cấu trúc tài chính doanh nghiệp thường có hệ số nợ thấp. Hệ số nợ

tăng dần trong giai đoạn tăng trưởng và phát triển ổn định, nhưng sẽ giảm dần trong giai đoạn suy thoái.

- *Thái độ của người cho vay*: Trên góc độ người cho vay, người cho vay thường thích doanh nghiệp có cấu trúc tài chính thiên về sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu. Bởi vì, cấu trúc này đem lại sự an toàn cho các nguồn tài trợ của họ. Khi hệ số nợ của doanh nghiệp quá cao, sẽ gây lo lắng cho các chủ nợ và khó thuyết phục họ trong việc cho vay thêm vốn. Doanh nghiệp sẽ khó tiếp cận nguồn vốn vay, lãi suất vay tăng lên và dư nợ cho vay sẽ giảm đi. Trong trường hợp này, doanh nghiệp cần thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu nhiều hơn.

Đối với những áp lực bên trong: Doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc tài chính nhằm phù hợp với quy mô tăng trưởng, sự phát triển của doanh nghiệp trong các giai đoạn khác nhau với các yêu cầu về tính chuyên môn hóa cao hơn, kịp thời ngăn chặn đà suy thoái của doanh nghiệp, suy giảm hiệu quả kinh doanh và quản lý... Những sự thay đổi này làm thay đổi cấu trúc tài sản và cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Biểu hiện cụ thể của áp lực bên trong doanh nghiệp khiến chủ sở hữu phải đặt ra vấn đề tái cấu trúc tài chính chủ yếu sau:

- *Sự thua lỗ trong hoạt động kinh doanh*: Trước những yếu kém trong công tác quản lý dẫn đến sự sụt giảm doanh thu, thị phần thu hẹp, thất thoát tài sản, hoạt động kinh doanh trì trệ, mất lợi thế cạnh tranh, chất lượng sản phẩm không ổn định, hàng tồn kho tăng cao, công nợ phát sinh nhiều ... làm cho doanh nghiệp lâm vào tình trạng thua lỗ kéo dài và nặng nề. Những khoản thua lỗ này sẽ làm suy giảm giá trị tài sản của doanh nghiệp và theo đó ăn mòn nguồn vốn của chủ sở hữu. Khi tình trạng này kéo dài liên tục, nguồn vốn chủ sở hữu giảm xuống, hệ số nợ tăng lên, rủi ro tài chính tăng, làm gia tăng nguy cơ lâm vào tình trạng phá sản của doanh nghiệp. Trước thực trạng này, đòi hỏi doanh nghiệp cần thực hiện tái cấu trúc hoạt động và tái cấu trúc tài chính nhằm làm cho cấu trúc tài chính trở lên cân bằng và hiệu quả hơn.

- *Sự tăng trưởng quá nhanh của doanh nghiệp*: Khi sự tăng trưởng tăng cao quá mức ngoài tầm kiểm soát của nhà quản trị doanh nghiệp sẽ tạo ra áp lực lớn về các nguồn lực tài chính giới hạn đáp ứng cho nhu cầu phát triển của doanh nghiệp, làm mất cân đối cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Doanh nghiệp luôn đặt trong tình trạng căng thẳng về vốn đầu tư để thực hiện dự án mới. Trong trường hợp này, ngoài nguồn vốn nội

sinh, doanh nghiệp phải gia tăng huy động nguồn vốn từ bên ngoài, làm hệ số nợ tăng lên quá cao, rủi ro tài chính tăng lên, áp lực thanh toán các khoản nợ tới hạn tăng lên. Khi sự tăng trưởng về quy mô, doanh thu còn đủ cao thì doanh nghiệp vẫn cân đối được tình hình tài chính. Để tránh tình trạng khủng hoảng tài chính xảy ra khi tăng trưởng không như kỳ vọng đòi hỏi doanh nghiệp phải có sự điều chỉnh, sắp xếp lại cấu trúc tài chính nhằm tạo ra sự cân đối giữa cơ cấu tài sản và nguồn tài trợ.

- *Sự thay đổi cơ cấu kinh doanh*: Trong hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp có thể thay đổi cơ cấu kinh doanh, mở rộng hoạt động kinh doanh từ lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính sang lĩnh vực thuộc ngành nghề kinh doanh khác mang lại nhiều lợi nhuận hơn. Mỗi ngành nghề kinh doanh có đặc điểm kinh tế kỹ thuật riêng, mức độ rủi ro kinh doanh và cấu trúc tài chính hợp lý sẽ khác nhau. Khi lĩnh vực kinh doanh phụ đối mặt với nguy cơ suy giảm, tốc độ tăng trưởng thấp, chi phí đầu vào gia tăng thì lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính không còn đủ sức gánh vác các khoản chi phí hoạt động của doanh nghiệp hoặc không thể cạnh tranh với đối thủ, đòi hỏi doanh nghiệp phải thực hiện tái cấu trúc tài chính, làm cho cấu trúc tài chính phù hợp hơn trước sự thay đổi cơ cấu kinh doanh.

- *Năng lực quản lý và sự mạo hiểm của nhà quản trị doanh nghiệp*: Năng lực quản lý của nhà quản trị doanh nghiệp có tác động rất lớn đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Nhà quản trị doanh nghiệp phải am hiểu lĩnh vực tài chính, về các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn như lãi suất thị trường, chi phí phát hành, đặc điểm ngành nghề kinh doanh, sự thay đổi chính sách kinh tế của Nhà nước ... Nếu năng lực quản lý của nhà quản trị doanh nghiệp yếu thì việc xây dựng cấu trúc tài chính sẽ không hợp lý, không phù hợp với quy mô và đặc điểm ngành nghề kinh doanh. Nếu nhà quản trị là người cẩn trọng, không ưa mạo hiểm thì thường lựa chọn cấu trúc tài chính thiên về sử dụng vốn chủ sở hữu. Ngược lại, nếu nhà quản trị là người dám chấp nhận mạo hiểm, rủi ro thì có xu hướng vay nợ nhiều hơn nhằm kỳ vọng đạt được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu cao hơn. Một cấu trúc tài chính thiên về sử dụng nợ hay vốn chủ sở hữu quá mức cũng dẫn đến tình trạng mất cân đối tài chính.

- *Khi doanh nghiệp thực hiện các thương vụ sáp nhập, hợp nhất*: Sau khi thực hiện hoạt động sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp, các khoản nợ và vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp được kết hợp lại với nhau hình thành cấu trúc tài chính mới khác

biệt với cấu trúc tài chính ban đầu. Ngoài ra, sau khi sáp nhập, hợp nhất, với một chiến lược kinh doanh mới đòi hỏi doanh nghiệp cần điều chỉnh lại cấu trúc tài sản và nguồn vốn để phù hợp hơn. Tái cấu trúc tài chính sau sáp nhập, hợp nhất là một đòi hỏi cần thiết đối với doanh nghiệp. Trong thực tiễn, sáp nhập và hợp nhất đôi khi cũng được sử dụng như một hình thức tái cấu trúc doanh nghiệp.

2.2.2. Nội dung tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Một cấu trúc tài chính phù hợp phải đảm bảo sự kết hợp hài hòa giữa nguồn vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Thông qua cấu trúc tài chính có thể đánh giá khái quát chính sách tài trợ, mức độ an toàn trong sử dụng tài sản và mức độ rủi ro của doanh nghiệp.

Tái cấu trúc tài chính bao gồm hai nội dung cơ bản là tái cấu trúc nợ và tái cấu trúc vốn chủ sở hữu.

2.2.2.1. Tái cấu trúc nợ

Tái cấu trúc nợ là một bước không thể tách rời của quá trình tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Tái cấu trúc nợ là quá trình tổ chức, sắp xếp lại cơ cấu và quy mô các khoản nợ của doanh nghiệp. Việc thực hiện cấu trúc lại các khoản nợ được thực hiện một cách thường xuyên và dễ dàng hơn tái cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu. Tái cấu trúc nợ thường diễn ra khi doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính dẫn đến mất khả năng thanh toán các khoản nợ tới hạn. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp đang hoạt động tốt, tái cấu trúc nợ vẫn có thể diễn ra, ví dụ doanh nghiệp có thể thay thế khoản nợ hiện hành với lãi suất cao sang khoản nợ có lãi suất thấp hơn nhằm giảm chi phí sử dụng nợ vay.

Tái cấu trúc nợ tập trung vào ba nội dung cơ bản, đó là (1) quá trình cơ cấu lại các khoản nợ vay, (2) xác định mức vay nợ phù hợp với quy mô, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp và (3) xây dựng kế hoạch trả nợ phù hợp. Tái cấu trúc nợ nhằm giải quyết các vấn đề cơ bản sau [30]:

- *Giải quyết các khoản nợ tồn đọng trong quá khứ:* Khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay cao, hiệu quả kinh doanh thấp, phần lớn lợi nhuận kinh doanh tạo ra trong quá trình kinh doanh được sử dụng trả lãi vay. Nếu quá trình kinh doanh cứ như vậy mà không tính đến tái cấu trúc nợ thì doanh nghiệp chỉ đem lại lợi ích cho chủ nợ, không đem lại lợi ích cho chủ sở hữu doanh nghiệp. Ngoài ra, dự nợ vay quá cao sẽ hạn chế

khả năng tiếp cận nguồn tài trợ mới như các khoản vay mới, vốn đầu tư từ chủ sở hữu cho mục đích mở rộng hoạt động, đầu tư thay thế, đổi mới công nghệ, tài sản cố định.

- *Tiếp cận nguồn tài trợ mới*: Để tiếp cận nguồn tài trợ mới từ bên ngoài như nguồn vốn nước ngoài, nguồn vốn từ đối tác chiến lược đòi hỏi phải giải quyết các vấn đề về vay nợ của doanh nghiệp như quy mô, cấu trúc và chi phí sử dụng vốn vay. Khi các vấn đề này được giải quyết một cách chủ động sẽ tạo sự tin cậy đối với các nhà đầu tư, tác động tích cực đến mối quan hệ giữa doanh nghiệp và ngân hàng cho vay.

- *Tác động đến quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp*: Tái cấu trúc nợ tác động không nhỏ tới quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp. Doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, nâng cao hiệu quả kinh doanh nếu không thực hiện hoạt động tái cấu trúc nợ, giải quyết các khoản nợ vay có vấn đề. Tái cấu trúc nợ sẽ hình thành cấu trúc nợ bền vững làm cân bằng lợi ích giữa bên cho vay (ngân hàng, nhà cung cấp) và bên đi vay (cổ đông, nhân viên). Đối với các doanh nghiệp có khả năng tồn tại, tái cấu trúc nợ tạo ra động lực cho các nhóm lợi ích, giúp cho doanh nghiệp tồn tại và phát triển. Đối với doanh nghiệp không có khả năng tồn tại, tái cấu trúc nợ góp phần giảm thiểu thiệt hại cho các nhóm lợi ích. Như vậy, tái cấu trúc nợ là một yêu cầu bắt buộc trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, cũng như tái cấu trúc tài chính nhằm cải thiện hoạt động của doanh nghiệp.

Doanh nghiệp có thể thực hiện tái cấu trúc nợ bằng các phương thức sau:

- Thực hiện đàm phán giảm hoặc miễn lãi suất: Khi chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng lớn trên lợi nhuận kinh doanh, làm kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp sau nhiều năm phát triển. Doanh nghiệp cần thực hiện đàm phán với chủ nợ nhằm điều chỉnh lãi suất khoản vay cũ của doanh nghiệp về mức thấp hơn hoặc thậm chí bằng 0. Qua đó nâng cao khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

- Khoanh nợ là hình thức mà người cho vay cho phép doanh nghiệp đi vay được "hoãn" các khoản dư nợ còn lại, đến một thời điểm nào đó trong tương lai doanh nghiệp đi vay sẽ tiếp tục trả nợ như thỏa thuận cũ trong hợp đồng cho vay.

- Giãn nợ là việc doanh nghiệp đi vay được hoãn lại các khoản nợ phải trả, đồng thời áp dụng thời gian đáo hạn mới (kéo dài hơn) đối với khoản nợ được hoãn.

- Đảo nợ là hình thức "vay để trả nợ", người đi vay tiến hành vay khoản tiền mới để trả nợ cho khoản vay cũ. Đối với doanh nghiệp có khoản nợ xấu, làm ăn không

hiệu quả thì sẽ không thực hiện được hoạt động đảo nợ. Còn doanh nghiệp làm ăn tốt nhưng vướng lãi suất cao thời kỳ thắt chặt tiền tệ, có thể được ngân hàng cho phép vay mới, trả cũ, nhằm giúp doanh nghiệp làm lành mạnh hoá sổ sách kế toán và giảm bớt áp lực chi phí vốn trước mắt.

Các biện pháp phương thức đàm phán giảm, miễn lãi suất, khoan nợ, giãn nợ và đảo nợ chỉ mang tính chất ngắn hạn, không dẫn đến sự thay đổi căn bản, thực chất cấu trúc tài chính doanh nghiệp, qua đó không đạt được mục tiêu tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Doanh nghiệp cần thực hiện phương thức mới thực chất hơn như:

- Hoán đổi nợ thành vốn cổ phần là việc chủ nợ tiến hành hoán chuyển toàn bộ hoặc một phần giá trị khoản nợ vay thành phần vốn đầu tư vào doanh nghiệp. Chủ nợ từ vai trò là người cho vay chuyển sang vai trò là chủ sở hữu, tham gia vào quá trình quản lý, điều hành kinh doanh. Đối với doanh nghiệp, hoạt động này giúp doanh nghiệp giảm gánh nặng vay nợ, khả năng thanh toán được cải thiện, tăng tính tự chủ tài chính và có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay mới, qua đó giúp doanh nghiệp từng bước cân đối tài chính, ổn định và phát triển kinh doanh. Để biện pháp này đi vào thực chất, đem lại lợi ích cho doanh nghiệp và chủ nợ, cần thiết phải đi kèm với biện pháp tái cấu trúc, quản lý và định hướng phát triển doanh nghiệp sau khi có sự tham gia của cổ đông mới.

- Đa dạng hóa các hình thức vay nợ: Hiện có nhiều hình thức vay nợ khác nhau như nợ của nhà cung cấp, vay ngân hàng, vay cá nhân, phát hành trái phiếu doanh nghiệp, thuê tài chính. Mỗi phương thức vay nợ có những ưu điểm và hạn chế khác nhau. Tùy theo điều kiện kinh doanh của mỗi doanh nghiệp, nên thực hiện đa dạng hóa các nguồn tài trợ từ nợ vay nhằm phát huy tốt nhất ưu điểm của mỗi nguồn tài trợ.

2.2.2.2. Tái cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu

Tái cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu là quá trình tổ chức, sắp xếp lại cơ cấu và quy mô nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Quá trình này bao gồm cơ cấu lại vốn đầu tư của chủ sở hữu (cổ đông thường, cổ đông ưu đãi) và các khoản lợi nhuận giữ lại tái đầu tư. Doanh nghiệp có thể thực hiện hoạt động tái cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu dưới các hình thức sau:

- Mua lại cổ phần: Mua lại cổ phần được tiến hành khi một doanh nghiệp mua thực hiện mua lại cổ phần của doanh nghiệp khác bằng tiền mặt, cổ phiếu hoặc các loại

chứng khoán khác. Quá trình này được thực hiện bằng cách doanh nghiệp mua đưa ra lời đề nghị mua lại cổ phần và gửi trực tiếp đến cổ đông của doanh nghiệp mục tiêu, mà không cần phải thông qua ban lãnh đạo của doanh nghiệp mục tiêu. Nếu cổ đông của công ty mục tiêu không thích lời đề nghị này thì sẽ không bán cổ phần của mình.

- Chuyển đổi vốn cổ phần thành cổ phần ưu đãi hoặc nợ vay: Doanh nghiệp có thể thực hiện chuyển đổi một số lượng cổ phần thường thành cổ phần ưu đãi hoặc nợ vay theo tỷ lệ chuyển đổi nhất định. Những quyền lợi và lợi ích với tư cách là cổ đông thường sẽ không còn nữa, chủ sở hữu phần vốn chuyển đổi này sẽ hưởng những quyền và lợi ích gắn liền với tư cách là chủ sở hữu cổ phần ưu đãi hoặc chủ nợ. Khi đó, cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu sẽ có sự thay đổi.

- Tăng vốn góp của chủ sở hữu: Doanh nghiệp có thể thực hiện tái cấu trúc tài chính bằng cách tăng vốn góp của chủ sở hữu nhằm nâng cao hệ số vốn chủ sở hữu, tăng cường sự độc lập tài chính của doanh nghiệp. Tăng vốn góp của chủ sở hữu thực hiện thông qua phương thức như phát hành bổ sung cổ phiếu, chuyển nợ thành vốn cổ phần, trả cổ tức bằng cổ phiếu...

2.2.3. Trình tự tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Quá trình tái cấu trúc tài chính thực hiện qua 4 bước cơ bản sau:

Bước 1: Phân tích và đánh giá thực trạng tình hình tài chính và cấu trúc tài chính của doanh nghiệp

Phân tích và đánh giá thực trạng tình hình tài chính và cấu trúc tài chính của doanh nghiệp cho phép nhìn nhận bức tranh chân thực về tình hình tài chính và cấu trúc tài chính hiện tại của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó xây dựng mục tiêu và phương án tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Mục tiêu chung của tái cấu trúc tài chính nhằm tạo ra sức mạnh tài chính cần thiết để nâng cao khả năng sinh lời, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đảm bảo năng lực cạnh tranh và sự tăng trưởng. Mục tiêu chi tiết là làm giảm bớt áp lực lên dòng tiền và lợi nhuận, cung cấp những nguồn vốn mới cho quá trình tăng trưởng, mở đường cho sự hợp tác chiến lược thành công thông qua việc phát hành cổ phiếu cũng như nợ vay cho các đối tác chiến lược và ổn định hóa nhóm nhà tài trợ, thúc đẩy sự tham gia và chia sẻ của nhóm nhà tài trợ vào thành công của doanh nghiệp.

Bước 2: Hoạch định cấu trúc tài chính mục tiêu.

Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu cho rằng tồn tại một cấu trúc tài chính tối ưu, chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Cấu trúc tài chính tối ưu là cấu trúc tài chính làm cân bằng giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời danh cho chủ sở hữu, qua đó tối đa hóa giá trị công ty hay tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty. Tuy nhiên, trong thực tế, việc hoạch định cấu trúc tài chính tối ưu một cách chính xác là rất khó khăn. Vì vậy, căn cứ vào tình hình thực tế của thị trường, từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp, mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời trong điều kiện, hoàn cảnh kinh doanh cụ thể để hoạch định cấu trúc tài chính mục tiêu của doanh nghiệp. Khi điều kiện, hoàn cảnh kinh doanh theo thời gian có thể thay đổi căn bản, cấu trúc tài chính mục tiêu cũng phải thay đổi. Nhưng doanh nghiệp luôn cần có cấu trúc tài chính mục tiêu nhất định và việc huy động vốn phải luôn hướng đến cấu trúc tài chính này.

Bước 3: Xây dựng và lựa chọn giải pháp thực hiện tái cấu trúc tài chính

Căn cứ vào cấu trúc tài chính mục tiêu được xác định ở bước 2. Doanh nghiệp cần xây dựng và lựa chọn các giải pháp thực hiện tái cấu trúc tài chính. Các phương án tái cấu trúc tài chính phải chỉ ra được lộ trình tái cấu trúc tài chính, các giải pháp cụ thể tương ứng với từng giai đoạn. Lộ trình tái cấu trúc tài chính phải phù hợp với bối cảnh kinh tế được dự báo, chiến lược phát triển doanh nghiệp. Giải pháp tái cấu trúc tài chính phải chỉ ra được nhiệm vụ và kế hoạch cụ thể như kế hoạch xử lý nợ, kế hoạch tăng phần vốn góp của chủ sở hữu, kế hoạch tái cấu trúc sở hữu...

Bước 4: Tổ chức thực hiện và đánh giá giải pháp

Doanh nghiệp tổ chức thực hiện tái cấu trúc tài chính theo phương án được lựa chọn. Trong quá trình thực hiện, căn cứ vào diễn biến thực tế của hoạt động kinh doanh, bối cảnh kinh tế có thể điều chỉnh các nội dung cụ thể trong phương án tái cấu trúc tài chính đã được xây dựng. Qua mỗi giai đoạn thực hiện, doanh nghiệp cần thực hiện đánh giá lại tiến độ, kết quả và sự phù hợp của các giải pháp nhằm kịp thời rút kinh nghiệm, giải quyết những vướng mắc và thực hiện những điều chỉnh cần thiết cho phù hợp với điều kiện mới. Trong quá trình thực hiện tái cấu trúc tài chính, cần xây dựng các chỉ tiêu đánh giá mức độ phù hợp của các mục tiêu tái cấu trúc. Tái cấu trúc còn cần đảm bảo khả năng tăng trưởng về doanh thu, lợi nhuận, tổng tài sản, đảm bảo

phân bổ nguồn lực theo hướng gia tăng vốn đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi đồng thời cải thiện các chỉ tiêu về khả năng sinh lời và hạn chế rủi ro ở mức có thể kiểm soát.

2.2.4. Nguyên tắc cơ bản tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Để xây dựng cấu trúc tài chính mới hợp lý giúp doanh nghiệp có thể đạt được mục tiêu đặt ra. Tái cấu trúc tài chính phải tuân thủ 5 nguyên tắc cơ bản sau: [38]

2.2.4.1. Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích

Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích, tức là hoạch định cấu trúc tài chính phải đảm bảo sự phù hợp với thời gian đáo hạn của các nguồn tài trợ với chu kỳ sinh lời của tài sản đầu tư. Nguyên tắc này được xây dựng dựa trên thực tế là các nguồn tài trợ có thời gian đáo hạn khác nhau, trong khi thời gian tạo ra luồng tiền của các loại tài sản cũng không giống nhau. Vì vậy, để đảm bảo doanh nghiệp có khả năng thanh toán tại bất kỳ thời điểm nào, giảm thiểu rủi ro tài chính thì việc điều chỉnh, sắp xếp lại quy mô và cấu trúc tài chính cần có sự tương thích giữa thời gian được quyền sử dụng vốn với chu kỳ sinh lời của tài sản đầu tư.

2.2.3.2. Nguyên tắc cân đối giữa lợi nhuận và rủi ro.

Nguyên tắc này đòi hỏi hoạt động tái cấu trúc tài chính phải tính đến ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và đòn bẩy kinh doanh. Nguyên tắc này yêu cầu phải có sự suy xét thận trọng giữa lợi nhuận và rủi ro trước khi quyết định điều chỉnh cấu trúc tài chính. Nếu nhà quản trị muốn cấu trúc tài chính an toàn, giảm thiểu rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính thì phải giảm tỷ trọng nợ vay. Số tiền huy động được ưu tiên đầu tư hình thành tài sản tạm thời, những tài sản có tính thanh khoản cao. Việc tái cấu trúc tài chính theo hướng gia tăng nợ vay phải trả nhằm phát huy tác dụng tích cực của đòn bẩy tài chính chỉ nên sử dụng khi có sự đảm bảo tin cậy rằng sản lượng vượt qua điểm hòa vốn, và tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản lớn hơn lãi suất tiền vay.

2.2.3.3. Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát.

Nguyên tắc này đòi hỏi hoạt động tái cấu trúc tài chính phải duy trì quyền kiểm soát doanh nghiệp cho chủ sở hữu. Cơ sở của nguyên tắc này là các chủ sở hữu không muốn chia sẻ quyền kiểm soát công ty bởi điều đó có thể cản trở khả năng huy động vốn. Để đảm bảo nguyên tắc này, việc điều chỉnh, xây dựng cấu trúc tài chính phải thực hiện theo hướng gia tăng tỷ trọng vốn chủ sở hữu, đảm bảo tỷ lệ vốn chủ sở hữu

đủ lớn để chủ sở hữu doanh nghiệp có thể độc lập về mặt tài chính, chủ động quyết định các vấn đề quan trọng của doanh nghiệp.

2.2.3.4. Nguyên tắc tài trợ linh hoạt:

Tính linh hoạt trong tài trợ vốn là khả năng điều chỉnh tăng, giảm nguồn vốn cho phù hợp với sự thay đổi về nhu cầu vốn qua các thời kỳ kinh doanh. Theo nguyên tắc này, doanh nghiệp có thể dễ dàng điều chỉnh cấu trúc tài chính phù hợp với nhu cầu đầu tư, tính thời vụ trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Điều đó không chỉ cho phép sử dụng vốn sẵn có vào bất kỳ thời điểm nào cần thiết và còn tăng khả năng mặc cả với các nhà cung cấp vốn trên thị trường. Tuân thủ nguyên tắc này, việc ưu tiên gia tăng tỷ trọng các khoản nợ, nhất là nợ ngắn hạn, có thể cho phép nhà quản trị những cơ hội thuận lợi để điều chỉnh linh hoạt nguồn vốn. Ngoài ra, việc đa dạng hóa các hình thức tài trợ bằng cách bổ sung thêm các điều khoản về khả năng thu hồi trước hạn đối với trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi cũng giúp doanh nghiệp có thể chủ động điều chỉnh cấu trúc tài chính một cách kịp thời khi cần thiết.

2.2.3.5. Nguyên tắc tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn

Nguyên tắc này đòi hỏi hoạch định cấu trúc tài chính phải tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn, nhằm tối đa hóa lợi ích cho chủ sở hữu. Mỗi nguồn tài trợ của doanh nghiệp đều có chi phí sử dụng vốn khác nhau và chi phí sử dụng các nguồn vốn này cũng thay đổi qua các thời kỳ khác nhau của chu kỳ kinh tế. Vì vậy, xây dựng, điều chỉnh, sắp xếp lại cấu trúc tài chính phải đảm bảo tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn nhằm tối đa hóa lợi ích cho chủ sở hữu doanh nghiệp. Tuân thủ nguyên tắc này, đòi hỏi nhà quản trị doanh nghiệp phải đánh giá được xu thế biến động về chi phí sử dụng vốn trên thị trường để lựa chọn thời điểm huy động vốn thích hợp. Mặt khác, tái cấu trúc tài chính phải nghiêng về các nguồn tài trợ có thời gian đáo hạn ngắn, chi phí sử dụng vốn thấp, thời gian hoàn trả vốn gốc và lãi vay có thể điều chỉnh linh hoạt nhằm giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp, trong mối quan hệ hài hòa với các mục tiêu khác của doanh nghiệp.

Như vậy, để hoạt động tái cấu trúc tài chính đạt hiệu quả phải tuân thủ 5 nguyên tắc trên. Tuy nhiên, muốn vận dụng tốt các nguyên tắc này, phải xét chúng trong môi trường hoàn cảnh cụ thể của đặc điểm nền kinh tế, đặc điểm ngành kinh doanh và đặc

điểm của doanh nghiệp nhằm mục tiêu tạo ra cấu trúc tài chính phù hợp, tối đa hóa khả năng sinh lời, tối thiểu hóa rủi ro, từ đó tối đa hóa giá trị doanh nghiệp cho chủ sở hữu.

2.3. KINH NGHIỆM TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP TẠI MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC RÚT RA ĐỐI VỚI VIỆT NAM.

2.3.1. Kinh nghiệm của Ấn Độ.

Ngành công nghiệp xi măng ở Ấn Độ đã bị Chính phủ Ấn Độ kiểm soát chặt chẽ cho đến năm 1982. Chính phủ kiểm soát về vốn, giá bán, phân bổ hạn ngạch tiêu thụ, chỉ định người mua và các yếu tố khác. Điều này cản trở rất lớn đến sự tăng trưởng của ngành công nghiệp xi măng Ấn Độ. Năm 1980, ngân hàng bắt đầu tiếp cận lĩnh vực xi măng với báo cáo nghiên cứu về ngành xi măng Ấn Độ. Nghiên cứu này góp phần vào các cuộc tranh luận chính sách đề nghị bãi bỏ sự kiểm soát một phần ngành công nghiệp xi măng vào tháng 2 năm 1982. Ngân hàng đã hỗ trợ cho các chính sách tự do hóa của Chính phủ bằng cách cung cấp hai khoản vay cho các dự án công nghiệp xi măng từ tháng 3 năm 1986 đến tháng 6 năm 1994. Tháng 3 năm 1989, Chính phủ loại bỏ kiểm soát giá cả và phân phối xi măng hoàn toàn. Tính bền vững của tự do hóa và sự cải thiện hơn nữa về hiệu quả kinh tế phụ thuộc vào khả năng điều chỉnh của ngành công nghiệp xi măng, thông qua quá trình tái cấu trúc trong điều kiện môi trường kinh doanh mới và cạnh tranh hơn. Khoản vay của ngân hàng nhằm hỗ trợ tiến trình ra quyết định chính sách của Chính phủ để loại bỏ hoàn toàn kiểm soát giá cả và quá trình phân phối xi măng và hỗ trợ các điều chỉnh trong ngành công nghiệp xi măng trong điều kiện môi trường cạnh tranh ngày càng tăng.

Kinh nghiệm và kết quả đạt được: Chính phủ đã thực hiện bãi bỏ hoàn toàn các quy định rào cản đối với ngành công nghiệp xi măng, qua đó thúc đẩy sự phát triển nhanh chóng và hiệu quả đối với ngành công nghiệp xi măng. Sản lượng xi măng từ các nhà máy lớn tăng từ 18 triệu tấn năm 1980 lên đến 70 triệu tấn trong giai đoạn 1996 – 1997. Khoảng 3 triệu tấn cũng đã được xuất khẩu trong 1996-1997. Thị trường đã quyết định mức giá của xi măng.

Những thành tựu cụ thể của dự án này như sau:

- Hiện đại hóa và tái cơ cấu: có 5 công ty xi măng đã mở rộng năng lực sản xuất bằng cách xây mới các nhà máy với công nghệ kỹ thuật mới nhằm phục vụ các khu

vực phía bắc và phía đông còn rất thiếu xi măng của Ấn Độ. Các công ty này đã đóng góp 5,7 triệu tấn trong tổng số tăng 8,5 triệu tấn trong tiêu thụ hàng năm trong sáu tháng cuối năm của giai đoạn 1996-1997. Hai nhà máy xi măng khác cũng được hưởng lợi từ các khoản vay để cải tạo, nâng cấp máy móc thiết bị lạc hậu. Tất cả các nhà máy đạt được hiệu quả sử dụng năng lượng như than, điện... thậm chí dưới mức giới hạn quy định theo giới hạn kiểm soát môi trường của Ấn Độ.

- Hệ thống vận tải xi măng dần được hoàn thiện. Các tàu chuyên dụng đầu tiên với các toa xe xi măng với số lượng lớn xi măng được vận chuyển từ Wadi nhà máy thành phố Mumbai (khoảng cách khoảng 300 dặm) trong tháng 10 năm 1997.

- Phát triển nguồn nhân lực. Bốn Trung tâm đào tạo khu vực đã được thành lập và cho đến ngày 30 tháng 06 năm 1997, hơn 3.000 nhân viên được đào tạo trong các trung tâm. Các chương trình đào tạo có giá trị lớn cho ngành công nghiệp xi măng và đang được tiếp tục trên cơ sở tự chủ về tài chính.

- Sự phát triển bền vững của dự án. Mức tiêu thụ xi măng bình quân đầu người của Ấn Độ xi măng (dưới 100kg trên đầu người) là rất thấp. Các công ty xi măng, đặc biệt là những công ty được tổ chức và quản lý tốt sẽ thuận lợi khi huy động hết công suất và dễ dàng tiêu thụ, tiếp thị sản phẩm. Dự án thí điểm vận chuyển xi măng với số lượng lớn sẽ khuyến khích sử dụng xi măng rời và trộn bê tông đúc sẵn, mở rộng sử dụng bê tông tươi trong ngành công nghiệp xi măng, và nâng cao hiệu quả tổng thể về vận chuyển xi măng.

2.3.2. Kinh nghiệm của Trung Quốc

Nghiên cứu về cấu trúc tài chính của Samuel G. H. Huang và Frank M. Song đối với hơn 1000 doanh nghiệp của Trung Quốc niêm yết đến năm 2000 nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết của Trung Quốc và điều tra xem liệu các doanh nghiệp trong nền kinh tế đang phát triển và chuyển tiếp lớn nhất của thế giới có những điểm gì khác biệt. Nghiên cứu nhằm trả lời câu hỏi rằng các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính được trình bày trong nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm tại các quốc gia đang phát triển và phát triển trước đây có tác động tương tự đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp Trung Quốc hay không? Kết quả thực nghiệm đối với các doanh nghiệp Trung Quốc cho thấy: Mặc dù Trung Quốc vẫn đang trong giai đoạn chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung sang nền kinh tế thị trường và

Nhà nước vẫn là cổ đông kiểm soát với hầu hết các doanh nghiệp niêm yết lớn, các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp ở các quốc gia khác cũng có tác động tương tự đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Trung Quốc. Cụ thể, cấu trúc tài chính được đo lường tỷ lệ nợ dài hạn, tỷ lệ nợ phải trả. Cấu trúc tài chính có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với tỷ suất lợi nhuận, tỷ lệ thuận với quy mô công ty. Tài sản hữu hình có ảnh hưởng thuận chiều với tỷ lệ nợ dài hạn. Những công ty trải qua tốc độ tăng trưởng doanh thu nhanh chóng có xu hướng sử dụng đòn bẩy cao hơn trong khi công ty có cơ hội kinh doanh tốt có xu hướng ít sử dụng nợ.

Cơ cấu sở hữu cũng ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Những công ty có cổ phần nhà nước cao hơn có xu hướng có tỷ lệ nợ phải trả thấp hơn. Không tìm thấy một mối tương quan đáng kể giữa các cổ phần quản lý với đòn bẩy của doanh nghiệp. Bởi vì, số lượng cổ phần quản lý là quá thấp; các cổ phần của tất cả các nhà quản lý (giám đốc, giám sát và quản lý hàng đầu) chỉ là 0,017% (giá trị trung bình so với 1035 doanh nghiệp).

Cấu trúc tài chính của các công ty Trung Quốc có một số điểm khác biệt. Thứ nhất, có bằng chứng rõ ràng rằng các công ty Trung Quốc sử dụng ít nợ dài hạn, tổng số nợ thấp và nguồn vốn chủ sở hữu cao hơn so với các công ty thuộc các nước phát triển (như Mỹ, Nhật Bản, Đức, Pháp, Ý, Anh, Canada) và một số nước đang phát triển (ví dụ, Ấn Độ, Pakistan, Thổ Nhĩ Kỳ). Thứ hai, các công ty Trung Quốc có xu hướng sử dụng nguồn tài chính từ bên ngoài cao, đặc biệt là mức độ sử dụng vốn chủ sở hữu cao hơn so với những người ở các nước phát triển khác. Thứ ba, sự khác biệt giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường của nợ vay lớn hơn rất nhiều ở các công ty Trung Quốc so với các nước khác. Nói chung giá trị thị trường của nợ vay là thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách của nợ vay đối với các doanh nghiệp tương tự nhau ở Trung Quốc.

2.3.3. Kinh nghiệm của Hàn Quốc

Nền kinh tế và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp Hàn Quốc đã gặp nhiều khó khăn trong cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997 tại Đông Nam Á, sau đó lan rộng ra các nước Đông Á. Trước những thách thức về kinh tế ngày càng tăng, Chính phủ Hàn Quốc phải thực hiện tái cấu trúc nền kinh tế trên 4 lĩnh vực cơ bản là hệ thống ngân hàng, hệ thống doanh nghiệp, đổi mới khu vực công và đổi mới thị trường lao động. Các biện pháp được áp dụng đã giúp Hàn Quốc vượt qua cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á. [16]

Hàn Quốc đã rất thành công trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, những kinh nghiệm khi thực hiện tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp Hàn Quốc sẽ rất có ích cho Việt Nam. Bối cảnh thực hiện tái cấu trúc có nét tương tự với Việt Nam. Với áp lực gần như bắt buộc của quá trình tái cấu trúc, giải pháp và bước đi của Hàn Quốc là khá rõ ràng và có tính khả thi cao. Cụ thể:

Mục tiêu tái cấu trúc doanh nghiệp ở Hàn Quốc là để giảm rủi ro hệ thống và nguy cơ của cuộc khủng hoảng thứ cấp, thanh lý tập đoàn không có khả năng phát triển và tái cơ cấu các tập đoàn có tiềm năng, khôi phục các tập đoàn có hiệu quả trong việc giải quyết tài chính, tiến đến thúc đẩy và phát triển một khu vực cạnh tranh lành mạnh và bảo đảm sự bền vững của khu vực tài chính. [3]

Các chính sách của Chính phủ Hàn Quốc: Nhằm thực hiện mục tiêu tái cấu trúc doanh nghiệp. Chính phủ Hàn Quốc thông qua các chính sách tạo điều kiện thực hiện chuyển dịch cơ cấu doanh nghiệp với các chính sách cụ thể về miễn và giảm thuế để khuyến khích thực hiện giao dịch sát nhập và mua lại giữa các doanh nghiệp, tập đoàn, ban hành các chính sách ưu đãi nhằm tự do hóa đầu tư trực tiếp ngoài, nâng trần mức nắm giữ của ngân hàng từ 10% lên đến 15% vốn của doanh nghiệp. Các giải pháp quản trị doanh nghiệp và các biện pháp để bảo vệ quyền chủ sở hữu của những người nắm giữ cổ phần thiểu số và yêu cầu ít nhất 25% giám đốc độc lập được đưa ra, tiêu chuẩn lao động được thay đổi. Bên cạnh đó, tạo ra các tòa án phá sản chuyên dụng để hỗ trợ quá trình tái cấu trúc DN.

Các bước thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp [3]

Thứ nhất, các doanh nghiệp, tập đoàn có hệ số nợ cao được phép tham gia quá trình giám sát phá sản của tòa án;

Thứ hai, thực hiện chương trình Cải cách cơ cấu vốn (CSIPs) đối với các tập đoàn lớn nhất là Hyundai, Samsung, Daewoo, SK và LG. Ngân hàng nhà nước, Ủy ban Giám sát tài chính và Văn phòng Tổng thống thực hiện giám sát các kế hoạch tái cơ cấu. Các tập đoàn này cần tập trung ngành nghề kinh doanh chính, củng cố lại các chi nhánh và chấm dứt việc vay vốn thông qua bảo lãnh chéo. Các công ty kém hiệu quả, lâm vào tình trạng phá sản được tách ra khỏi tập đoàn và tiến hành tái cấu trúc. Chính phủ yêu cầu các tập đoàn lớn thực hiện tái cấu trúc tài chính, các công ty có khoản nợ ngân hàng lớn hơn 250 nghìn tỷ won phải thực hiện một thỏa thuận dựa

trên “Thỏa thuận về tái cấu trúc vốn” với các ngân hàng chủ nợ chính trong thời gian 3 tháng. Các tập đoàn này phải giảm tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần xuống dưới 200% và không được thực hiện bảo lãnh các khoản nợ chéo giữa các chi nhánh. Tháng 3 năm 2002, quy định trên đã được nói lỏng đáng kể. Các tiêu chí đối với các tập đoàn chịu sự điều chỉnh của quy định này đã thay đổi, trong đó bao gồm “các tập đoàn có tổng các khoản tín dụng từ các tổ chức tài chính vào cuối năm trước vượt quá 0,1% tổng các khoản tín dụng do tất cả các tổ chức tài chính cung cấp vào cuối năm trước nữa.” Trong các tập đoàn có tổng các khoản tín dụng vượt quá mức trần trên, những tập đoàn đang trong quá trình đóng cửa hoặc đang xử lý tại tòa án hoặc đang trong chương trình ‘Workout’ hoặc đã phá sản sẽ không bị điều chỉnh bởi quy định này, do đó số tập đoàn bị điều chỉnh chỉ còn 35.

Thứ ba, ngân hàng và Ủy ban Giám sát tài chính đánh giá và phân loại trên thang điểm từ A (đạt yêu cầu) đến E (cực kỳ không đạt yêu cầu) để thực hiện sắp xếp lại các tập đoàn theo thứ tự từ 6-64, từ đó xếp hạng theo độ lớn tài sản.

Thứ tư, các tập đoàn lớn và một số công ty nhà nước buộc phải thực hiện các giao dịch hoán đổi tài sản nhằm giảm sự quá tải trong ngành công nghiệp, được gọi là Big Deals. Ngân hàng được yêu cầu chấp nhận các khoản vay dài hạn, hoán đổi nợ thành vốn chủ sở hữu, đồng thời cung cấp thêm các khoản vay mới khi hoạt động sáp nhập xảy ra.

Thứ năm, yêu cầu các ngân hàng hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ bằng cách gia hạn các khoản vay, tăng thời gian ưu đãi trả nợ và tăng cường khả năng thanh khoản vào ngành.

2.3.4. Những bài học kinh nghiệm rút ra cho các doanh nghiệp xi măng Việt Nam

Thứ nhất, các tập đoàn kinh tế cần tập trung vào lĩnh vực chính của mình, tránh việc đầu tư dàn trải. Cần thực hiện việc hoán đổi các lĩnh vực kinh doanh giữa các tập đoàn cho phù hợp với ngành nghề và thế mạnh của mình

Thứ hai, bằng cách ban hành các quy định, luật định, Chính phủ thực hiện vai trò là người dẫn dắt, chỉ đạo quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, tập đoàn kinh tế trong giai đoạn đầu của quá trình tái cấu trúc. Tuy nhiên, Nhà nước cần giảm vai trò

điều hành trực tiếp quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp khi các doanh nghiệp, tập đoàn kinh tế đã phát triển ổn định. Nhà nước nên để cho thị trường tự điều chỉnh.

Thứ ba, nhằm xác định xem doanh nghiệp nào cần thực hiện tái cấu trúc, tái cấu trúc như thế nào cần xây dựng hệ thống tiêu chí đánh giá, xếp hạng doanh nghiệp. Hơn nữa, việc đánh giá và xếp hạng doanh nghiệp sẽ giúp Nhà nước và bản thân các doanh nghiệp không đặt ra những mục tiêu quá tham vọng vào quá trình tái cấu trúc.

Thứ tư, quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp không thể thực hiện một cách riêng rẽ mà phải có sự kết hợp với quá trình tái cấu trúc các khu vực khác, đặc biệt là khu vực tài chính - ngân hàng. Nhà nước cần phải xác định một lộ trình tái cấu trúc các khu vực trong nền kinh tế. Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy sự kết hợp các chương trình tái cấu trúc khu vực tài chính-ngân hàng, khu vực doanh nghiệp, khu vực nhà nước và thị trường lao động giúp cho nền kinh tế Hàn Quốc vượt qua thời kỳ khủng hoảng. [16]

Thứ năm, thông qua việc nghiên cứu quá trình tái cấu trúc ngành xi măng Ấn độ và thực nghiệm về cấu trúc tài chính doanh nghiệp Trung Quốc, chúng ta có thể rút ra nhiều bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp xi măng Việt Nam trong điều kiện hiện tại.

- Thị trường tự do là điều kiện tiên quyết cho sự phát triển nhanh chóng của ngành công nghiệp xi măng. Tuy nhiên, đối với quốc gia đang phát triển, Chính phủ hãy đóng một vai trò hỗ trợ khi nhận thấy các cơ hội, mở rộng ưu đãi, cung cấp các cơ sở hạ tầng và sẵn sàng giải quyết các vấn đề ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp đại diện cho ngành xi măng.

- Nâng cao khả năng cạnh tranh và hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp xi măng phải không ngừng tăng cường kiến thức và năng lực quản lý, vận hành máy móc, kỹ thuật sản xuất.

- Trong một bối cảnh lãi suất vay tăng cao (vượt xa tỷ lệ lạm phát), cần chú ý đến cấu trúc tài chính, phải xác định cẩn thận từ khi bắt đầu dự án đối với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu. Các chi phí thực hiện dự án có thể tăng cao do lãi suất trong xây dựng và sự chậm trễ trong vận hành có thể có một ảnh hưởng có tiêu cực đến tài chính của một dự án.

- Công nghệ sử dụng mà được giới thiệu từ một quốc gia đang phát triển cần được chứng minh qua thực tế ở nơi khác. Do đó, cần thận trọng trong lựa chọn công nghệ và thiết bị.

- Khi thực hiện tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp, chúng ta cần phân tích mức độ ảnh hưởng cụ thể của từng nhân tố đến cấu trúc tài chính. Phương pháp phân tích đi từ tổng quát đến cụ thể.

- Công ty đạt lợi nhuận cao, có quy mô lớn dễ dàng tiếp cận với nhiều nguồn tài trợ khác nhau nên có điều kiện lựa chọn được nguồn vốn có chi phí thấp, từ đó làm gia tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty.

- Mỗi doanh nghiệp phải xây dựng được hệ thống tài chính lành mạnh, đó là kiểm soát chặt chẽ nhưng linh hoạt việc sử dụng dòng tiền để đem lại hiệu quả cao nhất trong điều kiện tài chính của đơn vị. Chủ động khai thác các kênh tín dụng hiệu quả để tạo vốn phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như thu xếp vốn cho các dự án đầu tư. Cùng với việc rà soát và thu hồi công nợ, khai thác nguồn vốn giá rẻ cũng giúp ổn định tình hình tài chính của doanh nghiệp...

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Chương 2 của luận án trình bày một cách có hệ thống cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính doanh nghiệp với các nội dung cơ bản về cấu trúc tài chính doanh nghiệp, tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp và kinh nghiệm tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp của một số quốc gia trên thế giới. Có nhiều cách định nghĩa khác nhau về cấu trúc tài chính. Song theo quan điểm của NCS, cấu trúc tài chính là sự kết hợp giữa nợ phải trả và nguồn vốn chủ sở hữu. Nợ phải trả bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Việc xác lập cấu trúc tài chính mục tiêu là cần thiết đối với mỗi doanh nghiệp. Khi các biến số thuộc môi trường kinh doanh, hoạt động nội tại của doanh nghiệp có sự thay đổi, đòi hỏi sự phù hợp của cấu trúc tài chính mục tiêu mới. Vấn đề tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp được đặt ra. Tái cấu trúc tài chính là quá trình khảo sát, đánh giá lại cấu trúc tài chính hiện tại và xây dựng cấu trúc tài chính mới thông qua việc lựa chọn và đa dạng hóa nguồn vốn huy động, tổ chức sử dụng vốn có hiệu quả, đảm bảo sự phù hợp giữa cấu trúc tài sản và nguồn tài trợ của doanh nghiệp trong từng giai đoạn phát triển khác nhau nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Qua nghiên cứu kinh nghiệm tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp của một số quốc gia trên thế giới. Một số bài học kinh nghiệm được rút ra là khi thực hiện tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp, chúng ta cần phân tích mức độ ảnh hưởng cụ thể của từng nhân tố đến cấu trúc tài chính. Đối với quốc gia đang phát triển, Chính phủ hãy đóng một vai trò hỗ trợ khi nhận thấy các cơ hội, mở rộng ưu đãi, cung cấp các cơ sở hạ tầng và sẵn sàng giải quyết các vấn đề ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp.

CHƯƠNG 3

THỰC TRẠNG CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

3.1. TỔNG QUAN CÁC DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

3.1.1. Quá trình hình thành và phát triển ngành xi măng Việt Nam

Xi măng là loại vật liệu xây dựng có vai trò quan trọng trong việc đáp ứng các nhu cầu của xã hội về xây dựng nhà cửa và cơ sở hạ tầng như cầu, đường, các công trình dân sinh, trường học và bệnh viện, rất cần thiết để hỗ trợ sự phát triển bền vững của mỗi quốc gia.

Những đặc trưng cơ bản của ngành công nghiệp xi măng hiện đại [40]:

- + Là sản phẩm có ý nghĩa sống còn: Xi măng là thành phần chủ yếu của bê tông – hàng tiêu dùng có lượng tiêu thụ nhiều thứ hai trên hành tinh.

- + Một ngành công nghiệp phải đầu tư nhiều vốn. Chi phí xây dựng một nhà máy xi măng mới tương đương với doanh thu trong 3 năm.

- + Trang thiết bị thường xuyên được đổi mới.

- + Quy trình sản xuất sử dụng nhiều năng lượng.

- + Cường độ lao động thấp: Các nhà máy xi măng hiện đại đều được tự động hóa ở mức cao. Một nhà máy lớn chỉ cần 200 người vận hành.

- + Sản phẩm mang tính đồng bộ: Điều này khiến cho giá sản phẩm trở thành một thông số quan trọng nhất về doanh số bán hàng – yếu tố chất lượng không nói lên nhiều ý nghĩa.

- + Sản phẩm có chi phí thấp và khối lượng lớn: Do xi măng khá nặng, nên cước vận chuyển xi măng theo đường bộ rất cao và thường chỉ diễn ra trong vòng 300 km tính từ nhà máy.

- + Là thị trường có liên quan chặt chẽ với chu kỳ kinh tế: Việc tiêu thụ xi măng về bản chất được quyết định bởi hoạt động của ngành xây dựng, nên nó có liên quan chặt chẽ với chu kỳ kinh tế.

Ngành công nghiệp xi măng ở Việt Nam ra đời gắn với sự phát triển của lịch sử dân tộc. Cơ sở sản xuất xi măng đầu tiên là Nhà máy Xi măng Hải Phòng. Nhà máy

được người Pháp khởi công xây dựng ngày 25/12/1899, là nhà máy sản xuất xi măng đầu tiên tại Việt Nam và Đông Dương, với 2 lò có công suất 3 vạn tấn/năm. Trong giai đoạn trước năm 1990, ngành xi măng chậm phát triển do kinh tế đất nước còn khó khăn.

Giai đoạn 1990 - 1999, là giai đoạn phát triển mạnh nhất của ngành xi măng Việt Nam. Sản lượng xi măng sản xuất ra không ngừng tăng lên, năm 1990 mới có 2,55 triệu tấn, năm 1995 là 5,24 triệu tấn. Với tốc độ tăng trưởng bình quân 10%/năm, ngành sản xuất xi măng Việt Nam đã đáp ứng được phần lớn nhu cầu xi măng cả nước. Năm 1997 đã đáp ứng được trên 80% và đến năm 2000 đã đáp ứng được hầu hết các nhu cầu về xi măng xây dựng trong cả nước. Tổng công suất thiết kế đã gấp 13 lần và Việt Nam trở thành nước đứng đầu khối ASEAN về sản lượng xi măng.

Giai đoạn 2000 – 2009, là giai đoạn phát triển mạnh mẽ của ngành xi măng Việt Nam. Năm 2000, Việt Nam đã sản xuất và tiêu thụ nội địa 13,29 triệu tấn xi măng chưa nằm trong top 20 nước sản xuất nhiều xi măng trên Thế giới. Năm 2005, sản lượng sản xuất và tiêu thụ nội địa Việt Nam là 28,8 triệu tấn. Giai đoạn từ 2000 – 2004, mức tăng trưởng về sản xuất và tiêu thụ xi măng vào khoảng 9 – 10%. Năm 2009, sản lượng sản xuất và tiêu thụ nội địa 45,5 triệu tấn xi măng. Việt Nam đứng ở vị trí thứ 8 trong bảng xếp hạng các nước sản xuất nhiều xi măng trên Thế giới. Giai đoạn 2005 – 2009, bình quân nhu cầu sử dụng xi măng trên Thế giới hàng năm tăng 6,2%. Việt Nam hàng năm tăng trưởng về sản xuất và tiêu thụ xi măng vào khoảng 12 – 16%, nhập khẩu khoảng 3,5 – 4,5 triệu tấn clinker.

Giai đoạn 2010 – 2015, là giai đoạn mà các doanh nghiệp xi măng Việt Nam chịu tác động của khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế, gặp nhiều khó khăn. Từ đầu năm 2011, do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế đã khiến cho đà tăng trưởng về xây dựng của toàn xã hội suy giảm, tiêu thụ xi măng trong nước giai đoạn 2011 – 2013 giảm sút so với năm 2010. Năm 2014, tình hình kinh tế Việt Nam đã bước đầu được phục hồi, thị trường bất động sản đã ấm lên. Tình hình tiêu thụ xi măng khá hơn, tổng sản lượng xi măng tiêu thụ 71 triệu tấn, tăng 15%, tiêu thụ nội địa 50,6 triệu tấn xi măng, tăng 10% so với năm 2013. Việt Nam đứng thứ 5 trong top các nước sản xuất nhiều xi măng trên Thế giới (sau Trung Quốc, Ấn Độ, Iran và Mỹ). Năm 2015, tổng số lượng lò quay toàn ngành là 77, tổng công suất thiết kế là 81,15 triệu tấn xi măng, tổng sản lượng toàn ngành là 76,28 triệu tấn xi măng với hiệu suất huy động chung là 94%.

Sản lượng tiêu thụ là 72,93 triệu tấn xi măng, sản lượng tồn kho là 4,87 triệu tấn xi măng.

Bảng 3.1: Tình hình sản xuất và tiêu thụ xi măng giai đoạn 2010 - 2015

TT	Năm	Sản lượng SX clinker	Sản lượng SX xi măng	Tiêu thụ (xi măng + clinker)				
				Trong nước	Xuất khẩu		Nhập khẩu	Tổng
					Xi măng	Clinker		
1	2010	40,08	50,6	49,6	0,6	0,6	1,0	50,2
2	2011	41,83	49,6	44,95	2,2	3,3	1,15	49,3
3	2012	49,55	53,81	45,5	1,6	6,5	0,8	53,61
4	2013	57,19	50,54	46,05	4,04	11,06	-	61,15
5	2014	60	55,34	50,6	4,74	15,66	-	71
6	2015	63	76,28	55,06	7,43	8,35	-	70,84

Nguồn: <http://vatlieuxaydung.org.vn>

3.1.2. Đặc điểm kinh doanh của các doanh nghiệp xi măng Việt Nam

Đặc điểm ngành nghề kinh doanh là một yếu tố có tác động đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Vì vậy, đây là một yếu tố cần quan tâm trong hoạch định cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xi măng Việt Nam nổi bật qua các điểm sau:

Một là, ngành công nghiệp xi măng là ngành công nghiệp nặng với đặc trưng cần đầu tư tài sản cố định lớn, thời gian thu hồi vốn kéo dài nên nguồn tài trợ là nguồn vốn dài hạn, chủ yếu là vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng của Việt Nam bao gồm nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu. Trong đó, nợ vay là nguồn tài trợ chủ yếu.

Hai là, các doanh nghiệp xi măng có rủi ro kinh doanh lớn, kết quả kinh doanh phụ thuộc rất lớn vào khả năng tiêu thụ sản phẩm. Trong những năm qua, đang phải đối mặt với tình trạng cung vượt quá cầu, cùng với sự suy giảm kinh tế, chính sách cắt giảm đầu tư công, thị trường bất động sản đóng băng, làm cho doanh thu suy giảm, hàng tồn kho tăng cao. Rất nhiều doanh nghiệp lâm vào tình trạng suy giảm khả năng thanh toán, khó khăn tài chính.

Ba là, doanh nghiệp xi măng có đặc trưng là giá vốn hàng bán chiếm tỷ lệ khá cao trên doanh thu thuần, bình quân trong giai đoạn 2009 – 2014 dao động từ mức 82,8% - 90,2%. Các yếu tố đầu vào phục vụ cho sản xuất xi măng như than, điện, chi phí vận chuyển gia tăng trong những năm qua đã tạo áp lực cao lên giá thành sản phẩm, giá bán sản phẩm và ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Bốn là, Ngày 29/08/2011 Thủ tướng chính phủ đã phê duyệt quyết định 1488/QĐ-TTg về việc quy hoạch phát triển công nghiệp xi măng VN giai đoạn 2011 – 2020 và định hướng đến năm 2030. Tuy nhiên, quy hoạch tổng thể ngành xi măng luôn bị phá vỡ do các ngành, địa phương đều muốn xây dựng nhà máy xi măng nhằm tăng thu ngân sách, tạo công ăn việc làm gây nên tình trạng cung vượt quá cầu, tình hình tiêu thụ gặp nhiều khó khăn.

Năm là, đúng vào đoạn suy giảm kinh tế, rất nhiều doanh nghiệp xi măng được đầu tư vào giai đoạn trước, nay hoàn thành đã gặp rất nhiều khó khăn trong chiếm lĩnh thị trường, tiêu thụ sản phẩm, hàng tồn kho tăng cao, áp lực đến hạn thanh toán dần lãi vay và nợ gốc tăng cao. Do đó, các doanh nghiệp xi măng gặp khó khăn về nguồn vốn nhằm duy trì hoạt động ổn định của doanh nghiệp. Việc tiếp cận nguồn vốn ngân hàng cũng hạn chế do không còn tài sản để thế chấp.

Sáu là, hầu hết doanh nghiệp xi măng tập trung ở Miền Bắc, Miền bắc trung bộ. Do đó, việc vận chuyển quặng đường xa đi tiêu thụ, chi phí tiêu thụ tăng cao tại Miền Nam.

Với các đặc điểm này, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp ngành xi măng sẽ khác với cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp ngành khác.

3.2. THỰC TRẠNG VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

3.2.1. Thực trạng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam thời gian qua.

3.2.1.1. Các công ty trong mẫu nghiên cứu

Theo Hiệp hội xi măng Việt Nam, tính đến 31/12/2015, Việt Nam có 77 dây chuyền sản xuất xi măng với tổng công suất thiết kế 81,15 triệu tấn xi măng. Các doanh nghiệp xi măng niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam gồm có 16 công ty (*Phụ lục 1.2*). Năm 2015, công ty cổ phần xi măng Tiên Sơn Hà Tây (TSM) bị hủy niêm yết, nhưng vẫn thu thập đầy đủ dữ liệu phân tích trong giai đoạn 2009 – 2015 nên vẫn được lựa chọn trong mẫu phân tích. Công ty cổ phần xi măng Dầu khí Nghệ An (PX1) đang được niêm yết trên sàn UPCOM, do không thu thập được dữ liệu năm 2014 – 2015, nên NCS loại ra khỏi mẫu nghiên cứu. Như vậy, để đánh giá thực trạng

tình hình tài chính, cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết trên Sàn chứng khoán, NCS tiến hành nghiên cứu mẫu gồm 16 công ty.

Theo tiêu thức quy mô tài sản, có thể chia các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thành 3 nhóm: Nhóm doanh nghiệp có quy mô lớn với tổng tài sản bình quân trên 1000 tỷ đồng. Nhóm doanh nghiệp có quy mô trung bình có tổng tài sản bình quân từ 100 tỷ đồng đến 1000 tỷ đồng. Nhóm doanh nghiệp có quy mô nhỏ có tổng tài sản bình quân dưới 100 tỷ đồng.

Bảng 3.2: Phân loại doanh nghiệp nghiên cứu theo quy mô tài sản

Tài sản	Dưới 100 (Tỷ đồng)	Từ 100 - 1000 (Tỷ đồng)	Trên 1000 (Tỷ đồng)
Số lượng DN	3	7	6
Tỷ lệ	18,75%	43,75%	37,50%

Nguồn: Tính toán của tác giả từ BCTC của doanh nghiệp

Theo tiêu thức sở hữu Nhà nước, có thể chia các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thành 3 nhóm: Nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu Nhà nước là 0%. Nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu Nhà nước từ 0% - 50%. Nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu Nhà nước trên 50%.

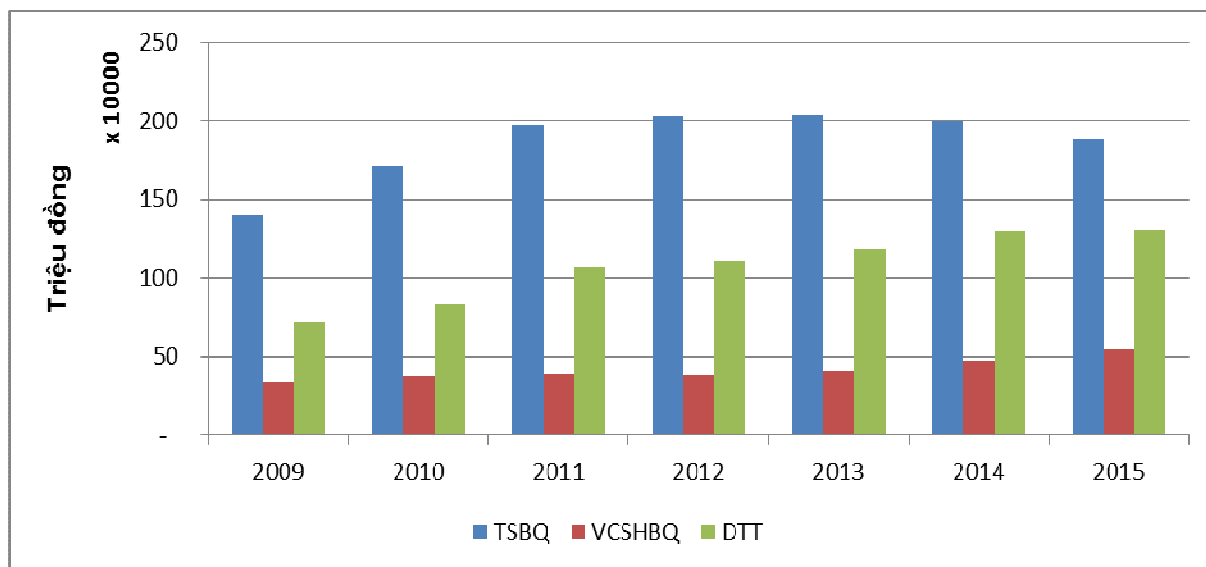
Bảng 3.3: Phân loại doanh nghiệp nghiên cứu theo tỷ lệ SHNN

Tỷ lệ SHNN	0%	Trên 0% đến 50%	Trên 50%
Số lượng DN	7	3	6
Tỷ lệ	43,75%	18,75%	37,50%

Nguồn: Tính toán của tác giả từ BCTC của doanh nghiệp

3.2.1.2. Quy mô kinh doanh

Quy mô kinh doanh của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam thời gian qua được thể hiện thông qua các chỉ tiêu như doanh thu thuần, tài sản bình quân và nguồn vốn chủ sở hữu bình quân. Đây là các chỉ tiêu phản ánh năng lực sản xuất và năng lực tài chính của doanh nghiệp.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.1: Quy mô kinh doanh của các DNXMNY giai đoạn 2009 - 2015

Qua hình 3.1, nhận thấy giá trị tổng tài sản bình quân tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2015, từ 1.409.245 triệu đồng năm 2009 tăng lên đến 1.887.272 triệu đồng năm 2015. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng quy mô tổng tài sản bình quân giảm dần qua các năm, từ mức 21,44% năm 2009 xuống còn âm 5,35% năm 2015. Quy mô kinh doanh đang có xu hướng thu hẹp trong giai đoạn 2013 – 2015. Tốc độ tăng trưởng tài sản trong giai đoạn 2009 – 2015 bình quân đạt 5,42%.

Căn cứ theo quy mô tài sản, tốc độ tăng trưởng tài sản bình quân của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, trung bình và lớn đều có xu hướng giảm xuống. Trong giai đoạn 2009 – 2015, tốc độ tăng trưởng tài sản bình quân của các loại hình doanh nghiệp có quy mô nhỏ, trung bình và lớn lần lượt là – 2,22%, 4,67% và 5,56%.

Căn cứ theo tỷ lệ sở hữu Nhà nước, tốc độ tăng trưởng tài sản bình quân của các loại hình doanh nghiệp xi măng có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2009 – 2015. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 của các loại hình doanh nghiệp đều dương. Đáng chú ý là các doanh nghiệp mà Nhà nước sở hữu dưới 50% với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 6,97%.

Doanh thu thuần bình quân tăng đều trong giai đoạn 2009 – 2015, từ 715.693 triệu đồng năm 2009, lên đến 1.299.135 triệu đồng năm 2015. Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 đạt 10,81%. Quy mô doanh thu bình quân năm 2011 – 2015 đã vượt trên 1000 tỷ đồng. Quy mô doanh thu thuần của những doanh nghiệp có quy mô lớn và tỷ lệ SHNN trên 50% có xu hướng tăng

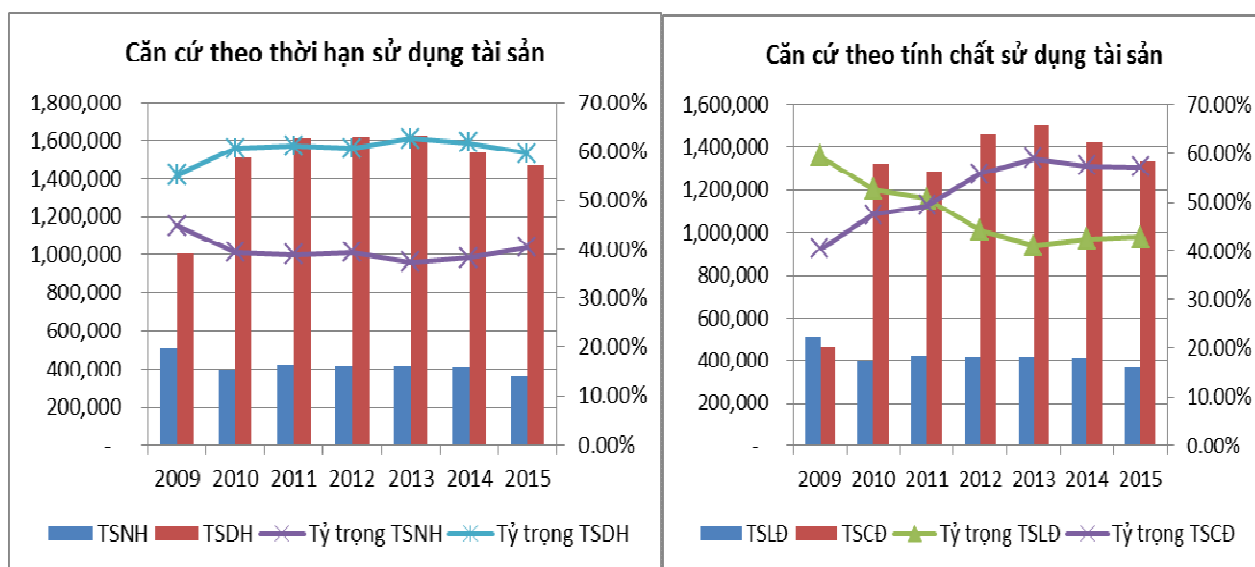
liên tục với tốc độ tăng trưởng DTT cao, trên 12% trong giai đoạn 2009 -2015. Các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, doanh thu thuần có xu hướng giảm đi, tốc độ giảm bình quân trong 2009 – 2015 là 11,88%.

Quy mô vốn chủ sở hữu bình quân có xu hướng tăng lên, từ 331.183 triệu đồng năm 2009 tăng lên đến 543.655 triệu đồng năm 2015. Tốc độ tăng trưởng vốn chủ sở hữu bình quân 2009 – 2015 là 8,81%. Tuy nhiên, giá trị vốn chủ sở hữu bình quân của doanh nghiệp có quy mô nhỏ, quy mô trung bình và doanh nghiệp không có vốn đầu tư của Nhà nước giảm xuống liên tục trong giai đoạn 2009 – 2015, với tốc độ giảm lần lượt là 8,25%, 12,27% và 3,94%. Những doanh nghiệp có quy mô lớn, có phần vốn đầu tư của Nhà nước trên 50% có quy mô vốn chủ sở hữu tăng.

Như vậy, những doanh nghiệp có quy mô lớn, có tỷ lệ SHNN trên 50% có quy mô kinh doanh tăng trong giai đoạn 2009 – 2015.

3.2.2.3. Cơ cấu tài sản

Cơ cấu tài sản thường có quan hệ chặt chẽ với CTTC do nguồn hình thành TS phải phù hợp với thời gian sử dụng tài sản. Căn cứ theo thời hạn sử dụng TS, tài sản của DN được chia thành TSNH và TSDH. Căn cứ theo tính chất của tài sản, tài sản của DN chia thành TSLĐ và TSCĐ. Cơ cấu tài sản của DNXM được thể hiện qua hình 4.2.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.2: Cấu trúc tài sản của DNXM theo thời hạn và tính chất sử dụng TS

Trong giai đoạn 2009 – 2015, quy mô TSDH có xu hướng tăng lên, tốc độ tăng trưởng TSDH tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2013, và giảm trong giai đoạn 2013 – 2015. Tỷ trọng TSDH trong giai đoạn 2009 – 2015 là 60,22% nhỏ hơn mức 67,05%

của các doanh nghiệp ngành VLXD. Cấu trúc tài sản theo thời hạn sử dụng tài sản của DNXM trong giai đoạn 2009 – 2015 xoay quanh 60% TSDH và 40% TSNH. Căn cứ theo tính chất sử dụng tài sản, quy mô và tỷ trọng TSCĐ có xu hướng tăng lên. Tốc độ tăng trưởng TSCĐ tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2013, và giảm trong giai đoạn 2013 – 2015. Tỷ trọng TSCĐ trong giai đoạn 2009 – 2015 là 52,38% nhỏ hơn mức 63,19% của các DN ngành VLXD. Cấu trúc tài sản theo tính chất tài sản sử dụng của DNXM trong giai đoạn 2013 – 2015 xoay quanh 58% TSCĐ và 42% TSLĐ. Như vậy, cấu trúc tài sản nghiêng về đầu tư TSCĐ, TSDH điều này phù hợp với đặc điểm ngành nghề sản xuất xi măng, đòi hỏi quy mô đầu tư TSCĐ lớn, thời gian đầu tư và khai thác dài.

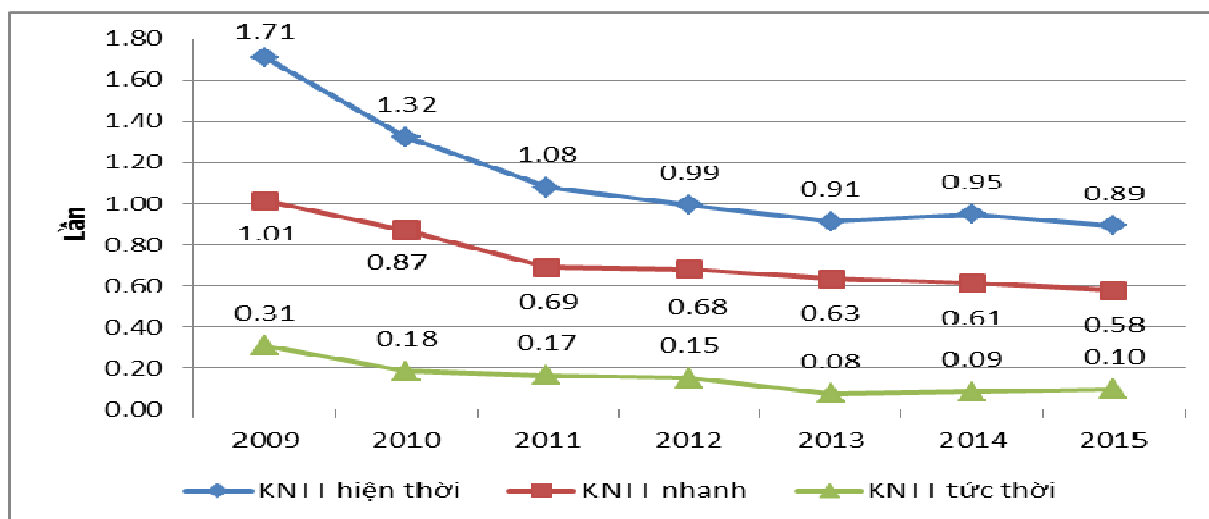
Trong giai đoạn 2009 – 2015, khi thực hiện phân loại theo quy mô tài sản và tỷ lệ SHNN, những doanh nghiệp có quy mô nhỏ, tỷ lệ SHNN trên 50% có tỷ trọng TSNH cao hơn mức trung bình ngành xi măng và các DNXM có quy mô trung bình, quy mô lớn, Nhà nước không sở hữu hoặc sở hữu nhỏ hơn 50%. Tỷ trọng TSCĐ của doanh nghiệp có quy mô nhỏ có xu hướng giảm và thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành xi măng, cũng như các doanh nghiệp có quy mô trung bình và lớn. Những DNXM có tỷ lệ SHNN trên 50%, tỷ trọng TSCĐ thấp hơn mức trung bình ngành và các loại hình doanh nghiệp khác trong giai đoạn 2011 – 2015.

3.2.2.4. Khả năng thanh toán

Để khái quát về khả năng thanh toán các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết khảo sát, đề tài sử dụng chỉ tiêu: khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh, hệ số khả năng thanh toán tức thời. Khả năng thanh toán các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết giai đoạn 2009 - 2015 được thể hiện qua hình 3.3

Qua hình 3.3, ta thấy khả năng thanh toán hiện thời; hệ số khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tức thời của DNXMNY qua các năm có xu hướng giảm xuống liên tục. Trong giai đoạn 2012 – 2015, khả năng thanh toán hiện thời của các doanh nghiệp nhỏ hơn 1. Chứng tỏ giá trị tổng tài sản ngắn hạn vẫn đủ đảm bảo thanh toán cho giá trị tổng nợ ngắn hạn. Khả năng thanh toán nhanh của các doanh nghiệp xi măng ở mức thấp, nhỏ hơn 1 nhưng vẫn lớn hơn 0,5. Khả năng thanh toán tức thời qua các năm nhỏ hơn 0,4. Do đặc thù của ngành xi măng, quy mô và tỷ trọng hàng tồn kho, các khoản phải thu trên tổng tài sản ngắn hạn có xu hướng tăng và ở mức rất cao, trên

80% trong giai đoạn 2009 – 2015. Đây là lý do khiến khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tức thời suy giảm và ở mức thấp.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

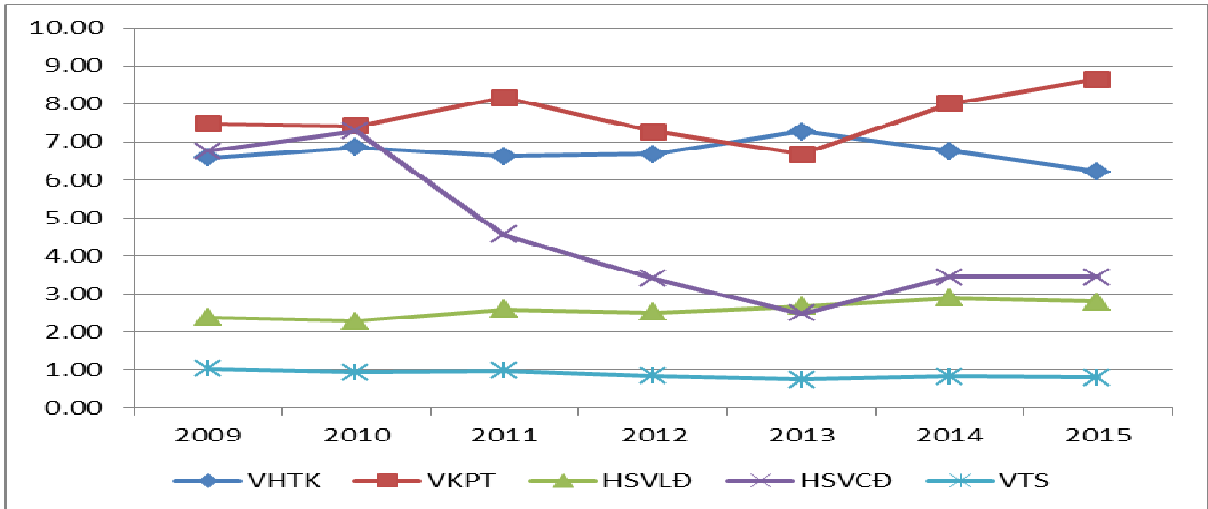
Hình 3.3: Khả năng thanh toán của các DNXMNY giai đoạn 2009 - 2015

Căn cứ theo quy mô tài sản (*phụ lục 3.1*), khả năng thanh toán của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, quy mô trung bình và quy mô lớn đều có xu hướng giảm xuống. Tuy nhiên, khả năng thanh toán hiện thời và khả năng thanh toán nhanh của các doanh nghiệp có quy mô trung bình và quy mô lớn đều nhỏ hơn 1. Đối với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, khả năng thanh toán hiện thời và khả năng thanh toán nhanh đều lớn 1 trong giai đoạn 2009 – 2015. Như vậy, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ có khả năng thanh toán tốt hơn các doanh nghiệp quy mô trung bình và quy mô lớn.

Căn cứ theo tỷ lệ SHNN (*phụ lục 3.1*), khả năng thanh toán của DNXM có xu hướng giảm xuống. Đối với DNXM có tỷ lệ SHNN trên 50% có khả năng thanh toán hiện thời lớn hơn 1. Cho thấy khả năng thanh toán hiện thời được đảm bảo. Khả năng thanh toán nhanh của các loại hình doanh nghiệp theo tỷ lệ SHNN đều nằm trong khoảng 0,5 – 1,0. Khả năng thanh toán tức thời theo tỷ lệ SHNN đều nhỏ hơn 0,4.

3.2.2.5. Hiệu suất hoạt động kinh doanh

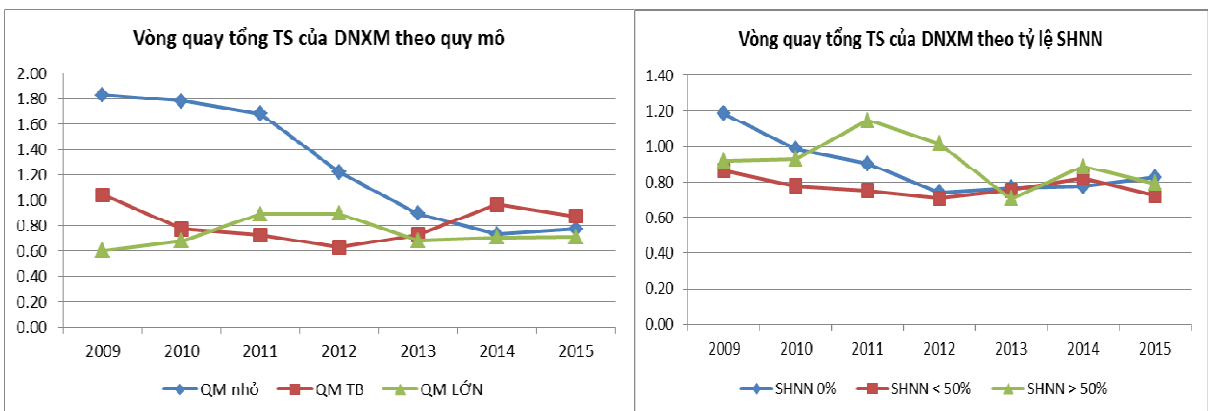
Để khái quát về hiệu suất hoạt động các DNXM khảo sát, đề tài sử dụng các chỉ tiêu: Vòng quay tổng tài sản, Vòng quay VLD và hiệu suất sử dụng vốn cố định. Hiệu suất hoạt động của các DNXMNY giai đoạn 2009 - 2015 được thể hiện qua hình 3.4:



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.4: Hiệu suất hoạt động của các DNXMNY giai đoạn 2009 - 2015

Qua hình 3.4 nhận thấy, vòng quay tổng tài sản bình quân có xu hướng giảm xuống. Vòng quay tổng tài sản bình quân trong giai đoạn 2009– 2015 là 0,87 (vòng). Cho thấy hiệu suất sử dụng vốn và tài sản của DNXM đã giảm đi. Căn cứ theo quy mô tài sản, những doanh nghiệp có quy mô nhỏ, vòng quay tổng tài sản giảm rất nhanh và mạnh trong giai đoạn 2009 – 2015. Vòng quay tổng tài sản doanh nghiệp có quy mô trung bình tăng dần trong giai đoạn 2012 – 2015. Căn cứ theo tỷ lệ SHNN, doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN trên 50%, chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản biến động lớn qua các năm. Doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN là 0% và nhỏ hơn 50%, vòng quay tổng tài sản suy giảm trong giai đoạn 2009 – 2012, nhưng có biểu hiện tăng trở lại trong giai đoạn 2012 – 2015, chứng tỏ hiệu quả sử dụng vốn và tài sản đang được cải thiện.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.5: Vòng quay tổng TS của DNXM theo quy mô TS và tỷ lệ SHNN

Hiệu suất sử dụng vốn lưu động được phản ánh thông qua chỉ tiêu vòng quay vốn lưu động. Chỉ tiêu này trong giai đoạn 2009 – 2015 có xu hướng tăng lên, vòng quay vốn lưu động bình quân trong giai đoạn này là 2,58 (vòng). Trong cấu trúc tài sản lưu động, khoản mục hàng tồn kho và các khoản phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng chủ yếu. Vòng quay hàng tồn kho có xu hướng giảm, bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 là 6,71(vòng), giảm liên tục trong giai đoạn 2013 – 2015. Điều đó phản ánh khó khăn trong công tác sản xuất và tiêu thụ sản phẩm. Vòng quay các khoản phải thu biến động liên tục theo chu kỳ 3 năm. Vòng quay khoản phải thu giảm xuống trong giai đoạn 2011 – 2013, tăng lên trong giai đoạn 2013 – 2015. Vòng quay các khoản phải thu trong giai đoạn 2009 – 2015 là 7,67 (vòng). Giai đoạn 2014 – 2015, chỉ số này lớn hơn mức trung bình ngành. Cho thấy thời gian thu hồi tiền đã được cải thiện.

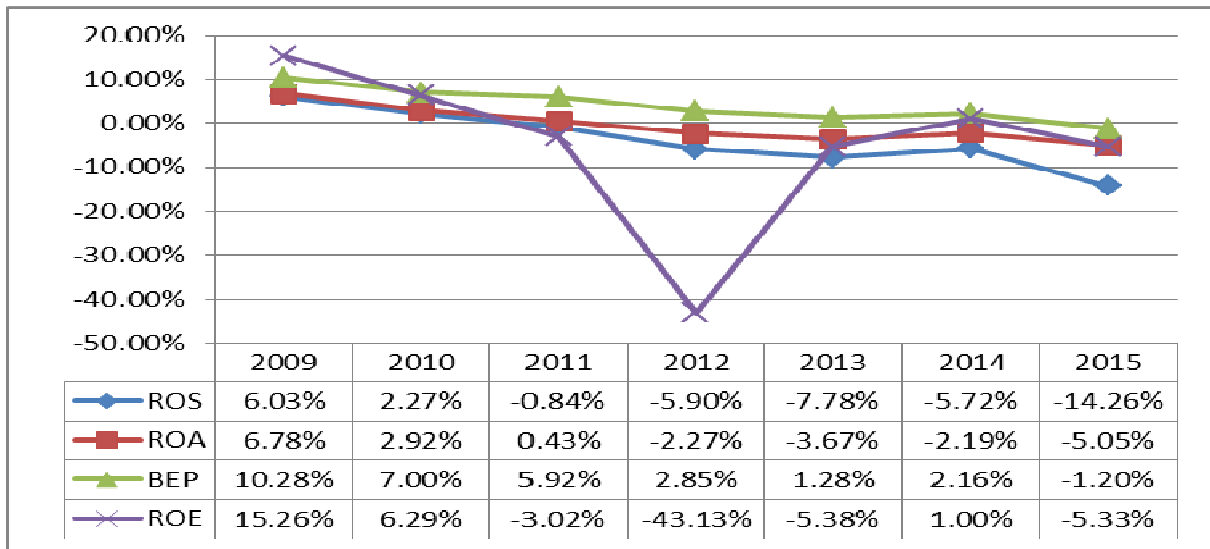
Hiệu suất sử dụng vốn cố định có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2009 – 2015, trung bình trong giai đoạn này là 4,48 lần. Tuy nhiên, hệ số bình quân của ngành này chịu tác động rất lớn của hệ số hiệu suất sử dụng vốn cố định của TSM và SDY, do hệ số này rất cao. Nếu loại bỏ TSM, SDY ra khỏi rổ hàng hóa thì hệ số sử dụng VCD có xu hướng giảm rõ nét, bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 chỉ đạt 3,52 lần. Trong năm 2015, căn cứ theo quy mô TS, doanh nghiệp có quy mô lớn có chỉ số này rất thấp, bình quân đạt 1,06 lần. Căn cứ theo tỷ lệ SHNN, doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN nhỏ hơn 50%, có chỉ số này thấp, bình quân đạt 1,27 lần, nhỏ hơn mức trung bình ngành trong năm.

3.2.2.6. Hiệu quả hoạt động

Hiệu quả hoạt động là thước đo đánh giá khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, là kết quả tổng hợp của các biện pháp, quyết định quản trị của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động được phản ánh thông qua các chỉ tiêu như Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (ROS), tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP), tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn kinh doanh (ROA) và tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE).

Qua hình 3.6, các chỉ số về khả năng sinh lời của các DNXM ở mức thấp và có xu hướng giảm xuống liên tục trong giai đoạn 2009 – 2015. Hiệu quả hoạt động của DNXM là rất thấp. Điều này có thể được lý giải bằng những khó khăn của thị trường bất động sản, tình trạng suy giảm kinh tế tại Việt Nam, cùng những yếu kém trong

công tác quản trị trong thời gian qua đã làm cho các DNXM, doanh nghiệp xây dựng và VLXD gặp rất nhiều khó khăn.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.6: Hiệu quả hoạt động của DNXM giai đoạn 2009 - 2015

Căn cứ theo quy mô tài sản (*phụ lục 3.2*): Trong giai đoạn 2009 -2015, BEP và ROE của những doanh nghiệp có quy mô nhỏ suy giảm nhanh và mạnh, đặc biệt đạt giá trị âm trong giai đoạn 2012 - 2015. Những của doanh nghiệp có quy mô lớn giảm nhẹ, có sự biến động ổn định, bình quân đạt lần lượt là 6,41% và 6,91%. BEP của doanh nghiệp có quy mô trung bình có sự suy giảm trong giai đoạn 2009 – 2012, tăng trở lại trong giai đoạn 2012 – 2014 và đạt mức âm 0,3% năm 2015. Căn cứ theo tỷ lệ SHNN, trong giai đoạn 2009 – 2015, BEP và ROE theo tỷ lệ SHNN của DNXM đều suy giảm và ở mức thấp. DNXM mà tỷ lệ SHNN là 0% và tỷ lệ SNHN trên 50% có ROE rất thấp, bình quân đạt âm 11,67% và âm 0,55%.

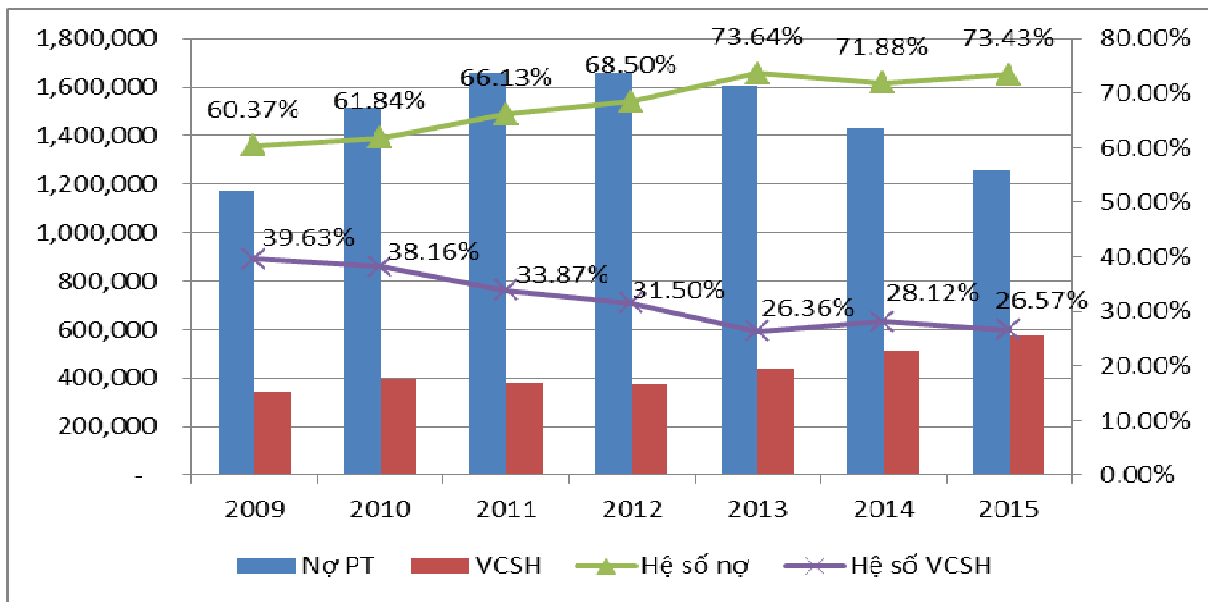
Tóm lại, qua phân tích các DNXM được khảo sát, có thể nhận thấy rằng: Trong giai đoạn 2009 – 2015, quy mô tổng tài sản bình quân tăng lên, nhưng tốc độ tăng trưởng quy mô tổng tài sản bình quân giảm dần qua các năm. Quy mô doanh thu và tốc độ tăng trưởng doanh thu đều tăng dần. Hệ số khả năng thanh toán có xu hướng giảm xuống liên tục và ở mức thấp. Hiệu suất hoạt động và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đều giảm mạnh xuống và ở mức rất thấp, không ổn định. Như vậy, có thể nhận thấy hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính của các DNXM gặp rất nhiều khó khăn. Đây chính là lý do khiến cho các DNXM khó có thể tài trợ cho nhu cầu vốn

bằng nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận để lại và tiết kiệm, tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài như vốn vay, vốn đầu tư của chủ sở hữu thông qua phát hành cổ phiếu mới.

3.2.2. Thực trạng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam

3.2.2.1. Căn cứ theo quan hệ sở hữu vốn

Dựa trên quan hệ sở hữu vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp bao gồm nợ phải trả và vốn chủ sở hữu. Các chỉ tiêu cơ bản phản ánh cấu trúc tài chính của DNXM gồm có hệ số nợ, hệ số vốn chủ sở hữu, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu. Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu được thể hiện qua hình 3.7



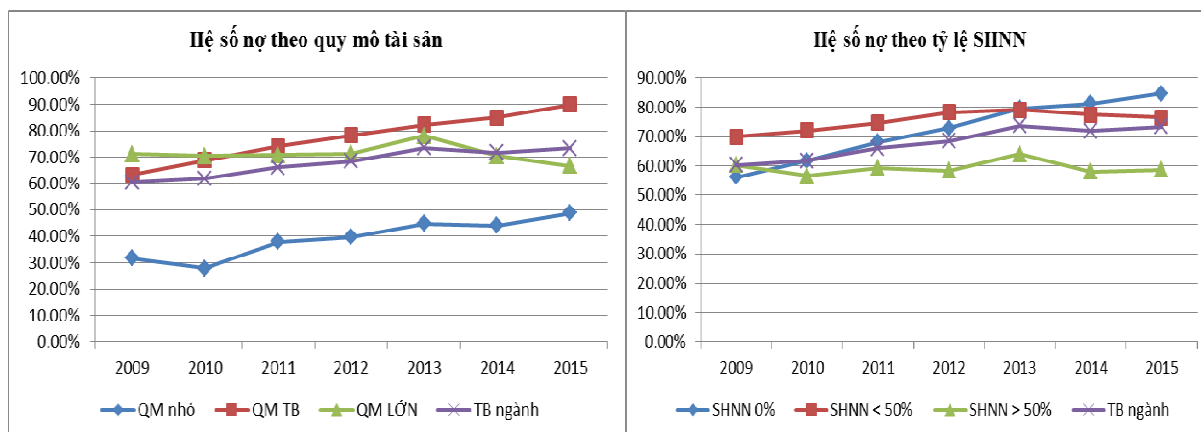
Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.7: Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu

Qua hình 3.7 nhận thấy, quy mô nợ phải trả có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2011 và có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2011 – 2015. Điều này giống với xu hướng biến động nợ phải trả của các doanh nghiệp ngành VLXD. Tốc độ tăng trưởng nợ phải trả của DNXM trong giai đoạn 2011 – 2015 giảm 3,36%, tốc độ giảm cao hơn mức giảm 0,55% của các doanh nghiệp ngành VLXD. Quy mô VCSH có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2015. Tốc độ tăng VCSH bình quân đạt 9,43%, cao hơn mức 9,05% của DN ngành VLXD.

Hệ số nợ phải trả có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2015, từ mức 60,37% năm 2009 tăng lên mức 73,43% năm 2015. Hệ số nợ phải trả bình quân trong giai đoạn này đạt 67,97% thấp hơn mức 71,82% của các DN ngành VLXD. Cấu trúc

tài chính của DNXM đang có sự biến động theo hướng tăng dần hệ số nợ và giảm dần hệ số vốn chủ sở hữu. Trong giai đoạn 2009 – 2015, cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu quanh mức 68% nợ phải trả và 32% vốn chủ sở hữu. Trong 3 năm gần đây, cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu ổn định quanh mức 73% nợ phải trả và 27% vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, cấu trúc tài chính có sự khác biệt theo quy mô tài sản, tỷ sở hữu nhà nước và theo địa điểm niêm yết.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.8: Hệ số nợ theo quy mô tài sản và tỷ lệ SHNN

Hệ số nợ theo quy mô tài sản: Trong giai đoạn 2009 – 2015, những doanh nghiệp có quy mô nhỏ và trung bình, hệ số nợ có xu hướng tăng nhanh, tốc độ tăng bình quân lần lượt là 11,15% và 1,49%. DN có quy mô trung bình đang duy trì hệ số nợ khá cao, trên 82% trong giai đoạn 2013 – 2015. DN có quy mô lớn duy trì hệ số nợ ổn định quanh mức 70%, gần sát với mức trung bình của ngành. Quan sát riêng đối với các DN có quy mô trung bình, có 3 doanh nghiệp (LCC, VCX, YBC) luôn duy trì hệ số nợ rất cao (bình quân trên 88%) trong giai đoạn 2009 – 2015, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành qua các năm. Những DN có quy mô lớn như BCC, BTS, QNC và HT1 duy trì hệ số nợ khá cao (trên 80%) trong giai đoạn 2009 – 2013 và đã có sự điều chỉnh giảm xuống gần với mức trung bình ngành trong năm 2014 – 2015. Những DN có quy mô nhỏ, duy trì hệ số nợ ổn định và thấp so với hệ số nợ trung bình ngành.

Hệ số nợ theo tỷ lệ SHNN: Trong giai đoạn 2009 – 2015, DN có tỷ lệ SHNN là 0% và nhỏ hơn 50%, hệ số nợ có xu hướng tăng lên. DN có tỷ lệ SHNN trên 50% có hệ số nợ duy trì ổn định quanh mức 60%, thấp hơn mức trung bình ngành (67,97%). Quan sát chi tiết đối với DN có tỷ lệ SHNN nhỏ hơn 50%, có 2 doanh nghiệp (QNC, YBC) luôn duy trì hệ số nợ ở mức cao (bình quân trên 88%), đều cao hơn mức trung

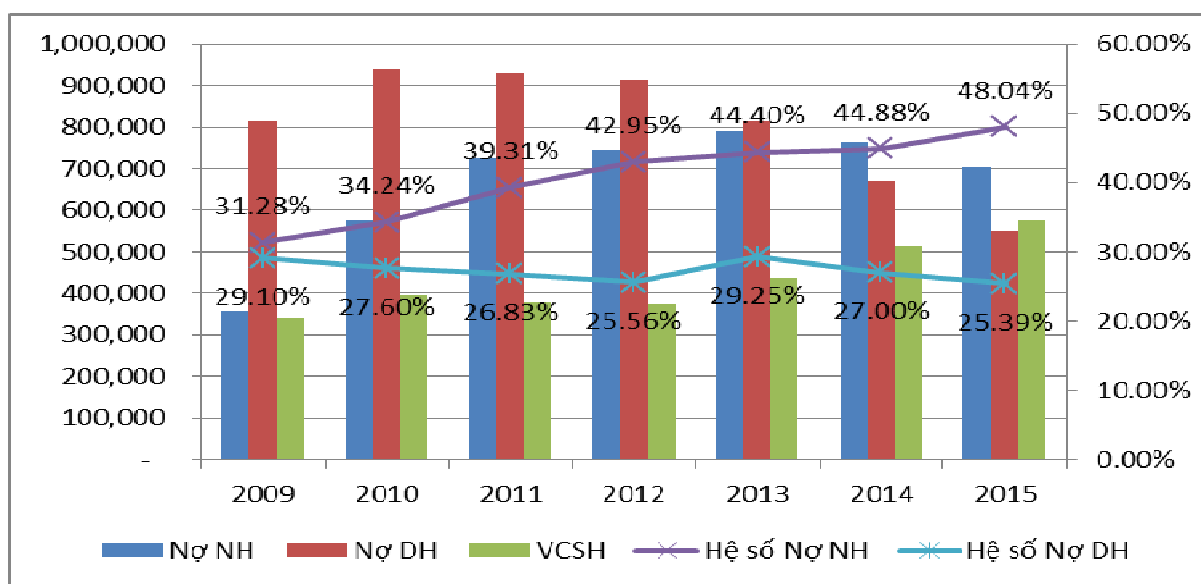
biên ngành qua các năm. Trong số DN mà tỷ lệ SHNN là 0%, có 3 doanh nghiệp (LCC, PTE, VCX) duy trì hệ số nợ rất cao. Đặc biệt là LCC, luôn duy trì hệ số nợ trên 100% trong giai đoạn 2012 – 2015, tức là vốn chủ sở hữu bị âm.

Ngoài ra, nếu căn cứ theo địa điểm niêm yết, các doanh nghiệp niêm yết trên sàn UPCOM, có hệ số nợ tăng nhanh liên tục trong giai đoạn này và hiện đang duy trì ở mức khá cao trên 80%. Đặc biệt là các doanh nghiệp như LCC, PTE, VCX và YBC. Luôn duy trì hệ số nợ trên 90% trong giai đoạn 2012 – 2015.

a. Cấu trúc nợ phải trả

Hệ số nợ phản ánh việc sử dụng nợ của doanh nghiệp trong tổ chức nguồn vốn. Để thấy rõ hơn cấu trúc tài chính của DNXM, tác giả thực hiện phân tích cấu trúc nợ của DNXM theo các góc độ khác nhau.

* *Căn cứ theo thời hạn sử dụng của nợ*, nợ phải trả bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Cấu trúc nợ theo thời hạn sử dụng thể hiện qua hình 3.9



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.9: Cấu trúc nợ theo thời gian sử dụng nợ

Qua bảng 3.9 cho thấy, quy mô các khoản nợ NH có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2013 và giảm dần trong giai đoạn 2013 – 2015. Quy mô khoản nợ dài hạn có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2009 – 2015. Trong giai đoạn 2014 – 2015, quy mô nợ NH đã lớn hơn quy mô nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu. Xét về kết cấu nợ NH trên tổng nguồn vốn, hệ số nợ NH có xu hướng tăng liên tục trong giai đoạn 2009 – 2015, từ mức 31,28% năm 2009 lên mức 48,04% năm 2015, bình quân đạt 40,73%. Quan sát chi

tiết trong năm 2015, có đến 8/16 DN (bao gồm BCC, CCM, HOM, SDY, TBX, LCC, PTE, YBC) có hệ số nợ NH lớn hơn mức trung bình ngành (48,04%) năm 2015. Trong đó có đến 5/8 DN có chỉ tiêu này vượt trên 13%. Để hiểu rõ hơn, cùng quan sát phụ lục 4, hệ số nợ NH theo quy mô tài sản, tỷ lệ SHNN và địa điểm niêm yết.

Căn cứ theo quy mô tài sản (*phụ lục 3.3*): Trong giai đoạn 2009 – 2015, Hệ số nợ NH của DN có quy mô nhỏ và lớn có xu hướng tăng và thấp hơn mức trung bình ngành. Với DN có quy mô trung bình, hệ số nợ NH có xu hướng tăng và duy trì ở mức luôn cao hơn mức trung bình ngành. Quan sát chi tiết năm 2015, có đến 5/7 DN quy mô trung bình có hệ số nợ NH lớn hơn mức trung bình ngành. Nổi bật như SDY, LCC, YBC có chỉ tiêu này vượt trên 16% so với mức trung bình ngành.

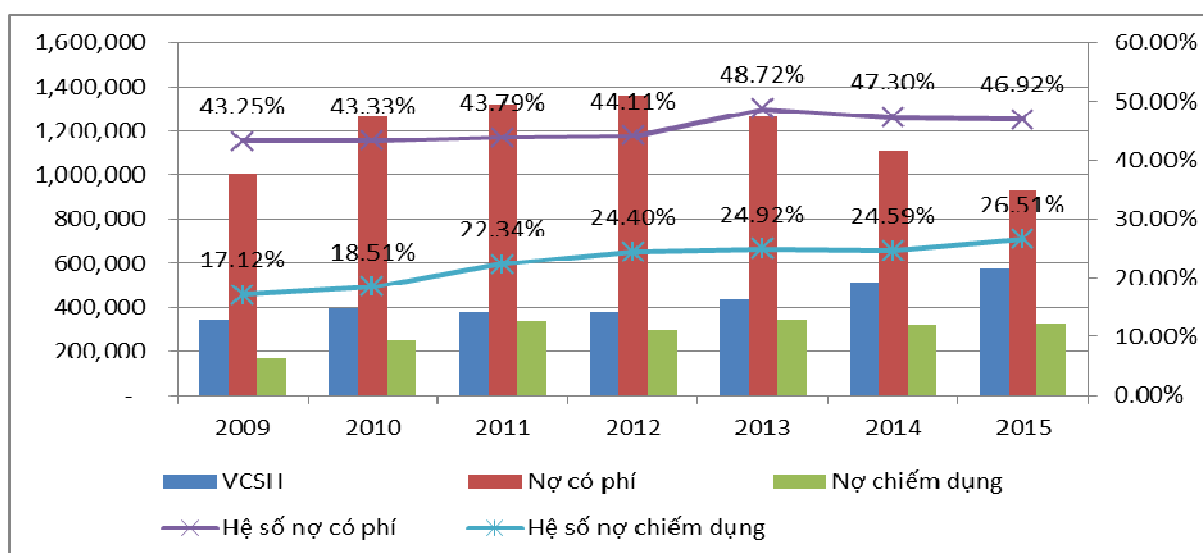
Căn cứ theo tỷ lệ SHNN (*Phụ lục 3.3*), Trong giai đoạn 2011 – 2015, hệ số nợ NH theo mức tỷ lệ SHNN có xu hướng biến động gần với mức trung bình ngành. Những DN có tỷ lệ SHNN trên 50% duy trì chỉ tiêu này thấp hơn mức trung bình ngành. DN mà Nhà nước không sở hữu có chỉ tiêu này cao hơn mức trung bình ngành. Năm 2015, có 3/6 DN có tỷ lệ SHNN trên 50% duy trì hệ số nợ NH cao hơn mức TB ngành, đặc biệt là SDY có hệ số nợ NH cao hơn mức TB ngành tới 31,11%.

Căn cứ theo địa điểm niêm yết, Trong giai đoạn 2011 – 2015, các DN niêm yết trên HNX và UPCOM duy trì hệ số nợ NH sát với sự biến động của hệ số nợ NH trung bình ngành. Tuy nhiên, DN niêm yết trên HOSE, hệ số nợ NH có diễn biến ngược lại theo chiều hướng giảm xuống và luôn thấp hơn hệ số nợ NH của ngành.

Đối với các khoản nợ DH, quy mô nợ DH có xu hướng giảm đi trong giai đoạn 2010 – 2015 với tốc độ giảm bình quân là 9,85%. Hệ số nợ DH có xu hướng giảm xuống, bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 là 27,25%, thấp hơn so với mức 33,25% của các DNVLXD. Trong giai đoạn 2009 – 2015, căn cứ theo quy mô tài sản, những DN có quy mô nhỏ có hệ số nợ DH rất thấp, bình quân đạt 2,2%. DN có quy mô trung bình và lớn có hệ số nợ DH cao hơn mức trung bình ngành qua các năm. Những DN mà Nhà nước sở hữu trên 50% và DN niêm yết trên HNX có hệ số nợ DH giảm dần và thấp hơn mức trung bình ngành. Nghiên cứu chi tiết nhận thấy, có 4/16 DN (gồm CCM, SDY, SCC, TSM) có hệ số nợ DH rất thấp, thậm chí bằng 0. Cho thấy nguồn vốn vay là nợ ngắn hạn, áp lực thanh toán sẽ cao. Có 3/16 DN như QNC, LCC, VCX duy trì hệ số nợ DH ở mức khá cao. Đặc biệt là LCC với hệ số nợ DN năm 2015 đạt 106,61%.

Như vậy, qua phân tích cấu trúc nợ theo thời hạn sử dụng của DNXM trong giai đoạn 2009 - 2015, nhận thấy hệ số nợ có xu hướng gia tăng liên tục và hiện duy trì ở mức cao (trên 70%). Trong cấu trúc nợ, chủ yếu là khoản nợ NH và hệ số nợ NH có xu hướng tăng liên tục. Hệ số nợ dài hạn có sự biến động thấp và có xu hướng giảm xuống. Năm 2015, cấu trúc nợ là 48% nợ NH và 25% nợ dài hạn. Những DN có quy mô nhỏ và lớn, DN mà SHNN trên 50% và DN niêm yết trên HOSE duy trì hệ số nợ NH thấp hơn so với mức trung bình ngành. Việc sử dụng nhiều nợ NH với quy mô và tỷ trọng lớn phản ánh: (1) Gây áp lực lên khả năng thanh toán của doanh nghiệp, gia tăng rủi ro cho các doanh nghiệp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho tài sản dài hạn. (2) Huy động nợ vay cao để tài trợ cho nhu cầu vốn phản ánh DNXM phụ thuộc rất nhiều vào động thái của chính sách tín dụng. (3) Chi phí sử dụng vốn tăng cao, do nguồn vốn ngắn hạn có chi phí huy động cao, sự thay đổi lãi suất sẽ ảnh hưởng trực tiếp, tức thời đến kết quả kinh doanh. (4) Nó phản ánh năng lực tài chính còn nhiều yếu kém, DNXM chưa thực sự quan tâm đến chính sách tài trợ, đặc biệt là những nguồn vốn có tính chất dài hạn, ổn định.

* *Căn cứ theo tính chất phải trả chi phí khi sử dụng nợ*, nợ phải trả được chia thành khoản nợ không phải trả chi phí (các khoản chiếm dụng vốn) và các khoản nợ có phải trả chi phí (gồm khoản vay nợ như vay NH, vay DH).



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.10: Cấu trúc nợ theo tính chất phải trả chi phí

Nợ có phí bao gồm vay và nợ NH, vay và nợ DH, có quy mô tăng dần trong giai đoạn 2009 – 2012, và giảm dần trong giai đoạn 2012 – 2015. Tức mức 1.006.911

triệu đồng năm 2009 xuống còn 929.480 triệu đồng năm 2015. Tốc độ giảm bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 đạt 0,42%. Tốc độ giảm bình quân trong giai đoạn 2012 – 2015 là 11,83%. Nợ có phí chiếm tỷ trọng ổn định là 43% trong tổng nguồn vốn giai đoạn 2009 – 2012 và tăng lên mức 47% trong giai đoạn 2013 – 2015. Bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015, nợ có phí chiếm tỷ trọng 45% trong tổng nguồn vốn. Trong các khoản nợ có phí, chủ yếu vẫn là khoản vay NH, tỷ trọng vay nợ NH trên tổng nợ có phí có xu hướng tăng và đạt bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 là 47,41%. Các khoản vay dài hạn có xu hướng giảm xuống, bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 đạt 41,87% trên tổng nợ có phí. Năm 2015, tỷ trọng vay NH trên tổng nợ có phí là 56,03%.

Quy mô nợ chiếm dụng có xu hướng tăng lên. Tốc độ tăng nợ chiếm dụng trong giai đoạn 2009 – 2015 là 14,33%. Hệ số nợ chiếm dụng có xu hướng tăng trong giai đoạn 2009 – 2015, bình quân đạt là 22,63%. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2012 – 2015, hệ số nợ chiếm dụng ổn định 25%. Đây là một nguồn tài trợ rất quan trọng đối với DNXM. Để hiểu rõ hơn cần phân tích, hệ số nợ có phí và hệ số nợ chiếm dụng theo quy mô tài sản, tỷ lệ SHNN và địa điểm niêm yết (*phụ lục 3.4*)

Căn cứ theo quy mô tài sản: DN có quy mô trung bình và lớn duy trì hệ số nợ có phí cao hơn mức trung bình ngành, bình quân đạt lần lượt là 51,54% và 53,94% trong giai đoạn 2009 – 2015. DN có quy mô nhỏ có hệ số nợ có phí ở mức thấp hơn rất nhiều mức trung bình ngành và có xu hướng tung lên, bình quân đạt 13,7% trong giai đoạn 2009 – 2015. Đối với các khoản chiếm dụng, những doanh nghiệp có quy mô nhỏ và trung bình có hệ số nợ chiếm dụng cao hơn mức trung bình ngành và có xu hướng tăng lên, bình quân đạt lần lượt là 25,54% và 25,89% trong giai đoạn 2009 – 2015. DN có quy mô lớn, hệ số nợ chiếm dụng xu hướng tăng nhẹ và thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình ngành, bình quân đạt 17,37%.

Căn cứ theo tỷ lệ SHNN: Những DN mà Nhà nước không sở hữu, hệ số nợ có phí và hệ số nợ chiếm dụng có xu hướng tăng và cao hơn mức trung bình ngành, đạt bình quân lần lượt là 49,14% và 22,94% trong giai đoạn 2009 – 2015. Hệ số nợ có phí và hệ số nợ chiếm dụng của DN có tỷ lệ SHNN nhỏ hơn 50% duy trì ở mức cao hơn mức trung bình ngành và có diễn biến sát với sự biến động của trung bình ngành. DN

có tỷ lệ SHNN trên 50% luôn duy trì hệ số nợ có phí và hệ số nợ chiếm dụng ổn định và thấp hơn mức trung bình ngành, bình quân đạt lần lượt 37,73% và 21,71%.

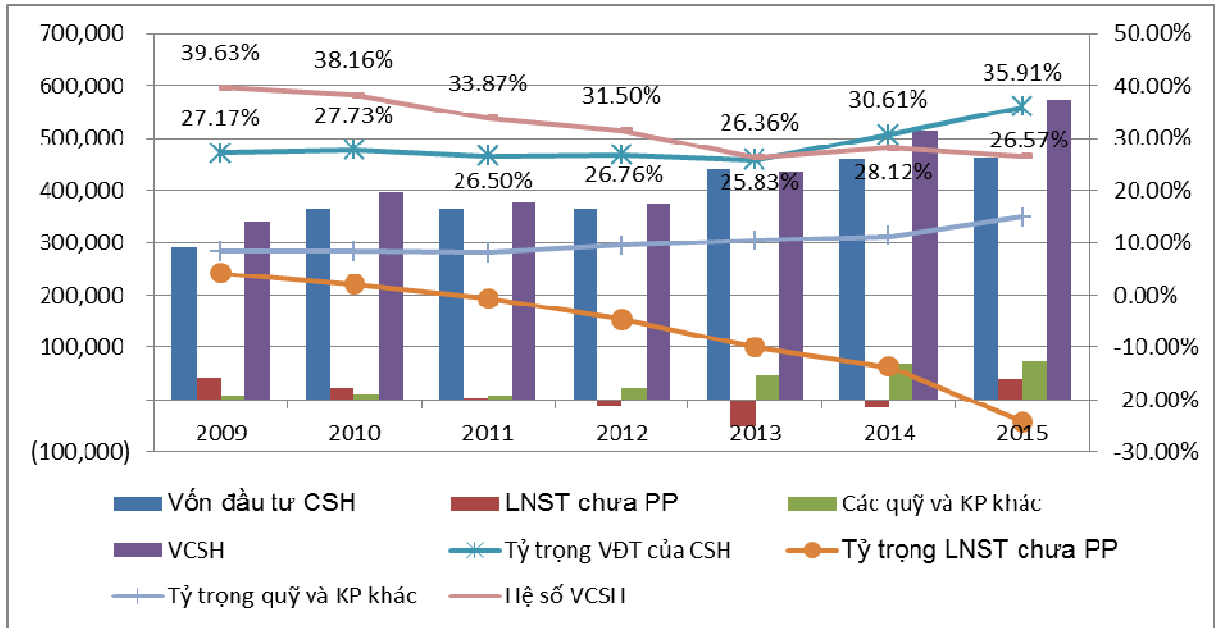
Căn cứ theo địa điểm niêm yết: DN niêm yết trên UPCOM có hệ số nợ chiếm dụng có xu hướng tăng và cao hơn mức trung bình ngành, bình quân đạt 25,77% trong giai đoạn 2009 – 2015. Năm 2015 đạt 36,38%, cho thấy mức độ phụ thuộc cao của DN này vào nguồn vốn chiếm dụng. DN niêm yết trên HNX và HOSE, có hệ số nợ chiếm dụng thấp hơn mức trung bình ngành.

Như vậy, qua phân tích cấu trúc nợ theo tính chất phải trả chi phí khi sử dụng nợ vay, cho thấy rằng các khoản nợ phải trả chi phí chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn vốn, bình quân là 45%, có xu hướng tăng nhẹ và ổn định trong giai đoạn 2009 – 2015. Các khoản nợ chiếm dụng cũng đáp ứng bình quân 23% tổng nguồn vốn cho doanh nghiệp. DN có quy mô lớn có khả năng và duy trì mức vay nợ cao và ít chiếm dụng hơn. Cho thấy quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng đến khả năng vay nợ của doanh nghiệp. Những DN quy mô nhỏ thường khó tiếp cận hơn với nguồn vốn tín dụng của ngân hàng vì vậy chủ yếu sử dụng các khoản vốn của nhà cung cấp tài trợ cho nhu cầu vốn kinh doanh. DN có quy mô nhỏ và trung bình có mức độ chiếm dụng vốn cao hơn DN có quy mô lớn. DN mà Nhà nước không kiểm soát có mức độ vay nợ và chiếm dụng vốn cao hơn mức trung bình ngành. DN mà Nhà nước có tỷ lệ SHNN trên 50% luôn duy trì tỷ trọng vay nợ và chiếm dụng ổn định và thấp hơn mức trung bình ngành.

Tóm lại, trong cấu trúc nợ của DNXM, chủ yếu là các khoản nợ NH, đang có xu hướng tăng lên. Các khoản nợ có phí duy trì ổn định ở mức cao, trong đó các khoản vay nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn. Yếu tố quy mô và tỷ lệ SHNN có ảnh hưởng đến cấu trúc nợ của doanh nghiệp. Phương thức huy động nợ của các DNXM chưa đa dạng, chủ yếu huy động nợ từ vay vốn của ngân hàng và các tổ chức tín dụng. Các phương thức huy động vốn khác như phát hành trái phiếu và cho thuê tài chính còn hạn chế.

b. Cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu

Trong cấu trúc tài chính, hệ số VCSH của DNXM có xu hướng giảm đi, bình quân đạt 32,03% trong giai đoạn 2009 – 2015. Năm 2015, hệ số VCSH đạt thấp và ở mức 26,57%. Nguồn vốn chủ sở hữu được hình thành từ ba nguồn cơ bản là số tiền vốn góp của các nhà đầu tư, lợi nhuận chưa phân phối và nguồn kinh phí và quỹ khác.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.11: Cấu trúc nguồn vốn chủ sở hữu

Quy mô VCSH của DNXM có xu hướng tăng lên, đặc biệt trong giai đoạn 2012 – 2015, tốc độ tăng bình quân đạt 15,18%. Tuy nhiên, sự biến động quy mô VCSH có sự khác biệt giữa các nhóm DN khác nhau được phân loại theo quy mô, tỷ lệ SHNN và địa điểm niêm yết. Những DN có quy mô lớn, tỷ lệ SHNN trên 50% và niêm yết trên HOSE có quy mô VCSH cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành, cũng như các nhóm loại DN khác. Đặc biệt đều có sự gia tăng mạnh về quy mô VCSH trong giai đoạn 2011 -2015, với tốc độ tăng bình quân lần lượt là 14,51%, 17,39% và 26,90%.

Trong cấu trúc tài chính, hệ số VCSH có xu hướng giảm dần, từ mức 39,63% năm 2009 xuống còn 26,57% năm 2015. Căn cứ theo quy mô tài sản, trong giai đoạn 2009 – 2015, DN có quy mô TB và nhỏ, hệ số VCSH giảm nhanh và liên tục. Mặc dù hệ số VCSH giảm xuống, nhưng DN có quy mô nhỏ vẫn duy trì hệ số VCSH ở mức khá cao, bình quân đạt 60,67%, cao hơn mức trung bình ngành. DN có quy mô lớn, hệ số VCSH biến động tăng nhẹ, duy trì ổn định ở mức 28,69%. Căn cứ theo tỷ lệ SHNN và địa điểm niêm yết, DN có tỷ lệ SHNN là 0% và DN niêm yết trên UPCOM, có hệ số VCSH giảm liên tục. DN có tỷ lệ SHNN trên 50%, duy trì hệ số VCSH ổn định và ở mức cao, bình quân đạt 40,56%, cao hơn mức trung bình ngành trong giai đoạn 2009 – 2015.

*** Vốn đầu tư của chủ sở hữu**

Quy mô VĐT của CSH của DNXM có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2009 - 2015, từ mức 291.649 triệu đồng năm 2009 lên đến 461.798 triệu đồng năm 2015. Tốc độ tăng bình quân trong giai đoạn này đạt 8,43%.

Bảng 3.1: Tình hình tăng, giảm vốn đầu tư của CSH của DNXM

ĐVT: Triệu đồng

DN	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BCC	-	-	-	-	-	-	-
BTS	-	181.760	-	-	-	-	-
CCM	12.500	-	6.000	-	-	-	-
HOM	-	-	-	-	-	-	-
QNC	8.695	37.212	13.604	-	-	-	-
SCJ	22.017	27.963	-	-	-	97.580	-
SDY	-	30.000	-	-	-	-	-
TBX	-	4.989	-	-	-	-	-
HT1	230.000	880.000	-	-	1.200.000	-	-
HVX	-	-	-	-	-	214.600	-
LCC	6.500	5.390	4.000	-	-	-	-
PTE	-	-	-	-	-	-	-
SCC	-	-	-	-	-	-	-
TSM	974	-	-	-	-	-	-
VCX	-	-	-	-	-	9.300	-
YBC	11.890	-	-	-	-	-	10.000
Tổng	292.576	1.167.314	23.604	-	1.200.000	321.480	10.000

Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Bảng 3.1 cho thấy, Trong giai đoạn 2009 – 2015, có 12/16 DN thực hiện tăng vốn điều lệ, 4/16 DN không thực hiện tăng vốn điều lệ. Trong giai đoạn 2009 – 2010, các DNXM thực hiện tăng vốn điều lệ mạnh mẽ. Năm 2009 có 7/16 DN, năm 2010 có 6/16 DN thực hiện tăng vốn đầu tư của CSH. Các phương thức thực hiện tăng vốn điều lệ thông qua phát hành chứng khoán mới (phát hành thêm cổ phiếu mới, chia cổ tức bằng cổ phiếu, chuyển đổi khoản vay thành vốn góp) và thực hiện sáp nhập. Tổng giá trị vốn điều lệ thu được cao nhất trong năm 2010 và 2013. HT1, QNC và LCC là những doanh nghiệp tích cực thực hiện phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ.

Năm 2010, công ty HT1 phát hành 88 triệu cổ phiếu với giá trị là 880 tỷ đồng để đổi lấy 88 triệu cổ phiếu có giá trị tương đương của cổ đông hiện hữu của Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 2. Việc phát hành này nhằm thực hiện sáp nhập Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 2 vào Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 1. Năm 2013, HT1 thực hiện phát hành thêm 120 triệu CP cho Tổng công ty Công nghiệp xi măng Việt Nam (VICEM) dưới hình thức chuyển đổi khoản vay mà công ty đang nợ VICEM.

Căn cứ theo quy mô tài sản, tỷ lệ sở hữu và địa điểm niêm yết (*phụ lục 3.5*), những DN có quy mô lớn, tỷ lệ SHNN trên 50% và niêm yết trên HOSE có quy mô VĐT của CSH cao hơn nhóm DN còn lại và mức trung bình ngành. Các DN này đều có sự gia tăng mạnh mẽ VĐT của CSH trong giai đoạn 2013 – 2015. Các DN có quy mô nhỏ và trung bình, DN có tỷ lệ SHNN là 0% và nhỏ hơn 50%, các DN niêm yết trên HNX và UPCOM có quy mô VĐT của CSH gần như không thay đổi trong giai đoạn 2009 – 2015 và đều thấp hơn mức trung bình ngành. Cho thấy, nhóm DN này khá khó khăn trong việc phát hành cổ phiếu nhằm tăng cường nguồn vốn CSH.

Xét về cơ cấu, hệ số VĐT của CSH tương đối ổn định, bình quân đạt 26,80% trong giai đoạn 2009 – 2013 và có xu hướng tăng lên giai đoạn 2013 – 2015, bình quân trong giai đoạn này đạt 30,79%. Nếu xét theo quy mô tài sản, tỷ lệ sở hữu và địa điểm niêm yết, DN có quy mô nhỏ, tỷ lệ SHNN trên 50% và DN niêm yết trên UPCOM có hệ số VĐT của CSH có xu hướng tăng dần và cao hơn mức trung bình ngành. Cho thấy, nguồn vốn đầu tư của CSH là nguồn vốn quan trọng của loại hình doanh nghiệp này, đang tích cực sử dụng các biện pháp để khai thác. Những DN có quy mô trung bình và lớn, DN có tỷ lệ SHNN ở mức 0% và nhỏ hơn 50%, DN niêm yết trên HNX duy trì tỷ trọng nguồn vốn này trên tổng nguồn vốn ở mức ổn định, biến động thấp, thấp hơn mức trung bình ngành trong giai đoạn 2009 – 2015.

*** Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối:** Trong giai đoạn 2009 – 2015, tỷ trọng khoản mục lợi nhuận sau thuế chưa phân phối trên tổng nguồn vốn giảm xuống liên tục. Năm 2015, doanh nghiệp có quy mô lớn có hệ số này đạt 3,28%. Các doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE, trừ SDY đều có hệ số này dương, bình quân đạt 3,62%. Các DN niêm yết trên UPCOM đều có hệ số này âm. Cho thấy khả năng tự tài trợ là thấp.

*** Nguồn kinh phí và các quỹ thuộc vốn chủ sở hữu**

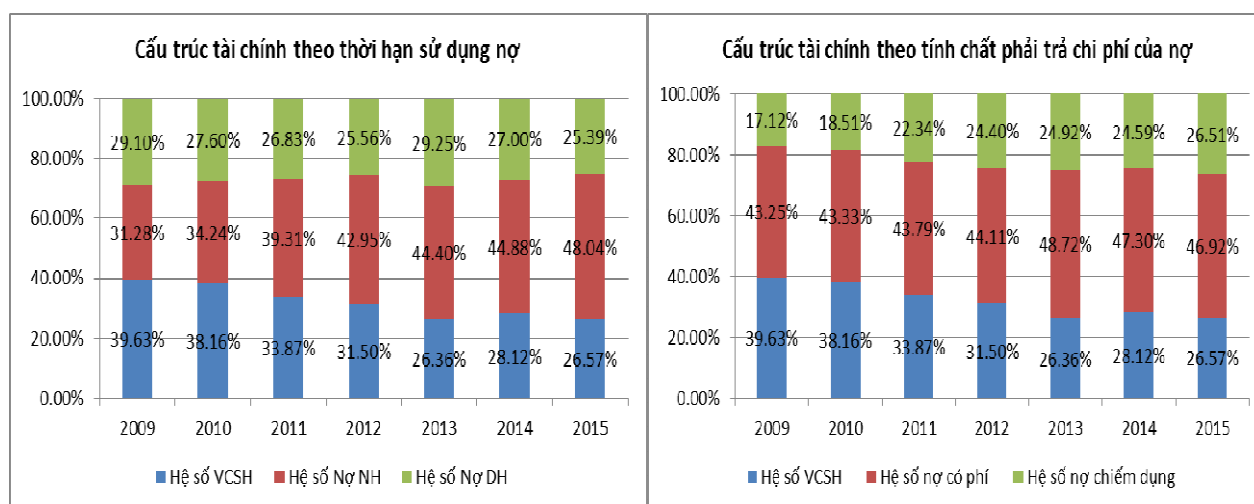
Nguồn kinh phí và các quỹ thuộc vốn chủ sở hữu bao gồm quỹ đầu tư phát triển, quỹ dự phòng tài chính và nguồn kinh phí, các quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu.

Về quy mô, nguồn kinh phí và các quỹ cũng tăng liên tục, từ mức 9.124 triệu đồng năm 2009 tăng liên tục lên mức 73.541 triệu đồng năm 2015, Tốc độ tăng trưởng bình quân là 51,3%. Trong giai đoạn 2012 – 2015, quy mô KP và các quỹ của các DN có quy mô lớn, tỷ lệ SHNN trên 50% và DN niêm yết trên HNX và HOSE duy trì ở

mức cao và trên mức trung bình ngành. Nhóm DN còn lại duy trì quy mô khoản mục vốn này nhỏ và thấp hơn mức trung bình ngành.

Nếu xét về cơ cấu, hệ số nguồn kinh phí và các quỹ trên tổng nguồn vốn có xu hướng tăng lên, bình quân đạt 10,1% trong giai đoạn 2009 – 2015. Những DN có quy mô nhỏ, có tỷ lệ SHNN trên 50% và DN niêm yết trên UPCOM có hệ số nguồn kinh phí và các quỹ ở mức cao hơn mức trung bình ngành. Đây là bộ phận cơ bản hình thành nên nguồn vốn CSH của các loại hình DN này, thực hiện đầu tư mở rộng sản xuất, phát triển kinh doanh, đổi mới thay thế máy móc thiết bị, công nghệ, tham gia góp vốn liên doanh ... nhằm hy vọng sẽ tạo ra sự gia tăng về thu nhập cho chủ sở hữu trong tương lai. Nguồn kinh phí và các quỹ thuộc vốn chủ sở hữu được tạo lập chủ yếu từ quỹ đầu tư phát triển và quỹ dự phòng tài chính. Đây là nguồn vốn rất quan trọng, an toàn thúc đẩy quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, tái cấu trúc tài chính của DN.

Tóm lại, các DNXM sử dụng nguồn tài trợ từ nợ vay là chủ yếu trong cấu trúc tài chính. Hệ số nợ bình quân có xu hướng tăng lên liên tục, nợ phải trả chiếm trung bình là 68%, trong đó chủ yếu là các khoản nợ NH chiếm trung bình là 41%, nợ dài hạn chiếm trung bình là 27%. Nếu căn cứ theo tính chất phải trả chi phí khi sử dụng nợ, nợ phải trả bao gồm khoản nợ phải trả chi phí chiếm bình quân 45%, các khoản nợ chiếm dụng bình quân 23%. Sự thay đổi hệ số nợ của DNXM chủ yếu do sự biến động hệ số nợ có xu hướng tăng nhanh và mạnh của các DNXM có quy mô trung bình và lớn, những DN có tỷ lệ SHNN là 0% và nhỏ hơn 50%. Hệ số VCSH có xu hướng giảm, bình quân đạt 32% trong giai đoạn 2009 - 2015. Có thể thấy cấu trúc tài chính của DNXM qua hình 3.12

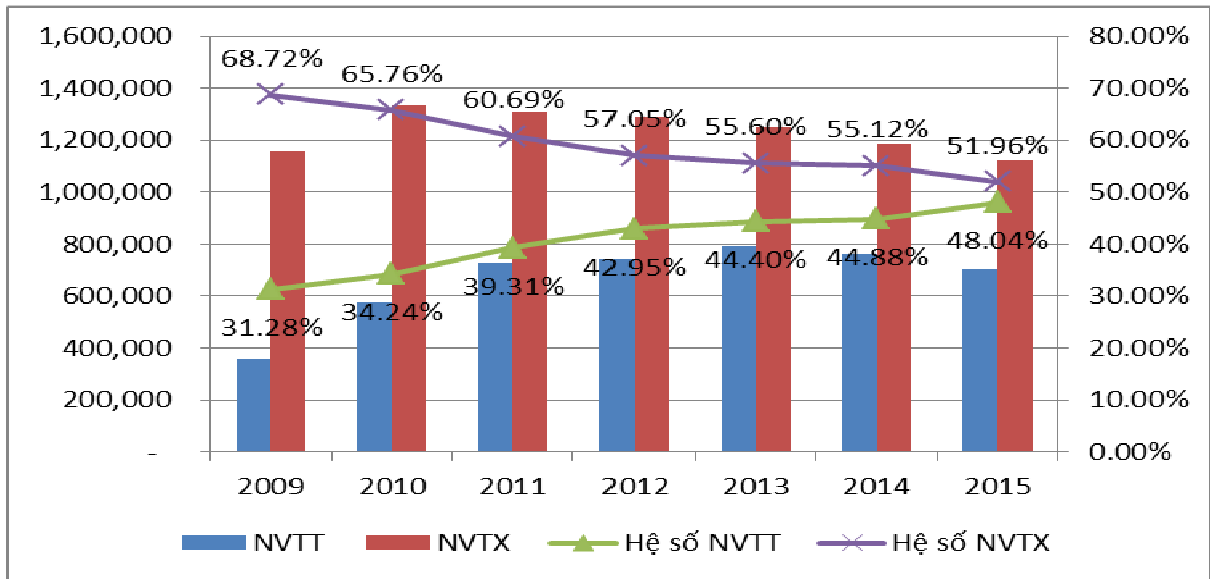


Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.12: Cấu trúc tài chính của các DNXMNY

3.2.2.2. Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn

Dựa trên tiêu thức này cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được chia thành nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn thường xuyên. Các chỉ tiêu cơ bản phản ánh cấu trúc tài chính của DNXM gồm có hệ số nguồn vốn tạm thời, hệ số nguồn vốn thường xuyên. Cấu trúc tài chính theo thời gian huy động và sử dụng vốn được thể hiện qua hình 3.13



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.13: Cấu trúc nguồn vốn theo thời gian huy động và sử dụng

Nguồn vốn TX là nguồn vốn có tính chất ổn định, lâu dài mà doanh nghiệp có thể sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Trong giai đoạn 2010 – 2015, quy mô nguồn vốn TX có xu hướng giảm đi, với tốc độ giảm bình quân trong giai đoạn này là 3,39%, cao hơn mức giảm bình quân của DN VLXD cùng giai đoạn này (0,89%). Quan sát chi tiết hơn, DN có quy mô lớn và có tỷ lệ SHNN trên 50% có quy mô nguồn vốn TX suy giảm rõ ràng, và cao hơn mức trung bình ngành. Nhóm DN khác như DN có quy mô nhỏ và trung bình, nhóm DN có tỷ lệ SHNN là 0% và dưới 50% duy trì quy mô nguồn vốn TX ổn định, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành.

Hệ số nguồn vốn TX có xu hướng giảm liên tục trong giai đoạn 2009 – 2015 từ mức 68,72% năm 2009 xuống còn 51,96% năm 2015. Bình quân trong giai đoạn này đạt 59,27%. Điều này cho thấy việc đầu tư, mua sắm hình thành tài sản cố định và tài trợ cho một bộ phận tài sản lưu động thường xuyên đã giảm sút đáng kể, qua đó sẽ tác động làm giảm sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp. Căn cứ theo quy mô tài sản và

tỷ lệ SHNN, những nhóm loại DN đều có hệ số nguồn vốn TX giảm dần trong giai đoạn 2009 – 2015 và gần sát với diễn biến của mức trung bình ngành. Ngoài ra, nếu căn cứ theo địa điểm niêm yết, DN niêm yết trên HOSE duy trì hệ số nguồn vốn TX ổn định trong giai đoạn 2009 – 2012, và tăng lên trong giai đoạn 2012 – 2015, ngược với diễn biến suy giảm chỉ tiêu này của nhóm DN niêm yết trên HNX và UPCOM.

Đối với nguồn vốn tạm thời, quy mô nguồn vốn tạm thời có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2013 và giảm đi trong giai đoạn 2013 – 2015. Bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 đạt 665.575 triệu đồng. Hệ số nguồn vốn tạm thời có xu hướng tăng lên liên tục trong giai đoạn 2009 – 2015, bình quân trong giai đoạn này 40,73%. Điều này cho thấy các DNXM, bình quân 40,73% nguồn vốn được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn. Cho thấy dấu hiệu suy giảm khả năng thanh toán và sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp. Căn cứ theo quy mô tài sản và tỷ lệ SHNN, các loại hình DN có sự biến động chỉ tiêu hệ số nguồn vốn tạm thời tăng lên. Các DN có quy mô trung bình và DN có tỷ lệ SHNN là 0% duy trì chỉ tiêu này cao hơn mức trung bình ngành. Nếu xét theo địa điểm niêm yết, DN niêm yết trên HOSE có chỉ tiêu này giảm dần trong giai đoạn 2012 – 2015.

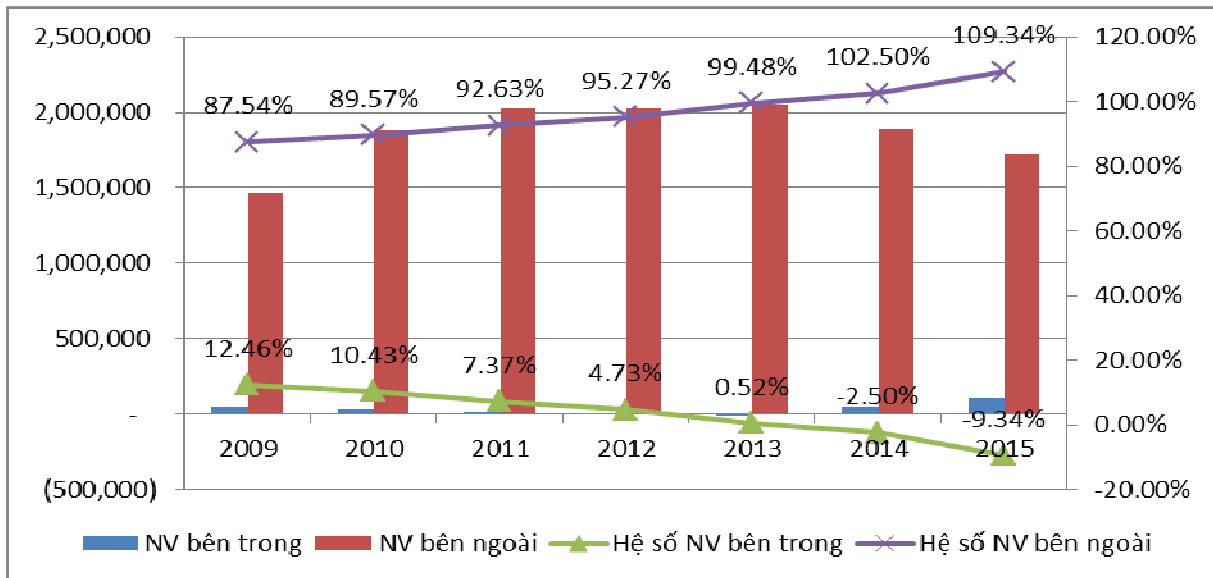
Như vậy, việc phân tích cấu trúc tài chính theo thời gian huy động và sử dụng vốn nhằm xem xét sự phù hợp về mặt thời hạn của nguồn tài trợ và thời gian sử dụng tài sản. Các doanh nghiệp ngành xi măng đã thực hiện chiến lược tài trợ theo hướng sử dụng nhiều nguồn vốn tạm thời hơn để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro về khả năng thanh toán và sự cân bằng tài chính.

3.2.2.3. Căn cứ theo phạm vi huy động vốn

Căn cứ theo phạm vi huy động vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp bao gồm nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài. Các chỉ tiêu cơ bản phản ánh cấu trúc tài chính gồm có hệ số nguồn vốn bên trong, hệ số nguồn vốn bên ngoài. Cấu trúc tài chính theo phạm vi huy động vốn được thể hiện qua hình 3.14

Với đặc thù ngành nghề kinh doanh, trong điều kiện nhu cầu đầu tư lớn, các DNXM phải thực hiện huy động vốn từ nguồn bên ngoài như nguồn vốn vay, nguồn vốn chiếm dụng và phát hành chứng khoán đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư và kinh doanh. Trong giai đoạn 2009 – 2015, quy mô nguồn bên ngoài có xu hướng tăng lên, bình

quân đạt 1.863.712 triệu đồng. Những DN có quy mô lớn, tỷ lệ SHNN trên 50% duy trì quy mô nguồn vốn bên ngoài ở mức rất cao so với nhóm DN còn lại.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.14: Cấu trúc nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn

Hệ số nguồn vốn bên ngoài duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng lên, bình quân đạt 96,62% trong giai đoạn 2009 – 2015. Đặc biệt trong năm 2014 – 2015, hệ số này cao hơn 100%, cho thấy nguồn vốn tài trợ từ bên trong là không có. Hệ số nguồn vốn bên ngoài có sự khác biệt giữa các nhóm loại doanh nghiệp khác nhau (*phụ lục 3.6*).

Căn cứ theo quy mô tài sản: Hệ số nguồn vốn bên ngoài của DN có quy mô lớn có xu hướng giảm, nhưng vẫn duy trì ở mức khá cao trong giai đoạn 2009 – 2015. DN có quy mô nhỏ và trung bình có hệ số nguồn vốn bên ngoài có xu hướng tăng liên tục trong giai đoạn 2009 – 2015. Đặc biệt vào năm 2014 -2015, hệ số NV bên ngoài lớn hơn 100%. Cho thấy, nguồn vốn của doanh nghiệp hoàn toàn phụ thuộc vào bên ngoài.

Căn cứ theo tỷ lệ SHNN: Hệ số NV bên ngoài của các nhóm DN có tỷ lệ SHNN là 0%, dưới 50% và trên 50% đều có xu hướng tăng, và sát với xu hướng biến động của trung bình ngành. Duy trì bình quân trên 90% trong giai đoạn 2009 – 2015.

Căn cứ theo địa điểm niêm yết: Hệ số NV bên ngoài của các nhóm DN vẫn duy trì ở mức khá cao, trên 90%. Đặc biệt các DN niêm yết trên UPCOM, trong giai đoạn 2012 – 2015, duy trì hệ số NV bên ngoài rất cao, trên 100%. DN nhóm này phụ thuộc rất lớn vào các chủ thể bên ngoài như chủ nợ, đối tác và không có khả năng tự tài trợ bằng nguồn vốn bên trong, khả năng độc lập, tự chủ về tài chính rất thấp.

Quan sát hình 3.14, cho thấy hệ số NV bên trong chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng nguồn vốn và có xu hướng giảm xuống liên tục, bình quân đạt 3,38% trong giai đoạn 2009 – 2015. Cho thấy khả năng tự tài trợ của DNXM là rất thấp. Quan sát chi tiết, có vài điểm khác biệt, CCM là doanh nghiệp luôn duy trì hệ số NV bên trong cao, bình quân đạt 32,94% trong giai đoạn 2009 – 2015. Năm 2015, có 5/16 DN có hệ số NV bên trong lớn hơn 10%.

Như vậy, phân tích cấu trúc tài chính theo phạm vi huy động vốn nhằm xem xét sự độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp ngành xi măng đã thực hiện chiến lược tài trợ theo hướng sử dụng nguồn vốn bên ngoài để tài trợ cho nhu cầu vốn kinh doanh. Cho thấy, mức độ độc lập về mặt tài chính của DNXM đang giảm dần và ở mức thấp.

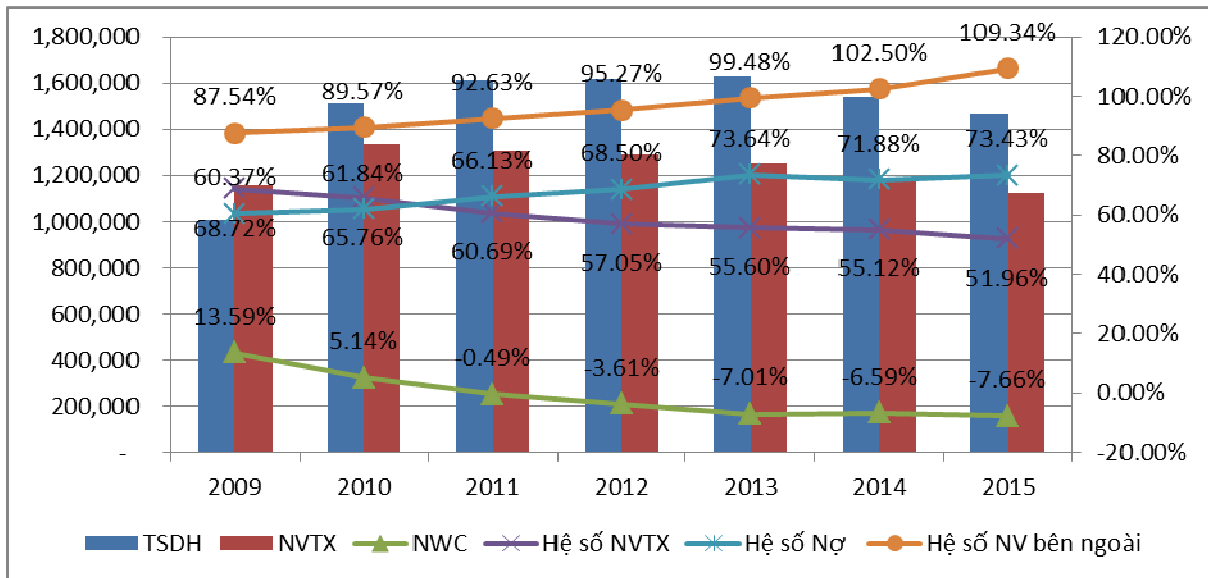
3.2.3. Tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

3.2.3.1. Phân tích sự cân bằng về mặt tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Nguyên lý chung, nguồn vốn thường xuyên trước hết được đầu tư để hình thành tài sản dài hạn, phần còn lại của nguồn vốn thường xuyên và nguồn vốn tạm thời (hay còn gọi nguồn vốn ngắn hạn) được đầu tư để hình thành tài sản ngắn hạn. Khi đó, phần chênh lệch giữa nguồn vốn dài hạn và tài sản dài hạn được gọi là nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC). Đây là chỉ tiêu phản ánh sự phù hợp giữa thời gian sử dụng tài sản với thời gian của nguồn tài trợ, qua đó có thể đánh giá mức độ an toàn và rủi ro tài chính trong hoạt động của doanh nghiệp.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, các DNXM chưa quan tâm đến sự cân bằng tài chính trong vấn đề tài trợ vốn. Điều này thể hiện thông qua chỉ tiêu nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC) có xu hướng giảm liên tục từ mức 13,59% năm 2009 xuống còn - 7,66% năm 2015. Quy mô và tỷ trọng TSDH trên tổng NV không có sự biến động lớn trong 7 năm qua, tuy nhiên quy mô và tỷ trọng nguồn vốn TX trên tổng nguồn vốn có xu hướng giảm dần, làm cho sự cân bằng tài chính giảm xuống. Trong giai đoạn 2012 – 2015, NWC của DNXM có giảm xuống và nhỏ hơn 0. Điều này cho thấy, các DNXM đã dùng một phần nguồn vốn tạm thời để tài trợ cho TSDH. Đây là dấu hiệu cho thấy phương thức tài trợ chưa hợp lý, cán cân thanh toán đã mất thăng

bằng. Điều này càng đáng lo ngại hơn đối với doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng như ngành xi măng.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.15: Sự cân bằng tài chính của các DNXMNY

Xem xét mối quan hệ giữa NWC với hệ số nguồn vốn thường xuyên (NVTX), hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. Hình 3.15 cho thấy, NWC có mối quan hệ cùng chiều với hệ số NVTX, và có mối quan hệ ngược chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. Khi NVTX có xu hướng giảm xuống thì sự cân bằng tài chính của DNXM cũng suy giảm. Khi hệ số nợ tăng, hệ số NV bên ngoài (nói cách khác, mức độ độc lập tài chính giảm) thì NWC giảm (tức sự cân bằng tài chính giảm). Nhằm nhận biết rõ nét hơn về NWC, cần phân tích theo góc độ như quy mô tài sản, tỷ lệ SHNN.

Căn cứ theo quy mô tài sản: NWC của các DN có quy mô nhỏ, trung bình và lớn có sự biến động cùng chiều với hệ số NVTX. NWC của DN có quy mô nhỏ và trung bình có sự biến động ngược chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. DN có quy mô lớn có NWC biến động cùng chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. DN có quy mô nhỏ có NWC đều dương, bình quân đạt 31,82% trong giai đoạn 2009 – 2015, cho thấy DN này đã dùng nguồn vốn dài hạn tài trợ cho TSDH và một phần TSNH. NWC của DN có quy mô trung bình và lớn đều âm, bình quân lần lượt đạt - 9,94% và - 6,85%. Cho thấy sự mất cân đối tài chính nghiêm trọng, rủi ro thanh toán cao, phản ánh chính sách tài trợ bị động, thiếu tính ổn định trong hoạt động kinh doanh.

Căn cứ theo tỷ lệ SHNN: NWC của các DN có tỷ lệ SHNN là 0%, dưới 50% và trên 50% có xu hướng biến động cùng chiều với hệ số NVTX, ngược chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. Đối với DN có tỷ lệ SHNN là 0% và dưới 50%, NWC có xu hướng giảm và nhỏ hơn 0, bình quân lần lượt đạt - 4,48% và - 6,63% trong giai đoạn 2009 – 2015. Cho thấy sự mất cân bằng tài chính, rủi ro tài chính tăng của nhóm DN này. Nhóm DN có tỷ lệ SHNN trên 50%, mặc dù NWC bình quân đạt 6,11% trong giai đoạn 2009 – 2015, nhưng NWC đã giảm xuống liên tục và năm 2015 đạt - 0,16%. Cho thấy, nhóm DN này cũng đã dần đánh mất sự cân bằng tài chính và rủi ro tài chính đã dần tăng lên.

Quan sát chi tiết cho năm 2015, có 5/16 DN có NWC dương, đặc biệt là SCC và TSM có NWC lần lượt là 56,83% và 42,36%. Còn lại 11/16 DN có NWC âm.

Như vậy, đặt trong mối quan hệ với cấu trúc tài chính, ta thấy trong giai đoạn 2009 -2015, NWC có mối quan hệ cùng chiều với hệ số NVTX, ngược chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. NWC của DNXM có xu hướng giảm liên tục, đặc biệt trong giai đoạn 2012 – 2015, NWC đều nhỏ hơn 0. Cho thấy, các DNXM đã mất sự cân bằng tài chính, cán cân thanh toán mất thăng bằng khi cấu trúc tài chính thay đổi theo hướng gia tăng hệ số nợ, hệ số NV bên ngoài, và giảm dần hệ số NVTX.

3.2.3.2. Phân tích sự độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Sự độc lập về mặt tài chính phản ánh khả năng tự chủ về mặt tài chính khi đáp ứng nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Sự độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp được thể hiện thông qua chỉ tiêu như hệ số nợ, hệ số NV bên ngoài.

Qua bảng 3.2: Trong giai đoạn 2009 – 2015, hệ số nợ có xu hướng tăng lên liên tục, bình quân đạt 68%. Hệ số vốn chủ sở hữu lại có xu hướng giảm liên tục và bình quân đạt 32%. Trong cấu trúc nợ phải trả, nếu căn cứ theo thời hạn sử dụng, các khoản nợ NH có xu hướng tăng liên tục và chiếm tỷ trọng chủ yếu, chiếm 40,73%. Nếu căn cứ theo tính chất phải trả chi phí khi sử dụng nợ, các khoản nợ phải trả chi phí bao gồm vay NH và vay dài hạn có xu hướng tăng và ở mức cao, đạt bình quân 45,34%. Như vậy, căn cứ theo quan hệ sở hữu, nguồn vốn của DNXM chủ yếu được tài trợ từ nguồn vốn vay, phần lớn do nguồn nợ có phải trả chi phí đảm bảo và thời hạn của các khoản nợ là NH. Ngoài ra, nếu căn cứ theo phạm vi huy động vốn, hệ số NV bên ngoài

của DNXM có xu hướng biến động tăng lên, và duy trì ở mức cao, bình quân đạt 96,62%. Nguồn vốn của DNXM do chủ thể bên ngoài tài trợ, phần nội lực thuộc về doanh nghiệp là rất thấp, thậm chí âm trong năm 2014 – 2015. Điều này cho thấy mức độ độc lập về mặt tài chính của DNXM là thấp và đang có xu hướng giảm xuống. Nguồn vốn kinh doanh phần lớn phụ thuộc bên ngoài, mang tính chất ngắn hạn.

Bảng 3.2: Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu và phạm vi huy động vốn

DVT: %

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	BQ
Căn cứ theo thời hạn sử dụng nợ								
Hệ số nợ NH	31,28	34,24	39,31	42,95	44,40	44,88	48,04	40,73
Hệ số nợ DH	29,10	27,60	26,83	25,56	29,25	27,00	25,39	27,25
Căn cứ theo tính chất phải trả chi phí khi sử dụng nợ								
Hệ số nợ có chi phí	43,25	43,33	43,79	44,11	48,72	47,30	46,92	45,34
Hệ số nợ chiếm dụng	17,12	18,51	22,34	24,40	24,92	24,59	26,51	22,63
Cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu								
Hệ số nợ	60,37	61,84	66,13	68,50	73,64	71,88	73,43	67,97
Hệ số VCSH	39,63	38,16	33,87	31,50	26,36	28,12	26,57	32,03
Cấu trúc tài chính theo phạm vi huy động vốn								
Hệ số NV bên ngoài	87,54	89,57	92,63	95,27	99,48	102,50	109,34	96,62
Hệ số NV bên trong	12,46	10,43	7,37	4,73	0,52	-2,50	-9,34	3,38

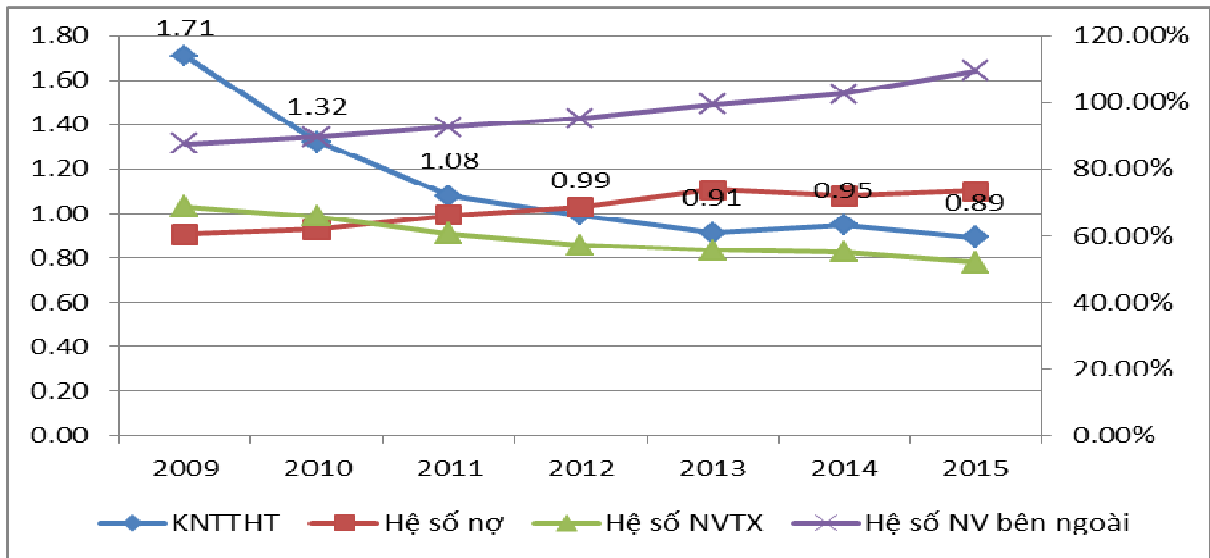
Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

3.2.3.3. Phân tích tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Khả năng thanh toán của doanh nghiệp phản ánh năng lực tài chính mà doanh nghiệp có được để đáp ứng nhu cầu thanh toán khoản nợ tới hạn cho chủ nợ.

Khả năng thanh toán của DNXM trong giai đoạn 2009 – 2015 có xu hướng giảm xuống liên tục và ở mức thấp. Hơn nữa, DNXM đang sử dụng nhiều khoản nợ ngắn hạn hơn để tài trợ cho nhu cầu vốn kinh doanh. Cho thấy những khó khăn về mặt tài chính của doanh nghiệp trong việc thực hiện nghĩa vụ thanh toán cho chủ nợ, phản ánh tình trạng căng thẳng về mặt tài chính, rủi ro tài chính tăng lên. Hình 4.16 cũng cho thấy, có một mối quan hệ rất rõ ràng giữa cấu trúc tài chính với khả năng thanh toán của DNXM. Hệ số khả năng thanh toán hiện thời (KNTTHT) có mối quan hệ cùng chiều với hệ số NVTX, ngược chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. Tức là khi hệ số NVTX giảm, hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài tăng thì KNTTHT có xu hướng giảm xuống. Đặt doanh nghiệp vào trạng thái căng thẳng về mặt tài chính nhằm

đáp ứng cho nhu cầu trả nợ trong ngắn hạn. Sự cân bằng tài chính suy giảm và rủi ro tài chính tăng lên.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.16: Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với khả năng thanh toán

3.2.3.4. Tác động của cấu trúc tài chính đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu

Tác động của cấu trúc tài chính đến ROE của doanh nghiệp được thể hiện thông qua phương thức ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến ROE.

Bảng 3.3: Xu thế tác động của cấu trúc tài chính đến ROE

Chỉ tiêu	ĐVT	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BEP	%	10,28	7,00	5,92	2,85	1,28	2,16	-1,20
Chi phí SD vốn vay (Rd)	%	12,55	14,73	15,81	13,72	13,12	10,76	10,48
Hiệu số (BEP - Rd)	%	-2,27	-7,73	-9,88	-10,87	-11,85	-8,59	-11,68
Hệ số nợ	%	60,37	61,84	66,13	68,50	73,64	71,88	73,43
ROE	%	15,26	6,29	-3,02	-43,13	-5,38	1,00	-5,33
DFL	Lần	1,30	2,68	1,29	32,23	25,93	3,87	2,96

Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Bảng 3.3 cho thấy, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) có xu hướng giảm, bình quân đạt -4,9% trong giai đoạn 2009 – 2015. Đặc biệt, ROE đều nhỏ hơn 0 trong giai đoạn 2011 – 2013 và năm 2015, điều này cho thấy lợi ích của chủ sở hữu đã bị suy giảm và mức độ suy giảm ngày càng tăng lên.

Hiệu số giữa BEP và Rd đều âm, do đó đòn bẩy tài chính khuyến đại theo chiều hướng âm trong giai đoạn 2009 - 2015. Trong điều kiện này, việc sử dụng càng nhiều nợ vay thì ROE càng suy giảm. Tuy nhiên, hệ số nợ của DNXM có xu hướng gia tăng trong giai đoạn 2009 – 2015. Điều này cho thấy chính sách tài trợ bằng nợ vay

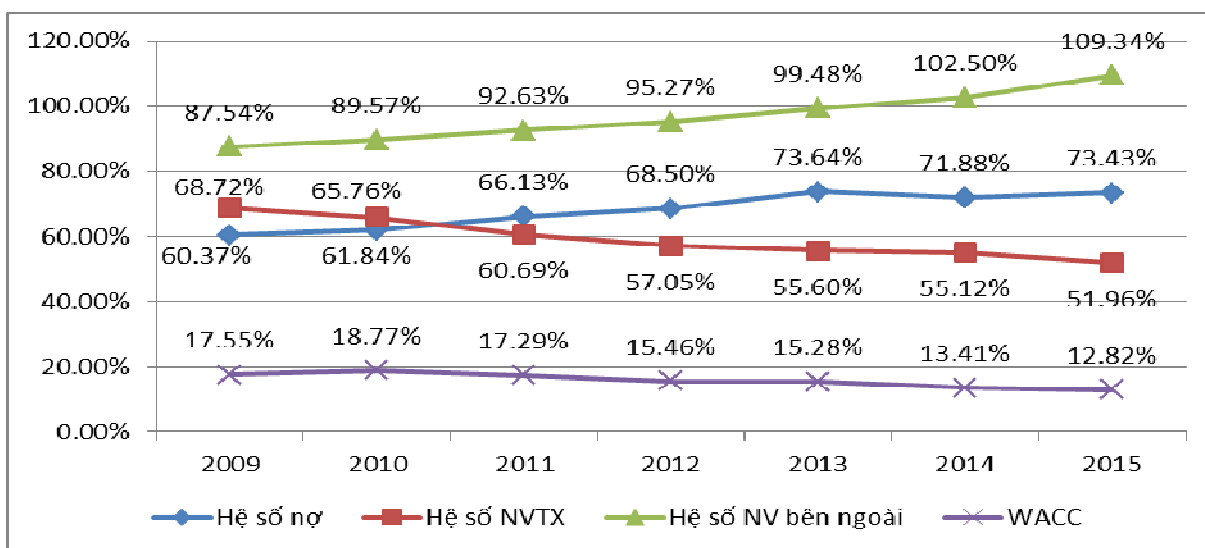
tăng lên trong bối cảnh BEP nhỏ hơn chi phí sử dụng vốn vay càng làm suy giảm nhanh tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Như vậy, có mối quan hệ ngược chiều giữa hệ số nợ với ROE của DNXM trong giai đoạn 2009 – 2015.

Nhằm nhận biết rõ nét hơn về mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và khả năng sinh lời, cần phân tích theo góc độ như quy mô tài sản, tỷ lệ SHNN. Các DN có quy mô nhỏ, trung bình và lớn; các DN có tỷ lệ SHNN ở mức 0%, dưới 50% và trên 50% đều có hiệu số (BEP – Rd) âm trong giai đoạn 2009 – 2015, việc duy trì hệ số nợ ở mức cao và có xu hướng tăng sẽ có tác động làm giảm ROE của chủ sở hữu. Trong giai đoạn 2013 – 2015, đối với DN có quy mô lớn, khi hệ số nợ được điều chỉnh giảm xuống, kết quả kinh doanh được cải thiện thì ROE có xu hướng tăng lên.

Như vậy, mức độ tác động của đòn bẩy tài chính cũng là một trong những thước đo cho phép đánh giá mức độ rủi ro tài chính của DNXM và được biểu hiện dưới hai khía cạnh: (1) Làm biến động mạnh ROE theo chiều hướng giảm xuống, (2) Làm doanh nghiệp gia tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán các khoản nợ.

3.2.3.5. Tác động của cấu trúc tài chính đến chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Các DNXM trong giai đoạn 2009 – 2015 đã sử dụng nguồn vốn vay (bao gồm vay ngắn hạn và vay dài hạn), nguồn vốn chủ sở hữu (phát hành cổ phiếu, lợi nhuận để lại tái đầu tư ...) tài trợ cho nhu cầu vốn kinh doanh. Nhìn nhận một cách trực quan thuần túy, dường như việc sử dụng nợ vay sẽ làm cho WACC giảm đi.



Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của DNXM trong mẫu nghiên cứu

Hình 3.17: MQH giữa cấu trúc tài chính với chi phí sử dụng vốn (WACC)

Hình 3.17 cho thấy, WACC của DNXM có xu hướng giảm, bình quân đạt 15,80% trong giai đoạn 2009 – 2015. Quan sát chi tiết hơn WACC theo quy mô tài sản, tỷ lệ SHNN nhận thấy, WACC của các DN với các quy mô khác nhau, hoặc với tỷ lệ SHNN khác nhau đều có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2009 – 2015. Các DN có quy mô trung bình, DN có tỷ lệ SHNN trên 50% có WACC lớn nhất, bình quân lần lượt đạt 16,43% và 17,03% trong giai đoạn 2009 – 2015.

Xem xét mối quan hệ giữa WACC với cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu (hệ số nợ), theo thời gian huy động và sử dụng vốn (Hệ số NVTX), theo phạm vi huy động vốn (hệ số NV bên ngoài) cho thấy, WACC có xu hướng biến động cùng chiều với hệ số NVTX và ngược chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. Phân tích chi tiết theo quy mô tài sản, tỷ lệ SHNN và địa điểm niêm yết, nhận thấy mối quan hệ cùng chiều giữa WACC với hệ số NVTX, mối quan hệ ngược chiều giữa WACC với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài.

3.3. MÔ HÌNH KINH TẾ LƯỢNG ĐÁNH GIÁ SỰ TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

3.3.1. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính

3.3.1.1. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính

Phân tích sự cân bằng tài chính nhằm đánh giá cách thức và tình hình tài trợ tài sản lưu động của doanh nghiệp. Xem xét sự phù hợp giữa nguồn vốn thường xuyên, nguồn vốn tạm thời với tài sản ngắn hạn, tài sản dài hạn của doanh nghiệp. Do đó, chỉ tiêu cấu trúc tài chính được lựa chọn là hệ số nguồn vốn thường xuyên.

Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy xem xét tác động của cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam như sau:

$$NWC = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.BEP + \beta_3.TSHH + \beta_4.LIQ + \beta_5.VTS$$

Giả thuyết nghiên cứu: Cấu trúc tài chính (NVTX) có mối quan hệ cùng chiều với sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp. Nói cách khác, cấu trúc tài chính (NVTX) có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính của doanh nghiệp ngành xi măng.

Tác giả sử dụng phần mềm R thực hiện phương pháp bình phương tối thiểu (OLS), mô hình những nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình những tác động ngẫu nhiên (REM) cho dữ liệu bảng. Để lựa chọn mô hình thích hợp, tác giả thực hiện kiểm định F

test individual effects và Hausman Test. Kết quả cho thấy mô hình FEM là thích hợp (*phụ lục 3.7*). Thực hiện hồi quy mô hình FEM, với dữ liệu đã có, các biến TSHH và VTS không có ý nghĩa thống kê. Loại biến này ra khỏi mô hình và thực hiện hồi quy lại mô hình FEM được kết quả như sau:

Oneway (individual) effect Within Model

Call: plm(formula = y ~ x, data = goc, model = "within", index = c("DN", "Year"))

Balanced Panel: n=16, T=7, N=112

Residuals :

Min.	1st Qu.	Median	3rd Qu.	Max.
-0.117	-0.022	0.003	0.020	0.139

Coefficients

	Estimate	Std.Error	t-value	Pr(>|t|)	
NVTX	0.185	0.059	3.123	0.002	**
BEP	-0.154	0.054	-2.869	0.005	**
LIQ	0.284	0.012	23.100	0.000	***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 1.8052

Residual Sum of Squares: 0.1254

R-Squared: 0.93054

Adj. R-Squared: 0.77268

F-statistic: 415.27 on 3 and 93 DF, p-value: < 2.22e-16

Với p-value = 2.22e-16 < 0.05. Mô hình FEM là có ý nghĩa thống kê. Mức độ giải thích của mô hình đạt 93,1%. Phương trình hồi quy có dạng:

$$NWC = 0,185*NVTX - 0,154*BEP + 0,284 *LIQ$$

Kết quả mô hình hồi quy cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa cấu trúc tài chính (NVTX) với sự cân bằng tài chính (NWC). Điều này phù hợp với phân tích trực quan đã được thể hiện trong mục 3.2.3.1. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, Với mức ý nghĩa 5% thì NVTX giảm 1 đơn vị thì NWC có xu hướng giảm 0,185 đơn vị, rủi ro tài chính tăng lên.

3.3.1.2. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán là một chỉ tiêu phản ánh mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán sẽ thực hiện trên 3 góc độ là quan hệ sở hữu (hệ số nợ (TD)), theo thời gian huy động và sử dụng vốn (hệ số NV thường xuyên (NVTX)), phạm vi huy động vốn (hệ số NV bên ngoài (NVBN)).

Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy xem xét tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam như sau:

$$LIQ = \beta_0 + \beta_1.TD + \beta_2.TSHH + \beta_3.VTS$$

$$LIQ = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.BEP + \beta_3.TSHH + \beta_4.VTS$$

$$LIQ = \beta_0 + \beta_1.NVBN + \beta_2.BEP + \beta_3.TSHH + \beta_4.VTS$$

Giả thuyết nghiên cứu: Cấu trúc tài chính (TD và NVBN) có mối quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán (LIQ). Cấu trúc tài chính (NVTX) có mối quan hệ cùng chiều với khả năng thanh toán (LIQ). Nói cách khác, khi TD và NVBN tăng lên, NVTX giảm thì khả năng thanh toán (LIQ) giảm, rủi ro tài chính tăng.

Tác giả sử dụng phần mềm R thực hiện phương pháp bình phương tối thiểu (OLS), mô hình những nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM – fixed effects model) và mô hình những tác động ngẫu nhiên (REM – Random effect model) cho dữ liệu bảng. Sử dụng kiểm định F test individual effects và Hausman Test để lựa chọn mô hình. Kết quả ước lượng từ phần mềm R với ba mô hình trên như sau:

Bảng 3.4: Tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán

Balanced panel: n =16, T = 7, N= 112						
Coefficients	TD_REM		NVTX_FEM		NVBN_REM	
	Estimate	Pr(>|t|)	Estimate	Pr(>|t|)	Estimate	Pr(>|t|)
(Intercept)	1.311	1E-14 ***			1.687	2E-07 ***
TD	-1.481	2E-09 ***				
NVTX			3.141	2E-16 ***		
NVBN					-1.207	2E-04 ***
BEP			-1.467	2E-03 **	-1.324	5E-02 *
TSHH	-0.896	2E-08 ***	-0.752	2E-08 ***	-1.133	2E-10 ***
VTS	0.196	2E-02 *	0.555	2E-08 ***	0.377	3E-04 ***
R-Squared	0.6383		0.7431		0.5713	
Adj. R-Squared	0.6155		0.6104		0.5458	
p-value:	2.2E-16		2.2E-16		2.2E-16	

Signif. codes: 0 '***'; 0.001 '**'; 0.01 '*'; 0.05 '.'

Nguồn: Ước lượng của tác giả bằng R

Cả ba mô hình đều có hệ số xác định R – Squared cao và đều có ý nghĩa thống kê (P- value < 0.05). Vậy, phương trình hồi quy tương ứng với từng góc độ cấu trúc tài chính tác động đến khả năng thanh toán có dạng như sau:

$$LIQ = 1,311 - 1,481*TD - 0,896*TSHH + 0,196 *VTS$$

$$LIQ = 3,141*NVTX - 1,467*BEP - 0,752*TSHH + 0,555*VTS$$

$$LIQ = 1,687 - 1,207*NVBN - 1,324*BEP - 1,133*TSHH + 0,377* VTS$$

Kết quả hồi quy cho thấy, LIQ có mối quan hệ ngược chiều với TD, NVBN và có mối quan hệ cùng chiều với NVTX. Nói cách khác, khi hệ số nợ, hệ số NVBN tăng, hệ số NV thường xuyên giảm thì khả năng thanh toán giảm, rủi ro tài chính tăng lên. Kết quả này cũng phù hợp với phân tích trực quan đã được thể hiện trong mục 3.2.3.3.

Như vậy, qua bằng chứng thực nghiệm cho thấy có mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết tại Việt Nam..

3.3.2. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến giá trị doanh nghiệp

Để đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị DN, các nghiên cứu thường sử dụng các chỉ tiêu về giá trị thị trường như Tobin's q, P/E, giá trị thị trường của DN. Do khó khăn trong việc ước lượng giá trị thị trường cho DNXM nên luận án sử dụng chỉ tiêu TSLN trên tài sản (ROA) để đại diện cho giá trị DN. Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy xem xét tác động của cấu trúc tài chính đến ROA của DNXM tại Việt Nam như sau:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.QMTS + \beta_3.LIQ + \beta_4.UNI + \beta_5.TAX + \beta_6.VTS$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1.NVBN + \beta_2.UNI + \beta_3.VTS$$

Giả thuyết nghiên cứu: NVTX có mối quan hệ cùng chiều với ROA. NVBN có mối quan hệ ngược chiều với ROA.

Sử dụng kiểm định F test individual effects và Hausman Test để lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả ước lượng từ phần mềm R với ba mô hình trên như sau:

Bảng 3.5: Tác động của cấu trúc tài chính đến ROA

Balanced panel: n =16, T = 7, N= 112						
Coefficients	NVTX_OLS			NVBN_FEM		
	Estimate	Pr(>|t|)		Estimate	Pr(>|t|)	
(Intercept)	0.232	2E-04	***			
NVTX	0.168	2E-06	***			
NVBN				-0.216	1E-07	***
QMTS	-0.015	4E-04	***			
LIQ	-0.025	4E-03	**			
UNI	-0.724	2E-16	***	-0.405	4E-06	***
TAX	0.038	3E-04	***			
VTS	0.050	2E-05	***	0.057	2E-06	***
R-Squared	0.8209			0.8046		
Adj. R-Squared	0.7696			0.6681		
p-value:	2E-16			2E-16		

Signif. codes: 0 `***` ; 0.001 `**`; 0.01 `*`; 0.05 `.`

Nguồn: Ước lượng của tác giả bằng R

Cả 2 mô hình đều có hệ số xác định R – Squared cao và đều có ý nghĩa thống kê (P- value < 0.05). Vậy, phương trình hồi quy tương ứng với từng góc độ cấu trúc tài chính tác động đến giá trị DN (ROA) có dạng như sau:

$$ROA = 0.232 + 0.168*NVTX - 0.015*QMTS - 0.025* LIQ - 0.724 * UNI + 0.038* TAX + 0.050* VTS$$

$$ROA = - 0.216*NVBN - 0.405 * UNI + 0.057* VTS$$

Kết quả hồi quy cho thấy, ROA có mối quan hệ cùng chiều với NVTX và có mối quan hệ ngược chiều với NVBN. Nói cách khác, khi hệ số NV thường xuyên tăng thì ROA tăng, giá trị doanh nghiệp có xu hướng tăng lên. Khi hệ số NV bên ngoài tăng thì ROA giảm, giá trị doanh nghiệp có xu hướng giảm.

Như vậy, qua bằng chứng thực nghiệm cho thấy có mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với giá trị của các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết tại Việt Nam..

3.3.3. Sự tác động của cấu trúc tài chính đến chi phí sử dụng vốn

Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho rằng chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cấu trúc tài chính của doanh nghiệp và có tồn tại một cấu trúc tài chính tối ưu. Chi phí sử dụng vốn được phản ánh qua chỉ tiêu chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC). Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy xem xét tác động của cấu trúc tài chính đến chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam như sau:

$$WACC = \beta_0 + \beta_1.NVTX + \beta_2.TSHH + \beta_3.LSCV$$

$$WACC = \beta_0 + \beta_1.NVBN + \beta_2.UNI + \beta_3.LSCV$$

Giả thuyết nghiên cứu: NVBN có mối quan hệ ngược chiều với WACC. NVTX có mối quan hệ cùng chiều với WACC. Nói cách khác, khi NVBN tăng lên, NVTX giảm thì WACC giảm.

Tác giả sử dụng phần mềm R thực hiện phương pháp bình phương tối thiểu (OLS), mô hình những nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM – fixed effects model) và mô hình những tác động ngẫu nhiên (REM – Random effecst model) cho dữ liệu bảng. Sử dụng kiểm định F test individual effects và Hausman Test để lựa chọn mô hình. Kết quả ước lượng từ phần mềm R với ba mô hình trên như sau:

Bảng 3.6: Tác động của cấu trúc tài chính đến WACC

Balanced panel: n =16, T = 7, N= 112				
Coefficients	NVTX_REM		NVBN_REM	
	Estimate	Pr(>|t|)	Estimate	Pr(>|t|)
(Intercept)	0.094	2E-08 ***	0.151	1E-12 ***
NVTX	0.051	0.015 *		
NVBN			-0.050	0.008 **
TSHH	-0.020	0.036 *		
UNI			0.066	0.090 .
LSCV	0.388	5E-09 ***	0.415	6E-09 ***
R-Squared	0.394		0.354	
Adj. R-Squared	0.380		0.341	
p-value:	9E-12		3E-10	

*Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1*

Nguồn: Ước lượng của tác giả bằng R

Cả 2 mô hình đều có hệ số xác định R – Squared cao và đều có ý nghĩa thống kê (P- value < 0.05). Vậy, phương trình hồi quy tương ứng với từng góc độ cấu trúc tài chính tác động đến chi phí sử dụng vốn (WACC) có dạng như sau:

$$WACC = 0.094 + 0.051*NVTX - 0.020*TSHH + 0.388* LSCV$$

$$WACC = 0.151 - 0.050*NVBN + 0.066 * UNI + 0.415* LSCV$$

Kết quả hồi quy cho thấy, WACC có mối quan hệ cùng chiều với NVTX và có mối quan hệ ngược chiều với NVBN. Nói cách khác, khi hệ số NV thường xuyên tăng thì WACC có xu hướng tăng, giá trị doanh nghiệp có xu hướng giảm lên. Khi hệ số NV bên ngoài tăng thì WACC giảm, giá trị doanh nghiệp có xu hướng tăng.

Như vậy, qua bằng chứng thực nghiệm cho thấy có mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với chi phí sử dụng vốn và giá trị của các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết tại Việt Nam.

3.3.4. Sử dụng mô hình kinh tế lượng đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết.

3.3.4.1. Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính căn cứ theo quan hệ sở hữu

Căn cứ theo quan hệ sở hữu, cấu trúc tài chính phản ánh qua các chỉ tiêu sau hệ số nợ phải trả (TD), hệ số nợ ngắn hạn (STD), hệ số nợ dài hạn (LTD).

Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNXM như sau:

$$TD = \beta_0 + \beta_1 \cdot LIQ$$

$$LTD = \beta_0 + \beta_1 \cdot BEP + \beta_2 \cdot QMTS + \beta_3 \cdot GTDT + \beta_4 \cdot UNI + \beta_5 \cdot TAX + \beta_6 \cdot VTS$$

$$STD = \beta_0 + \beta_1 \cdot BEP + \beta_2 \cdot TSHH + \beta_3 \cdot LIQ + \beta_4 \cdot VTS$$

Giả thuyết nghiên cứu: LIQ, BEP có mối tương quan ngược chiều với cấu trúc tài chính; QMTS có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc tài chính; VTS có mối quan hệ cùng chiều hoặc ngược chiều với cấu trúc tài chính.

Đối với mô hình LTD, kết quả hồi quy cho thấy các biến BEP, GTDT, UNI, TAX không có ý nghĩa thống kê (*Phụ lục 3.8*). Loại bỏ các biến không có ý nghĩa thống kê ra và thực hiện hồi quy lại với các biến QMTS và VTS. Đối với mô hình STD, loại bỏ biến TSHH và thực hiện hồi quy lại với các biến BEP, LIQ và VTS. Sử dụng kiểm định F test individual effects và Hausman Test để lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả ước lượng từ phần mềm R với ba mô hình trên như sau:

Bảng 3.7: Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu

Balanced panel: n=16, T = 7, N= 112						
Coefficients	TD_FEM		LTD_REM		STD_REM	
	Estimate	Pr(>|t|)	Estimate	Pr(>|t|)	Estimate	Pr(>|t|)
(Intercept)			-1.112	3E-05 ***	0.450	2E-16 ***
BEP					-0.656	3E-11 ***
QMTS			0.102	5E-07 ***		
LIQ	-0.192	1E-12 ***			-0.150	2E-16 ***
VTS			-0.110	4E-05 ***	0.148	8E-12 ***
R-Squared	0.412		0.366		0.668	
Adj. R-Squared	0.350		0.356		0.644	
p-value:	1E-12		2E-11		2E-16	

Signif. codes: 0 '***'; 0.001 '**'; 0.01 '*'; 0.05 '.'

Nguồn: Ước lượng của tác giả bằng R

Cả 3 mô hình đều có hệ số xác định R – Squared cao và đều có ý nghĩa thống kê (P- value < 0.05).

Thực hiện các bước kiểm định như kiểm định tương quan chuỗi (serial correlation) bằng kiểm định Breusch-Godfrey và Wooldridge; Kiểm định phụ thuộc chéo (CD) của Pesaran; Kiểm định đồng liên kết, tức là kiểm định tính dừng của phần dư của phương trình hồi quy để đánh giá sự phù hợp của mô hình cốt lõi (*phụ lục 3.9*). Kết quả kiểm định cho thấy sự phù hợp của các mô hình trên. Vậy, phương trình hồi quy phản ánh các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu (TD, LTD, STD) có dạng sau:

$$TD = - 0,192 * LIQ$$

$$LTD = - 1,112 + 0,102*QMTS - 0,11*VTS$$

$$STD = 0,45 - 0,656 *BEP - 0,15 * LIQ + 0,148 * VTS$$

Như vậy, LIQ có mối quan hệ tương quan âm với TD, STD. Tức khi khả năng thanh toán của doanh nghiệp tăng, hệ số nợ và hệ số nợ ngắn hạn có xu hướng giảm xuống. BEP có mối tương quan âm với STD, khả năng sinh lời càng tăng, thì hệ số nợ ngắn hạn giảm. QMTS càng tăng thì hệ số nợ dài hạn có xu hướng tăng. VTS có mối quan hệ ngược chiều với LTD và cùng chiều với STD, tức hiệu quả sử dụng vốn và tài sản tăng lên, doanh nghiệp sẽ tiếp cận nợ ngắn hạn nhiều hơn, và giảm nợ dài hạn.

Để đo lường mức độ tác động của độc lập (BEP, QMTS, LIQ và VTS) đến biến phụ thuộc (LTD, STD) có thể thực hiện thông qua hệ số beta điều chỉnh như sau:

Bảng 3.8: Hệ số beta điều chỉnh của các nhân tố ảnh hưởng đến LTD, STD

Biến	Mô hình LTD_REM		Mô hình STD_REM		
	QMTS	VTS	BEP	LIQ	VTS
Unstandardized Coefficients	0.1024	-0.1097	-0.656	-0.150	0.148
Std X	1.7131	0.5467	0.093	0.766	0.547
Std Y	0.2402	0.2402	0.152	0.152	0.152
Standardized Coefficients	0.7303	-0.2497	-0.4011	-0.7560	0.5352

Nguồn: Tính toán của tác giả

Yếu tố làm thay đổi hệ số nợ dài hạn (LTD) nhiều nhất là QMTS. Sau đó là VTS. Tức là, quy mô doanh nghiệp càng lớn thì hệ số nợ dài hạn càng cao. Ngoài ra, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và tài sản là biện pháp rất quan trọng làm giảm hệ số nợ dài hạn (LTD) của DNXM.

Yếu tố làm thay đổi hệ số nợ ngắn hạn (STD) nhiều nhất là khả năng thanh toán (LIQ). Sau đó lần lượt là VTS và BEP. Tức là, tăng cường khả năng thanh toán là biện pháp quan trọng nhất làm giảm hệ số nợ ngắn hạn (STD) của DNXM. Tuy nhiên, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và tài sản lại có tác động dương, làm gia tăng thêm hệ số nợ ngắn hạn.

3.3.4.2. Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn.

Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn, cấu trúc tài chính phản ánh qua các chỉ tiêu sau hệ số nguồn vốn thường xuyên (NVTX). Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNXM như sau:

$$NVTX = \beta_0 + \beta_1.BEP + \beta_2.LIQ + \beta_3.VTS$$

Giả thuyết nghiên cứu: BEP, LIQ có mối tương quan cùng chiều; VTS có mối tương quan ngược chiều với cấu trúc tài chính (NVTX). Tức khi hiệu quả kinh doanh, khả năng thanh toán tăng lên sẽ khuyến khích doanh nghiệp sử dụng nhiều nguồn vốn dài hạn hơn. Khi hiệu quả sử dụng vốn và tài sản tăng lên, thì doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nguồn vốn dài hạn giảm đi.

Sử dụng kiểm định F test individual effects và Hausman Test để lựa chọn mô hình phù hợp. Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM – Random effect model) được lựa chọn phân tích:

Oneway (individual) effect Random Effect Model(Swamy-Arora's transformation)
Call: plm(formula = y ~ x, data = goc, model = "random", index = c("DN", "Year"))
Balanced Panel: n=16, T=7, N=112

Effects:	var	std.dev	share
idiosyncratic	0.003	0.052	0.234
individual	0.009	0.095	0.766

theta: 0.7958

Residuals :	Min.	1st Qu.	Median	3rd Qu.	Max.
	-0.171	-0.035	0.002	0.033	0.140

Coefficients	:			
	Estimate	Std.Error	t-value	Pr(>|t|)
(Intercept)	0.550	0.026	21.269	2E-16 ***
xBEP	0.656	0.089	7.389	3E-11 ***
xLIQ	0.150	0.013	11.774	2E-16 ***
xVTS	-0.148	0.019	-7.666	8E-12 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 0.91229

Residual Sum of Squares: 0.30321

R-Squared: 0.66763

Adj. R-Squared: 0.64379

F-statistic: 72.3142 on 3 and 108 DF, p-value: < 2.22e-16

Mô hình có hệ số xác định R – Squared cao (66,76%) và đều có ý nghĩa thống kê (P- value = 2.22e-16 < 0.05). Thực hiện các bước kiểm định để đánh giá sự phù hợp của mô hình cốt lõi. Kết quả kiểm định cho thấy sự phù hợp của các mô hình trên. Vậy, phương trình hồi quy phản ánh các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo thời gian huy động và sử dụng vốn có dạng sau:

$$NVTX = 0,55 + 0,656*BEP + 0,150*LIQ - 0,148*VTS$$

Để đo lường mức độ tác động của độc lập (BEP, LIQ và VTS) đến biến phụ thuộc (NVTX) có thể thực hiện thông qua hệ số beta điều chỉnh như sau:

Bảng 3.9: Hệ số beta điều chỉnh của các nhân tố ảnh hưởng đến NVTX

Biến	Mô hình NVTX_REM		
	BEP	LIQ	VTS
Unstandardized Coefficients	0.656	0.150	-0.148
Std X	0.093	0.766	0.547
Std Y	0.152	0.152	0.152
Standardized Coefficients	0.401	0.756	-0.535

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên phần mềm R

Yếu tố làm thay đổi cấu trúc tài chính (NVTX) nhiều nhất là LIQ. Sau đó lần lượt là VTS và BEP. Tức là, khả năng thanh toán càng cao thì càng tác động mạnh tới sự gia tăng của hệ số nguồn vốn thường xuyên của DNXM. Tuy nhiên, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và tài sản lại có tác động làm gia giảm hệ số nguồn vốn thường xuyên.

4.3.4.3. Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính căn cứ theo phạm vi huy động vốn.

Căn cứ theo phạm vi huy động vốn, cấu trúc tài chính phản ánh qua các chỉ tiêu sau hệ số nguồn vốn bên ngoài (NVBN). Nghiên cứu đề xuất mô hình hồi quy xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNXM như sau:

$$NVBN = \beta_0 + \beta_1.BEP + \beta_2.LIQ + \beta_3.UNI$$

Giả thuyết nghiên cứu: BEP, LIQ có mối tương quan ngược chiều với cấu trúc tài chính (NVBN). Tức khi hiệu quả kinh doanh, khả năng thanh toán tăng lên sẽ khuyến khích doanh nghiệp giảm phụ thuộc vào nguồn tài trợ từ bên ngoài doanh nghiệp. UNI có mối tương quan dương với cấu trúc tài chính (NVBN).

Sử dụng kiểm định F test individual effects và Hausman Test để lựa chọn mô hình phù hợp. Mô hình nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM – fixed effects model) được lựa chọn phân tích:

Oneway (individual) effect Within Model

Call: plm(formula = y ~ x, data = goc, model = "within", index = c("DN", "Year"))

Balanced Panel: n=16, T=7, N=112

Residuals :

Min.	1st Qu.	Median	3rd Qu.	Max.
-0.184	-0.054	-0.003	0.051	0.335

Coefficients :

	Estimate	Std.Error	t-value	Pr(>|t|)	
xBEP	-0.713	0.192	-3.718	0.000	***
xLIQ	-0.047	0.023	-2.081	0.040	*
xUNI	0.915	0.222	4.128	0.000	***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 2.1513

Residual Sum of Squares: 0.71552

R-Squared: 0.6674

Adj. R-Squared: 0.55418

F-statistic: 62.206 on 3 and 93 DF, p-value: < 2.22e-16

Mô hình có hệ số xác định R – Squared cao (66,74%) và đều có ý nghĩa thống kê (P- value = 2.22e-16 < 0.05). Thực hiện các bước kiểm định để đánh giá sự phù hợp của mô hình cốt lõi. Kết quả kiểm định cho thấy sự phù hợp của các mô hình trên. Vậy, phương trình hồi quy phản ánh các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính theo phạm vi huy động vốn có dạng sau:

$$NVBN = - 0,713*BEP - 0,047*LIQ + 0,915*UNI$$

Để đo lường mức độ tác động của độc lập (BEP, LIQ, UNI) đến biến phụ thuộc (NVBN) có thể thực hiện thông qua hệ số beta điều chỉnh như sau:

Bảng 3.10: Hệ số beta điều chỉnh của các nhân tố ảnh hưởng đến NVBN

Biến	Mô hình NVBN_FEM		
	BEP	LIQ	UNI
Unstandardized Coefficients	-0.713	-0.047	0.915
Std X	0.093	0.766	0.099
Std Y	0.201	0.201	0.201
Standardized Coefficients	-0.329	-0.180	0.452

Nguồn: Tính toán của tác giả

Yếu tố làm thay đổi cấu trúc tài chính (NVBN) nhiều nhất là UNI, thứ hai là BEP và thứ ba là LIQ. Tức là, đặc điểm riêng của doanh nghiệp ngành xi măng ảnh hưởng rất lớn đến cấu trúc tài chính (NVBN), tức khả năng tìm kiếm nguồn vốn bên ngoài. Kết quả cho thấy DNXM có xu hướng sử dụng nguồn vốn bên ngoài có tương quan dương với đặc điểm ngành nghề kinh doanh. Nâng cao hiệu quả kinh doanh là biện pháp quan trọng làm giảm hệ số NV ngoài (NVBN) của DNXM.

Tóm lại, với nguồn dữ liệu thu thập được trong giai đoạn 2009 - 2015, qua phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNXM nhận thấy:

- Khả năng thanh toán (LIQ) là nhân tố quan trọng nhất có tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Việc tăng cường khả năng thanh toán của DNXM sẽ có tác động thúc đẩy doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng giảm dần nợ ngắn hạn, và hệ số nợ phải trả và các nguồn vốn từ bên ngoài doanh nghiệp. Đồng thời, thúc đẩy doanh nghiệp tăng cường nguồn vốn thường xuyên, mang tính chất dài hạn. Từ đó, giúp gia tăng sự cân bằng tài chính, giảm thiểu rủi ro tài chính.

- Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (VTS) là nhân tố quan trọng thứ hai có tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Khi hiệu quả sử dụng vốn và tài sản tăng sẽ khuyến khích DNXM gia tăng sử dụng nợ ngắn hạn, giảm sử dụng nợ dài hạn, cũng như nguồn vốn dài hạn của doanh nghiệp.

- Hiệu quả kinh doanh (BEP) là nhân tố rất quan trọng thứ 3 có tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Nâng cao hiệu quả kinh doanh sẽ có tác động thúc đẩy DNXM thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng tăng cường nguồn vốn dài hạn, giảm dần nguồn vốn từ bên ngoài, nguồn vốn ngắn hạn.

- Quy mô doanh nghiệp (QMTS) là nhân tố có ảnh hưởng lớn đến quyết định sử dụng nợ dài hạn. Khi quy mô tài sản càng lớn thì hệ số nợ dài hạn có xu hướng tăng. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi và lý thuyết về chi phí đại diện.

- Doanh nghiệp nào có tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần (UNI) càng cao thì hệ số nguồn vốn bên ngoài tăng, nói cách khác mức độ độc lập về mặt tài chính càng giảm. Đây là nhân tố có mức độ ảnh hưởng lớn đến mức độ độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp xi măng. Khi khả năng thanh toán và hiệu quả kinh doanh tăng lên, thì mức độ độc lập về mặt tài chính cũng tăng.

- Với dữ liệu thu thập trong giai đoạn 2009 – 2015 của các DNXM được khảo sát. Sự tác động của các nhân tố như tốc độ tăng trưởng (GTDT), cấu trúc tài sản (TSHH), thuế (TAX), tăng trưởng kinh tế (GDP), triển vọng phát triển thị trường vốn (HNX) và điều kiện thị trường nợ (LSCV) đến cấu trúc tài chính không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, sự thay đổi cấu trúc tài chính của DNXM phải do chính các yếu tố nội tại của doanh nghiệp quyết định, đó là khả năng thanh toán, quy mô của doanh nghiệp, đặc điểm riêng doanh nghiệp, hiệu quả sử dụng vốn và tài sản và hiệu quả kinh doanh.

3.4. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

3.4.1. Những kết quả đạt được

Thứ nhất, quy mô và tỷ trọng tài sản dài hạn được giữ ổn định

Hệ số phản ánh cấu trúc tài sản phản ánh mức độ đầu tư vào các loại tài sản của doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2009 – 2015, tỷ suất đầu tư TSDH, tỷ suất đầu tư TSNH không có nhiều sự biến động, xoay quanh cấu trúc 60% tài sản DH và 40% tài sản NH. Quy mô tài sản dài hạn của ngành không có nhiều sự thay đổi. Tỷ trọng tài sản cố định có tăng lên, tỷ trọng khoản chi phí xây dựng cơ bản dở dang giảm xuống. Điều này phản ánh hoạt động đầu tư tài sản dài hạn thấp, chủ yếu dành nguồn lực thực hiện các dự án còn dang dở. Cấu trúc tài sản cố định hữu hình chủ yếu tồn tại dưới hình thức máy móc thiết bị, và nhà cửa, vật kiến trúc, phù hợp với đặc điểm của ngành sản xuất xi măng.

Nếu căn cứ theo tính chất tài sản, cấu trúc tài sản của DNXMNY đang có sự thay đổi theo hướng giảm dần đầu tư vào tài sản lưu động và tăng dần mức đầu tư vào tài sản cố định. Trong giai đoạn 2012 – 2015, cấu trúc tài sản ổn định và xoay quanh cấu trúc 57% tài sản cố định và 43% tài sản lưu động. Cấu trúc này đang có xu hướng giảm dần đầu tư vào tài sản lưu động và tăng dần mức đầu tư vào tài sản cố định. Điều này phù hợp với đặc điểm hoạt động kinh doanh của ngành công nghiệp xi măng.

Thứ hai, cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu ổn định trong giai đoạn 2013 – 2015.

Trong giai đoạn 2013 – 2015, cấu trúc tài chính theo quan hệ sở hữu ổn định quanh mức 73% nợ phải trả và 27% vốn chủ sở hữu. Trong đó, các khoản nợ phải trả có chi phí chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn vốn, bình quân là 45%, có xu hướng tăng nhẹ và ổn định trong giai đoạn 2009 – 2015. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho công tác quản lý tài chính, đảm bảo chủ động nguồn lực tài chính cho các hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ ba, quy mô và tỷ trọng vốn đầu tư của chủ sở hữu tăng lên

Quy mô vốn đầu tư của chủ sở hữu tăng lên và chiếm tỷ trọng ngày càng cao trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Đặc biệt là các doanh nghiệp có quy mô lớn, doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN trên 50%, và doanh nghiệp được niêm yết trên HOSE. Điều này cho thấy, loại hình doanh nghiệp này đã tận dụng lợi thế hoạt động và quy

mô để tận dụng cơ hội thực hiện huy động vốn chủ sở hữu từ bên ngoài. Tốc độ tăng trưởng vốn đầu tư của chủ sở hữu của DNXM bình quân đạt 8,43% trong giai đoạn 2009 – 2015. Riêng các doanh nghiệp có quy mô lớn, tốc độ tăng trưởng vốn đầu tư của chủ sở hữu tăng 9,09% trong giai đoạn 2009 – 2015. Qua đó góp phần nâng cao khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp.

Thứ tư, quy mô và tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên vẫn chiếm chủ yếu

Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn, các DNXM đã thực hiện chiến lược tài trợ theo hướng giảm dần nguồn vốn thường xuyên, tăng dần nguồn vốn tạm thời để tài trợ cho tài sản của doanh nghiệp. Tuy nhiên, quy mô và tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên vẫn chiếm chủ yếu. Trong giai đoạn 2009 – 2015, quy mô NVTX đạt 1.235.669 triệu đồng, tỷ trọng NVTX trên tổng tài sản là 59,27%. Tức là, doanh nghiệp vẫn sử dụng nguồn vốn dài hạn, ổn định, thường xuyên tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Điều này giúp cho doanh nghiệp hạn chế được rủi ro trong thanh toán, mức độ an toàn cao hơn, đồng thời giảm bớt chi phí sử dụng vốn.

Thứ năm, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giảm xuống

Trong giai đoạn 2009 – 2015, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết đang có sự thay đổi theo hướng tăng dần hệ số vay nợ, giảm dần hệ số vốn chủ sở hữu. Với cấu trúc tài chính này, cùng với kết quả kinh doanh và điều kiện môi trường kinh doanh trong giai đoạn 2009 – 2015, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) đang có xu hướng giảm dần, từ mức bình quân 17,75% năm 2009 xuống 12,65% năm 2014 và tăng nhẹ trở lại mức 12,89% năm 2015. Chi phí sử dụng vốn bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 đạt 16%. Đây là biểu hiện tích cực, giúp cho doanh nghiệp tiếp kiệm được chi phí, nâng cao hiệu quả thực hiện dự án đầu tư.

Thứ sáu, quy mô kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xi măng tăng lên.

Quy mô kinh doanh của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam thời gian qua được thể hiện thông qua các chỉ tiêu như doanh thu thuần, tài sản bình quân và nguồn vốn chủ sở hữu bình quân. Quy mô tài sản, quy mô nguồn vốn (bao gồm vốn chủ sở hữu và vốn vay) đều tăng lên trong giai đoạn 2009 – 2015, cho thấy các doanh nghiệp ngành xi măng không ngừng mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng được mở rộng, đặc biệt là nguồn vốn dài hạn.

Thứ bảy, phương thức huy động vốn được đa dạng hóa.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, các DNXM đã đa dạng hóa nguồn vốn huy động, nguồn tài trợ cho nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Theo quan hệ sở hữu, nguồn vốn chủ yếu vẫn từ vay nợ từ bên ngoài (vay ngắn hạn, vay dài hạn ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng) và phần vốn chiếm dụng. Nguồn vốn chủ sở hữu chủ yếu vốn đầu tư của chủ sở hữu.

Trong bối cảnh kinh tế gặp nhiều khó khăn, tăng trưởng kinh tế thấp, thị trường bất động sản suy thoái, đầu tư công suy giảm, cùng với hoạt động đầu tư dàn trải, phá vỡ quy hoạch dẫn đến tình trạng cung vượt cầu, cùng với những nguyên nhân nội tại, nhiều doanh nghiệp xi măng Việt Nam đã kinh doanh thua lỗ, nợ nần và có dấu hiệu rõ ràng của tình trạng mất khả năng thanh toán. Trước những thách thức này, một số DNXM đã thực hiện đa dạng hóa phương thức huy động vốn, tình cách gia tăng quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu nhằm cải thiện thực trạng tài chính của doanh nghiệp, tránh tình trạng mất khả năng thanh toán. Các phương thức doanh nghiệp thực hiện như:

* *Chuyển nợ thành vốn chủ sở hữu:* Phương thức này đã được công ty cổ phần xi măng Hà Tiên vận dụng năm 2013 bằng cách phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ công ty theo phương thức phát hành riêng lẻ 120 triệu cổ phần cho Tổng công ty công nghiệp xi măng Việt Nam (VICEM) với mục đích cân trừ công nợ giữa HT1 và công ty mẹ VICEM mà không thu tiền trực tiếp. Phương thức chuyển nợ thành vốn chủ sở hữu, trước mắt đã giúp cho HT1 cắt giảm được khoản nợ dài hạn lớn, qua đó làm cho chi phí lãi vay phải trả giảm đi đáng kể. Hệ số nợ phải trả giảm xuống từ 85,84 năm 2012 xuống còn 75,63 năm 2013. Bảng cân đối kế toán với các chỉ số tài chính cải thiện hơn sẽ giúp công ty dễ dàng hơn trong việc tiếp cận các nguồn tài trợ khác để đầu tư vào sản xuất kinh doanh.

* *Sáp nhập công ty:* Phương thức này đã được công ty cổ phần xi măng Hà Tiên vận dụng năm 2009, bằng cách sáp nhập Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 2 vào Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 1. Bên cạnh phương thức sáp nhập, nhằm tái cấu trúc một số doanh nghiệp xi măng như HVX còn thực hiện mua lại tài sản, nhà máy. Năm 2013, HVX đã thực hiện phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ công ty, số tiền thu được sẽ tài trợ cho việc mua lại nhà máy xi măng Ánh Sơn 2. Số cổ phần mới phát hành có thể được sử dụng để tắt toán, cân trừ công nợ phát sinh từ việc mua lại Nhà máy xi măng Ánh

Sơn 2. Do đó, giá trị tài sản cố định của HVX năm 2013 đã tăng từ 79.622 triệu đồng lên đến 877.508 triệu đồng.

* *Phát hành thêm cổ phiếu thường mới*: Phát hành chứng khoán mới được thực hiện dưới hình thức phát hành thêm cổ phiếu mới, chia cổ tức bằng cổ phiếu, chuyển đổi khoản vay thành vốn góp. Qua đó, gia tăng độ vững mạnh tài chính cho doanh nghiệp. Khai thác tối đa lợi thế của hình thức công ty cổ phần đã giúp cho doanh nghiệp xi măng huy động kịp thời vốn, tái cơ cấu nguồn vốn theo hướng hợp lý, hiệu quả, thúc đẩy quá trình sản xuất và tiêu thụ sản phẩm, vượt qua khủng hoảng thừa.

* *Huy động vốn bằng nguồn tài trợ nợ vay*.

Nguồn tài trợ từ nợ vay chiếm vị trí chủ đạo trong tổng nguồn vốn, là nguồn vốn cơ bản cho hoạt động kinh doanh và đầu tư của doanh nghiệp xi măng. Nợ phải trả (bao gồm các khoản chiếm dụng vốn, vay nợ ngắn hạn và vay nợ dài hạn) chiếm tỷ trọng rất cao trong tổng nguồn vốn và có xu hướng tăng lên liên tục trong giai đoạn 2009 – 2015. Doanh nghiệp ngành xi măng rất ít thực hiện huy động nợ vay dưới hình thức phát hành trái phiếu, hoặc thuê tài chính. Việc thực hiện huy động vốn vay nợ ngắn hạn và dài hạn được thực hiện dưới hình thức vay nợ của các tổ chức tín dụng, cá nhân thông qua cầm cố, thế chấp đảm bảo bằng tài sản.

3.4.2. Những hạn chế còn tồn tại

Bên cạnh những thành công, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng còn bất hợp lý và tác động tiêu cực đến sự cân bằng tài chính, sự độc lập về mặt tài chính, khả năng thanh toán, hiệu quả kinh doanh và giá trị doanh nghiệp.

Thứ nhất, cấu trúc tài chính tác động làm giảm sự cân bằng tài chính của các doanh nghiệp xi măng.

Căn cứ theo quan hệ sở hữu, cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết trong giai đoạn 2009 – 2015 duy hệ số nợ cao (68%). Trong nợ phải trả, chủ yếu là khoản nợ ngắn hạn (40%) và là các khoản nợ có phí (45,34%) và đều trong xu hướng tăng lên. Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn, cấu trúc tài chính duy trì 60% nguồn vốn thường xuyên, 40% nguồn vốn tạm thời. Trong nguồn vốn thường xuyên, quy mô và tỷ trọng của nợ dài hạn, nguồn vốn chủ sở hữu có xu hướng giảm xuống trong giai đoạn 2009 – 2015. Trong khi đó, quy mô và tỷ trọng tài sản dài hạn, tài sản ngắn hạn của DNXM ổn định. Quá trình điều chỉnh cấu trúc tài chính của

DNXM trong thời gian qua theo hướng gia tăng nợ ngắn hạn, giảm nguồn vốn thường xuyên đã làm sự cân bằng tài chính của DNXM giảm xuống, và mất cân bằng, gia tăng rủi ro tài chính đối với doanh nghiệp. Đặc biệt, trong giai đoạn 2011 – 2015, chỉ tiêu nguồn vốn lưu động thường xuyên đều âm, cho thấy các doanh nghiệp ngành xi măng đã dùng nguồn vốn tạm thời để tài trợ cho tài sản dài hạn. Cách thức tài trợ này ẩn chứa rủi ro tài chính, phản ánh phương thức tài trợ chưa hợp lý, cán cân thanh toán mất thăng bằng. Phản ánh chính sách tài trợ bị động, thiếu tính ổn định trong hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp thiếu chiến lược lâu dài trong hoạch định cấu trúc tài chính. Điều này càng đáng lo ngại hơn đối với doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng như ngành xi măng.

Thứ hai, cấu trúc tài chính tác động làm giảm mức độ độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp xi măng

Sự độc lập về mặt tài chính phản ánh khả năng tự chủ về mặt tài chính của doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2009 – 2015, nguồn vốn của DNXM chủ yếu được tài trợ từ nguồn vốn vay, phần lớn do nguồn nợ có phải trả chi phí và thời hạn của các khoản nợ là ngắn hạn. Các khoản nợ chiếm dụng chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn vốn (23%). Quy mô và hệ số nguồn vốn bên ngoài duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng lên, bình quân đạt 96,62% trong giai đoạn 2009 – 2015. Đặc biệt trong năm 2014 – 2015, hệ số này cao hơn 100%, cho thấy nguồn vốn tài trợ từ bên trong là không có. Nguồn vốn của DNXM do chủ thể bên ngoài tài trợ, phần nội lực thuộc về doanh nghiệp là rất thấp. Điều này cho thấy mức độ độc lập về mặt tài chính của DNXM là thấp và đang có xu hướng giảm xuống. Nguồn vốn kinh doanh phần lớn phụ thuộc bên ngoài, mang tính chất ngắn hạn.

Thứ ba, cấu trúc tài chính có tác động làm khả năng thanh toán suy giảm

Khả năng thanh toán của doanh nghiệp phản ánh năng lực về tài chính và mức độ rủi ro tài chính mà doanh nghiệp đối mặt. Trong giai đoạn 2009 – 2015, hệ số phản ánh khả năng thanh toán của doanh nghiệp ngành xi măng đều có xu hướng giảm xuống và ở mức thấp. Kết quả phân tích và bằng chứng thực nghiệm đối với DNXM cho thấy hệ số khả năng thanh toán hiện thời có mối quan hệ cùng chiều với hệ số NVTX, ngược chiều với hệ số nợ và hệ số NV bên ngoài. Trong giai đoạn 2009 – 2015, khi cấu trúc tài chính được điều chỉnh theo hướng giảm hệ số NVTX, hệ số nợ

và hệ số NV bên ngoài tăng thì khả năng thanh toán được điều chỉnh theo xu hướng giảm xuống. Đặt doanh nghiệp vào trạng thái căng thẳng về mặt tài chính nhằm đáp ứng cho nhu cầu trả nợ trong ngắn hạn. Sự cân bằng tài chính suy giảm và rủi ro tài chính tăng lên.

Thứ tư, cấu trúc tài chính tác động làm giảm hiệu quả kinh doanh

Hiệu quả kinh doanh được phản ánh thông qua chỉ tiêu ROE, ROA. Đây cũng là các chỉ tiêu có thể sử dụng để đo lường giá trị doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2009 – 2015, ROE và ROA của DNXM đều biến động theo xu hướng giảm xuống, bình quân trong giai đoạn này giảm lần lượt là 4,9% và 0,44%. Việc duy trì cấu trúc tài chính với hệ số nợ cao, đặc biệt là các khoản nợ ngắn hạn, có xu hướng tăng lên, hệ số nguồn vốn thường xuyên giảm dần, hệ số nguồn vốn bên ngoài tăng lên đã tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của DNXM. Hiệu quả kinh doanh suy giảm và đạt mức rất thấp, với kết quả âm trong giai đoạn 2011 – 2015. Điều này làm cho giá trị cổ phiếu, giá trị doanh nghiệp của DNXM giảm đi trong giai đoạn này. Kết quả phân tích và bằng chứng thực nghiệm trong mục 3.3.4 đối với DNXM trong giai đoạn 2009 – 2015 đã chứng minh nhận định trên.

Thứ năm, hệ số nợ ngắn hạn có xu hướng tăng và duy trì ở mức cao tác động làm gia tăng rủi ro tài chính, suy giảm giá trị doanh nghiệp.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, quy mô và hệ số nợ ngắn hạn của DNXM có xu hướng biến động tăng liên tục và ở mức cao, bình quân đạt 40,73%. Năm 2015, hệ số nợ ngắn hạn của DNXM đạt mức cao nhất là 48,04%. Việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn với quy mô và tỷ trọng lớn phản ánh: (1) Gây áp lực lên khả năng thanh toán của doanh nghiệp, gia tăng rủi ro cho các doanh nghiệp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho tài sản dài hạn. (2) Huy động nợ vay cao để tài trợ cho nhu cầu vốn phản ánh DNXM phụ thuộc rất nhiều vào động thái của chính sách tín dụng. (3) Chi phí sử dụng vốn tăng cao, do nguồn vốn ngắn hạn có chi phí huy động cao, sự thay đổi lãi suất sẽ ảnh hưởng trực tiếp, tức thời đến kết quả kinh doanh. (4) Nó phản ánh năng lực tài chính còn nhiều yếu kém, DNXM chưa thực sự quan tâm đến chính sách tài trợ, đặc biệt là những nguồn vốn có tính chất dài hạn, ổn định phục vụ cho hoạt động kinh doanh bền vững. Cuối cùng, tính tự chủ, độc lập về mặt tài chính của DNXM trong hoạt động kinh doanh giảm sút nghiêm trọng và mức rất thấp.

Thứ sáu, các phương thức tài trợ nợ vay chưa đa dạng

Nguồn tài trợ từ vay nợ chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn của DNXM. Tuy nhiên, phương thức tài trợ từ nợ vay của DNXM vẫn chưa thực sự đa dạng. Các DNXM vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nguồn vốn vay ngắn hạn, vay dài hạn từ các ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng với tỷ trọng vay ngắn hạn và vay dài hạn trong tổng nguồn vốn ở mức cao, lần lượt là 19,75% và 25,6%. Chiếm dụng vốn chiếm tỷ trọng 20,98% trong giai đoạn 2009 – 2015. Các phương thức huy động vốn khác như phát hành trái phiếu và cho thuê tài chính còn hạn chế, chưa được phổ biến. Việc phụ thuộc vào nguồn tài trợ vay nợ từ tổ chức tín dụng khiến cho hoạt động kinh doanh của DNXM thiếu tính chủ động, chịu tác động bất lợi lớn vào các yếu tố bên ngoài như lạm phát, lãi suất, hiện trạng nền kinh tế.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, doanh nghiệp ngành xi măng chưa sử dụng phương thức phát hành trái phiếu để huy động vốn. Duy nhất có Công ty cổ phần xi măng Thái Bình (TBX) thực hiện phát hành trái phiếu nội bộ trong giai đoạn 2008 – 2010 để huy động vốn. Phần vốn vay còn lại được tài trợ chủ yếu từ ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng, vay của các cá nhân. Do đó, doanh nghiệp xi măng không tận dụng được lợi thế của công cụ này để chủ động điều chỉnh cấu trúc vốn một cách linh hoạt, đảm bảo sử dụng vốn tiết kiệm và có hiệu quả.

3.4.3. Nguyên nhân cơ bản dẫn đến hạn chế

3.4.3.1. Nguyên nhân chủ quan

Một là, các doanh nghiệp xi măng chưa thực sự hiểu rõ cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính.

Trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp sử dụng vốn vay, một mặt nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn còn thiếu hụt, mặt khác nhằm kỳ vọng gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hoặc thu nhập trên cổ phần. Đồng thời, việc sử dụng vốn vay cũng làm tăng thêm rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Do đó, khi sử dụng vốn vay tài trợ cho nhu cầu vốn kinh doanh, doanh nghiệp cần hiểu rõ cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính. Khi doanh nghiệp sử dụng vốn và tài sản có hiệu quả, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) của doanh nghiệp lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE). Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy tài chính không phải lúc nào cũng đem lại kết quả tích cực cho chủ sở hữu, khi doanh nghiệp sử

dụng vốn và tài sản không hiệu quả, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) doanh nghiệp nhỏ hơn chi phí sử dụng vốn vay thì sẽ làm giảm sút nhanh hơn tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, tức là nếu doanh nghiệp bị thua lỗ thì càng lỗ nhiều hơn. Đây là nguyên lý cơ bản trong quản trị tài chính doanh nghiệp, nhưng điều này chưa được DNXM nhận thức đầy đủ và vận dụng phù hợp. Trong giai đoạn 2009 – 2015, hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp khảo sát giảm sút, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) giảm liên tục, và ở mức thấp. Lãi suất huy động vốn vay trên thị trường duy trì ở mức cao. Điều kiện này đã làm cho đòn bẩy tài chính khuếch đại theo chiều hướng âm, và thực tế đã chứng minh tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu giảm xuống. Trong giai đoạn 2009 – 2015, hiệu số (BEP – rd) âm, ROE giảm sút, thậm chí âm trong giai đoạn 2011 – 2013 và 2015. Trước thực trạng khó khăn này, việc duy trì hệ số nợ cao và tiếp tục tài trợ bằng nợ vay, đặc biệt nợ vay ngắn hạn, trong giai đoạn phát triển ảm đạm của thị trường bất động sản, thắt chặt đầu tư công, tăng trưởng kinh tế suy giảm của sẽ càng làm suy giảm ROE, gia tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán các khoản nợ, tình trạng khó khăn, khánh kiệt gia tăng, đẩy các doanh nghiệp tiếp cận nguy cơ phá sản.

Hai là, các doanh nghiệp xi măng chưa chú trọng xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp với từng giai đoạn phát triển doanh nghiệp.

Bắt đầu từ giai đoạn 2005 – 2010, ngành xi măng Việt Nam ngày càng được hoàn thiện theo hướng tiệm cận với thực tiễn đời sống xây dựng, cũng như tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, nhiều dự án được đầu tư ồ ạt, với khoảng 30 dự án xi măng được xây dựng, với tổng công suất khoảng 35 triệu tấn. Tuy nhiên, những dự án được xây dựng trong giai đoạn này được tổ chức, triển khai không tốt, nguồn tài trợ để xây dựng và triển khai thực hiện dự án thay vì nguồn vốn chủ sở hữu thì chủ yếu lại được tài trợ từ vốn vay. Cùng với yếu tố khách quan là suy giảm kinh tế, giai đoạn 2008 - 2009 đến nay, tình trạng cung vượt cầu, giá thành tăng, tiêu thụ chậm, hàng tồn kho tăng cao, kết quả kinh doanh và khả năng thanh toán suy giảm. Ngành xi măng đã chứng kiến một loạt tên tuổi như Xi măng Hạ Long, Xi măng Đồng Bành, Xi măng Quang Sơn... đứng trước nguy cơ phá sản. Như vậy, doanh nghiệp ngành xi măng vẫn chưa chú trọng xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp với từng giai đoạn phát triển doanh nghiệp. Thay vì tài trợ nguồn vốn chủ sở hữu cho giai đoạn hình thành và phát

triển, cùng với sự biến động bất lợi từ môi trường kinh doanh, môi trường vĩ mô thì sử dụng đòn bẩy tài chính cao ẩn chứa nhiều rủi ro đối với sự tồn tại và phát triển của ngành. Số liệu thực tế đã cho thấy hiệu quả kinh doanh giảm xuống, lợi nhuận suy giảm, khả năng thanh toán thấp, mất cân bằng tài chính cho thấy doanh nghiệp xi măng đối mặt với rất nhiều khó khăn.

Ba là, quy mô của các doanh nghiệp xi măng chủ yếu là nhỏ và trung bình

Các DNXM chủ yếu có quy mô nhỏ và trung bình (10/16 doanh nghiệp), năng lực tài chính hạn chế, hiệu quả kinh doanh thấp. Nguồn vốn chủ yếu là nợ ngắn hạn, và từ nguồn bên ngoài doanh nghiệp. Quy mô nhỏ và trung bình là yếu tố gây trở ngại cho hoạt động kinh doanh. Doanh nghiệp không có đủ năng lực tài chính để đầu tư sản xuất, nâng cao trình độ công nghệ, giảm chi phí và giá thành sản phẩm. Quy mô nhỏ và trung bình cũng ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn của doanh nghiệp, khả năng huy động vốn chủ sở hữu hạn chế. Quy mô vốn chủ sở hữu của loại hình doanh nghiệp này gần như không đổi trong giai đoạn 2009 – 2015. Phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn điều lệ là rất khó khăn, do kết quả kinh doanh kém nên nguồn lợi nhuận để lại không có. Quy mô nhỏ cũng gây khó khăn trong tiếp cận các nguồn vốn tín dụng, đặc biệt là nguồn vốn vay dài hạn. Phát hành trái phiếu huy động vốn không khả thi do DNXM chưa thực sự đủ lớn, tiềm lực đủ mạnh, để tạo được lòng tin đối với giới đầu tư. Hoạt động thẩm định, đánh giá kỹ dự án đầu tư của doanh nghiệp chưa được quan tâm. Một khó khăn rất lớn cho hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp là những quy định về điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp hiện nay rất chặt chẽ như hoạt động kinh doanh có lãi năm liền kề, không có lỗ lũy kế, không có nợ quá hạn... Hơn nữa, trong điều kiện kinh tế vĩ mô vẫn còn bất ổn, kinh tế chưa có dấu hiệu phục hồi vững chắc, nguy lạm phát, tiêu thụ xi măng gặp nhiều khó khăn, thị trường bất động sản suy giảm nên các nhà đầu tư sẽ rất thận trọng. Do đó, hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp huy động vốn gặp nhiều khó khăn và doanh nghiệp không mặt mà với phương thức tài trợ này.

Bốn là, yếu tố sở hữu nhà nước cũng ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNXM.

Những doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN trên vốn điều lệ trên 50% có khả năng tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn. Nguồn vốn chủ sở hữu của loại hình doanh nghiệp này tăng

lên và quy mô duy trì ở mức cao hơn rất nhiều so với loại hình doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN là 0% và dưới 50%. Doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN trên 50% dễ dàng phát hành chứng khoán để bổ sung vốn, điển hình như HT1. Loại hình doanh nghiệp này cũng duy trì hệ số nợ ổn định và ở mức thấp (bình quân 59,44%) hơn rất nhiều so với doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN là 0% (72,08%) và dưới 50% (75,45%). Quy mô nợ phải trả của Doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN trên 50% cũng cao hơn rất nhiều so với doanh nghiệp còn lại. Như vậy, yếu tố sở hữu nhà nước là nguyên nhân ảnh hưởng rất lớn đến lựa chọn và khả năng điều chỉnh cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng.

3.4.3.2. Nguyên nhân khách quan

Thứ nhất, hiện trạng của nền kinh tế vẫn còn chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế và suy thoái kinh tế.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề của suy thoái kinh tế. Tốc độ tăng trưởng kinh tế đã được cải thiện nhưng vẫn ở dưới mức tiềm năng. Quá trình phục hồi tăng trưởng đã diễn ra, song rất chậm, khó khăn và còn nhiều bất ổn. Tăng trưởng kinh tế tác động rất lớn đến triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản, vật liệu xây dựng nói chung và các doanh nghiệp xi măng nói riêng. Sự đóng băng của thị trường bất động sản ảnh hưởng rất lớn đến nhu cầu tiêu thụ xi măng. Tuy nhiên, Việt Nam là một nước đang phát triển, chính phủ đang chú trọng đến việc phát triển cơ sở hạ tầng vì vậy sẽ tác động đến sự phát triển của ngành xi măng trong tương lai. Yếu tố này tác động đến khả năng tiêu thụ sản phẩm, hiệu quả kinh doanh, từ đó ảnh hưởng đến khả năng trả nợ và tiếp cận nguồn vốn tín dụng của các DNXM.

Trong thời gian qua, lãi suất vay vốn cũng ở mức cao và có sự biến động mạnh khiến cho các doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn vay nhằm đảm bảo cho hoạt động sản xuất kinh doanh được ổn định. Do đặc điểm ngành, hầu hết các DNXM đều có tỷ lệ nợ khá cao nhằm đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất xi măng, rủi ro tín dụng ngành này khá lớn.

Thứ hai, thị trường vốn tại Việt Nam chưa thực sự phát triển.

Thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thực sự phát triển và có nhiều biến động, cụ thể như, tính thanh khoản hạn chế, số lượng doanh nghiệp được niêm yết chưa nhiều, cộng thêm các hạn chế về room cho khối ngoại. Điều này khiến cho việc

huy động vốn của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Chỉ những doanh nghiệp có quy mô lớn, thường có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao mới có khả năng tiếp cận nguồn vốn bổ sung từ phát hành chứng khoán. Doanh nghiệp có quy mô nhỏ và trung bình, tiếp cận nguồn vốn thông qua thị trường chứng khoán là rất khó khăn. Do đó, doanh nghiệp vẫn chủ yếu tiếp cận nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng.

Thứ ba, tình trạng phá vỡ quy hoạch của ngành xi măng

Trong những năm qua, đặc biệt trong giai đoạn 2009 – 2013, hoạt động ngành xi măng gặp rất nhiều khó khăn. Nguyên nhân cơ bản do sự phá vỡ quy hoạch sản xuất của ngành xi măng, rất nhiều nhà máy xi măng được đầu tư xây dựng tự phát của địa phương, cho đến những mức đầu tư siêu đắt đỏ của doanh nghiệp từ nguồn vốn vay. Dẫn đến tình trạng cung vượt quá cầu, mức độ cạnh tranh trong ngành khá gay gắt. Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào liên tục tăng nhưng giá bán thành phẩm khó tăng, thậm chí giảm theo do nguồn cung dư thừa, vì vậy rất khó khăn cho các doanh nghiệp trong ngành xi măng trong tiêu thụ, hàng tồn kho lớn, hiệu quả kinh doanh suy giảm. Qua đó tác động đến khả năng trả nợ và tiếp cận nguồn vốn của doanh nghiệp xi măng.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trên cơ sở lý luận về cấu trúc tài chính và phương pháp nghiên cứu được hệ thống hóa trong chương 1 và chương 2. Chương 3 của luận án tập trung nghiên cứu thực trạng cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam.

Ngành công nghiệp xi măng Việt Nam có lịch sử ra đời lâu đời. Đây là ngành công nghiệp nặng với đặc trưng cần đầu tư tài sản cố định lớn, thời gian thu hồi vốn kéo dài nên nguồn tài trợ là nguồn vốn dài hạn, chủ yếu là vốn chủ sở hữu, có rủi ro kinh doanh lớn, kết quả kinh doanh phụ thuộc rất lớn vào khả năng tiêu thụ sản phẩm, giá vốn hàng bán chiếm tỷ lệ khá cao trên doanh thu thuần... Với các đặc điểm này sẽ tác động đến cấu trúc tài chính, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp ngành xi măng.

Phân tích thực trạng cấu trúc tài chính, cùng với bằng chứng thực nghiệm của DNXM niêm yết trong giai đoạn 2009 – 2015 cho thấy kết quả đạt được như quy mô và tỷ trọng tài sản dài hạn được giữ ổn định; quy mô và tỷ trọng vốn đầu tư của chủ sở hữu tăng lên; quy mô và tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên vẫn chiếm chủ yếu; chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giảm xuống; quy mô kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xi măng tăng lên và phương thức huy động vốn được đa dạng hóa. Bên cạnh đó, những điểm hạn chế còn tồn tại trong cấu trúc tài chính đã được NCS nêu ra. Với cấu trúc tài chính như hiện tại đã làm giảm sự cân bằng tài chính, giảm mức độ độc lập về mặt tài chính, suy giảm khả năng thanh toán của các doanh nghiệp xi măng, qua đó tác động làm giảm hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra, hệ số nợ ngắn hạn có xu hướng tăng và duy trì ở mức cao tác động làm gia tăng rủi ro tài chính, suy giảm giá trị doanh nghiệp; các phương thức tài trợ nợ vay chưa đa dạng. Các kết quả nhận định trên được chứng minh bằng các phân tích và bằng chứng thực nghiệm. Bằng mô hình kinh tế lượng, NCS cũng chỉ ra các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính DNXM, trong đó cần đặc biệt chú ý đến các nhân tố như khả năng thanh toán, hiệu quả sử dụng vốn và tài sản, hiệu quả kinh doanh và quy mô doanh nghiệp. Như vậy, tái cấu trúc tài chính là hoạt động cần thiết nhằm xây dựng cấu trúc tài chính mục tiêu phù hợp nhằm giảm thiểu rủi ro tài chính, gia tăng hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp. Luận án cũng đã chỉ ra nguyên nhân khách quan và nguyên nhân chủ quan và đây chính là cơ sở để hoạch định giải pháp tái cấu trúc tài chính đối với DNXM niêm yết tại Việt Nam.

CHƯƠNG 4

GIẢI PHÁP TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

4.1. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN TỚI

4.1.1. Bối cảnh của nền kinh tế

Năm 2015 - Năm có ý nghĩa to lớn và quan trọng, năm cuối thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2011-2015 đã khép lại. Kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh của năm 2015 là cơ sở và động lực cho việc xây dựng và thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2016, năm đầu của Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016 - 2020. Kinh tế - xã hội năm 2015 diễn ra trong bối cảnh thị trường toàn cầu có những bất ổn, kinh tế thế giới vẫn đối mặt với nhiều rủi ro lớn với các nhân tố khó lường. Triển vọng kinh tế khu vực Eurozone chưa thật lạc quan. Thương mại toàn cầu sụt giảm do tổng cầu yếu. Kinh tế thế giới chưa lấy lại được đà tăng trưởng và phục hồi chậm. Giá dầu thô giảm mạnh dẫn đến giá cả hàng hóa có xu hướng giảm nhanh, ảnh hưởng đến các nước xuất khẩu. Sự bất ổn của thị trường tài chính toàn cầu với việc giảm giá đồng Nhân dân tệ và tăng trưởng sụt giảm của kinh tế Trung Quốc đã tác động mạnh tới kinh tế thế giới. Ở trong nước, giá cả trên thị trường thế giới biến động, nhất là giá dầu giảm gây áp lực đến cân đối ngân sách Nhà nước, nhưng đồng thời là yếu tố thuận lợi cho việc giảm chi phí đầu vào, phát triển sản xuất và kích thích tiêu dùng. Trong bối cảnh như vậy, ngay từ đầu năm, Chính phủ đã kịp thời chỉ đạo các ngành, các cấp, các địa phương thực hiện nghiêm và đồng bộ các giải pháp, từng bước tháo gỡ khó khăn, thúc đẩy sản xuất, kinh doanh nhằm thực hiện mục tiêu tổng quát của Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2015 là: “Tăng cường ổn định kinh tế vĩ mô, tập trung tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất, kinh doanh. Thực hiện mạnh mẽ các đột phá chiến lược, tái cơ cấu nền kinh tế gắn với chuyển đổi mô hình tăng trưởng, nâng cao hiệu quả và năng lực cạnh tranh, phấn đấu tăng trưởng cao hơn năm 2014”[27] .

*** Tăng trưởng kinh tế**

Mặc dù phải đối mặt với những diễn biến bất lợi của kinh tế thế giới, song khép lại năm 2015 kinh tế Việt Nam vẫn có tín hiệu tích cực từ tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2015 là GDP đạt 6,68%, cao nhất kể từ năm 2008 khi tính theo giá so sánh năm 2010. Khu vực sản xuất công nghiệp và xây dựng tiếp tục là thành tố quan trọng đóng góp cho sự cải thiện về tốc độ tăng trưởng. Khu vực này đã mở rộng 9,64% trong năm 2015, cao hơn nhiều so với các con số 5,08% và 6,42% của hai năm 2013 và 2014 [20]

Quy mô nền kinh tế năm nay theo giá hiện hành tăng; GDP bình quân đầu người năm 2015 ước tính đạt 45,7 triệu đồng, tương đương 2109 USD, tăng 57 USD so với năm 2014. Cơ cấu nền kinh tế năm nay tiếp tục có sự chuyển dịch nhưng tốc độ chậm, trong đó khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 33,25%.

*** Lạm phát**

Năm 2015 ghi nhận Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây, chỉ ở mức 0,63%. Trái với thường lệ, lạm phát năm qua thấp đặc biệt trong những tháng cuối năm, CPI hầu như không thay đổi so với cùng kỳ năm trước. Giá nhiên liệu trên thị trường thế giới gần đây giảm mạnh dẫn đến giá xăng dầu trong nước được điều chỉnh giảm, kéo theo chỉ số giá của nhóm nhà ở, vật liệu xây dựng và nhóm giao thông năm 2015 so với năm trước lần lượt giảm 1,62% và giảm 11,92%.

*** Xây dựng và đầu tư phát triển**

Hoạt động xây dựng năm nay tuy còn gặp một số khó khăn trong công tác quy hoạch, năng lực quản lý và công tác giải phóng mặt bằng nhưng cũng có những yếu tố thuận lợi: Chính sách lãi suất ngân hàng điều chỉnh giảm đã giúp cho các doanh nghiệp, tổ chức, cá nhân tiếp cận được vốn vay, giá vật liệu xây dựng tiếp tục ổn định cùng với sự ấm lên của thị trường bất động sản tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai các dự án, công trình. Nhiều dự án phát triển nhà ở được hoàn thành và bàn giao trong năm cùng với hoạt động xây dựng nhà ở trong dân tăng khá cao đã góp phần nâng cao giá trị sản xuất của ngành. Giá trị sản xuất xây dựng năm 2015 theo giá hiện hành ước tính đạt 974,4 nghìn tỷ đồng

Năm 2015 tiếp tục thực hiện đề án tổng thể tái cơ cấu nền kinh tế trong đó có tái cơ cấu đầu tư đi đôi với việc tiếp tục giảm dần đầu tư công, giảm tỷ trọng và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước, hoàn thiện thể chế về đầu tư nhằm huy động

mạnh mẽ các nguồn lực xã hội cho đầu tư phát triển. Việc triển khai, thực hiện có hiệu quả các văn bản pháp quy quan trọng trong hoạt động đầu tư đã góp phần tăng cường quản lý và nâng cao hiệu quả đầu tư. Bên cạnh đó, các ngành và cơ quan chức năng thực hiện đẩy mạnh huy động các nguồn lực và đa dạng hóa hình thức đầu tư, đồng thời tập trung chỉ đạo tháo gỡ vướng mắc, khó khăn để đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư phát triển theo kế hoạch được giao, đặc biệt là các chương trình dự án sử dụng nguồn vốn ODA và vốn vay ưu đãi. Môi trường pháp lý đầu tư được đổi mới và từng bước hoàn thiện góp phần thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI theo hướng nâng cao chất lượng nguồn vốn, khuyến khích các dự án sử dụng công nghệ cao, thân thiện với môi trường, sản xuất các sản phẩm có khả năng cạnh tranh và tham gia chuỗi sản xuất toàn cầu, ưu tiên các dự án phát triển công nghệ phụ trợ, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Vốn đầu tư phát triển toàn xã hội thực hiện năm 2015 theo giá hiện hành ước tính đạt 1.367,2 nghìn tỷ đồng, tăng 12% so với năm 2014 và bằng 32,6% GDP.

Triển vọng kinh tế 2016

Tiếp nối xu thế tăng trưởng kinh tế của năm 2015, Chính phủ đặt mục tiêu tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2016 đạt 6,7% và tốc độ tăng CPI đạt dưới 5%, xuất khẩu tăng 10% và nhập siêu không quá 5% kim ngạch xuất khẩu... Có nghĩa là nền kinh tế nước ta được Chính phủ đánh giá sẽ tiếp tục tăng trưởng cao và giữ ổn định kinh tế vĩ mô trong năm nay. Cùng với đó, các tổ chức quốc tế cũng đưa ra dự báo lạc quan về triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2016. Cụ thể, nhóm nghiên cứu EIU của tạp chí kinh tế uy tín The Economist dự báo, tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2016 có thể đạt xấp xỉ 7%. Với tốc độ tăng trưởng này, Việt Nam đứng thứ 9 trong nhóm nước có tốc độ tăng GDP nhanh nhất thế giới. Còn theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2016 sẽ đạt 6,6% (gần sát với mục tiêu kế hoạch của Chính phủ đề ra là 6,7%). Trong khi đó, theo đánh giá của khối Nghiên cứu Kinh tế thuộc ngân hàng HSBC, mục tiêu tăng trưởng 6,7% trong năm 2016 của Việt Nam nhiều khả năng sẽ đạt được tăng trưởng xuất khẩu đang phục hồi ở mức hai con số phản ánh ở các khoản đầu tư mới; nhu cầu tiêu dùng nội địa sẽ vẫn tăng mạnh nhờ vào chi tiêu cá nhân dồi dào cộng với lãi suất hỗ trợ vẫn ở mức thấp.

Cơ hội và thách thức từ hội nhập

Năm 2015 đánh dấu một bước ngoặt lớn trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam. Về cơ bản, Việt Nam đã hoàn tất đàm phán hàng loạt các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới (TPP, AEC và EVFTA) vốn không chỉ bó buộc trong các điều khoản về thương mại truyền thống mà còn mở rộng ra những vấn đề liên quan tới thể chế kinh tế như: Khung khổ pháp lý liên quan tới sở hữu trí tuệ, doanh nghiệp nhà nước, đầu tư, dịch vụ tài chính, mua sắm chính phủ... Điều này củng cố thêm nhiều cơ hội và động lực phát triển cho Việt Nam trong năm 2016, cũng như tạo thêm lực đẩy cho quá trình tái cơ cấu nền kinh tế.

Tuy nhiên, hội nhập luôn mang lại cả cơ hội và thách thức cho các bên tham gia. Quá trình hội nhập của Việt Nam trong vài thập kỷ gần đây đã giúp mang lại nhiều thành tích về tăng trưởng kinh tế, đầu tư, xuất khẩu và cải thiện thu nhập cho người lao động. Mức độ mở cửa càng lớn đồng nghĩa với rủi ro từ bên ngoài càng cao và thậm chí có thể làm xấu đi những rủi ro nội tại. Sự kiện Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới đã từng nhận được rất nhiều kỳ vọng lớn lao, nhưng nguồn vốn lớn ồ ạt đổ vào Việt Nam đi kèm với chính sách tiền tệ chưa linh hoạt đã tạo “bong bóng” bất động sản và tạo ra siêu lạm phát giai đoạn 2007-2008.

Sự phụ thuộc lớn vào nhập khẩu và đầu tư nước ngoài, những yếu kém và lãng phí nguồn lực tại các DN nhà nước là những cảnh báo Việt Nam không nên tự mãn với việc tham gia những hiệp định thương mại tự do đầy hứa hẹn như: TPP, AEC hay EVFTA. Tại thời điểm này, khu vực tư nhân tại Việt Nam vẫn chưa được đánh giá cao khi so sánh với các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Doanh nghiệp tư nhân tại Việt Nam hiện nay vẫn chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, bất lợi cả về quy mô cũng như hiệu quả hoạt động so với nhóm doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Đặc biệt, khi TPP có hiệu lực, dòng vốn FDI được kỳ vọng sẽ tăng mạnh, đi đôi với yêu cầu đối xử bình đẳng giữa các loại hình doanh nghiệp, các doanh nghiệp trong nước gặp nhiều khó khăn trong cạnh tranh ngay trên sân nhà. [20]

4.1.2. Định hướng phát triển doanh nghiệp xi măng Việt Nam trong thời gian tới.

Ngành xi măng đã có lịch sử hình thành, phát triển lâu dài, có vai trò quan trọng góp phần phát triển kinh tế - xã hội đất nước và ngày càng được hoàn thiện theo hướng

tiếp cận gần với đời sống xây dựng, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Nhằm đảm bảo sự phát triển bền vững của ngành công nghiệp xi măng Việt Nam, Quyết định 1488/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về quy hoạch phát triển công nghiệp xi măng Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 và định hướng đến năm 2030 ra đời. Bản quy hoạch này có nhiều quan điểm mới, bám sát thực tiễn về đầu tư phát triển các dự án sản xuất mới, định hướng phát triển ngành xi măng Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2020 và định hướng đến năm 2030. Có thể tóm lược ra một số quan điểm như sau:

* **Mục tiêu phát triển:** Phát triển ngành công nghiệp xi măng Việt Nam theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa và bền vững, có công nghệ tiên tiến, sản phẩm đảm bảo tiêu chuẩn chất lượng, đáp ứng nhu cầu thị trường; tiết kiệm nguyên liệu, nhiên liệu và tiêu hao năng lượng thấp; Bảo vệ môi trường, cảnh quan thiên nhiên.

* **Về đầu tư:** Đầu tư phát triển công nghiệp xi măng bền vững, góp phần phát triển kinh tế - xã hội, sử dụng tài nguyên hợp lý, bảo vệ môi trường và đảm bảo an ninh quốc phòng. Ưu tiên các dự án xi măng đầu tư ở các tỉnh phía Nam, các dự án đầu tư mở rộng, các dự án công suất lớn, công nghệ hiện đại, tiêu hao nguyên liệu và năng lượng thấp.

* **Về công nghệ:** Sử dụng công nghệ tiên tiến với mức độ tự động hóa cao, tiết kiệm tối đa nguyên liệu, năng lượng trong sản xuất. Lựa chọn thiết bị phù hợp nhằm đảm bảo sản xuất ổn định, sản phẩm chất lượng cao, giá thành hợp lý, tăng sức cạnh tranh trong điều kiện hội nhập kinh tế khu vực và quốc tế. Đầu tư hệ thống thiết bị tận dụng nhiệt khí thải trong các nhà máy xi măng để phát điện. Khuyến khích đầu tư công nghệ sản xuất xi măng gắn liền với việc xử lý và sử dụng chất thải công nghiệp và rác thải làm nhiên liệu để tiết kiệm năng lượng và bảo vệ môi trường.

* **Về quy mô sản xuất:** Phát triển các nhà máy có quy mô công suất lớn, các dự án đầu tư mới, công suất tối thiểu 2.500 tấn clanhke/ngày. Đối với các dự án ở vùng sâu, vùng xa và các dự án chuyển đổi công nghệ sản xuất xi măng lò đứng sang công nghệ sản xuất xi măng lò quay có thể áp dụng quy mô công suất phù hợp. Khuyến khích hình thành các tổ hợp sản xuất xi măng lớn từ các dự án hiện có bằng các hình thức phù hợp.

* **Về quy hoạch:** Ưu tiên đầu tư các dự án xi măng ở các tỉnh phía Nam, các vùng có điều kiện thuận lợi về nguyên liệu, có điều kiện phát triển công nghiệp, có

điều kiện hạ tầng giao thông. Hạn chế đầu tư các dự án xi măng ở những vùng có khó khăn về nguyên liệu, ảnh hưởng đến các di sản văn hóa, phát triển du lịch.

Dự báo sản lượng sản xuất và nhu cầu xi măng Việt Nam trong thời gian tới

Bảng 4.1: Nhu cầu xi măng dự kiến

Năm	Nhu cầu xi măng (Triệu tấn)
2011	54 - 55
2015	75 - 76
2020	93 - 95
2030	113 - 115

Nguồn: Quyết định 1488/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ

Trong năm 2016, dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng cả nước đạt khoảng 75 - 77 triệu tấn, tăng từ 4 - 7% so với năm 2015. Tỷ lệ tiêu thụ nội địa năm tới dự báo tăng lên mức 59 - 60 triệu tấn, trong khi lượng xuất khẩu xi măng giảm xuống 16 - 17 triệu tấn. Dù sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2016 tăng so với năm nay nhưng theo Bộ Xây dựng một số nhà máy xi măng trên cả nước vẫn không thể hoạt động hết công suất vì cầu trên thị trường không theo được cung. Tính đến cuối năm 2015, cả nước có 76 dây chuyền sản xuất xi măng với tổng công suất thiết kế đạt 81,56 triệu tấn/năm. Trong khoảng từ 1 - 2 năm tới đây, ngành xi măng dự kiến sẽ có thêm khoảng 6 dây chuyền sản xuất xi măng mới đi vào hoạt động như Xi măng Tân Thắng công suất 2 triệu tấn/ năm, Xi măng FiCO công suất 1,4 triệu tấn/ năm, Xi măng Công Thanh công suất 3,6 triệu tấn/năm, Xi măng Sông Lam (giai đoạn 1) công suất 4 triệu tấn/ năm, Xi măng Thanh Liêm công suất 2,3 triệu tấn/ năm, Xi măng Xuân Thành công suất 4,5 triệu tấn/ năm [23]. Dự báo trong vòng 5 năm tiếp theo, công suất thiết kế ngành xi măng của Việt Nam sẽ chạm mốc 98,76 triệu tấn/ năm. Hiện nay, Việt Nam đứng thứ 5 sau Trung Quốc, Ấn Độ, Iran và Mỹ về sản lượng sản xuất xi măng đứng đầu Thế giới, khi 6 dây chuyền sản xuất mới đi vào hoạt động vị trí này có thể sẽ thay đổi lên vị trí thứ 3 hoặc 4. Dự báo giá xi măng vẫn tiếp tục ổn định do chi phí sản xuất cơ bản ổn định.

4.2. QUAN ĐIỂM THỰC HIỆN TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CÁC DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.

4.2.1. Tái cấu trúc tài chính cần đảm bảo tính tương thích

Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn, cấu trúc tài chính doanh nghiệp được chia thành nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn thường xuyên. Nguồn vốn thường

xuyên là nguồn vốn có tính chất ổn định, lâu dài mà doanh nghiệp có thể sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Nguồn vốn này thường được sử dụng để mua sắm, hình thành tài sản cố định và một bộ phận hình thành tài sản lưu động thường xuyên cần thiết cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Tài sản của doanh nghiệp được chia thành tài sản cố định, tài sản lưu động thường xuyên và tài sản lưu động tạm thời. Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích, tức là hoạch định cấu trúc tài chính phải đảm bảo sự phù hợp giữa thời gian đáo hạn của các nguồn tài trợ với chu kỳ sinh lời của tài sản đầu tư. Với yêu cầu như vậy, TSCĐ và TSLĐ thường xuyên có thời gian hoàn vốn lâu dài cần được tài trợ bằng nguồn vốn nguồn vốn ổn định là vốn chủ sở hữu và các nguồn tài trợ dài hạn khác. Còn TSLĐ tạm thời cần được tài trợ bằng các nguồn vốn ngắn hạn, nhằm giảm thiểu rủi ro mất khả năng thanh toán, lành mạnh hóa tình hình tài chính của doanh nghiệp.

4.2.2. Tái cấu trúc tài chính phải đảm bảo sự cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro

Nguyên tắc này được xây dựng trên cơ sở phân tích tác động của đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính. Tác động của đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính tạo nên hiệu ứng đòn bẩy tổng hợp, đó là khi doanh nghiệp sử dụng nhiều vốn vay, đồng thời sử dụng vốn vay đó hình thành nên tài sản cố định. Hiệu ứng của đòn bẩy luôn có tính hai mặt, khi sản lượng đạt được vượt qua mức sản lượng hòa vốn, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản vượt qua lãi suất tiền vay với độ tin cậy cao thì việc gia tăng vay nợ sẽ khiến đòn bẩy khuyết đại theo chiều hướng dương, tức làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Ngược lại, khi sản lượng đạt được thấp hơn mức sản lượng hòa vốn, tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản nhỏ hơn lãi suất tiền vay thì việc gia tăng vay nợ sẽ khiến đòn bẩy khuyết đại âm, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu giảm. Như vậy, khi hoạch định cấu trúc tài chính của doanh nghiệp cần chú ý tới phương thức tác động của đòn bẩy tài chính, qua đó đảm bảo sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận.

4.2.3. Tái cấu trúc tài chính phải đảm bảo phù hợp với sự thay đổi của môi trường kinh doanh.

Bất kỳ doanh nghiệp nào cũng hoạt động trong một môi trường nhất định và chịu tác động của các nhân tố thuộc môi trường kinh doanh đó. Trong điều kiện môi trường kinh doanh Việt Nam hiện nay, các doanh nghiệp xi măng đang phải đối mặt

với các vấn đề như (1) tình trạng cung vượt quá cầu dẫn đến áp lực cạnh tranh gay gắt, khi Việt Nam càng hội nhập kinh tế quốc tế sâu rộng, đặc biệt cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) được thành lập cuối năm 2015, các tập đoàn, công ty xi măng lớn của các nước nội khối ASEAN như Indonexia, Thailan sẽ vào Việt Nam, áp lực cạnh tranh giữa doanh nghiệp xi măng trong nước và nước ngoài càng lớn; (2) nền kinh tế vẫn còn chịu ảnh hưởng nặng nề từ suy thoái kinh tế, thị trường bất động sản mới ấm lên, làm cho khả năng tiêu thụ sản phẩm chậm, lượng hàng tồn kho vẫn còn lớn.

Do đó, thực hiện tái cấu trúc các doanh nghiệp ngành xi măng phải gắn liền với mục tiêu nâng cao năng lực cạnh tranh, năng lực tài chính. Nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh, cần tăng cường quy mô, năng lực sản xuất và chất lượng sản phẩm. Sử dụng công nghệ tiên tiến nhằm tiết kiệm nguyên liệu, giảm tiêu hao năng lượng. Nhằm nâng cao năng lực tài chính, cần nâng cao khả năng tự chủ tài chính, tận dụng sự ổn định của kinh tế vĩ mô như lạm phát thấp, lãi suất giảm để tăng cường quy mô, huy động nguồn tài chính dài hạn.

4.2.4. Tái cấu trúc tài chính phải đảm bảo sự phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp.

Xây dựng một cấu trúc tài chính hợp lý có ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả kinh doanh, rủi ro tài chính và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc xác định cấu trúc tài chính hợp lý đảm bảo cho doanh nghiệp hoạt động hiệu quả phụ thuộc vào môi trường kinh doanh của thể của doanh nghiệp trong từng giai đoạn phát triển.

Sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp đều trải qua 4 giai đoạn sau: Giai đoạn hình thành, tăng trưởng, phát triển ổn định và suy thoái. Mỗi một giai đoạn phát triển có những đặc trưng và yêu cầu quản trị tài chính khác nhau. Các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp cần nắm rõ đặc trưng của từng giai đoạn, mục tiêu phát triển để lựa chọn chiến lược tài chính phù hợp, nhằm rút ngắn thời gian trong giai đoạn hình thành, kéo dài thời gian tăng trưởng và phát triển ổn định. Đồng thời, chủ động điều chỉnh chiến lược kinh doanh trong giai đoạn suy thoái. Tương ứng với mỗi giai đoạn phát triển của doanh nghiệp đòi hỏi một cấu trúc tài chính phù hợp với đặc điểm kinh doanh của từng giai đoạn phát triển.

Giai đoạn hình thành: Trong giai đoạn này, vốn và kinh nghiệm còn hạn chế, sản phẩm chưa có chỗ đứng trên thị trường nên tiêu thụ sản phẩm gặp nhiều khó khăn,

các khoản thu lớn chưa có nhiều trong khi nhu cầu chi tiêu lại cao nên rủi ro kinh doanh trong giai đoạn này lớn. Do đó, nguồn vốn của doanh nghiệp chủ yếu vẫn là nguồn vốn chủ sở hữu (vốn đầu tư của chủ sở hữu và lợi nhuận để lại). Việc sử dụng nguồn tài trợ từ vay nợ khá mạo hiểm, dù ở mức độ rất thấp cũng dễ dàng dẫn đến rủi ro phá sản

Giai đoạn tăng trưởng: Kết thúc giai đoạn hình thành, các doanh nghiệp đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong giai đoạn này, doanh nghiệp sẽ đầu tư mở rộng thị phần, nâng cao năng lực sản xuất, quản lý. Nhu cầu vốn kinh doanh đòi hỏi lớn. Đây cũng là giai đoạn các nguồn vốn của doanh nghiệp có nhiều cơ hội phát triển đa dạng. Nguồn tài trợ hợp lý cho doanh nghiệp trong giai đoạn này là phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng.

Giai đoạn phát triển ổn định: Kết thúc giai đoạn tăng trưởng, rủi ro xuống thấp ở mức độ trung bình, doanh thu cao và tương đối ổn định sẽ cho phép doanh nghiệp có thể ứng phó với rủi ro tài chính cao. Chiến lược tài chính trong giai đoạn này sẽ chuyển từ việc tài trợ hầu như hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu sang kết hợp với một tỷ trọng nợ ngày càng cao trong cấu trúc tài chính.

Giai đoạn suy thoái: Bước sang giai đoạn này, khi máy móc thiết bị công nghệ trở nên lạc hậu, lợi thế thị trường và sản phẩm mới không còn. Nguồn vốn chủ sở hữu cho hoạt động kinh doanh chủ yếu từ lợi nhuận giữ lại (nếu có). Trong giai đoạn này, việc huy động thêm nợ vay là khó khăn vì khả năng thanh toán của doanh nghiệp là hạn chế. Doanh nghiệp nên cân nhắc thực hiện thu hẹp dần quy mô kinh doanh.

4.3. GIẢI PHÁP TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP XI MĂNG NIÊM YẾT TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY TẠI VIỆT NAM

4.3.1. Nhóm giải pháp trực tiếp

4.3.1.1. Xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp cho các doanh nghiệp ngành xi măng Việt Nam.

Việc hoạch định cấu trúc tài chính được dựa trên nền tảng nguyên lý đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Sử dụng nợ vay nhiều hơn sẽ làm gia tăng rủi ro của doanh nghiệp, nhưng hệ số nợ cao đem lại kỳ vọng lợi nhuận lớn hơn trong tương lai. Giá cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ giảm xuống khi rủi ro có khuynh hướng tăng cao, trong khi tỷ suất lợi nhuận gia tăng sẽ làm tăng giá cổ phiếu. Do đó, cấu trúc tài chính tối ưu là

cấu trúc tài chính làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, qua đó làm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Trên thực tế, việc xác định chính xác cấu trúc tài chính tối ưu là khó thực hiện. Doanh nghiệp chỉ có thể hoạch định cấu trúc tài chính mục tiêu dựa trên nguyên lý đánh đổi rủi ro và lợi nhuận, điều kiện kinh doanh của doanh nghiệp, lý thuyết về cấu trúc vốn tối ưu. Theo thời gian, khi những điều kiện, hoàn cảnh kinh doanh thay đổi thì cấu trúc tài chính mục tiêu phải thay đổi theo. Tuy nhiên, việc hoạch định cấu trúc tài chính mục tiêu là cần thiết, làm cơ sở cho chính sách huy động vốn của doanh nghiệp. Tùy theo nhu cầu huy động vốn và điều kiện kinh doanh cụ thể của từng doanh nghiệp mà việc xây dựng cấu trúc tài chính được dựa trên nhiều cơ sở, tiêu chí cũng như các nhân tố ảnh hưởng khác nhau. Vì vậy, việc xây dựng một cấu trúc tài chính phù hợp cho từng doanh nghiệp phải được xem xét trong mối tương quan của nhiều nhân tố. Theo kết quả phân tích kiểm định ở chương trước, ta có mô hình kinh tế lượng phù hợp để xây dựng cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam là:

Căn cứ theo quan hệ sở hữu vốn:

$$TD = - 0,192 * LIQ$$

$$LTD = - 1,112 + 0,102*QMTS - 0,11*VTS$$

$$STD = 0,45 - 0,656 *BEP - 0,15 * LIQ + 0,148 * VTS$$

Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn:

$$NVTX = 0,55 + 0,656*BEP + 0,150*LIQ - 0,148*VTS$$

Căn cứ theo phạm vi huy động vốn:

$$NVBN = - 0,713*BEP - 0,047*LIQ + 0,915*UNI$$

Ứng dụng mô hình hồi quy kinh tế lượng trong xây dựng cấu trúc tài chính không chỉ giúp doanh nghiệp xác định được cấu trúc tài chính, mà còn giúp cho nhà quản trị tài chính nhận thức được những nhân tố sẽ ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính, xu hướng tác động và tầm quan trọng của từng nhân tố. Qua đó phần nào hỗ trợ, gợi mở cho nhà quản trị tài chính ra các quyết định về cấu trúc tài chính trong các doanh nghiệp ngành xi măng. Cụ thể:

Khi hoạch định cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, các nhà quản trị tài chính các DNXM cần dựa vào các biến số như hiệu quả kinh doanh, hiệu quả sử dụng vốn và tài sản, khả năng thanh toán, quy mô tài sản. Trong đó:

- Khả năng thanh toán (LIQ) là nhân tố quan trọng nhất có tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Việc tăng cường khả năng thanh toán của DNXM sẽ có tác động thúc đẩy doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng giảm dần nợ ngắn hạn, và hệ số nợ phải trả và các nguồn vốn từ bên ngoài doanh nghiệp. Đồng thời, thúc đẩy doanh nghiệp tăng cường nguồn vốn thường xuyên, mang tính chất dài hạn. Từ đó, giúp gia tăng sự cân bằng tài chính, giảm thiểu rủi ro tài chính.

- Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (VTS) là nhân tố quan trọng thứ hai có tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Khi hiệu quả sử dụng vốn và tài sản tăng sẽ khuyến khích DNXM gia tăng sử dụng nợ ngắn hạn, giảm sử dụng nợ dài hạn, cũng như nguồn vốn dài hạn của doanh nghiệp.

- Hiệu quả kinh doanh (BEP) là nhân tố rất quan trọng thứ ba có tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Nâng cao hiệu quả kinh doanh sẽ có tác động thúc đẩy DNXM thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng tăng cường nguồn vốn dài hạn, giảm dần nguồn vốn từ bên ngoài, nguồn vốn ngắn hạn.

- Quy mô doanh nghiệp (QMTS) là nhân tố có ảnh hưởng lớn đến quyết định sử dụng nợ dài hạn. Khi quy mô tài sản càng lớn thì hệ số nợ dài hạn có xu hướng tăng. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi và lý thuyết về chi phí đại diện.

- Doanh nghiệp nào có tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần (UNI) càng cao thì hệ số nguồn vốn bên ngoài tăng, nói cách khác mức độ độc lập về mặt tài chính càng giảm. Đây là nhân tố có mức độ ảnh hưởng lớn đến mức độ độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp xi măng. Khi khả năng thanh toán và hiệu quả kinh doanh tăng lên, thì mức độ độc lập về mặt tài chính cũng tăng.

- Với dữ liệu thu thập trong giai đoạn 2009 – 2015 của các DNXM được khảo sát. Sự tác động của các nhân tố như tốc độ tăng trưởng (GTDT), cấu trúc tài sản (TSHH), thuế (TAX), tăng trưởng kinh tế (GDP), triển vọng phát triển thị trường vốn (HNX) và điều kiện thị trường nợ (LSCV) đến cấu trúc tài chính không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, sự thay đổi cấu trúc tài chính của DNXM phải do chính các yếu tố nội tại của doanh

nghiệp quyết định, đó là khả năng thanh toán, quy mô của doanh nghiệp, đặc điểm riêng doanh nghiệp, hiệu quả sử dụng vốn và tài sản và hiệu quả kinh doanh.

Ứng dụng xây dựng mô hình cấu trúc tài chính mục tiêu cho doanh nghiệp xi măng Việt Nam_ Nghiên cứu điển hình Công ty cổ phần xi măng Bim Sơn.

Cấu trúc tài chính mục tiêu là cấu trúc tài chính mà tại đó chi phí sử dụng vốn nhỏ nhất mà vẫn đảm bảo được khả năng thanh toán. Tác giả vận dụng phương pháp định lượng – Phương pháp chi phí sử dụng vốn để xác định cấu trúc tài chính mục tiêu cho Công ty cổ phần xi măng Bim Sơn. Việc xác định được thực hiện qua các bước sau:

Bước 1: Xác định các thông số của mô hình

(1) Xác định lãi suất phi rủi ro (R_f)

Lãi suất phi rủi ro được tính bằng lãi suất trúng thầu bình quân của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm do Kho bạc Nhà nước phát hành trong năm 2015 là 6,68%.

Bảng 4.2: Ước tính lãi suất phi rủi ro năm 2015

Kỳ hạn trái phiếu	Loại tiền tệ	Số phiên đấu thầu	Vùng LS đặt thầu(%/năm)	Vùng LS trúng thầu(%/năm)
5 Năm	VND	56	5.00 - 7.80	5.10 - 6.65
10 Năm	VND	31	6.28 - 8.00	6.35 - 7.00

Nguồn: <http://www.hnx.vn>

(2) Xác định phần bù rủi ro ($R_m - R_f$)

Trong mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), phần bù rủi ro cổ phần (Equity Risk Premium- ERP) là phần chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường và tỷ suất sinh lợi tài sản phi rủi ro. Đây là chỉ tiêu quan trọng được sử dụng để xác định chi phí sử dụng vốn cổ phần (r_e), chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC), nó phản ánh mức độ bù đắp rủi ro giữa quyết định đầu tư vào tài sản vốn cổ phần so với việc đầu tư vào một tài sản khác không rủi ro hoặc rất ít rủi ro (như Trái phiếu chính phủ). Nếu mức độ bù đắp theo kỳ vọng và yêu cầu không đủ lớn, người ta sẽ không quyết định đầu tư.

Để xác định phần bù rủi ro vốn cổ phần tại Việt Nam năm 2015, tác giả sử dụng kết quả tính toán cho Việt Nam của Giáo Sư Aswath Damodaran tại Trường Stern School of Business - Đại học New York (Mỹ) công bố trên <http://pages.stern.nyu.edu>. Kết quả cho thấy, ERP của Việt Nam năm 2015 là 12,71%

(3) Xác định cấu trúc tài chính của BCC theo giá trị thị trường.

Cấu trúc tài chính của BCC theo giá trị thị trường phản ánh tỷ trọng của nguồn vốn theo giá trị thị trường. Nguồn vốn của công ty bao gồm nguồn vốn vay và nguồn vốn chủ sở hữu. Nguồn vốn vay được xác định dựa trên giá trị sổ sách kế toán bao gồm khoản vay ngắn hạn và vay dài hạn. Nguồn vốn chủ sở hữu được xác định bằng cách lấy số lượng cổ phiếu đang lưu hành nhân với giá trị thị trường cổ phiếu bình quân năm. Kết quả phản ánh cấu trúc tài chính của công ty BCC trong bảng sau:

Bảng 4.3 : Cấu trúc tài chính theo giá trị thị trường BCC năm 2015

Chỉ tiêu	Số lượng CPT đang lưu hành (Cổ phiếu)	Giá đóng cửa cổ phiếu BCC (Đồng /cổ phiếu)	Giá trị thị trường (Triệu đồng)	Tỷ trọng
Vay ngắn hạn			1.578.624	
Vay dài hạn			738.353	
Tổng nợ vay (D)			2.316.977	60.60%
Cổ phiếu thường (E)	95.661.397	15.749	1.506.590	39.40%
Tổng nguồn vốn			3.823.567	
Tỷ số D/E			1.54	154%

Nguồn: Tính toán của tác giả và báo cáo tài chính của BCC

(4) Xác định thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (T_c)

Theo quy định hiện hành, Công ty cổ phần xi măng Bim Sơn là doanh nghiệp lớn, có doanh thu hàng năm trên 20 tỷ đồng. Do đó, mức thuế suất thuế thu nhập áp dụng đối với công ty tại Việt Nam năm 2015 là 22%.

(5) Xác định hệ số Beta của cổ phiếu BCC

Hệ số Beta của cổ phiếu BCC được xác định dựa trên dữ liệu lịch sử của cổ phiếu BCC với chỉ số chứng khoán là chỉ số HNX – Index từ ngày 24/11/2006 đến ngày 31/12/2015. Hệ số Beta của cổ phiếu BCC được xác định qua công thức sau:

$$\beta_L = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \frac{0.0004242}{0.0004217} = 1.01$$

Như vậy, Beta có đòn bẩy tài chính của công ty là 1,01.

Beta không có đòn bẩy của công ty được xác định theo công thức sau:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T_c) * \frac{D}{E}} = \frac{1,01}{1 + (1 - 22\%) * 1,54} = 0,46$$

Bước 2: Xác định chi phí sử dụng vốn cổ phần tương ứng với cấu trúc tài chính khác nhau.

(1) Xác định Beta có đòn bẩy tài chính của công ty tương ứng với từng cấu trúc tài chính theo công thức sau: $\beta_L = \beta_U * (1 + (1 - T_c) * \frac{D}{E})$

(2) Xác định chi phí sử dụng vốn cổ phần (r_e) tương ứng với cấu trúc tài chính khác nhau theo mô hình CAPM.

$$R_e = R_f + \beta_L * (R_m - R_f) = R_f + \beta_L * ERP$$

Kết quả xác định chi phí sử dụng vốn cổ phần tại các mức cấu trúc tài chính

Bảng 4.4: Chi phí sử dụng vốn cổ phần tại mức cấu trúc tài chính

Hệ số nợ	Tổng nguồn vốn	Vốn vay	Vốn CSH	Tỷ số D/E	Beta L	Chi phí sử dụng vốn cổ phần (re)
0%	3.823.567	-	3.823.567	0,00	0,4575	12,49%
10%	3.823.567	382.357	3.441.210	0,11	0,4972	12,99%
15%	3.823.567	573.535	3.250.032	0,18	0,5205	13,29%
20%	3.823.567	764.713	3.058.853	0,25	0,5468	13,62%
25%	3.823.567	955.892	2.867.675	0,33	0,5765	14,00%
30%	3.823.567	1.147.070	2.676.497	0,43	0,6105	14,43%
40%	3.823.567	1.529.427	2.294.140	0,67	0,6955	15,51%
50%	3.823.567	1.911.783	1.911.783	1,00	0,8144	17,03%
60%	3.823.567	2.294.140	1.529.427	1,50	0,9929	19,29%
70%	3.823.567	2.676.497	1.147.070	2,33	1,2903	23,07%
80%	3.823.567	3.058.853	764.713	4,00	1,8851	30,63%
90%	3.823.567	3.441.210	382.357	9,00	3,6695	53,31%
60.60%	3.823.567	2.316.977	1.506.590	1,54	1,0064	19,47%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bước 3: Xác định chi phí sử dụng nợ vay tại các mức cấu trúc tài chính khác nhau.

Dựa trên bảng xếp hạng xác định phần bù rủi ro vỡ nợ do Giáo sư Aswarth Damodaran – Trường Stern School of Business (Mỹ) công bố trên <http://pages.stern.nyu.edu>. Bảng xếp hạng này dựa trên hệ số khả năng thanh toán lãi vay của doanh nghiệp phi tài chính có giá trị vốn hóa thị trường trên 5 tỷ đôla và dưới 5 tỷ đôla (*Phụ lục 4.1*). Theo hệ thống xếp hạng này, công ty cổ phần xi măng Bim Sơn được xếp hạng doanh nghiệp có giá trị vốn hóa nhỏ hơn 5 tỷ đôla. Khả năng thanh toán lãi vay được xác định bằng cách lấy lợi nhuận trước lãi vay và thuế chia cho số tiền lãi

vay phải trả. Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) của BCC năm 2015 là 479.300 triệu đồng. Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam năm 2015 là 6,5% [58]. Chi phí sử dụng nợ vay tại các mức cấu trúc tài chính khác nhau của công ty được thể hiện qua bảng sau:

Bảng 4.5: Chi phí sử dụng nợ vay tại mức cấu trúc tài chính

Hệ số nợ	Tổng NV	Vốn vay	Số tiền lãi vay	Hệ số KNTTLV	Xếp hạng	Phần bù rủi ro	Rf	rd	rdt
0%	3.823.567	-	-						
10%	3.823.567	382.357	24.853	19,29	AAA	0,40%	6,68%	7,08%	5,52%
15%	3.823.567	573.535	37.280	12,86	AAA	0,40%	6,68%	7,08%	5,52%
20%	3.823.567	764.713	49.706	9,64	AA	0,70%	6,68%	7,38%	5,75%
25%	3.823.567	955.892	62.133	7,71	A+	0,90%	6,68%	7,58%	5,91%
30%	3.823.567	1.147.070	74.560	6,43	A	1,00%	6,68%	7,68%	5,99%
40%	3.823.567	1.529.427	99.413	4,82	A-	1,20%	6,68%	7,88%	6,14%
50%	3.823.567	1.911.783	124.266	3,86	BB+	2,75%	6,68%	9,43%	7,35%
60%	3.823.567	2.294.140	149.119	3,21	BB	3,25%	6,68%	9,93%	7,74%
70%	3.823.567	2.676.497	173.972	2,76	B+	4,00%	6,68%	10,68%	8,33%
80%	3.823.567	3.058.853	198.825	2,41	B	5,00%	6,68%	11,68%	9,11%
90%	3.823.567	3.441.210	223.679	2,14	B	5,00%	6,68%	11,68%	9,11%
60.6%	3.823.567	2.316.977	150.604	3,18	BB	3,25%	6,68%	9,93%	7,74%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bước 4: Xác định cấu trúc tài chính mục tiêu

Chi phí sử dụng vốn bình quân tại các mức cấu trúc tài chính khác nhau của công ty được thể hiện qua bảng 4.6 sau:

Bảng 4.6: Chi phí sử dụng vốn bình quân tại các mức cấu trúc tài chính

Hệ số nợ	Hệ số VCSH	Beta L	re	rdt	WACC	ROE
0%	100%	0.4575	12.49%	0.00%	12.49%	6.96%
10%	90%	0.4972	12.99%	5.52%	12.25%	7.12%
15%	85%	0.5205	13.29%	5.52%	12.13%	7.21%
20%	80%	0.5468	13.62%	5.75%	12.05%	7.26%
25%	75%	0.5765	14.00%	5.91%	11.98%	7.31%
30%	70%	0.6105	14.43%	5.99%	11.90%	7.38%
40%	60%	0.6955	15.51%	6.14%	11.77%	7.51%
50%	50%	0.8144	17.03%	7.35%	12.19%	6.57%
60%	40%	0.9929	19.29%	7.74%	12.36%	5.79%
70%	30%	1.2903	23.07%	8.33%	12.75%	3.77%
80%	20%	1.8851	30.63%	9.11%	13.41%	-1.63%
90%	10%	3.6695	53.31%	9.11%	13.53%	-12.36%
60.6%	39,4%	1.0064	19.47%	7.74%	12.36%	5.76%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Cấu trúc tài chính mục tiêu là cấu trúc tài chính mà tại đó chi phí sử dụng vốn bình quân là nhỏ nhất. Như vậy, khi hệ số nợ biến động từ 0% đến 90%, chi phí sử dụng vốn bình quân biến động tương ứng từ 11,77% đến 13,53%. Tại cấu trúc tài chính 40% nợ vay và 60% vốn cổ phần sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân nhỏ nhất (đạt 11,77%). Tại cấu trúc tài chính hiện tại của BCC (60,6% nợ vay, 39,4% vốn cổ phần) thì WACC bằng 12,36% và ROE bằng 5,76%. Khi thực hiện điều chỉnh cấu trúc tài chính về mức 40% nợ vay, 60% vốn cổ phần thì WACC giảm xuống còn 11,77% và ROE tăng từ mức 5,67% lên mức 7,51%.

Bước 5: Phân tích độ nhạy cấu trúc tài chính mục tiêu

Cấu trúc tài chính mục tiêu của công ty BCC được xây dựng trên cơ sở hệ thống xếp hạng tín nhiệm của các doanh nghiệp trên thị trường Mỹ có thể chưa thực sự phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, giá cổ phiếu của doanh nghiệp ngành xi măng được xác định trong thời kỳ nền kinh tế đang trong giai đoạn tái cơ cấu, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Để khắc phục những hạn chế của số liệu trong thời kỳ này có thể thực hiện phân tích độ nhạy.

**** Phân tích độ nhạy của cấu trúc tài chính với giá trị thị trường của cổ phiếu***

Kết quả phân tích cấu trúc tài chính mục tiêu của BCC dựa trên giá trị thị trường của cổ phiếu BCC bình quân năm 2015 là 15.749 đồng/cổ phiếu. Với các mức giá biến động từ 11.024 đồng/cổ phiếu đến 23.624 đồng/cổ phiếu thì cấu trúc tài chính mục tiêu vẫn ở mức 40% nợ vay và 80% vốn cổ phần.

Bảng 4.7: Cấu trúc tài chính mục tiêu với các mức giá thị trường của cổ phiếu

Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	Hệ số nợ hiện tại	Hệ số nợ mục tiêu
11.024	68.72%	40%
15.749	60.60%	40%
20.474	54.19%	40%
23.624	50.62%	40%

Nguồn: Tính toán của tác giả

**** Phân tích độ nhạy của cấu trúc tài chính với hệ số Beta của cổ phiếu***

Khi hệ số beta thay đổi thì chi phí sử dụng vốn cổ phần sẽ thay đổi và chi phí sử dụng vốn bình quân cũng sẽ biến đổi theo. Tác giả thực hiện phân tích độ nhạy của cấu trúc tài chính với hệ số Beta của cổ phiếu BCC với các mức beta không có đòn bẩy biến động từ 0.1 đến 1.0 được thể hiện dưới bảng 4.8 sau:

Bảng 4.8: Cấu trúc tài chính với hệ số beta của cổ phiếu

Beta L	Beta U	Hệ số nợ mục tiêu	WACC min
0,22	0,1	40%	7.62%
0,44	0,2	40%	8.78%
0,66	0,3	40%	9.94%
0,88	0,4	40%	11.10%
1,10	0,5	40%	12.26%
1,32	0,6	40%	13.42%
1,54	0,7	40%	14.58%
1,76	0,8	40%	15.74%
1,98	0,9	40%	16.89%
2,20	1,00	40%	18.05%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Với Beta không có đòn bẩy biến động từ 0,1 đến 1,00, nói cách khác Beta có đòn bẩy tài chính từ mức 0,22 đến 2,2 thì cấu trúc tài chính mục tiêu vẫn là 40% nợ vay và 60% vốn cổ phần. Tuy nhiên, với tình hình kinh doanh và kinh tế vĩ mô trong thời gian gần thì hệ số beta có đòn bẩy tài chính của công ty BCC khó vượt qua ngưỡng 2,2.

Như vậy, qua phân tích độ nhạy của cấu trúc tài chính của công ty BCC với giá trị thị trường của cổ phiếu và hệ số beta của cổ phiếu cho thấy rằng cấu trúc tài chính mục tiêu của công ty BCC được ước lượng ở trên là đáng tin cậy.

Vận dụng phương pháp này, NCS xác định cấu trúc tài chính mục tiêu cho các doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết có đủ dữ liệu phân tích trên bảng sau:

Bảng 4.9: Cấu trúc tài chính mục tiêu doanh nghiệp xi măng niêm yết

DN	Hệ số nợ	Hệ số VCSH	Beta L	re	rdt	WACC
CCM	10%	90%	0.55	13.69%	6.14%	12.93%
SCJ	10%	90%	0.75	16.19%	7.74%	15.34%
QNC	15%	85%	0.13	8.28%	6.14%	7.96%
HVX	15%	85%	0.20	9.22%	6.14%	8.76%
PTE	20%	80%	0.00	6.68%	6.14%	6.57%
VCX	20%	80%	-0.02	6.36%	5.99%	6.29%
YBC	25%	75%	0.08	7.70%	5.99%	7.27%
HOM	30%	70%	0.66	15.02%	6.14%	12.36%
TBX	30%	70%	0.16	8.77%	6.14%	7.98%
HT1	30%	70%	0.55	13.70%	6.14%	11.44%
BCC	40%	60%	0.70	15.51%	6.14%	11.77%
BTS	40%	60%	0.44	12.32%	7.74%	10.49%
Bình quân	24%	76%				

Nguồn: Tính toán của tác giả

Qua bảng trên cho thấy, cấu trúc tài chính mục tiêu của DNXMNY tại Việt Nam được phân hóa thành 4 nhóm cơ bản: Nhóm 1 bao gồm 4 doanh nghiệp có cấu trúc tài chính mục tiêu là 15% nợ vay và 85% vốn cổ phần. Nhóm 2 bao gồm 3 doanh nghiệp có cấu trúc tài chính mục tiêu là 20% nợ vay và 80% vốn cổ phần. Nhóm 3 bao gồm 3 doanh nghiệp có cấu trúc tài chính mục tiêu là 30% nợ vay và 70% vốn cổ phần. Nhóm 4 có 2 doanh nghiệp với cấu trúc vốn mục tiêu là 40% nợ vay và 60% vốn cổ phần. Như vậy, cấu trúc tài chính mục tiêu bình quân của các DNXMNY là 24% nợ vay và 76% vốn cổ phần.

So sánh cấu trúc tài chính năm 2015 theo giá trị thị trường với cấu trúc tài chính mục tiêu vừa tính toán trên bảng sau

Bảng 4.10: Cấu trúc tài chính theo giá trị thị trường và cấu trúc tài chính mục tiêu

DN	CTTC hiện hành		CTTC mục tiêu	
	Hệ số nợ	ROE	Hệ số nợ	ROE
CCM	41.35%	-3.41%	10%	1.99%
SCJ	42.70%	-7.95%	10%	0.25%
QNC	90.73%	-79.34%	15%	2.48%
HVX	65.85%	-11.58%	15%	2.53%
PTE	80.07%	-31.72%	20%	2.02%
VCX	89.35%	-38.26%	20%	5.32%
YBC	91.71%	-35.63%	25%	6.15%
HOM	54.41%	0.07%	30%	3.88%
TBX	67.72%	-2.51%	30%	5.02%
HT1	45.28%	9.77%	30%	9.76%
BCC	60.60%	5.76%	40%	7.51%
BTS	68.15%	-2.83%	40%	3.68%
Bình quân	66.49%	-16.47%	24%	4.22%

Nguồn: Tính toán, tổng hợp của tác giả

Cấu trúc tài chính theo giá trị thị trường của DNXM sử dụng nợ vay quá cao so với mức mục tiêu, làm cho ROE suy giảm, thậm chí âm trong năm 2015. Nếu các DNXM thực hiện tái cấu trúc tài chính, giảm hệ số nợ về gần mức cấu trúc tài chính mục tiêu thì ROE sẽ tăng lên.

Tóm lại, trong thời gian tới khi Việt Nam gia nhập Hiệp định thương mại xuyên Thái bình dương (TPP), cùng với chính sách ổn định vĩ mô nền kinh tế, nền kinh tế Việt Nam sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng tốt, nhu cầu đầu tư và xây dựng sẽ tăng trở lại. Các doanh nghiệp ngành xi măng sẽ có nhiều điều kiện phát triển, đẩy nhanh tốc

độ tiêu thụ sản phẩm, tăng doanh thu. Do đó, doanh nghiệp ngành xi măng cần thực hiện các định hướng sau:

Thứ nhất, định hướng cấu trúc tài chính mục tiêu.

Trong dài hạn, doanh nghiệp ngành xi măng cần thực hiện định hướng việc điều chỉnh cấu trúc tài chính theo giá trị thị trường về gần mức cấu trúc tài chính mục tiêu (24% nợ vay và 76% vốn cổ phần). Trong ngắn hạn, cần duy trì một số cấu trúc tài chính trong biên độ từ 25% đến 65%. Những doanh nghiệp có cấu trúc tài chính theo giá trị thị trường cao như YBC, QNC, VCX, PTE cần điều chỉnh về mức trung bình của ngành (66% nợ vay và 34% vốn cổ phần). Các doanh nghiệp còn lại cần tiếp tục hạ thấp hệ số nợ xuống gần với mức cấu trúc tài chính mục tiêu.

Thứ hai, định kỳ thực hiện phân tích lại chính sách về cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính mục tiêu được xây dựng dựa trên số liệu quá khứ và các kết quả kinh doanh năm 2015. Do đó, khi có những thay đổi trọng yếu trong hoạt động kinh doanh và quản trị tài chính thì cần thực hiện phân tích lại chính sách cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Những thay đổi trọng yếu cần quan tâm đó là:

+ Hiệu quả kinh doanh: Khi có sự thay đổi quan trọng về hiệu quả kinh doanh như doanh thu tăng lên, giá thành giảm xuống sẽ làm gia tăng tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP). Khi BEP lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay (r_d) thì đòn bẩy tài chính khuyếch đại dương. Việc gia tăng nợ vay sẽ làm gia tăng lợi ích cho chủ sở hữu. Ngược lại, khi khả năng sinh lời giảm sút, doanh nghiệp cần giảm hệ số nợ nhằm đảm bảo khả năng thanh toán, đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông.

+ Chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp: Việc sử dụng nợ vay sẽ đem lại cho doanh nghiệp lợi ích từ tấm chắn thuế. Khi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp giảm đi thì lợi ích này cũng giảm theo. Trong năm 2013, chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp tại Việt Nam đã có sự thay đổi giảm từ 25% xuống còn 22%. Năm 2016 xu hướng giảm xuống 20%. Vì vậy, lợi ích từ tấm chắn thuế đã giảm sút, doanh nghiệp cần thực hiện phân tích lại chính sách cấu trúc tài chính mục tiêu.

+ Chính sách đầu tư: Doanh nghiệp ngành xi măng có đặc điểm cần sự đầu tư lớn vào tài sản cố định, sử dụng công nghệ tiên tiến với mức độ tự động hóa cao, tiết kiệm tối đa nguyên liệu, năng lượng trong sản xuất. Hết năm 2015 hoàn thành chuyển đổi công nghệ sản xuất xi măng từ lò đứng sang lò quay. Do đó, nhu cầu về vốn đầu tư

dài hạn là lớn. Việc đa dạng hóa nguồn tài trợ, đặc biệt là nguồn tài trợ dài hạn như vốn vay dài hạn, vốn chủ sở hữu là rất cần thiết. Khi chính sách đầu tư thay đổi sẽ tác động rất lớn đến rủi ro kinh doanh, chi phí sử dụng vốn và cấu trúc tài chính mới của doanh nghiệp. Điều chỉnh cấu trúc tài chính phù hợp hơn với chính sách đầu tư của doanh nghiệp là cần thiết.

4.3.1.2. Tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao khả năng tự tài trợ của doanh nghiệp.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, nguồn vốn của doanh nghiệp ngành xi măng chủ yếu được tài trợ từ nguồn vốn vay, phần lớn do nguồn nợ có phải trả chi phí và thời hạn của các khoản nợ là ngắn hạn. Ngoài ra, doanh nghiệp ngành xi măng phụ thuộc phần lớn nguồn vốn bên ngoài từ hoạt động vay nợ, chiếm dụng vốn. Việc duy trì cấu trúc tài chính với hệ số nợ ở mức cao và xu hướng không ngừng tăng lên, trong khi hệ số vốn chủ sở hữu có xu hướng giảm xuống ẩn chứa rất nhiều rủi ro trong hoạt động kinh doanh. Điều này cho thấy mức độ độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp ngành xi măng là thấp và đang có xu hướng giảm xuống. Do đó, việc tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao tính độc lập về mặt tài chính của doanh nghiệp ngành xi măng là rất cần thiết.

Nguồn vốn chủ sở hữu là phần vốn thuộc quyền sở hữu của chủ doanh nghiệp, bao gồm số vốn chủ sở hữu bỏ ra và phần bổ sung từ kết quả kinh doanh.

Thứ nhất, đối với phần vốn lợi nhuận giữ lại.

Trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh, nếu doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả thì sẽ có điều kiện thuận lợi để tăng trưởng nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp. Phương thức tài trợ bằng lợi nhuận giữ lại là một phương thức tạo nguồn tài chính quan trọng của doanh nghiệp, bởi vì doanh nghiệp vừa chủ động được nguồn vốn, vừa giảm được các chi phí sử dụng vốn, giảm bớt sự phụ thuộc vào bên ngoài. Tuy nhiên, lợi nhuận để lại nhiều hay ít lại phụ thuộc vào nhiều nhân tố như: (1) Nguồn vốn lợi nhuận giữ lại chỉ có thể có nếu như doanh nghiệp đã và đang hoạt động có hiệu quả, tạo ra được lợi nhuận. (2) Chính sách phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, chỉ những doanh nghiệp có quy mô lớn, và doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nhà nước trên 0% , doanh nghiệp niêm yết trên HNX đã có một phần lợi nhuận giữ lại, tuy nhiên tỷ lệ phần lợi nhuận giữ lại trên tổng nguồn vốn là rất

thấp và có xu hướng giảm. Như vậy, đối với nhóm doanh nghiệp này, nhà quản trị cần tiếp tục thực hiện chính sách phân phối lại lợi nhuận hợp lý theo hướng tăng cường hơn nữa phần lợi nhuận giữ lại cho doanh nghiệp. Đồng thời phải nâng cao hơn nữa hiệu quả hoạt động kinh doanh nhằm gia tăng quy mô phần lợi nhuận giữ lại.

Những nhóm doanh nghiệp khác như doanh nghiệp có quy mô nhỏ, trung bình và doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN 0%, phần lợi nhuận giữ lại là thấp, thậm chí không có. Bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 đều âm. Đối với các loại doanh nghiệp này, giải pháp trước mắt là nâng cao hiệu quả kinh doanh, tăng doanh thu, giảm chi phí, hạ giá thành sản phẩm nhằm tạo ra lợi nhuận cho doanh nghiệp. Khi đã tạo ra được lợi nhuận, thực hiện chính sách ưu tiên giữ lại lợi nhuận tạo ra nhằm tăng cường khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp.

Thứ hai, đối với phần vốn đầu tư của chủ sở hữu.

Vốn đầu tư của chủ sở hữu là phần vốn do chủ sở hữu góp vốn và hình thành vốn điều lệ. Trong quá trình kinh doanh, doanh nghiệp có thể thực hiện gia tăng nguồn vốn này nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn tăng thêm, đầu tư hình thành tài sản cho doanh nghiệp. Xét trên góc độ chung, có thể thấy cổ phiếu là phương tiện để hình thành vốn tự có ban đầu của doanh nghiệp và cũng là một phương tiện để huy động tăng thêm vốn tự có của doanh nghiệp. Hàng năm, doanh nghiệp sẽ dùng lợi nhuận để lại để tăng vốn điều lệ bằng cách chia cổ tức bằng cổ phiếu cho các cổ đông. Với mỗi % tăng trưởng vốn chủ sở hữu có thể giúp gia tăng tăng trưởng trong tổng tài sản. Do đó, việc tăng vốn điều lệ quyết định sự thành công của việc mở rộng quy mô hoạt động cũng như mức độ an toàn trong hoạt động của doanh nghiệp.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, các doanh nghiệp có quy mô lớn, doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN trên 50% và doanh nghiệp niêm yết trên HOSE có tận dụng được lợi thế quy mô của mình để phát hành cổ phiếu nhằm gia tăng phần vốn đầu tư của CSH. Do đó, định hướng cho các loại hình doanh nghiệp này cần đẩy mạnh hơn nữa, tận dụng các cơ hội để phát hành chứng khoán, tăng cường tỷ lệ vốn đầu tư của CSH trên tổng nguồn vốn lên cao hơn các mức lần lượt là 26,34%; 51,38% và 32,13% như năm 2015.

Đối với nhóm doanh nghiệp có quy mô nhỏ, nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN dưới 50% có quy mô của vốn đầu tư của CSH không đổi nhiều trong giai đoạn 2009 – 2015. Cho thấy các doanh nghiệp này gặp nhiều khó khăn trong phát hành cổ phiếu gia

tăng nguồn vốn chủ sở hữu. Do đó, định hướng đối với nhóm doanh nghiệp này cần chủ động phát hành cổ phiếu riêng lẻ khi kết quả kinh doanh và điều kiện kinh doanh được cải thiện trong thời gian tới.

Các doanh nghiệp xi măng có thể lựa chọn phương thức huy động tăng thêm vốn đầu tư của chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu thường hay cổ phiếu ưu đãi.

* Phương thức phát hành cổ phiếu thường để huy động vốn đối với doanh nghiệp xi măng. Việc phát hành thêm cổ phiếu thường mới để tăng vốn có thể được thực hiện dưới các hình thức sau: Chào bán riêng lẻ và chào bán rộng rãi ra công chúng.

Trong năm 2009 – 2015, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp xi măng thua lỗ, lợi nhuận sau thuế âm hoặc thấp. Do đó, việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn, điều chỉnh cấu trúc tài chính gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên, triển vọng trong thời gian tới là khả quan, tình hình kinh tế vĩ mô ổn định, tăng trưởng kinh tế tăng lên, nhu cầu đầu tư và xây dựng tăng cao, tiêu thụ xi măng sẽ tăng lên, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xi măng sẽ khả quan. Vì vậy, phát hành bổ sung thêm cổ phiếu mới nhằm tăng cường vốn đầu tư dài hạn là dễ dàng hơn.

* Phương thức phát hành cổ phiếu bằng cách cản trừ nợ.

Cản trừ nợ là biện pháp chuyển nợ thành vốn cổ phần, khi đó các chủ nợ sẽ chuyển thành chủ sở hữu. Biện pháp này đã được Công ty cổ phần xi măng Hà Tiên 1 (HT1) vận dụng năm 2013. Phương thức chuyển nợ thành vốn cổ phần, trước mắt đã giúp cho HT1 cắt giảm được khoản nợ dài hạn lớn, qua đó làm cho chi phí lãi vay phải trả giảm đi đáng kể và dần dần phục hồi sản xuất. Do đó, các doanh nghiệp xi măng có hệ số nợ phải trả cao, áp lực trả lãi vay lớn có thể áp dụng phương thức này để cấu trúc lại nguồn vốn, thúc đẩy phục hồi sản xuất. Tuy nhiên, biện pháp này chỉ thực hiện được trên cơ sở thỏa thuận giữa công ty với chủ nợ. Nếu chủ nợ đồng ý thì phương thức này mới được triển khai. Trong thời gian tới, một loạt các doanh nghiệp xi măng có hệ số nợ cao như LCC, YBC, QNC, PTE, VCX cần có sự đàm phán với các chủ nợ để thực hiện vốn hóa nợ nhằm giảm áp lực lãi vay, từng bước dần đảm bảo sự cân bằng tài chính cho doanh nghiệp. Khi thực hiện phương thức này cũng cần lưu ý rằng, đi đôi với hoạt động vốn hóa nợ cần thực hiện đồng bộ với các giải pháp tái cấu trúc hoạt động của doanh nghiệp.

* Trả cổ tức bằng cổ phiếu cũng là một phương thức làm tăng vốn đầu tư của chủ sở hữu. Qua phương thức này, số tiền chia cổ tức sẽ không bị đánh thuế và hoàn toàn được tái đầu tư vào lại công ty. Về mặt ngắn hạn doanh nghiệp sẽ có lợi. Thông thường các doanh nghiệp sẽ kết hợp vừa chia cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành tăng vốn nên doanh nghiệp sẽ thu được một lượng vốn mới để đầu tư ngay lập tức.

4.3.1.3. Tái cấu trúc các khoản nợ theo hướng gia tăng nợ dài hạn nhằm nâng cao khả năng thanh toán và sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp.

Căn cứ theo thời hạn sử dụng của nợ, nợ phải trả bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Trong giai đoạn 2009 - 2015, nhận thấy hệ số nợ của các DNXM có xu hướng gia tăng liên tục và hiện duy trì ở mức cao (trên 70%). Trong cấu trúc nợ, chủ yếu là khoản nợ ngắn hạn và hệ số nợ ngắn hạn có xu hướng tăng liên tục. Hệ số nợ dài hạn có sự biến động thấp và có xu hướng giảm xuống. Việc sử dụng nợ ngắn hạn với quy mô và tỷ trọng lớn đã gây áp lực lên khả năng thanh toán, gia tăng rủi ro, sự cân bằng tài chính của các doanh nghiệp xi măng bị suy giảm. Điều này phản ánh năng lực tài chính còn nhiều yếu kém, DNXM chưa thực sự quan tâm đến chính sách tài trợ, đặc biệt là những nguồn vốn có tính chất dài hạn, ổn định phục vụ cho hoạt động kinh doanh bền vững. Mục tiêu tái cấu trúc các khoản nợ trong các DNXM là chủ động kiểm soát nợ, giảm hệ số nợ, đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ, tăng tỷ trọng nợ dài hạn để đảm bảo khả năng thanh toán và sự cân bằng tài chính. Tùy theo điều kiện kinh doanh và cấu trúc nợ của từng doanh nghiệp mà vận dụng các phương thức tái cấu trúc nợ cho phù hợp.

Đối với các doanh nghiệp này đang rơi vào trạng thái NWC âm lớn, khả năng thanh toán thấp như các doanh nghiệp có quy mô trung bình, quy mô lớn hoặc các doanh nghiệp có tỷ lệ SHNN 0% và nhỏ hơn 50%, đồng thời đặt trong bối cảnh thị trường xi măng đang bão hòa, suy giảm tiêu thụ. Do đó, cần phải có các giải pháp quyết liệt và kịp thời để tái lập lại tình trạng cân bằng tài chính, khôi phục lại khả năng thanh toán. Những doanh nghiệp như BCC, BTS, HOM, HT1, LCC, PTE, VCX và YBC, trong năm 2015 có NWC âm cao, hệ số khả năng thanh toán hiện thời thấp. Cần quyết liệt thực hiện các biện pháp cụ thể sau:

- Đàm phán với chủ nợ để điều chỉnh lại kỳ hạn nợ từ nợ ngắn hạn thành nợ dài hạn. Hoạt động này nếu được chủ nợ chấp nhận sẽ giúp cho doanh nghiệp tránh được

phải thanh toán các khoản nợ tới hạn, tập trung nguồn lực phát triển kinh doanh. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần thực hiện điều chỉnh nhịp độ tăng trưởng chậm lại, cắt giảm tiến độ đầu tư mới, bán các tài sản và vốn góp tại các công ty thành viên không cốt lõi để trả bớt nợ nhằm từng bước cân đối tài chính, thực hiện tái cấu trúc lại hoạt động kinh doanh, tăng cường các biện pháp tiết kiệm chi phí nhằm cải thiện khả năng sinh lời, từ đó, tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu.

- Việc cải thiện sự cân bằng tài chính và khả năng thanh toán thường đòi hỏi phải huy động được những nguồn vốn dài hạn nhanh chóng. Một trong những biện pháp quan trọng nhất là phải phát hành cổ phiếu để trả bớt nợ đến hạn hoặc chuyển nợ thành vốn cổ phần. Đây là giải pháp mà các công ty HT1, QNC và LCC đã tích cực thực hiện. Đặc biệt, Công ty Xi măng Hà Tiên 1 (HT1) đã thực hiện phát hành thêm 120 triệu cổ phần cho Tổng công ty Công nghiệp xi măng Việt Nam (VICEM) dưới hình thức chuyển đổi khoản vay mà công ty đang nợ VICEM trong năm 2013. Đây là một sự hỗ trợ tài chính rất quan trọng từ công ty mẹ cho công ty con chủ lực này, qua đó giúp công ty tăng tính tự chủ tài chính và có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay mới. Để biện pháp này đi vào thực chất, đem lại lợi ích cho doanh nghiệp và chủ nợ, cần thiết phải đi kèm với biện pháp tái cấu trúc, quản lý và định hướng phát triển doanh nghiệp sau khi có sự tham gia của cổ đông mới. Sau khi thực hiện giải pháp này, HT1 vẫn còn tiếp tục cần thực hiện nhiều giải pháp mạnh mẽ hơn nữa nhằm cải thiện tình trạng mất cân đối tài chính khi NWC vẫn âm 1.706 tỷ đồng vào cuối năm 2015.

Đối với các doanh nghiệp có NWC âm không quá lớn, vẫn đảm bảo được khả năng thanh toán như QNC, SCJ, và HVX. Đây là các doanh nghiệp mới rơi vào tình trạng mất cân đối tài chính trong năm 2015. Trong điều kiện thị trường đầu ra tăng trưởng và có lãi sẽ từng bước cân bằng lại được tình trạng mất cân đối này. Đối với các doanh nghiệp này cần lập kế hoạch tài chính dài hạn nhằm thực hiện cân đối dòng tiền trong dài hạn, thực hiện phân tích tình huống nhằm kiểm tra khả năng cân đối tài chính trong những bối cảnh ngành và nền kinh tế gặp khó khăn. Bên cạnh đó, trong các dự án đầu tư cần xem xét sử dụng tỷ lệ vốn chủ sở hữu cao hơn. Tăng cường quản lý hoạt động kinh doanh, thực hiện các biện pháp làm tăng doanh thu, tiết kiệm chi phí, hạ giá thành sản phẩm nhằm tạo ra lợi nhuận, cải thiện khả năng sinh lời.

Bên cạnh các biện pháp trên, các DNXM cần thực hiện đa dạng hóa các hình thức vay nợ dài hạn: Hiện có nhiều hình thức vay dài hạn như vay dài hạn của ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính – tín dụng, vay dài hạn thông qua phát hành trái phiếu và vay dài hạn thông qua hình thức thuê tài chính. Trong đó, vay dài hạn ngân hàng là nguồn vốn rất quan trọng đối với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, giúp cho doanh nghiệp đảm bảo nguồn tài chính cho các dự án đầu tư mới, mở rộng hoặc đầu tư chiều sâu của doanh nghiệp.

+ Vay dài hạn từ ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng: Đây là nguồn vốn đầu tư dài hạn cơ bản của doanh nghiệp xi măng hiện nay. Các doanh nghiệp xi măng sẽ sử dụng tài sản cố định làm đảm bảo cho các khoản vay dài hạn từ các ngân hàng thương mại nhằm tiếp tục thực hiện các dự án đầu tư còn dang dở hoặc dự án đầu tư mới, mở rộng hoặc đầu tư theo chiều sâu của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp xi măng có khả năng tài chính và nền tảng hoạt động tốt sẽ dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng dài hạn của ngân hàng thương mại. Tận dụng thời cơ này để huy động vốn thực hiện các dự án cải tạo và mở rộng năng lực sản xuất kinh doanh là hết sức cần thiết đối với doanh nghiệp xi măng.

+ Phát hành trái phiếu doanh nghiệp: Đây là một hình thức huy động vốn dài hạn khá phổ biến. Thông qua việc phát hành trái phiếu dài hạn, doanh nghiệp có thể thực hiện vay dài hạn trên thị trường vốn với khối lượng lớn. Phương thức huy động vốn này trong thời gian qua chưa được các doanh nghiệp xi măng vận dụng. Tuy nhiên, đây là một hình thức cần tính đến, đặc biệt đối với những doanh nghiệp xi măng đã gần hết hoặc hết hạn mức tín dụng của các ngân hàng thương mại, hoặc không còn nhiều tài sản đảm bảo. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ là lựa chọn phù hợp, nó có những ưu điểm như doanh nghiệp sẽ được giải ngân tức thì và toàn bộ, thay vì phải giải ngân theo lộ trình từng đợt do ngân hàng đặt ra. Doanh nghiệp sẽ chủ động sử dụng nguồn vốn huy động được vào hoạt động đầu tư và kinh doanh hơn trong khi các doanh nghiệp đi vay ngân hàng khi muốn giải ngân phải giải trình cụ thể, chờ đợi ngân hàng phê duyệt và trong không ít trường hợp, khi tín dụng được giải ngân thì cơ hội kinh doanh đã đi qua. Thêm nữa, trong một số trường hợp khi lãi suất thấp, phát hành trái phiếu với lãi suất cố định, kỳ hạn dài, doanh nghiệp sẽ tận dụng được nguồn vốn với chi phí thấp. Trong khi

đối với hình thức đi vay ngân hàng thông thường, lãi suất thường là thả nổi và sẽ được rà soát thay đổi định kỳ.

+ Vay dài hạn thông qua hình thức thuê tài chính: Đây là hình thức huy động vốn dài hạn mang lại nhiều lợi ích cho doanh nghiệp. Các doanh nghiệp thiếu vốn có thể lựa chọn giải pháp thuê tài chính, thay vì mua phương tiện, máy móc thiết bị hay dây chuyền sản xuất. Thuê tài chính giúp cho doanh nghiệp xi măng tiếp cận được với rất nhiều loại tài sản, từ những thiết bị văn phòng như máy photocopy, máy tính, đến các phương tiện và các dây chuyền sản xuất hiện đại, bắt kịp công nghệ mới. Đây là hình thức tín dụng rất thích hợp cho doanh nghiệp bởi vì với ưu điểm không phải thế chấp tài sản, các doanh nghiệp khi thuê tài chính không bị vướng thủ tục thế chấp tài sản nếu phải vay vốn ở các ngân hàng. Tuy nhiên, với hình thức này các doanh nghiệp xi măng cần lưu ý đó là chi phí thuê thường lớn hơn lãi suất vay ngân hàng.

4.3.1.4. Xây dựng các chỉ tiêu cảnh báo sớm cho các doanh nghiệp ngành xi măng Việt Nam.

Hệ thống chỉ tiêu cảnh báo sớm được đưa ra với mục đích để phát hiện ra các những yếu kém tiềm ẩn về mặt tài chính khi nó mới ở giai đoạn đầu và giúp khắc phục các vấn đề đó một cách đúng lúc, thực hiện tái cấu trúc kịp thời, phù hợp nhằm tránh cho doanh nghiệp lâm vào tình trạng khó khăn thanh toán, suy giảm lợi nhuận. Đối với những nhà quản trị doanh nghiệp và các chủ khác như nhà đầu tư, nhà cung cấp... việc phát hiện sớm những rủi ro tiềm tàng về mặt tài chính của doanh nghiệp là hết sức cần thiết. Một số chỉ tiêu cảnh báo sớm đối với doanh nghiệp cần thực hiện:

*** Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC)**

Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC - Return on Invested Capital) được dùng để đánh giá khả năng tạo ra lợi nhuận từ một đồng vốn đầu tư (bất kể là vốn của cổ đông hay vốn vay) của một doanh nghiệp. ROIC được tính bằng cách lấy lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) chia cho vốn đầu tư (bao gồm: vốn chủ sở hữu, vốn vay NH và vốn vay dài hạn).

Công thức tính:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Tổng vốn đầu tư}}$$

ROIC là chỉ tiêu rất quan trọng, không chỉ đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp mà còn là chỉ tiêu cảnh báo dấu hiệu cho việc thực hiện tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp. Việc sử dụng chỉ tiêu này để đánh giá hiệu quả đầu tư cần thực hiện so sánh với lãi suất vay vốn trên thị trường. Nếu ROIC lớn hơn lãi suất vay vốn, cho thấy rằng doanh nghiệp đang sử dụng hiệu quả tài sản, vốn kinh doanh và việc gia tăng vay nợ sẽ giúp làm gia tăng giá trị cho chủ sở hữu. Ngược lại, nếu ROIC thấp hơn lãi suất vay vốn, cho thấy tài sản và vốn kinh doanh của doanh nghiệp đang được sử dụng kém hiệu quả. Do đó, đây là chỉ tiêu cảnh báo sớm cho nhà quản trị doanh nghiệp thấy cần phải thực hiện phân tích kỹ tình hình tài chính của doanh nghiệp nhằm phát hiện nơi nào yếu kém, nguyên nhân tại sao và đưa ra giải pháp tái cấu trúc phù hợp.

Bảng 4.11 : Chỉ tiêu ROIC của doanh nghiệp ngành xi măng

Đơn vị tính:%

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Căn cứ theo quy mô							
Quy mô nhỏ	23,01	15,48	9,00	-6,27	-7,94	-16,42	-38,18
Quy mô TB	11,21	6,45	3,00	1,71	1,62	5,24	-3,57
Quy mô lớn	6,74	6,85	10,09	9,65	4,70	7,49	8,41
Căn cứ theo tỷ lệ sở hữu Nhà nước							
Tỷ lệ SHNN 0%	13,07	9,35	8,36	-0,02	-1,71	-0,25	-1,86
Tỷ lệ SHNN dưới 50%	13,84	12,49	9,90	5,62	5,83	9,85	5,89
Tỷ lệ SHNN trên 50%	9,16	4,96	3,38	5,72	1,70	0,76	-15,61
Căn cứ theo địa điểm niêm yết							
HNX	13,64	11,24	9,21	7,91	5,00	7,33	2,24
HOSE	4,32	5,21	9,06	11,09	5,78	7,04	8,83
UPCOM	11,69	5,39	2,79	-5,73	-5,97	-6,73	-20,77
ROIC bình quân	11,75	8,29	6,78	3,19	0,98	2,02	-5,56
Lãi suất vay vốn [57],[58]	10,07	13,14	16,95	13,47	10,37	8,70	6,50

Nguồn: BCTC của doanh nghiệp và tính toán của tác giả

Qua bảng trên ta thấy, ROIC bình quân của doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2015 có ROIC nhỏ hơn lãi suất vay vốn bình quân trên thị trường. Điều này cho thấy doanh nghiệp ngành xi măng đang có hiệu quả đầu tư kém. Mỗi doanh nghiệp ngành xi măng cần thực hiện xác định những tài sản nào kém hiệu quả, không cần thiết, lập tức thanh lý nhằm thu hồi vốn, đồng thời tăng cường công tác quản lý sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nhằm gia tăng khả năng sinh lời.

*** Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư**

Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư phản ánh mối tương quan giữa nợ vay có trả lãi với tổng vốn đầu tư (bao gồm vốn vay NH, vốn vay dài hạn và vốn chủ sở hữu). Hệ số này cũng phản ánh mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Chi tiêu này được sử dụng để cảnh báo những rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Nếu hệ số này lớn hơn ngưỡng an toàn của ngành nghề kinh doanh, cho thấy rủi ro tài chính doanh nghiệp đối mặt là cao. Ngược lại, dưới ngưỡng an toàn của ngành, cho thấy mức độ rủi ro tài chính doanh nghiệp trong tầm kiểm soát.

Công thức tính:

$$\text{Hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư} = \frac{\text{Nợ vay có trả lãi}}{\text{Tổng vốn đầu tư}}$$

Đối với doanh nghiệp xi măng niêm yết trong giai đoạn 2009 – 2015, do LCC có hệ số nợ vay trên vốn đầu tư biến động rất mạnh. SCC có hệ số nợ vay trên vốn đầu tư bằng 0% nên tác giả bỏ ra khỏi mẫu nghiên cứu. Kết quả xác định hệ số nợ vay trên vốn đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết được thể hiện trên bảng 4.12

Bảng 4.12: Hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư của DNXM

Đơn vị tính: %

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Căn cứ theo quy mô							
Quy mô nhỏ	22,58	14,42	22,80	23,92	32,93	36,00	37,59
Quy mô TB	55,63	57,25	60,92	63,10	66,46	66,00	68,62
Quy mô lớn	63,97	62,29	62,86	62,63	73,33	65,56	60,10
Căn cứ theo tỷ lệ sở hữu Nhà nước							
Tỷ lệ SHNN 0%	47,05	49,74	54,60	54,79	61,24	61,22	60,90
Tỷ lệ SHNN dưới 50%	63,44	63,14	65,47	70,93	72,05	69,74	69,48
Tỷ lệ SHNN trên 50%	58,03	51,64	52,86	52,13	64,21	56,97	54,74
Căn cứ theo địa điểm niêm yết							
HNX	57,20	54,22	56,73	56,75	58,16	55,54	55,33
HOSE	46,05	41,27	41,72	42,13	73,47	61,19	56,39
UPCOM	53,26	57,45	62,74	66,00	73,10	73,67	73,03
Hệ số nợ vay trên VĐT bình quân	54,48	53,29	56,31	57,30	64,62	61,53	60,54

Nguồn: BCTC của doanh nghiệp và tính toán của tác giả

Trong năm 2015, hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư bình quân của DNXM là 60,54%. Do đó, tác giả đề nghị ngưỡng an toàn đối với DNXM hiện nay là 60,54%. Những doanh nghiệp nào có hệ số này lớn hơn hoặc bằng 60,54%, cần có giải pháp tái

cấu trúc tài chính theo hướng tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu nhằm tăng cường lãnh mạnh hóa tình hình tái chính.

Năm 2015, các doanh nghiệp xi măng như BTS, SDY, LCC, PTE, VCX, YBC và QNC có hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư lớn hơn mức bình quân, ngưỡng an toàn (60,54%). Những doanh nghiệp này sẽ gặp rất nhiều khó khăn khi huy động vốn vay, nếu không thực hiện tăng vốn điều lệ thì sự tăng trưởng sẽ bị giới hạn. Doanh nghiệp này cần xây dựng chiến lược tăng vốn điều lệ trong thời gian tới. Nếu trong trường hợp chủ trương tăng vốn điều lệ không được thông qua, hoặc không thực hiện được vì nhiều lý do khác nhau thì việc bán tài sản, thực hiện thoái vốn (nếu có) là việc làm cần thiết nhằm thực hiện cân đối tài chính, đảm bảo khả năng thanh toán.

Những doanh nghiệp còn lại có hệ số nợ vay trên tổng vốn đầu tư nhỏ hơn ngưỡng an toàn. Doanh nghiệp này chưa cần đặt nặng vấn đề tái cấu trúc trong kinh doanh như các công ty khác có hệ số này lớn hơn ngưỡng an toàn. Nếu các doanh nghiệp này vẫn thực hiện tái cấu trúc tài chính thì cơ hội và tiến độ thành công cũng sẽ cao hơn.

4.3.2. Nhóm giải pháp hỗ trợ

4.3.2.1. Doanh nghiệp ngành xi măng cần thực hiện tái cấu trúc tài chính phù hợp với giai đoạn phát triển doanh nghiệp.

Sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp đều trải qua 4 giai đoạn sau: Giai đoạn hình thành, tăng trưởng, phát triển ổn định và suy thoái. Mỗi một giai đoạn phát triển có những đặc trưng và yêu cầu quản trị tài chính khác nhau. Các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp cần nắm rõ đặc trưng của từng giai đoạn, mục tiêu phát triển để lựa chọn chiến lược tài chính phù hợp, nhằm rút ngắn thời gian trong giai đoạn hình thành, kéo dài thời gian tăng trưởng và phát triển ổn định. Đồng thời, chủ động điều chỉnh chiến lược kinh doanh trong giai đoạn suy thoái. Tương ứng với mỗi giai đoạn phát triển của doanh nghiệp đòi hỏi một cấu trúc tài chính phù hợp với đặc điểm kinh doanh của từng giai đoạn phát triển.

Việc xác định vị trí của các doanh nghiệp ngành xi măng trong chu kỳ sống được thực hiện thông qua phân tích sự thay đổi của các chỉ tiêu quy mô doanh thu, lợi nhuận, tài sản trong quá khứ và tương lai. Doanh nghiệp ngành xi măng đã có lịch sử hình thành và phát triển lâu dài. Trong giai đoạn 2009 – 2015, quy mô tài sản ổn định, xoay quanh mức 1.800 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng quy mô tổng tài sản bình quân

giảm dần qua các năm. Quy mô tài sản cố định tăng lên, đặc biệt trong năm 2010. Quy mô doanh thu, vốn chủ sở hữu đều tăng lên trong giai đoạn này. Lợi nhuận kinh doanh suy giảm trong giai đoạn 2011 – 2013, và tăng trở lại năm 2014 - 2015. Trong Quy hoạch tổng thể phát triển VLXD đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030, ngành công nghiệp xi măng Việt Nam được định hướng phát triển theo hướng tập trung đầu tư công nghệ, nâng cao năng lực cạnh tranh. Như vậy, doanh nghiệp ngành xi măng đang trong giai đoạn đổi mới công nghệ, hình thành và phát triển doanh nghiệp.

*** *Giai đoạn hình thành doanh nghiệp.***

Trong giai đoạn này nguồn vốn và kinh nghiệm kinh doanh có ít, sản phẩm tạo ra chưa có chỗ đứng vững chắc trên thị trường, doanh thu từ tiêu thụ sản phẩm còn ít, nhu cầu đầu tư lớn. Chi phí sản xuất cao cũng sẽ là gánh nặng đối với những doanh nghiệp sản xuất xi măng. Sản phẩm đưa ra thị trường đòi hỏi không chỉ chất lượng cao mà còn giá cạnh tranh. Mà muốn có giá cạnh tranh thì phải có quy mô sản xuất đủ lớn. Rủi ro kinh doanh trong giai đoạn này là cao. Quy mô tài sản cố định đối với DNXM lớn, thời gian thu hồi vốn dài. Quyết định đầu tư sẽ ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Như vậy, thách thức lớn nhất trong giai đoạn này là tài chính. Doanh nghiệp mới thành lập khó kêu gọi góp vốn, việc kêu gọi góp vốn dễ bị từ chối vì chưa đủ sự tin cậy. Ngân hàng thường không cho những doanh nghiệp mới vay tiền. Do đó, trong giai đoạn này, nguồn vốn của doanh nghiệp chủ yếu dựa vào nguồn vốn chủ sở hữu (bao gồm nguồn vốn góp và tích lũy của chủ sở hữu, lợi nhuận để lại tái đầu tư). Việc sử dụng nguồn vốn vay trong giai đoạn hình thành là khá mạo hiểm, rủi ro phá sản cao mặc dù doanh nghiệp vẫn có khả năng huy động một lượng nhất định nguồn vốn vay nợ. Một số doanh nghiệp vẫn có thể huy động nguồn vốn vay nợ thông qua hình thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp, hoặc vay của các ngân hàng thương mại hoặc tổ chức tín dụng nếu chứng minh được hiệu quả sử dụng vốn vay trước các chủ nợ hoặc được Chính phủ bảo lãnh. Thực tiễn ngành xi măng đã chứng minh, việc sử dụng nguồn vốn vay nợ lớn trong giai đoạn đầu tư hình thành gây ra rất nhiều rủi ro, khó khăn trong quá trình kinh doanh.

*** *Giai đoạn tăng trưởng***

Vượt qua giai đoạn hình thành đầy khó khăn, các doanh nghiệp bước vào giai đoạn tăng trưởng với hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định. Những lợi thế về công

nghệ, kỹ thuật mới, sản phẩm đã có chỗ đứng, quy mô và công suất sản xuất tăng dần, hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp sẽ có nhiều cơ hội đạt được tăng trưởng. Cùng với sự cải thiện trong công tác tiêu thụ sản phẩm, doanh thu tăng lên làm cho rủi ro kinh doanh trong giai đoạn tăng trưởng giảm đi so với giai đoạn mới hình thành nhưng vẫn còn cao. Trong giai đoạn này, nhu cầu đầu tư phát triển thị phần, cũng như hoạt động đầu tư khác để theo kịp tốc độ phát triển kinh doanh cùng ngày càng tăng lên. Vì vậy, nhu cầu vốn đầu tư vào hoạt động kinh doanh trong giai đoạn này cũng vẫn còn cao. Đây cũng là giai đoạn mà cấu trúc tài chính của doanh nghiệp có nhiều sự lựa chọn phụ thuộc vào điều kiện cụ thể của môi trường kinh doanh, tình hình tài chính, cơ hội kinh doanh và chiến lược tài chính của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp mong muốn sự chắc chắn, ổn định trong hoạt động kinh doanh sẽ lựa chọn cấu trúc tài chính nghiêng về vốn chủ sở hữu là chủ yếu. Ngược lại, một doanh nghiệp dám chấp nhận rủi ro, kỳ vọng sự tăng trưởng nhanh sẽ lựa chọn cấu trúc tài chính có mức độ sử dụng nợ vay cao. Cân bằng giữa hai hình thái trên là doanh nghiệp mong muốn duy trì cấu trúc tài chính cân bằng giữa vốn chủ sở hữu và nợ vay.

Trong giai đoạn tăng trưởng, doanh nghiệp sẽ dễ dàng hơn trong việc huy động nguồn tài chính từ các cổ đông. Doanh nghiệp có thể thực hiện huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu mới dành quyền ưu tiên mua cho các cổ đông hiện hữu hoặc phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng. Doanh nghiệp sẽ có được nguồn tài chính ổn định, lâu dài tài trợ cho nhu cầu đầu tư ngày càng tăng. Bằng cách này, hệ số vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp sẽ tăng lên, độ vững mạnh tài chính sẽ được cải thiện. Tuy nhiên, sự mở rộng cổ đông giúp doanh nghiệp thuận lợi hơn về tài chính nhưng cũng tạo ra những phức tạp mới trong quản trị.

Tóm lại, trên thực tế, thời gian diễn ra từng giai đoạn trong vòng đời doanh nghiệp dài hay ngắn tùy thuộc vào sự thành công hay thất bại của doanh nghiệp trong việc sắp xếp các nguồn vốn, xây dựng cấu trúc tài chính phù hợp, đáp ứng được nhu cầu phát triển kinh doanh của từng thời kỳ. Nắm bắt được quy luật phát triển theo vòng đời của doanh nghiệp sẽ giúp nhà quản trị có được những chính sách tài chính thích hợp cho từng giai đoạn, giúp doanh nghiệp duy trì sự phát triển và tồn tại trong thời gian lâu nhất có thể.

4.3.2.2. Nâng cao nhận thức cho nhà quản trị về cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính.

Trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp sử dụng vốn vay, một mặt nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn còn thiếu hụt, mặt khác nhằm kỳ vọng gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hoặc thu nhập trên cổ phần. Đồng thời, việc sử dụng vốn vay cũng làm tăng thêm rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Khi sử dụng vốn vay, định kỳ doanh nghiệp phải có nghĩa vụ trả tiền lãi vay. Lãi tiền vay là một khoản chi phí tài chính cố định, được khấu trừ vào lợi nhuận trước lãi vay và thuế, qua đó làm giảm số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp. Nếu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà doanh nghiệp tạo ra lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE), nhưng nếu tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà doanh nghiệp tạo ra nhỏ hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm suy giảm nhanh hơn tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu.

Có thể nhận thấy những phân tích trên qua công thức dưới đây

$$ROE = \left[BEP + \frac{D}{E} * (BEP - r) \right] * (1 - t)$$

Qua công thức trên cho thấy: $(1 - t)$ là một hằng số, do đó ROE sẽ phụ thuộc vào tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP), chi phí sử dụng vốn vay (r) và hệ số D/E . Có 3 trường hợp có thể xảy ra:

Trường hợp 1: Nếu $BEP > r$ thì doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay (D/E tăng lên), càng gia tăng nhanh được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Trong trường hợp này, đòn bẩy tài chính khuếch đại làm tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, việc gia tăng vay nợ cũng ẩn chứa rủi ro tài chính đối với doanh nghiệp. Bởi vì, doanh nghiệp sử dụng vốn vay làm nảy sinh nghĩa vụ tài chính phải thanh toán lãi vay cho các chủ nợ bất kể doanh nghiệp đạt được mức lợi nhuận trước lãi vay và thuế là bao nhiêu, đồng thời doanh nghiệp phải có nghĩa vụ thanh toán gốc cho chủ nợ đúng hạn. Doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay thì khả năng mất khả năng thanh toán càng lớn, rủi ro tài chính doanh nghiệp gặp phải càng tăng lên.

Trường hợp 2: Nếu $BEP < r$ thì doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay (D/E tăng lên) thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu càng giảm xuống nhanh hơn so với

trường hợp không sử dụng vốn vay. Trong trường hợp này, đòn bẩy tài chính khuếch đại giảm tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu và rủi ro tài chính càng gia tăng lớn hơn.

Trường hợp 3: Nếu $BEP = r$ thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu trong các trường hợp như không sử dụng vốn vay, sử dụng nhiều vốn vay hoặc sử dụng ít vốn vay cũng sẽ bằng nhau và chỉ có sự khác nhau về mức độ rủi ro.

Đây là nguyên lý cơ bản trong quản trị tài chính doanh nghiệp, các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp xi măng cần vận dụng nguyên lý này vào thực tiễn hoạt động kinh doanh của mình.

Trong giai đoạn 2009 – 2015, hầu hết các doanh nghiệp được khảo sát đều có hiệu số BEP và r_d nhỏ hơn 0. Điều đó cho thấy đòn bẩy tài chính khuếch đại theo chiều hướng âm, việc gia tăng nợ vay sẽ làm suy giảm lợi nhuận của chủ sở hữu. Trước hiện trạng này, các nhà quản trị của doanh nghiệp này không nên vay nợ thêm nữa, cần tập trung nguồn lực nâng cao hiệu quả kinh doanh, ưu tiên tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu. Thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng giảm dần hệ số nợ. Khi mặt bằng lãi suất trên thị trường có xu hướng giảm xuống, doanh nghiệp nên thực hiện đảo nợ, thực hiện tài trợ bằng khoản vay nợ có chi phí thấp hơn. Tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu bằng cách thực hiện đàm phán với các chủ nợ thực hiện chuyển nợ thành cổ phần, phát hành cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu và công chúng đầu tư. Việc tài trợ cho hoạt động đầu tư nâng cấp hoặc đầu tư mới có thể lựa chọn phương thức thuê tài chính nhằm giảm áp lực lên hệ số nợ. Cần tích cực khai thác hết công suất thiết bị, đẩy nhanh quá trình tiêu thụ sản phẩm, nâng cao hiệu quả kinh doanh đón chờ điều kiện thuận lợi trong giai đoạn tới, khi nền kinh tế vĩ mô có nhiều chuyển biến tích cực, thuận lợi cho ngành xi măng.

4.3.2.3. Nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Kết quả đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết cho thấy tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP), hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (VTS) là các biến có tác động rất lớn đến cấu trúc tài chính. Khi BEP và VTS tăng lên sẽ có tác động điều chỉnh cấu trúc tài chính theo hướng tăng cường nguồn vốn dài hạn, giảm dần nguồn vốn ngắn hạn, nguồn vốn từ bên ngoài doanh nghiệp. Như vậy, muốn điều chỉnh cấu trúc tài chính theo hướng tăng cường các nguồn vốn dài hạn, nguồn vốn từ bên trong doanh nghiệp, cần thực hiện các giải pháp

nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh, hiệu quả sử dụng vốn và tài sản của doanh nghiệp xi măng. Một số giải pháp cần thực hiện:

- Tăng cường công tác tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp xi măng Việt Nam

Xi măng là một ngành đặc biệt, cần đầu tư nhiều vốn, sản phẩm xi măng mang tính đồng bộ, khiến cho giá thành sản phẩm chiếm tỷ trọng cao. Ngoài ra, sản phẩm xi măng có khối lượng lớn nên không để lâu được, cước phí vận chuyển cao. Việc tiêu thụ xi măng về bản chất được quyết định bởi hoạt động của ngành xây dựng, nên nó có liên quan chặt chẽ với chu kỳ kinh tế. Do đó công tác tiêu thụ sản phẩm cần được đặc biệt coi trọng trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp xi măng. Trong thời gian tới, sản lượng tiêu thụ xi măng sẽ tăng trở lại sau khi hàng loạt các dự án bất động sản và các công trình hạ tầng được xây dựng. Đây là tín hiệu tốt trong công tác tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp xi măng. Tuy nhiên, sức ép tiêu thụ sản phẩm vẫn là nỗi lo lớn của các DNXM bởi thị trường vẫn trong tình trạng cung cao hơn cầu, nhất là các doanh nghiệp ở khu vực miền Bắc. Nhằm đẩy mạnh công tác tiêu thụ sản phẩm, mỗi doanh nghiệp cần xây dựng một chiến lược tiêu thụ riêng, phù hợp với điều kiện, lợi thế của mình. Tập trung nâng cao năng lực sản xuất định hướng chất lượng và hiệu quả bằng cách tối ưu hóa sản xuất theo quản lý chuỗi giá trị, hoàn thiện hệ thống quy trình quản lý sản xuất theo tổ chức và mô hình chuỗi giá trị mới... Bên cạnh việc nâng cao năng lực phân phối hiệu quả như hoàn thiện tổ chức hệ thống nhà phân phối chính, phát triển hệ thống cửa hàng đạt chuẩn... thì việc giữ vững cũng như phát triển thị trường sang các địa bàn mới là vô cùng quan trọng. Tăng cường đa dạng hóa sản phẩm đáp ứng nhu cầu khác nhau của khách hàng, nâng cao chất lượng sản phẩm cũng như đưa ra các chiến lược tiếp cận khách hàng, nâng cao niềm tin của khách hàng với thương hiệu.

- Tiết kiệm chi phí và hạ giá thành sản phẩm xi măng.

Giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng cao trong tổng doanh thu của doanh nghiệp xi măng. Tiết kiệm chi phí và hạ giá thành sản phẩm là yêu cầu bắt buộc đối với DNXM. Thách thức lớn hiện nay của doanh nghiệp xi măng là phải tìm ra được giải pháp quản lý cũng như áp dụng công nghệ phù hợp để nâng cao hiệu quả sử dụng tiết kiệm năng lượng trong quá trình sản xuất clinker – xi măng, góp phần giảm giá thành sản phẩm

trong khi vẫn đảm bảo được chất lượng sản phẩm. Một số giải pháp cơ bản tiết kiệm năng lượng đối với DNXM:

+ Ứng dụng công nghệ thu hồi nhiệt thải để phát điện: Một nhà máy sản xuất xi măng với công suất 20.000 tấn/ngày sẽ có công suất phát điện khoảng 23.000KW. Đây là con số khá lớn đối với một ngành công nghiệp có suất tiêu hao năng lượng lớn như ngành xi măng. Tận dụng được nguồn điện đó, bài toán năng lượng trong các nhà máy xi măng sẽ được giải quyết đáng kể, không chỉ mang tới lợi ích kinh tế mà còn góp phần bảo vệ môi trường.

+ Cải tạo dây truyền sản xuất: Tiến hành cải tạo nâng cấp dây chuyền thiết bị nhằm mục tiêu nâng được năng suất lò nung lên thêm 10%, cải thiện được chất lượng của sản phẩm trong khi chi phí nhiên liệu, năng lượng điện tiêu hao chỉ tăng lên rất ít, nhờ vậy sẽ giảm được chi phí năng lượng và nhiên liệu tiêu hao trên 01 tấn sản phẩm.

+ Áp dụng khoa học kỹ thuật và hợp lý hóa sản xuất: Áp dụng tiến bộ kỹ thuật, hợp lý hóa sản xuất như lắp đặt biến tần cho các động cơ quạt gió hay kiểm soát khí thừa, rò hơi, lắp trao đổi nhiệt, thu hồi nước ngưng, bảo ôn... để tận dụng tối đa nhiên liệu cho sản xuất là ưu tiên hàng đầu trong các nhà máy sản xuất xi măng hiện nay. Vốn đầu tư thấp đem lại hiệu quả cao vừa tăng năng suất vừa tiết kiệm điện năng.

- *Giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn lưu động*

+ Đối với hàng tồn kho: Trong các doanh nghiệp ngành xi măng, hàng tồn kho thường chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng tài sản của doanh nghiệp. Hàng tồn kho của doanh nghiệp xi măng tồn tại chủ yếu dưới dạng nguyên vật liệu, chi phí sản xuất kinh doanh dở dang và thành phẩm. Tỷ trọng hàng tồn kho trên tổng tài sản giảm dần trong giai đoạn 2009 – 2013 và tăng dần lên trong giai đoạn 2013 – 2015. Bình quân trong giai đoạn 2009 – 2015 đạt 14,31%. Như vậy, một số vốn rất lớn đã bị ứ đọng, công suất máy móc thiết bị không được khai thác hết. Nhanh chóng giảm thấp hàng tồn kho bằng cách chủ động trong lúc này là tái cơ cấu hoạt động sản xuất, tiết giảm chi phí để hạ giá thành sản phẩm; tăng cường công tác thị trường, quảng bá, tiếp thị, cùng với các đại lý đưa ra cơ chế thanh toán có bảo lãnh của ngân hàng, khuyến mại để kích cầu... và vận dụng các lợi thế cạnh tranh để mở rộng thị trường; cũng như nâng cao chất lượng sản phẩm để hướng tới xuất khẩu là những giải pháp hết sức cần thiết.

+ Đối với các khoản phải thu: Tỷ trọng các khoản phải thu trên tổng tài sản có xu hướng tăng trong giai đoạn 2009 – 2015, bình quân đạt 17,94%. Năm 2015, tỷ trọng khoản phải thu trên tổng tài sản đạt 21,15%. Các khoản phải thu tồn tại chủ yếu dưới hình thức phải thu khách hàng và trả trước cho người bán. Bên cạnh lợi ích do đẩy nhanh tốc độ tiêu thụ sản phẩm thì một phần vốn lưu động rất lớn đã bị chiếm dụng. Đồng thời vòng quay các khoản phải thu có xu hướng giảm xuống. Những doanh nghiệp bị chiếm dụng vốn lớn như SDY, TSM, SCC, TBX và CCM cần có chính sách quản lý các khoản phải thu chặt chẽ, hiệu quả hơn. Nhằm nâng cao hiệu quả quản trị vốn lưu động, các doanh nghiệp xi măng cần quản trị tốt các khoản nợ phải thu, đẩy nhanh tốc độ tiêu thụ sản phẩm đồng thời giảm thiểu rủi ro do bị chiếm dụng vốn, các doanh nghiệp xi măng cần thực hiện một số giải pháp sau:

- ✓ Xây dựng chính sách bán chịu một cách hợp lý đối với từng khách hàng.
- ✓ Phân tích năng lực tài chính của khách hàng mua chịu.
- ✓ Thường xuyên theo dõi các khoản nợ phải thu.
- ✓ Áp dụng các biện pháp quản lý và nâng cao hiệu quả thu hồi nợ.

4.4. KHUYẾN NGHỊ ĐỐI VỚI NHÀ NƯỚC

4.4.1. Khuyến nghị về công tác quy hoạch ngành xi măng

Ngày 29/08/2011 Thủ tướng chính phủ đã phê duyệt quyết định 1488/QĐ-TTg về việc quy hoạch phát triển công nghiệp xi măng VN giai đoạn 2011 – 2020 và định hướng đến năm 2030. Theo bản quy hoạch này, ngành công nghiệp xi măng Việt Nam cần phát triển theo hướng bền vững, sử dụng tài nguyên hợp lý, bảo vệ môi trường, sử dụng công nghệ tiên tiến, mức độ tự động hóa cao. Phát triển các nhà máy có quy mô công suất lớn, các dự án đầu tư mới công suất tối thiểu 2.500 tấn clanhke/ngày. Từng bước chuyển đổi dự án sử dụng công nghệ sản xuất xi măng lò đứng sang công nghệ sản xuất xi măng lò quay. Trong năm 2016, dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng cả nước đạt khoảng 75 - 77 triệu tấn, tăng từ 4 - 7% so với năm 2015. Tỷ lệ tiêu thụ nội địa năm tới dự báo tăng lên mức 59 - 60 triệu tấn, trong khi lượng xuất khẩu xi măng giảm xuống 16 - 17 triệu tấn. Dù sản lượng tiêu thụ xi măng năm 2016 tăng so với năm 2015 nhưng một số nhà máy xi măng trên cả nước vẫn không thể hoạt động hết công suất vì cầu trên thị trường không theo được cung. Tính đến cuối năm 2015, cả nước có 76 dây chuyền sản xuất xi măng với tổng công suất thiết kế đạt 81,56 triệu tấn/năm.

Trong khoảng từ 1 - 2 năm tới đây, ngành xi măng dự kiến sẽ có thêm khoảng 6 dây chuyền sản xuất xi măng mới đi vào hoạt động như Xi măng Tân Thắng công suất 2 triệu tấn/ năm, Xi măng FiCO công suất 1,4 triệu tấn/ năm, Xi măng Công Thanh công suất 3,6 triệu tấn/ năm, Xi măng Sông Lam (giai đoạn 1) công suất 4 triệu tấn/ năm, Xi măng Thanh Liêm công suất 2,3 triệu tấn/ năm, Xi măng Xuân Thành công suất 4,5 triệu tấn/ năm. Dự báo trong vòng 5 năm tiếp theo, công suất thiết kế ngành xi măng của Việt Nam sẽ chạm mốc 98,76 triệu tấn/ năm. Hiện nay, Việt Nam đứng thứ 5 sau Trung Quốc, Ấn Độ, Iran và Mỹ về sản lượng sản xuất xi măng đứng đầu Thế giới, khi 6 dây chuyền sản xuất mới đi vào hoạt động vị trí này có thể sẽ thay đổi lên vị trí thứ 3 hoặc 4.

Quy hoạch phát triển công nghiệp xi măng Việt Nam giai đoạn 2011-2020 và định hướng đến năm 2030 đã tạo điều kiện cho ngành xi măng phát triển. Tuy nhiên, trong quá trình triển khai quy hoạch tổng thể của ngành xi măng luôn bị phá vỡ do các địa phương đều muốn xây dựng nhà máy xi măng nhằm tăng thu ngân sách, tạo công ăn việc làm dẫn đến tình trạng cung vượt quá cầu ngay trong điều kiện bình thường. Khả năng thực hiện quy hoạch ngành còn nhiều vấn đề cần xem xét; nhất là sự phối hợp đồng bộ giữa các Bộ ngành để đảm bảo khả năng thực thi. Nhằm đảm bảo khả năng thực hiện quy hoạch ngành xi măng cần thực hiện:

- Bộ xây dựng cần thực hiện đánh giá, rà soát lại và loại bỏ những dự án xi măng không còn phù hợp ra khỏi quy hoạch, như quy mô công suất nhỏ, khả năng cạnh tranh không cao, tiêu tốn nguyên, nhiên liệu và cả các dự án quy mô lớn nhưng chủ đầu tư không đủ năng lực thực hiện. Đồng thời, cùng với việc rà soát để đưa ra khỏi quy hoạch những dự án đã lỗi thời cả về quy mô công suất, công nghệ. Bộ Xây dựng cũng cần kiến nghị Chính phủ bổ sung thêm dự án mới, có thể đáp ứng yêu cầu phát triển của ngành xi măng.

- Bộ xây dựng cần có sự chỉ đạo định hướng phù hợp theo từng giai đoạn, để các dự án lần lượt đầu tư, lần lượt đi vào thị trường, phù hợp với nhu cầu của nền kinh tế và khả năng nguồn lực đáp ứng. Không để xảy ra tình trạng khủng hoảng thừa cục bộ tại các vùng miền hoặc dư thừa tại thời điểm nào đó, dẫn đến lãng phí các nguồn lực đầu tư.

- Hiện nay, nước ta đang thực hiện quyết liệt tái cấu trúc nền kinh tế, khả năng thực thi quy hoạch ngành xi măng cũng cần gắn liền với quá trình này. Từng bước chuyển dịch sở hữu mạnh mẽ từ nhà nước sang tư nhân trong lĩnh vực sản xuất xi măng. Thực tiễn cho thấy, sở hữu tư nhân đã làm cho ngành xi măng phát triển hiệu quả hơn. Tuy nhiên, Nhà nước cần có những giải pháp quản lý tốt trong các lĩnh vực như (1) quản lý chặt chẽ về chất lượng, tiêu chuẩn các sản phẩm xi măng, tuyệt đối không được đưa sản phẩm kém chất lượng ra thị trường; nếu không nhà nước và xã hội sẽ rất tổn kém trong việc khắc phục hậu quả lâu dài. (2) thực hiện kiểm soát môi trường, vì lợi nhuận, các công ty tư nhân sẵn sàng vi phạm, để lại hậu quả khôn lường cho môi trường sống và cộng đồng dân cư. Nhà nước phải xử lý nghiêm các nhà máy không tuân thủ pháp luật về bảo vệ môi trường. (3) cần quản lý chặt chẽ nguồn vốn nhà nước, phần vốn sở hữu nhà nước trong ngành phải được bảo toàn và phát triển; trong trường hợp thoái vốn, phần vốn này phải được chuyển nhượng minh bạch rõ ràng, tránh tình trạng tư nhân bắt tay với các cá nhân quản lý vốn nhà nước, chuyển nhượng một cách bất minh, gây thất thoát vốn và lãng phí nguồn lực quốc gia.

4.4.2. Khuyến nghị về công tác hỗ trợ vốn

Ngành công nghiệp xi măng là một ngành đòi hỏi quy mô đầu tư vào tài sản cố định rất lớn, thời gian thu hồi vốn dài. Trong những năm qua, ngành đang phải đối mặt với không ít khó khăn như chính sách cắt giảm đầu tư công, sự đóng băng của thị trường bất động sản, chi phí đầu vào như than, điện luôn có khuynh hướng tăng, hàng tồn kho tăng cao, khoản phải thu lớn... đòi hỏi nhu cầu vốn rất lớn nhằm duy trì hoạt động ổn định. Phân tích thực trạng ngành xi măng cho thấy, nguồn vốn tài trợ cho nhu cầu vốn của ngành chủ yếu từ nợ vay. Trong điều kiện sản xuất và tiêu thụ gặp nhiều khó khăn, áp lực thanh toán nợ gốc và lãi vay đã làm bào mòn lợi nhuận, đẩy các doanh nghiệp xi măng lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán. Nhằm tháo gỡ những khó khăn này cho ngành xi măng, Chính phủ cần có những giải pháp hỗ trợ tài chính như sau:

- Giảm nợ các khoản vay nước ngoài, cơ cấu lại danh mục nợ.
- Khoanh nợ, lùi thời hạn trả nợ các khoản vay trong nước đã đến hạn
- Hạ lãi suất cho vay về mức hợp lý 10-12%/năm
- Giảm thuế VAT xuống còn 5% như thời điểm 2008-2009.

- Nhà nước lập quỹ hỗ trợ đầu tư phát triển để điều phối và cung ứng nguồn tài chính cho các doanh nghiệp ngành xi măng. Lập quỹ hỗ trợ xuất khẩu để bù đắp chi phí ban đầu trong quá trình tìm kiếm thị trường xuất khẩu, nhằm ổn định sản xuất.

4.4.3. Khuyến nghị về công tác thị trường tiêu thụ

Ngành công nghiệp xi măng là ngành có đặc điểm tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần cao, dao động từ 76% đến 96%. Do đó, công tác tiêu thụ sản phẩm ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp xi măng. Trong những năm qua, năng lực sản xuất xi măng trong nước không ngừng được tăng lên khi hàng loạt dây chuyền mới được đưa vào hoạt động. Dự báo nhu cầu tiêu thụ xi măng cả nước năm 2016 sẽ đạt khoảng 75 - 77 triệu tấn, tăng từ 4 - 7% so với năm 2015. Với công suất thiết kế toàn ngành xi măng đã vượt 80 triệu tấn, trong khi dự báo nhu cầu tiêu thụ chỉ tăng 6 - 7%, đã tính cả xuất khẩu, và tính trong điều kiện dự báo chính xác sản lượng tiêu thụ thì các doanh nghiệp xi măng trong nước ngoài việc chạy đua cạnh tranh để tiêu thụ không bị giảm. Vì vậy, giải pháp về thị trường tiêu thụ xi măng trong thời gian tới là hết sức cấp bách. Một số giải pháp tăng cường công tác tiêu thụ xi măng:

+ Doanh nghiệp xi măng cần duy trì những kênh phân phối thường xuyên, chủ động cân đối trong xuất khẩu, điều kiện thuận lợi, có giá tốt thì đẩy mạnh xuất khẩu nhằm mục tiêu ổn định sản xuất, không để mức tồn kho quá lớn sẽ làm tăng các chi phí khác. Xuất khẩu sẽ góp phần quan trọng để giải quyết bài toán tiêu thụ, nhất là vào những thời điểm thị trường trong nước sụt giảm mạnh do tính chất thời vụ. Để hoạt động này đạt hiệu quả, cần tránh tình trạng đua nhau xuất khẩu dẫn đến bị ép giá. Hợp đồng ký kết với đối tác phải linh hoạt, có hợp đồng cố định, có hợp đồng thả nổi giá. Xuất khẩu chỉ nên duy trì nếu mang đến hiệu quả, không nên tìm cách xuất khẩu bằng mọi giá. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xi măng cần tăng cường liên kết trong xuất khẩu, thúc đẩy các hoạt động xúc tiến thương mại. Đồng thời, cần tăng cường thống nhất giá xuất khẩu giữa các doanh nghiệp xi măng với nhau, cần đoàn kết tránh tình trạng bị đối tác nước ngoài lợi dụng, ép giá. Nhằm hướng tới phát triển công nghệ xanh trong sản xuất xi măng, giảm thiểu tác động đến môi trường, giảm giá thành sản phẩm cần thực hiện đầu tư công nghệ mới, tiên tiến.

+ Tiêu thụ xi măng phụ thuộc rất lớn vào tăng trưởng kinh tế. Tức là khi nền kinh tế phục hồi, kéo theo tăng trưởng về đầu tư, xây dựng hạ tầng, phát triển khu đô thị... thì nhu cầu xi măng tăng lên. Do đó, đón đầu tăng trưởng là giải pháp chủ động và tích cực cần nghiên cứu triển khai. Hiện nay, những dấu hiệu tích cực của thị trường xi măng đã dần hiện rõ, sự ấm lên của thị trường bất động sản, nhu cầu xây dựng của người dân tăng và việc đẩy mạnh đầu tư xây dựng các công trình từ nguồn vốn ngân sách Nhà nước như công trình cơ sở hạ tầng, giao thông nông thôn. Giá bán xi măng hiện cũng chưa có biến động lớn, đó sẽ là điều kiện để đẩy mạnh tiêu thụ.

+ Xi măng là loại hàng hóa có đặc điểm cồng kềnh, không để lâu được, nhiều bụi và nặng. Do đó, việc lựa chọn phương tiện vận tải trong quá trình tiêu thụ là rất cần thiết. Vì vậy, cần quy hoạch hệ thống logistic hợp lý giữa các công ty, và vùng miền. Các doanh nghiệp xi măng cần xây dựng quy chế phối hợp giữa các đơn vị, phân chia địa bàn, các đầu mối giao thông nhằm bảo đảm hiệu quả cao nhất. Phối hợp với đường thủy (dùng sà-lan để chở xi-măng rời), đường sắt (các toa tàu chuyên dụng chở xi-măng, các loại bao phù hợp).

+ Tạo điều kiện cho doanh nghiệp liên kết chặt chẽ với các hiệp hội xi măng các khu vực, các hiệp hội xi măng các nước trên thế giới qua các kỳ triển lãm, diễn đàn, hội nghị để hợp tác, phát triển thị trường.

+ Tiếp tục rà soát các chỉ tiêu, định mức tiêu hao năng lượng, xây dựng định mức mới phù hợp nhằm bảo đảm duy trì ổn định chất lượng sản phẩm với mục tiêu trọng tâm là tối ưu hóa hoạt động của các thiết bị. Chú trọng giải pháp bán hàng và sử dụng nguồn lực tối ưu nhằm bảo đảm cải thiện hệ thống nhà phân phối, tạo sự gắn kết và tăng sức cạnh tranh trên thị trường. Rà soát các chính sách bán hàng, nhất là chiết khấu và khuyến mãi theo từng chủng loại sản phẩm và các thời điểm bán hàng. Đồng thời, phối hợp hoàn thiện hệ thống nhà phân phối và mở rộng tìm kiếm khách hàng lớn cho thị trường xuất khẩu. Các doanh nghiệp cần tập trung chuẩn hóa cấu trúc thương hiệu, xây dựng chiến lược định vị thương hiệu phù hợp; hoàn thiện tổ chức hệ thống nhà phân phối chính, phát triển hệ thống cửa hàng đạt chuẩn, tổ chức lực lượng bán hàng chuyên nghiệp hơn; giữ vững thị phần tại địa bàn cốt lõi, tiếp cận và mở rộng sang các địa bàn mới...

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Hiện nay, cấu trúc tài chính của DNXM niêm yết tại Việt Nam còn nhiều điểm hạn chế. Nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh, giảm thiểu rủi ro tài chính, nâng cao giá trị doanh nghiệp cần thực hiện các giải pháp tái cấu trúc tài chính các doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam. Trên cơ sở bối cảnh kinh tế năm 2015 và triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2016, cùng với định hướng phát triển ngành công nghiệp xi măng đã được quy định tại Quyết định số 1488/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về quy hoạch phát triển công nghiệp xi măng Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 và định hướng đến năm 2030. Quá trình tái cấu trúc tài chính cần thực hiện thận trọng, trên cơ sở các quan điểm mang tính nguyên tắc như tái cấu trúc tài chính các DNXM cần đảm bảo tính tương thích, đảm bảo sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, phù hợp với sự thay đổi của môi trường kinh doanh và cần thực hiện tái cấu trúc theo từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp.

NCS đã đề xuất 2 nhóm giải pháp thực hiện tái cấu trúc tài chính DNXM niêm yết tại Việt Nam. Nhóm giải pháp trực tiếp bao gồm các giải pháp cụ thể như (1) xây dựng cấu trúc tài chính mục tiêu phù hợp cho DNXM, (2) tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao khả năng tự tài trợ, (3) thực hiện tái cấu trúc các khoản nợ theo hướng gia tăng nợ dài hạn nhằm nâng cao khả năng thanh toán và sự cân bằng tài chính, (4) xây dựng các chỉ tiêu cảnh báo sớm cho các DNXM niêm yết. Nhóm giải pháp hỗ trợ cho quá trình thực hiện tái cấu trúc tài chính là nâng cao nhận thức cho Nhà quản trị về cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính, cần thực hiện tái cấu trúc tài chính phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp, nâng cao hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra, NCS cũng đề xuất một số khuyến nghị đối với Nhà nước khi xây dựng chính sách đối với ngành công nghiệp xi măng như về công tác quy hoạch ngành, công tác hỗ trợ về vốn, và thị trường tiêu thụ.

Việc thực hiện đồng bộ và triển khai các giải pháp trên sẽ góp phần điều chỉnh cấu trúc tài chính về mức mục tiêu của DNXM, qua đó sẽ nâng cao hiệu quả kinh doanh, đảm bảo sự cân bằng tài chính, khả năng tự chủ tài chính và gia tăng giá trị cho các doanh nghiệp xi măng.

KẾT LUẬN

Trên góc độ tài chính doanh nghiệp, mục tiêu của nhà quản trị tài chính là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Để đạt được mục tiêu này, doanh nghiệp cần xây dựng một cấu trúc tài chính mục tiêu phù hợp đảm bảo cho doanh nghiệp hoạt động hiệu quả. Tuy nhiên, một cấu trúc tài chính không tồn tại vĩnh viễn mà sẽ có thay đổi khi điều kiện hoạt động kinh doanh thay đổi. Tương ứng với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp là một cấu trúc tài chính mục tiêu phù hợp với giai đoạn phát triển đó. Một cấu trúc tài chính thiên về sử dụng nợ sẽ phù hợp trong giai đoạn tăng trưởng cao, hiệu quả kinh doanh tốt nhưng có thể không phù hợp trong giai đoạn tăng trưởng thấp. Vì vậy, nhằm nâng cao năng lực tài chính, lãnh mạnh hóa tình hình tài chính, tăng cường khả năng cạnh tranh thì việc điều chỉnh cấu trúc tài chính là vấn đề quan trọng, cần thiết đối với doanh nghiệp.

Luận án đã đi sâu nghiên cứu về cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam và đã đạt được kết quả sau:

Về lý luận: Luận án đã luận giải một cách hệ thống, chi tiết về cấu trúc tài chính doanh nghiệp, các lý thuyết về cấu trúc tài chính, phân tích tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính (sự cân bằng tài chính, mức độ độc lập về mặt tài chính, khả năng thanh toán), khả năng sinh lời, và chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, luận án cũng luận giải cơ sở lý luận về tái cấu trúc tài chính như khái niệm tái cấu trúc tài chính, các nguyên tắc thực hiện tái cấu trúc tài chính, các hình thức tái cấu trúc tài chính và nhân tố ảnh hưởng đến quá trình này làm nền tảng cho doanh nghiệp xem xét, xác định và lựa chọn chính sách cấu trúc tài chính, tái cấu trúc tài chính.

Về thực trạng: Luận án đã phân tích, đánh giá một cách hệ thống, chi tiết về cấu trúc tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam và nhận thấy: doanh nghiệp xi măng niêm yết đang duy trì hệ số nợ cao, chủ yếu là khoản nợ ngắn hạn dẫn đến làm mất sự cân bằng tài chính, tính độc lập về mặt tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Hiện nay, doanh nghiệp ngành xi măng chưa thực sự hiểu rõ cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính, chưa chú trọng xây dựng cấu trúc tài chính phù

hợp với từng giai đoạn phát triển doanh nghiệp, nguồn vốn ngắn hạn bị chiếm dụng lớn và cấu trúc tài sản của một số doanh nghiệp xi măng mất cân đối.

Về giải pháp: Luận án đã phân tích bối cảnh và yêu cầu phát triển của nền kinh tế, định hướng phát triển doanh nghiệp xi măng Việt Nam trong thời gian tới, cùng với kết quả đánh giá thực trạng cấu trúc tài chính làm cơ sở đưa ra giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam. Luận án đã đề xuất 2 nhóm giải pháp thực hiện tái cấu trúc tài chính DNXM niêm yết tại Việt Nam. Nhóm giải pháp trực tiếp bao gồm các giải pháp cụ thể như (1) xây dựng cấu trúc tài chính mục tiêu phù hợp cho DNXM, (2) tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu nhằm nâng cao khả năng tự tài trợ, (3) thực hiện tái cấu trúc các khoản nợ theo hướng gia tăng nợ dài hạn nhằm nâng cao khả năng thanh toán và sự cân bằng tài chính, (4) xây dựng các chỉ tiêu cảnh báo sớm cho các DNXM niêm yết. Nhóm giải pháp hỗ trợ cho quá trình thực hiện tái cấu trúc tài chính là nâng cao nhận thức cho Nhà quản trị về cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính, cần thực hiện tái cấu trúc tài chính phù hợp với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp, nâng cao hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra, NCS cũng đề xuất một số khuyến nghị đối với Nhà nước khi xây dựng chính sách đối với ngành công nghiệp xi măng như về công tác quy hoạch ngành, hỗ trợ về vốn, và thị trường tiêu thụ.

Như vậy, luận án đã giải quyết được những mục tiêu đề ra, trả lời các câu hỏi nghiên cứu dựa trên hệ thống cơ sở lý luận vững chắc, phân tích thực trạng cấu trúc tài chính, phân tích và đưa ra các bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DNXM niêm yết trong giai đoạn 2009 - 2015. Mặc dù đã có những cố gắng trong nghiên cứu, tái cấu trúc tài chính là một vấn đề khó và phức tạp, đặc biệt đối với ngành đặc thù như ngành xi măng. Vì vậy, luận án khó có thể tránh khỏi thiếu sót nhất định. Những kết quả nghiên cứu của luận án mới chỉ là kết quả khởi đầu. Nghiên cứu sinh rất mong nhận được ý kiến đóng góp quý báu của nhà khoa học, các đồng nghiệp để luận án được hoàn thiện hơn.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

1. Ths Nguyễn Việt Dũng, Ths Dương Thanh Tình (2014), “*Phân tích sự cân bằng tài chính tại doanh nghiệp ngành xi măng niêm yết tại Việt Nam*”. Tập 124, Số 10, 2014, trang 137 – 141, số ISSN 1859-217. Tạp chí Khoa học và Công nghệ - Đại học Thái Nguyên.

2. Ths Mai Thanh Giang, Ths Nguyễn Việt Dũng (2014), “*Sử dụng phương pháp chi phí sử dụng vốn xác định cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp*”. Kỷ yếu hội nghị Khoa học trẻ Đại học Thái Nguyên lần thứ II, trang 139 - 144.

3. Ths Nguyễn Việt Dũng (2013) “*Tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết ngành xi măng Việt Nam*”. Mã số đề tài NCKH cấp cơ sở: CS2013 – BF – 23.

4. Ths Nguyễn Việt Dũng (2015), “*Bàn về tái cấu trúc tài chính đối với các doanh nghiệp xi măng niêm yết*”. Số 10 kỳ 2-2015, Tạp chí Tài chính.

5. Ths Nguyễn Việt Dũng, Ths Mai Thanh Giang (2016), “*Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Số 01 (150) 2016, Tạp chí Nghiên cứu Tài chính – Kế toán.

6. Ths Nguyễn Việt Dũng (2016),”*Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết*”. Kỳ 2 – Tháng 2/2016 (627), Tạp chí Tài chính.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

TIẾNG VIỆT

1. Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến (2014), "Các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)", *Tạp chí phát triển và hội nhập*. Số 18 (28) (Tháng 09-10/2014), tr. 34 - 39.
2. Nguyễn Thị Vân Anh (2010), *Cấu trúc và tái cấu trúc tài chính các Tập đoàn kinh tế ở Việt nam sau khủng hoảng tài chính toàn cầu*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
3. Ban kinh tế trung ương (2016), *Tái cấu trúc doanh nghiệp: Bài học kinh nghiệm từ Hàn Quốc, Trung Quốc*, truy cập ngày 06/05/2015, tại trang web <https://kinhtetrunguoc.vn>.
4. Hà Thanh Bình (2012), *Nghiên cứu cấu trúc tài chính của các công ty cổ phần ngành xi măng Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế TP Hồ Chí Minh, TP Hồ Chí Minh.
5. Lê Đạt Chí (2013), "Các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định cấu trúc vốn của các nhà quản trị tài chính tại Việt Nam", *Tạp chí phát triển và hội nhập*. Số 9 (19)(Tháng 03-04/2013), tr. 22 - 28.
6. Lê Trung Dũng (2013), "Tái cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp nhà nước", *Tạp chí Nghiên cứu tài chính kế toán*. Số 01, tr. 46 - 49.
7. Lê Phương Dung và Đặng Thị Hồng Giang (2013), "Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp chế biến thủy sản niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM - Sử dụng phương pháp FEM, REM", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*. Số 187(Tháng 01/2013), tr. 57 - 65.
8. Nguyễn Tuấn Dương (2009), *Xây dựng cơ cấu vốn tối ưu tại công ty cổ phần bên thông và xây dựng Vinaconex Xuân Mai*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
9. Hiệp hội xi măng Việt Nam (2012), *Một số số liệu về sản xuất kinh doanh xi măng năm 2012*, truy cập ngày 21 tháng 08 năm 2015, tại trang web <http://vnca.org.vn>.

10. Lê Thị Thu Hà (2011), *Phân tích các nhân tố tác động đến cấu trúc tài chính doanh nghiệp ngành Nhựa Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố HCM.

11. Nguyễn Thị Hải Hằng (2009), *Tái cấu trúc tài chính cho các công ty niêm yết ngành sản xuất công nghiệp ở Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố HCM.

12. Lê Thị Song Hương (2009), *Tái cấu trúc tài chính nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.

13. Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính doanh nghiệp*, Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.

14. Hồ Công Minh (2011), *Vay nợ của các doanh nghiệp Việt Nam và vấn đề kiệt quệ tài chính*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.

15. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010,2011,2012,2013), *Báo cáo thường niên năm 2009,2010,2011,2012*, NXB Thông tin và Truyền Thông.

16. ThS. Phạm Đăng Phú và TS. Vũ Hùng Phương (2012), "Tái cấu trúc doanh nghiệp – Kinh nghiệm của Hàn Quốc", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*. số 179.

17. Quốc hội (2005), *Luật doanh nghiệp năm 2005*, NXB Chính trị Quốc Gia.

18. Đoàn Hương Quỳnh (2010), *Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp Nhà nước trong điều kiện Việt Nam hiện nay*, Luận án tiến sỹ, Học viện Tài chính, Hà Nội.

19. Trần Hùng Sơn (2011), "Đặc điểm doanh nghiệp và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết tại Việt Nam", *Tạp chí phát triển khoa học và công nghệ*. Số 14(Quý 3/2011), tr. 22 - 39.

20. Tạp chí tài chính (2016), *Kinh tế Việt Nam: Nhìn lại năm 2015 và triển vọng 2016*, truy cập ngày 08/02/2016, tại trang web <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu--trao-doi/trao-doi-binh-luan/kinh-te-viet-nam-nhin-lai-nam-2015-va-trien-vong-2016-76096.html>.

21. Phạm Hoàng Thắng (2012), *Những nhân tố tác động đến cấu trúc vốn: trường hợp nghiên cứu các doanh nghiệp ngành công nghiệp xi măng Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP HCM.

22. Nguyễn Đức Thành và Ngô Quốc Thái (2014), *Tổng quan kinh tế Việt Nam 2013*, Trung tâm Nghiên cứu kinh tế & chính sách - Trường ĐH Kinh tế, ĐH Quốc gia Hà Nội, Hà Nội.

23. Thông tin vật liệu xây dựng (2016), *Tổng quan thị trường xi măng trong nước năm 2015 và dự báo cho năm 2016*, truy cập ngày 03/03/2016, tại trang web <http://vatlieuxaydung.org.vn>.

24. Thủ tướng Chính phủ - Quyết định 1488 (2011), *Phê duyệt quy hoạch phát triển công nghiệp xi măng Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 và định hướng đến năm 2030*.

25. Tổng cục thống kê (2014), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2013*, Hà Nội, truy cập ngày Tháng 4 năm 2014, tại trang web <https://www.gso.gov.vn>.

26. Tổng cục thống kê (2015), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2014*, Hà Nội, truy cập ngày Tháng 6 năm 2015, tại trang web <https://www.gso.gov.vn>.

27. Tổng cục thống kê (2016), *Tình hình kinh tế xã hội 2015*, truy cập ngày, tại trang web <https://www.gso.gov.vn/default.aspx?tabid=621&ItemID=15507>.

28. Hoàng Thị Út Trinh (2009), *Xây dựng mô hình cấu trúc tài chính cho các doanh nghiệp ngành viễn thông Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP HCM.

29. Trần Thị Thanh Tú (2010), *Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam hiện nay*, Luận án tiến sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.

30. Hoàng Tùng (2012), "Bàn về tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp", *Tạp chí Ngân hàng*. Số 9(Tháng 5/2012), tr. 53 -56.

31. Nguyễn Thị Ánh Tuyết (2012), *Giải pháp tái cấu trúc tài chính ngân hàng thương mại Việt Nam sau khủng hoảng kinh tế 2008*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, TP.HCM.

32. Nguyễn Thị Uyên Uyên (2002), *Tái cấu trúc tài chính ở các doanh nghiệp nhằm thu hút và sử dụng hiệu quả vốn đầu tư*, Luận án tiến sỹ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP HCM.

33. Ủy ban Kinh tế của Quốc hội (2012), "Kinh tế Việt Nam năm 2012: Khởi động mạnh mẽ quá trình tái cơ cấu nền kinh tế", *Kỷ yếu Diễn đàn kinh tế mùa xuân 2012*, NXB Tri thức.

34. Ủy ban Kinh tế của Quốc hội (2013), "Kinh tế Việt Nam 2013, Triển vọng 2014: Nỗ lực thực hiện 3 đột phá chiến lược", *Kỷ yếu diễn đàn kinh tế mùa thu 2013*, NXB Tri thức.

35. Ủy ban Kinh tế của Quốc hội (2013), "Kinh tế Việt Nam năm 2013: Tái cơ cấu nền kinh tế - Một năm nhìn lại", *Kỷ yếu diễn đàn kinh tế mùa xuân 2013*, NXB Tri thức.

36. Ủy ban kinh tế của Quốc hội (2014), *Báo cáo kinh tế vĩ mô 2014: Cải cách thể chế kinh tế_ Chìa khóa cho tái cơ cấu*, NXB Tri Thức, Hà Nội.

37. Ủy ban Kinh tế Quốc hội (2012), "Kinh tế Việt Nam 2012, triển vọng 2013: Đòi mới phân cấp trong cải cách thể chế", *Kỷ yếu Diễn đàn kinh tế mùa thu 2012*.

38. Bùi Văn Vần và Vũ Văn Ninh (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính, Hà Nội, tr.354.

39. Lê Hoàng Vinh (2008), *Xây dựng mô hình cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.

40. World Business Council for Sustainable Development (2002), *Sáng kiến phát triển bền vững ngành công nghiệp xi măng*, Tổ chức bảo tồn thiên nhiên quốc tế.

TIẾNG ANH

41. Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh (2015), "The determinants of capital structure: Empirical evidence from Kuwait", *European Journal of Business, Economics and Accountancy*. No 03(06/2015).

42. Anifowose Mutalib (2011), "Determinants of Capital Structure in Cement Industry: A Case of Nigerian Listed Cement Firms", *Nigerian Journal of Accounting Research*. No. 06, tr. 118-135.

43. guihai and Song Huang, frank, (2005), "The determinants of capital structure: Evidence from China", *China Economic Review*. No 22, tr. 8.
44. Milton Harris và Artur Raviv (1991), "The theory of capital structure", *The journal of finance*. No 46(Mar,1991), tr. 297 - 355.
45. Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal (2009), "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?", *Financial Management*. No 38, tr. 1 - 37.
46. Oladele John AKINYOMI và Adebayo OLAGUNJU (2013), "Determinants of Capital Structure in Nigeria", *Innovative Space of Scientific Research Journals*. No 03, tr. 999-1005.
47. Omar Camara (2010), "Capital Structure Adjustment Speed and Macroeconomic Conditions: U.S MNCs and DCs ", *International Research Journal of Finance and Economics*. 84(2012).
48. Pablo Linares and Isabel Fernandez Acín Pablo Fernandez (2014), "Market Risk Premium used in 88 countries in 2014: a survey with 8,228 answers", *IESE Business School*(June 20).
49. Sheridan Titman và Roberto Wessels (1988), "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*. No 43(Mar 1988), tr. 1-19.
50. Syed Tahir Hijazi and Yasir Bin Tariq (2006), "Determinants of capital structure : a case for the Pakistani cement industry", *The Lahore journal of economics*. No 01(11.2006), tr. 63-80.
51. Tran Dinh Khoi Nguyen and Neelakantan Ramachandran (2006), "Capital structure in small and medium-sized enterprises : The case of Vietnam", *ASEAN economic bulletin - Singapore*. 23.2006(2), tr. 192-211.
52. Gulnur Muradoglu and Kate Phylaktis Tugba Bas (2009), *Determinants of Capital Structure in Developing Countries*, truy cập ngày, tại trang web <http://www.efmaefm.org/>.
53. Widya Ningsih and Neneng Djuariah (2013), "The Capital Structure And Firm's Financial Leverage In Indonesian Publicly Listed Cement Industry",

Proceedings of World Business and Social Science Research Conference(24 - 25 October 2013), tr. Novotel Bangkok on Siam Square, Bangkok, Thailand.

54. Douglas W. Diamond (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk", *The Quarterly Journal of Economics*. 106(03), tr. 709-737.

55. Raghuram G. Rajan và Luigi Zingales (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*. 50(5), tr. 1421-1460.

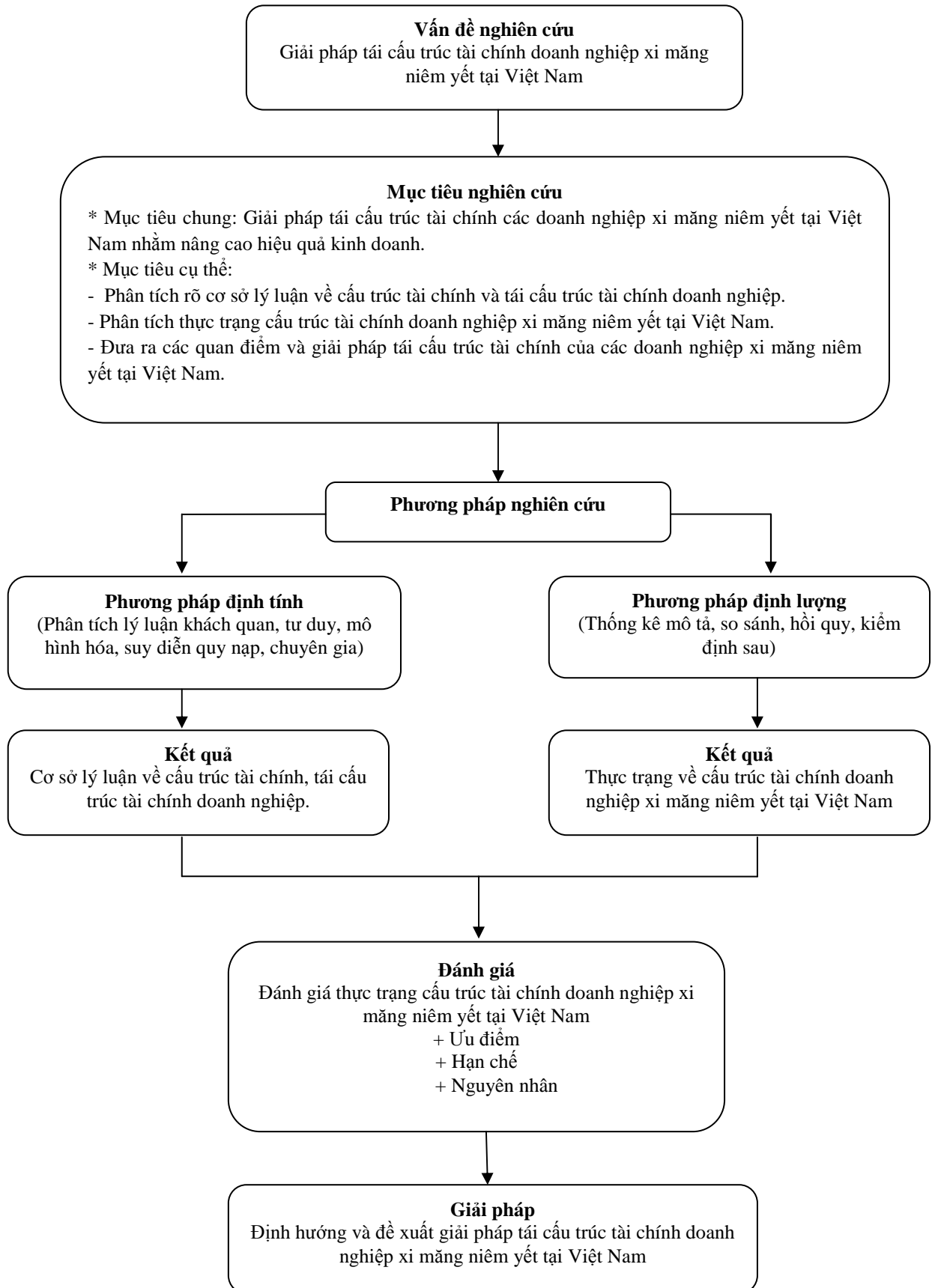
56. S. Ross, Westerfield, A.D, & Jordan, B.D, (2008), "Essentials of corporate finance", McGraw-Hill/Irwin., New York.

57. The World Bank (2016), *Lending interest rate*, truy cập ngày 20/03/2016, tại trang web <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND/countries>.

58. Trading Economics (2016), *Vietnam Interest Rate 2000-2016*, truy cập ngày 20/03/2016, tại trang web <http://www.tradingeconomics.com/vietnam/interest-rate>.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1.1: Khung phân tích của luận án



Phụ lục 1.2: Danh sách các doanh nghiệp xi măng trong mẫu nghiên cứu

TT	Mã CK	Sàn niêm yết	Tên công ty	Năm niêm yết	KL cổ phiếu đang lưu hành	Tài sản BQ (Triệu đồng)	Tỷ lệ sở hữu Nhà nước
1	BCC	HNX	Công ty cổ phần xi măng Bim Sơn	2006	95,661,397	5,371,383	74,04%
2	BTS	HNX	Công ty Cổ phần xi măng Vicem Bút Sơn	2006	109,056,192	4,264,446	0.00%
3	CCM	HNX	Công ty Cổ phần Khoáng sản và Xi măng Cần Thơ	2008	4,600,000	232,967	0.00%
4	HOM	HNX	Công ty Cổ phần xi măng Vicem Hoàng Mai	2009	72,000,000	1,859,249	70,96%
5	QNC	HNX	Công ty Cổ phần xi măng và Xây dựng Quảng Ninh	2008	18,451,109	2,003,516	17,77%
6	SCJ	HNX	Công ty Cổ phần Xi măng Sài Sơn	2007	19,516,000	538,564	17,35%
7	SDY	HNX	Công ty Cổ phần Xi măng Sông Đà Yaly	2006	4,500,000	120,698	53,3%
8	TBX	HNX	Công ty Cổ phần Xi măng Thái Bình	2008	1,510,280	62,486	0.00%
9	HT1	HOSE	Công ty Cổ phần Xi măng Hà Tiên 1	2007	318,000,000	12,290,731	65.00%
10	HVX	HOSE	Công ty Cổ phần Xi măng Vicem Hải Vân	2010	39,960,000	1,070,779	76,44%
11	LCC	UPCOM	Công ty Cổ phần Xi măng Lạng Sơn	2010	5,838,999	470,498	0.00%
13	PTE	UPCOM	Công ty Cổ phần Xi măng Phú Thọ	2015	12,500,000	547,461	0.00%
14	SCC	UPCOM	Công ty Cổ phần Xi măng Sông Đà	2014	1,980,000	18,737	57,21%
12	TSM	OTC	Công ty Cổ phần Xi măng Tiên Sơn	2010	2,936,140	43,325	0.00%
15	VCX	UPCOM	Công ty Cổ phần Xi măng Yên Bình	2014	26,530,000	888,324	0.00%
16	YBC	UPCOM	Công ty Cổ phần Xi măng và Khoáng sản Yên Bái	2014	4,837,430	413,186	39,85%

Nguồn: Báo cáo tài chính của DNXM

Phụ lục 1.3: Ma trận tương quan

	TD	LTD	STD	NVTX	NVBN	NWC	LIQ	ROA	WACC	BEP	QMTS	GTDT	TSHH	UNI	TAX	VTS	GDP	HNX	LSCV
TD	1.00																		
LTD	0.82	1.00																	
STD	0.41	-0.19	1.00																
NVTX	-0.41	0.19	-1.00	1.00															
NVBN	0.69	0.53	0.34	-0.34	1.00														
NWC	-0.80	-0.61	-0.39	0.39	-0.47	1.00													
LIQ	-0.81	-0.63	-0.38	0.38	-0.56	0.97	1.00												
ROA	-0.26	-0.16	-0.18	0.18	-0.70	0.05	0.16	1.00											
WACC	-0.26	-0.11	-0.27	0.27	-0.26	0.28	0.28	0.02	1.00										
BEP	-0.07	-0.03	-0.08	0.08	-0.57	-0.11	0.00	0.96	-0.03	1.00									
QMTS	0.49	0.62	-0.15	0.15	0.12	-0.58	-0.55	0.20	-0.20	0.26	1.00								
GTDT	0.22	0.24	0.00	0.00	-0.05	-0.29	-0.25	0.37	-0.08	0.44	0.36	1.00							
TSHH	0.55	0.58	0.02	-0.02	0.34	-0.74	-0.71	0.02	-0.35	0.18	0.61	0.37	1.00						
UNI	-0.02	-0.09	0.10	-0.10	0.47	0.22	0.12	-0.80	0.13	-0.80	-0.57	-0.44	-0.25	1.00					
TAX	-0.18	-0.16	-0.05	0.05	-0.36	0.16	0.21	0.42	-0.01	0.39	0.16	0.14	-0.14	-0.30	1.00				
VTS	-0.48	-0.66	0.22	-0.22	-0.44	0.47	0.53	0.43	-0.01	0.42	-0.51	0.12	-0.35	-0.12	0.25	1.00			
GDP	0.00	-0.02	0.03	-0.03	0.11	-0.03	-0.03	-0.05	-0.03	-0.07	0.00	-0.10	-0.01	0.04	0.02	0.00	1.00		
HNX	0.10	0.01	0.15	-0.15	0.16	-0.08	-0.06	-0.14	-0.39	-0.16	0.00	-0.07	0.14	0.20	0.02	-0.03	-0.34	1.00	
LSCV	-0.09	0.00	-0.16	0.16	-0.24	0.07	0.04	0.14	0.44	0.19	0.01	0.10	-0.09	-0.22	-0.02	0.00	-0.22	-0.76	1.00

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

Phụ lục 1.4: Mô hình khả dĩ với NWC

19 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.6524):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	-0.010	0.045	-0.013	-0.042	0.027	-0.012	0.015
NVTX	94.9	0.189	0.076	0.218	0.204	0.114	0.208	0.220
BEP	98.1	-0.391	0.105	-0.414	-0.439	-0.288	-0.426	-0.419
QMTS	8.4	0.000	0.002	.	.	.	.	.
GTDT	3.1	0.000	0.004	.	.	.	.	.
TSHH	96.7	-0.093	0.034	-0.103	-0.093	-0.086	-0.096	-0.104
LIQ	100	0.283	0.022	0.275	0.278	0.306	0.278	0.274
UNI	7.1	0.007	0.043	.	.	.	.	.
TAX	4.8	0.000	0.003	.	.	.	.	.
VTS	80.4	0.039	0.025	0.049	0.050	.	0.049	0.050
GDP	5.3	-0.021	0.216	.	.	.	.	-0.495
HNX	7.2	-0.001	0.008	.	.	.	-0.020	.
LSCV	34	0.110	0.185	.	0.303	.	.	.
nVar				5	6	4	6	6
r ²				0.96	0.962	0.957	0.961	0.96
BIC				-337.93	-336.66	-334.80	-334.35	-333.58
post prob				0.323	0.171	0.067	0.054	0.037

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

Phụ lục 1.5: Mô hình khả dĩ với LIQ

13 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.7051):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	1.439	0.169	1.401	1.481	1.420	1.521	1.358
TD	100	-1.624	0.187	-1.589	-1.759	-1.595	-1.599	-1.598
BEP	5.2	-0.018	0.130	.	.	.	.	.
QMTS	4	0.000	0.006	.	.	.	.	.
GTDT	3.9	-0.001	0.032	.	.	.	.	.
TSHH	100	-0.937	0.145	-0.931	-0.974	-0.945	-0.939	-0.895
UNI	5.3	0.016	0.111	.	.	.	.	0.305
TAX	7.2	0.005	0.031	.	.	.	.	.
VTS	80	0.158	0.104	0.195	.	0.192	0.191	0.207
GDP	5	-0.209	1.563	.	.	.	.	.
HNX	8	0.010	0.048	.	.	0.116	.	.
LSCV	7.8	-0.080	0.415	.	.	.	-0.977	.
nVar				3	2	4	4	4
r ²				0.770	0.755	0.772	0.772	0.771
BIC				-150.42	-148.23	-146.60	-146.52	-146.37
post prob				0.401	0.134	0.059	0.057	0.053

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

18 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.6387):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	-0.785	0.196	-0.847	-0.876	-0.842	-0.721	-0.738
NVTX	100	2.573	0.220	2.562	2.562	2.594	2.560	2.580
BEP	100	-1.622	0.578	-1.544	-1.327	-1.404	-1.789	-2.244
QMTS	2.7	0.000	0.005	.	.	.	.	.
GTDT	25.8	-0.061	0.126	.	-0.230	.	.	.
TSHH	100	-1.182	0.130	-1.197	-1.130	-1.236	-1.159	-1.193
UNI	17.2	-0.136	0.382	.	.	.	.	-0.709
TAX	16.2	0.020	0.057	.	.	.	0.126	.
VTS	100	0.781	0.080	0.775	0.786	0.762	0.777	0.811
GDP	5.5	-0.239	1.542	.	.	.	.	.
HNX	19.8	0.036	0.088	.	.	0.181	.	.
LSCV	9.3	-0.113	0.471	.	.	.	.	.
nVar				4	5	5	5	5
r2				0.822	0.826	0.826	0.825	0.824
BIC				-174.12	-172.13	-172.03	-171.69	-171.03
post prob				0.286	0.106	0.101	0.085	0.061

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

08 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.8369):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	2.329	0.308	2.310	2.462	2.388	2.259	2.284
NVBN	100	-1.863	0.293	-1.862	-1.889	-1.847	-1.890	-1.845
BEP	100	-2.882	0.703	-2.912	-2.831	-3.072	-2.510	-2.808
QMTS	5.3	0.000	0.009	.	.	.	.	.
GTDT	5.9	-0.005	0.049	.	.	.	.	-0.084
TSHH	100	-0.921	0.178	-0.922	-0.940	-0.898	-0.915	-0.903
UNI	6.4	0.029	0.219	.	.	.	0.454	.
TAX	7.7	0.007	0.039	.	.	0.092	.	.
VTS	100	0.462	0.094	0.465	0.451	0.466	0.443	0.469
GDP	5.4	-0.060	1.525	.	.	.	.	.
HNX	5.6	0.003	0.037	.	.	.	.	.
LSCV	7.7	-0.084	0.464	.	-1.098	.	.	.
nVar				4	5	5	5	5
r2				0.707	0.709	0.709	0.708	0.708
BIC				-118.76	-114.78	-114.78	-114.43	-114.25
post prob				0.560	0.077	0.077	0.064	0.059

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

Phụ lục 1.6: Mô hình khả dĩ với ROA

09 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.8591):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.242	0.066	0.232	0.273	0.245	0.219	0.196
NVTX	100	0.168	0.037	0.168	0.175	0.173	0.177	0.102
QMTS	100	-0.015	0.004	-0.015	-0.017	-0.016	-0.014	-0.010
GTDT	4.1	0.000	0.004	.	.	.	.	.
TSHH	8.1	-0.001	0.007	.	.	.	-0.013	.
LIQ	95	-0.024	0.010	-0.025	-0.026	-0.025	-0.029	.
UNI	100	-0.734	0.058	-0.724	-0.753	-0.745	-0.718	-0.725
TAX	100	0.038	0.010	0.038	0.038	0.038	0.037	0.031
VTS	100	0.049	0.012	0.050	0.048	0.049	0.053	0.037
GDP	6.9	-0.019	0.172	.	.	.	.	.
HNX	11.9	0.002	0.008	.	.	0.019	.	.
LSCV	25.7	-0.054	0.109	.	-0.204	.	.	.
nVar				6	7	7	7	5
r ²				0.821	0.826	0.824	0.822	0.806
BIC				-164.31	-162.76	-161.70	-160.00	-159.98
post prob				0.437	0.202	0.119	0.051	0.05

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

32 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.4977):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.227	0.046	0.199	0.209	0.225	0.237	0.230
NVBN	100	-0.147	0.030	-0.134	-0.126	-0.168	-0.161	-0.142
QMTS	10	-0.001	0.003	.	.	.	.	.
GTDT	10.9	0.002	0.009	.	.	.	.	.
TSHH	13.8	0.003	0.011	.	.	.	.	.
LIQ	35.3	-0.005	0.008	.	.	-0.014	-0.015	.
UNI	100	-0.530	0.058	-0.553	-0.539	-0.504	-0.486	-0.561
TAX	40	0.008	0.012	.	0.018	.	0.020	.
VTS	98.9	0.035	0.010	0.035	0.033	0.041	0.039	0.034
GDP	3.5	0.006	0.116	.	.	.	.	.
HNX	5.6	0.001	0.004	.	.	.	.	.
LSCV	20.2	-0.039	0.095	.	.	.	.	-0.200
nVar				3	4	4	5	4
r ²				0.805	0.812	0.812	0.819	0.81
BIC				-169.17	-168.06	-168.06	-167.66	-167.36
post prob				0.165	0.095	0.094	0.077	0.067

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

Phụ lục 1.7: Mô hình khả dĩ với WACC

30 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.5183):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.096	0.024	0.089	0.104	0.127	0.080	0.114
NVTX	78.6	0.036	0.024	0.046	0.044	.	0.046	.
BEP	19.6	0.018	0.048	.	.	.	0.069	.
QMTS	5.7	0.000	0.001	.	.	.	.	.
GTDT	4	0.000	0.003	.	.	.	.	.
TSHH	96.2	-0.031	0.012	-0.028	-0.033	-0.033	-0.028	-0.029
LIQ	9.1	0.000	0.003	.	.	.	.	.
UNI	57.1	0.047	0.055	0.059	.	.	0.111	0.054
TAX	3.9	0.000	0.001	.	.	.	.	.
VTS	14.4	-0.002	0.005	.	.	.	.	.
GDP	4.7	0.016	0.116	.	.	.	.	.
HNX	4.1	0.000	0.003	.	.	.	.	.
LSCV	100	0.410	0.089	0.425	0.382	0.414	0.423	0.454
nVar				4	3	2	5	3
r ²				0.357	0.329	0.289	0.371	0.312
BIC				-30.64	-30.52	-28.72	-28.40	-27.77
post prob				0.179	0.169	0.069	0.058	0.043

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

32 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.4461):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.141	0.034	0.145	0.155	0.144	0.160	0.127
NVBN	84.6	-0.047	0.026	-0.055	-0.066	-0.041	-0.056	.
BEP	10.2	0.009	0.035	.	.	.	.	.
QMTS	9.8	0.000	0.001	.	.	.	.	.
GTDT	3.3	0.000	0.003	.	.	.	.	.
TSHH	37.3	-0.009	0.015	.	.	-0.016	.	-0.033
LIQ	4.6	0.000	0.002	.	.	.	.	.
UNI	92.7	0.117	0.052	0.127	0.132	0.102	0.131	.
TAX	1.9	0.000	0.001	.	.	.	.	.
VTS	28.1	-0.003	0.006	.	-0.008	.	.	.
GDP	8.1	0.019	0.204	.	.	.	.	.
HNX	17.4	-0.005	0.014	.	.	.	-0.020	.
LSCV	94.4	0.400	0.138	0.449	0.435	0.437	0.312	0.414
nVar				3	4	4	4	2
r ²				0.334	0.349	0.348	0.347	0.289
BIC				-31.322	-29.129	-28.992	-28.820	-28.717
post prob				0.202	0.068	0.063	0.058	0.055

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

Phụ lục 1.8: Mô hình khả dĩ nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính

1. Mô hình khả dĩ nhân tố ảnh hưởng đến TD

15 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.6595):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.559	0.181	0.633	0.203	0.609	0.642	0.625
BEP	9.3	-0.020	0.081	.	.	.	-0.204	.
QMTS	22.5	0.005	0.012	.	0.029	.	.	.
GTDT	5.2	0.002	0.017	.	.	.	.	.
TSHH	6	-0.004	0.022	.	.	.	.	.
LIQ	100	-0.268	0.023	-0.273	-0.245	-0.276	-0.273	-0.259
UNI	23.8	0.090	0.191	.	0.460	0.205	.	.
TAX	3.1	0.000	0.006	.	.	.	.	.
VTS	6.3	-0.002	0.012	.	.	.	.	-0.037
GDP	3.4	-0.032	0.464	.	.	.	.	.
HNX	4.3	0.002	0.014	.	.	.	.	.
LSCV	5.1	-0.023	0.142	.	.	.	.	.
nVar				1	3	2	2	2
r ²				0.651	0.673	0.657	0.656	0.655
BIC				-113.09	-111.01	-110.32	-110.10	-109.79
post prob				0.326	0.116	0.082	0.073	0.063

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

2. Mô hình khả dĩ nhân tố ảnh hưởng đến LTD

33 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.4783):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	-0.888	0.305	-1.075	-0.781	-0.694	-1.001	-1.232
BEP	98.7	1.164	0.356	1.311	1.107	1.030	1.263	1.444
QMTS	98.7	0.064	0.019	0.073	0.061	0.054	0.071	0.084
GTDT	55.9	0.081	0.086	0.152	.	0.136	.	.
TSHH	24.1	0.029	0.065	.	.	.	.	.
LIQ	49.2	-0.028	0.033	.	-0.068	-0.057	-0.053	.
UNI	98.7	1.234	0.354	1.395	1.154	1.157	1.261	1.433
TAX	49.8	-0.043	0.052	-0.094	.	.	-0.077	-0.104
VTS	100	-0.215	0.045	-0.227	-0.196	-0.217	-0.186	-0.208
GDP	4	0.001	0.449	.	.	.	.	.
HNX	7.9	-0.003	0.017	.	.	.	.	.
LSCV	4.2	0.007	0.100	.	.	.	.	.
nVar				6	5	6	6	5
r ²				0.664	0.648	0.663	0.661	0.646
BIC				-93.96	-93.38	-93.37	-92.71	-92.57
post prob				0.136	0.102	0.101	0.073	0.068

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

3. Mô hình khả dĩ nhân tố ảnh hưởng đến STD

15 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.6943):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.575	0.045	0.554	0.563	0.606	0.593	0.549
BEP	100	-0.578	0.169	-0.556	-0.505	-0.508	-0.778	-0.510
QMTS	2.9	0.000	0.001	.	.	.	.	.
GTDT	12.6	-0.006	0.022	.	.	.	.	-0.050
TSHH	100	-0.215	0.046	-0.211	-0.226	-0.222	-0.211	-0.200
LIQ	100	-0.219	0.019	-0.218	-0.219	-0.218	-0.219	-0.220
UNI	18.9	-0.047	0.121	.	.	.	-0.228	.
TAX	7.2	0.002	0.009	.	.	.	.	.
VTS	100	0.222	0.024	0.222	0.217	0.216	0.233	0.225
GDP	3.3	-0.026	0.302	.	.	.	.	.
HNX	28	0.017	0.033	.	0.060	.	.	.
LSCV	16	-0.067	0.201	.	.	-0.445	.	.
nVar				4	5	5	5	5
r ²				0.613	0.625	0.622	0.62	0.619
BIC				-87.59	-86.28	-85.29	-84.85	-84.35
post prob				0.303	0.157	0.096	0.077	0.06

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

4. Mô hình khả dĩ nhân tố ảnh hưởng đến NVTX

15 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.6943):

	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.425	0.045	0.446	0.437	0.394	0.407	0.451
BEP	100	0.578	0.169	0.556	0.505	0.508	0.778	0.510
QMTS	2.9	0.000	0.001	.	.	.	.	.
GTDT	12.6	0.006	0.022	.	.	.	.	0.050
TSHH	100	0.215	0.046	0.211	0.226	0.222	0.211	0.200
LIQ	100	0.219	0.019	0.218	0.219	0.218	0.219	0.220
UNI	18.9	0.047	0.121	.	.	.	0.228	.
TAX	7.2	-0.002	0.009	.	.	.	.	.
VTS	100	-0.222	0.024	-0.222	-0.217	-0.216	-0.233	-0.225
GDP	3.3	0.026	0.302	.	.	.	.	.
HNX	28	-0.017	0.033	.	-0.060	.	.	.
LSCV	16	0.067	0.201	.	.	0.445	.	.
nVar				4	5	5	5	5
r ²				0.613	0.625	0.622	0.62	0.619
BIC				-87.59	-86.2783	-85.2909	-84.8536	-84.3533
post prob				0.303	0.157	0.096	0.077	0.06

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

5. Mô hình khả dĩ nhân tố ảnh hưởng đến NVBN

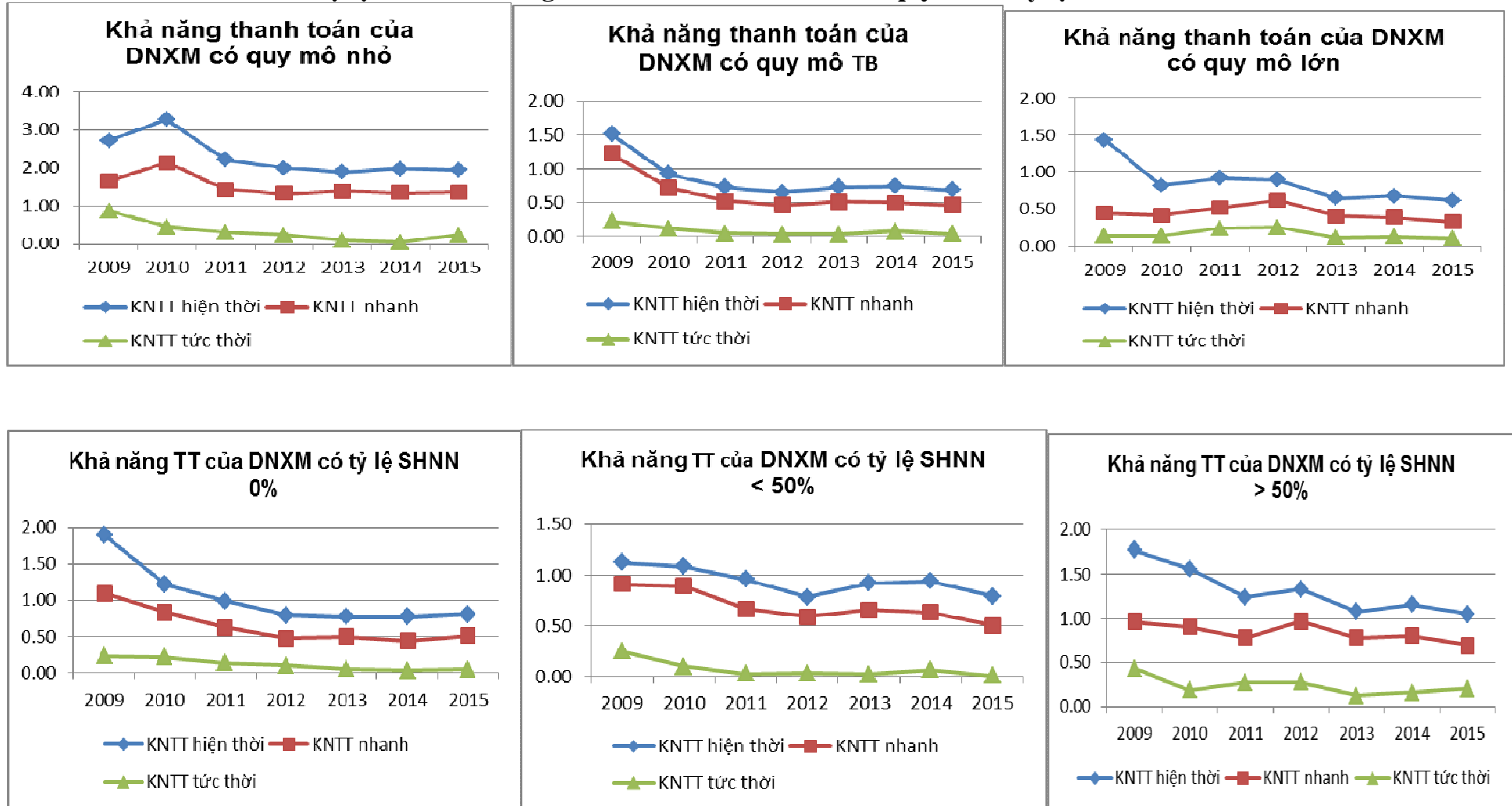
43 models were selected.

Best 5 models (cumulative posterior probability = 0.4084):

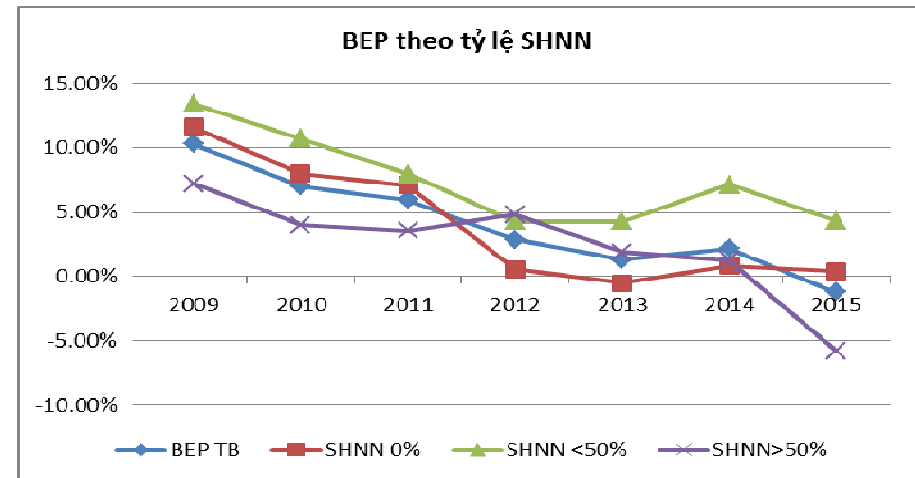
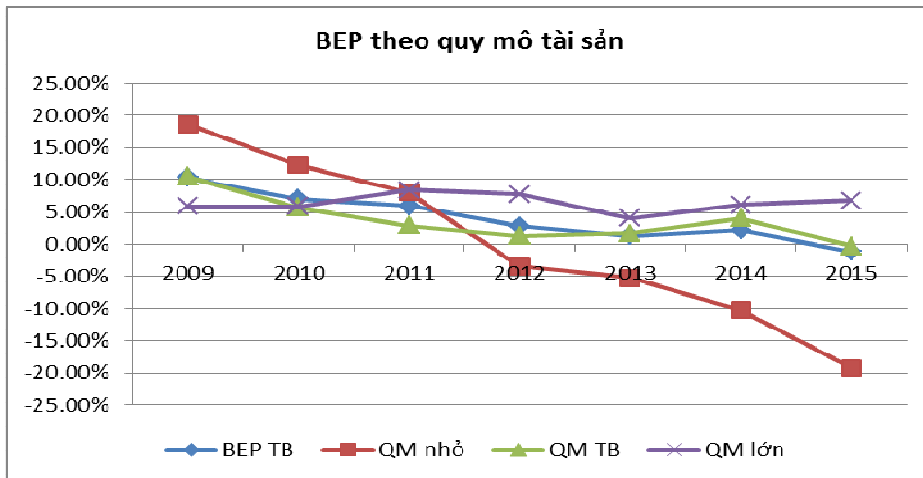
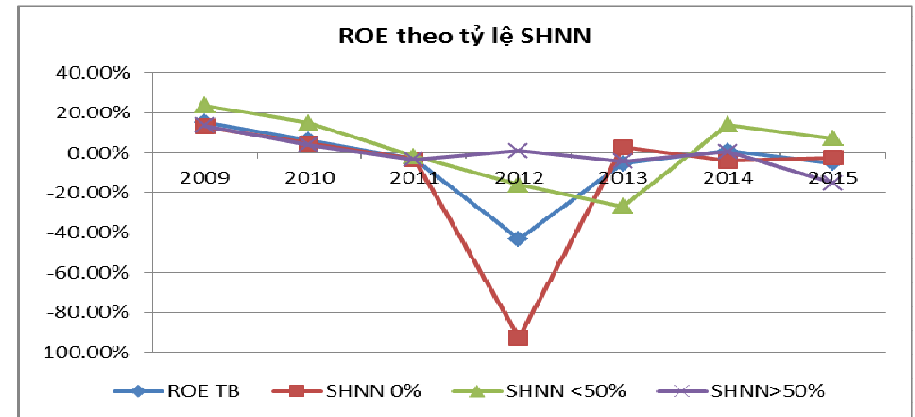
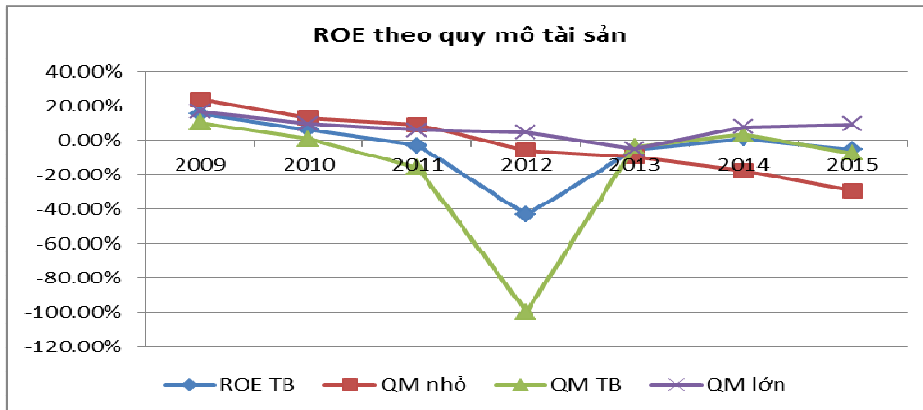
	p!=0	EV	SD	model 1	model 2	model 3	model 4	model 5
Intercept	100	0.967	0.106	0.922	1.012	0.992	0.919	1.067
BEP	100	-1.122	0.287	-0.855	-1.398	-1.241	-0.931	-1.197
QMTS	7.8	0.001	0.005	.	.	.	.	.
GTDT	18.2	0.015	0.038	.	.	.	0.087	.
TSHH	12.6	0.009	0.032	.	.	.	.	.
LIQ	100	-0.152	0.021	-0.153	-0.170	-0.146	-0.146	-0.145
UNI	49	0.221	0.271	0.452	.	.	0.489	.
TAX	3	0.000	0.006	.	.	.	.	.
VTS	36.2	0.022	0.034	.	0.063	.	.	.
GDP	4.9	0.075	0.526	.	.	.	.	.
HNX	7.2	-0.003	0.023	.	.	.	.	.
LSCV	26.3	-0.185	0.386	.	.	.	.	-0.685
nVar				3	3	2	4	3
r ²				0.656	0.655	0.639	0.665	0.651
BIC				-105.41	-105.01	-104.63	-103.70	-103.59
post prob				0.123	0.101	0.083	0.052	0.049

Nguồn: Kết quả tính toán của NCS từ phần mềm thống kê R

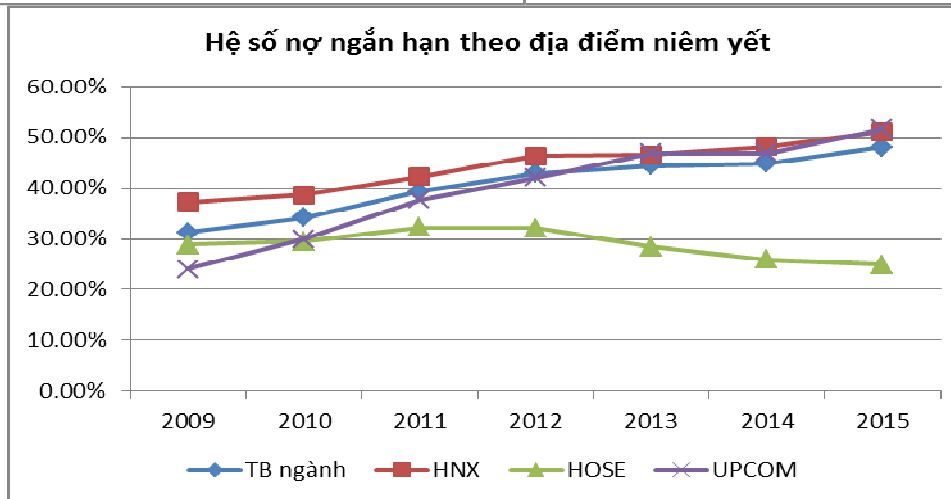
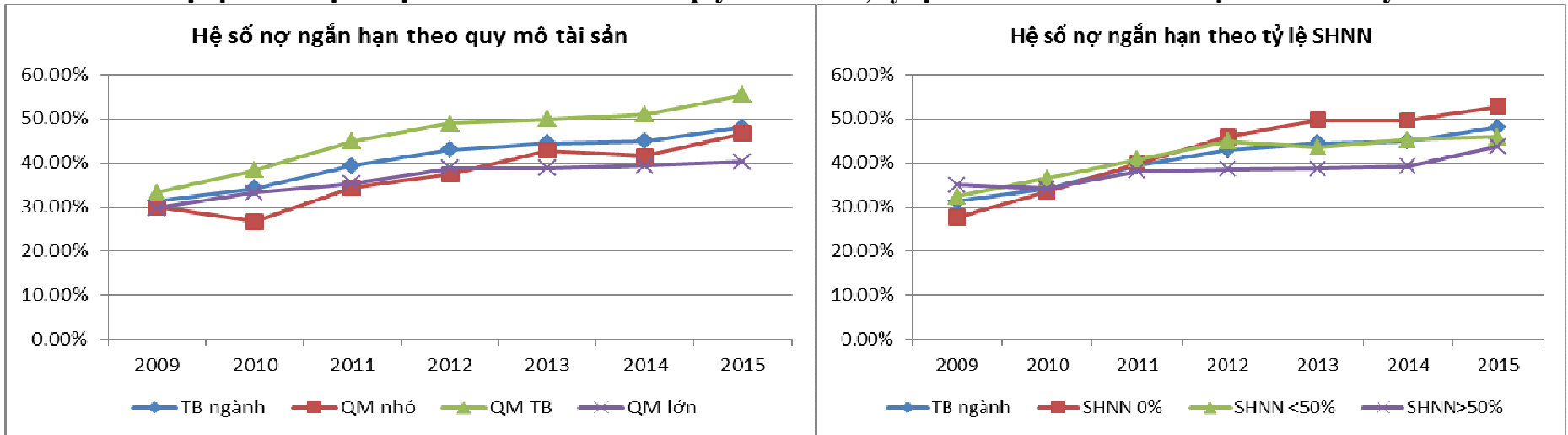
Phụ lục 3.1: Khả năng thanh toán của DNXM theo quy mô và tỷ lệ sở hữu Nhà nước



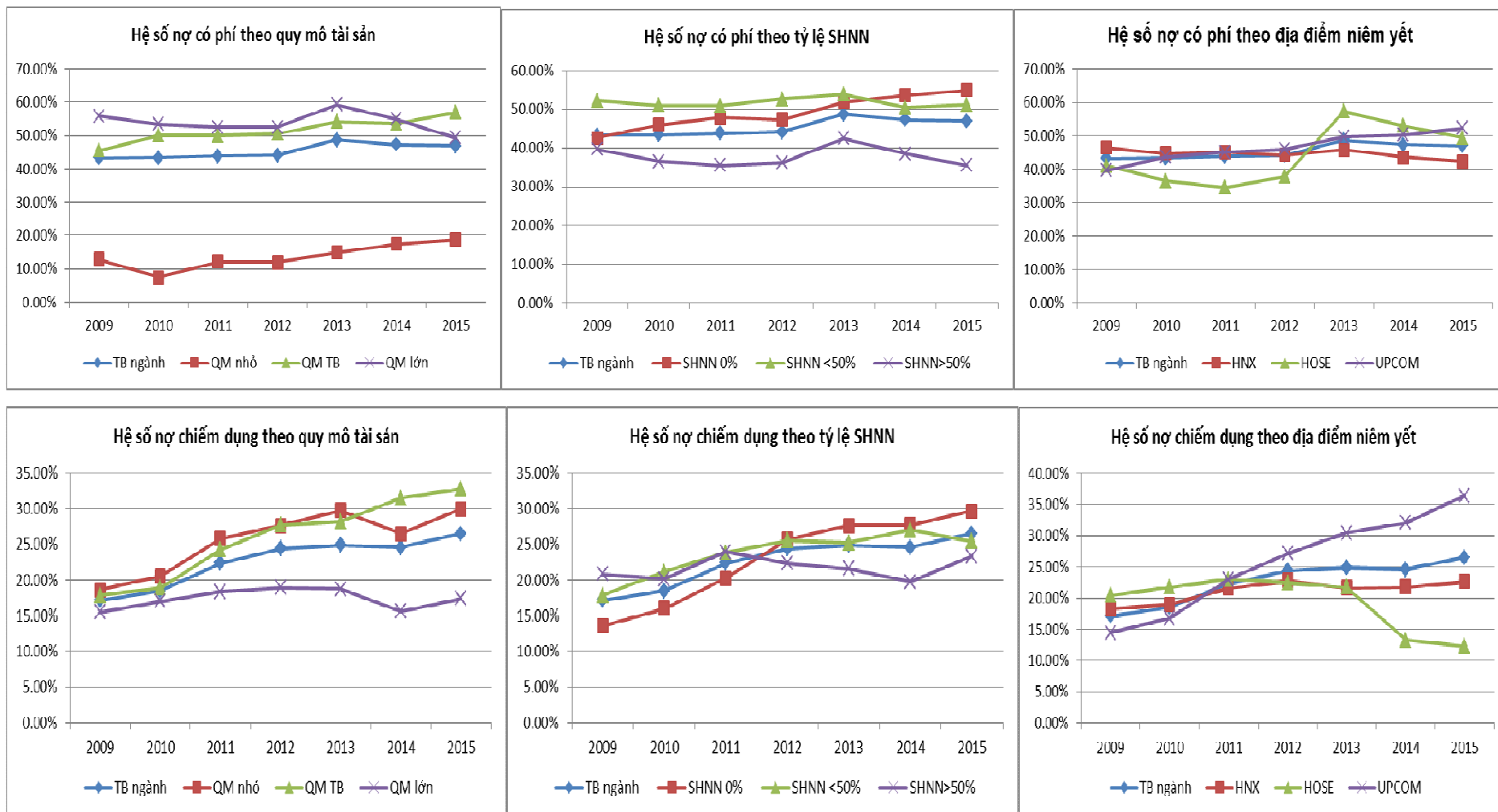
Phụ lục 3.2: Hiệu quả kinh doanh của DNXM theo quy mô và tỷ lệ sở hữu Nhà nước



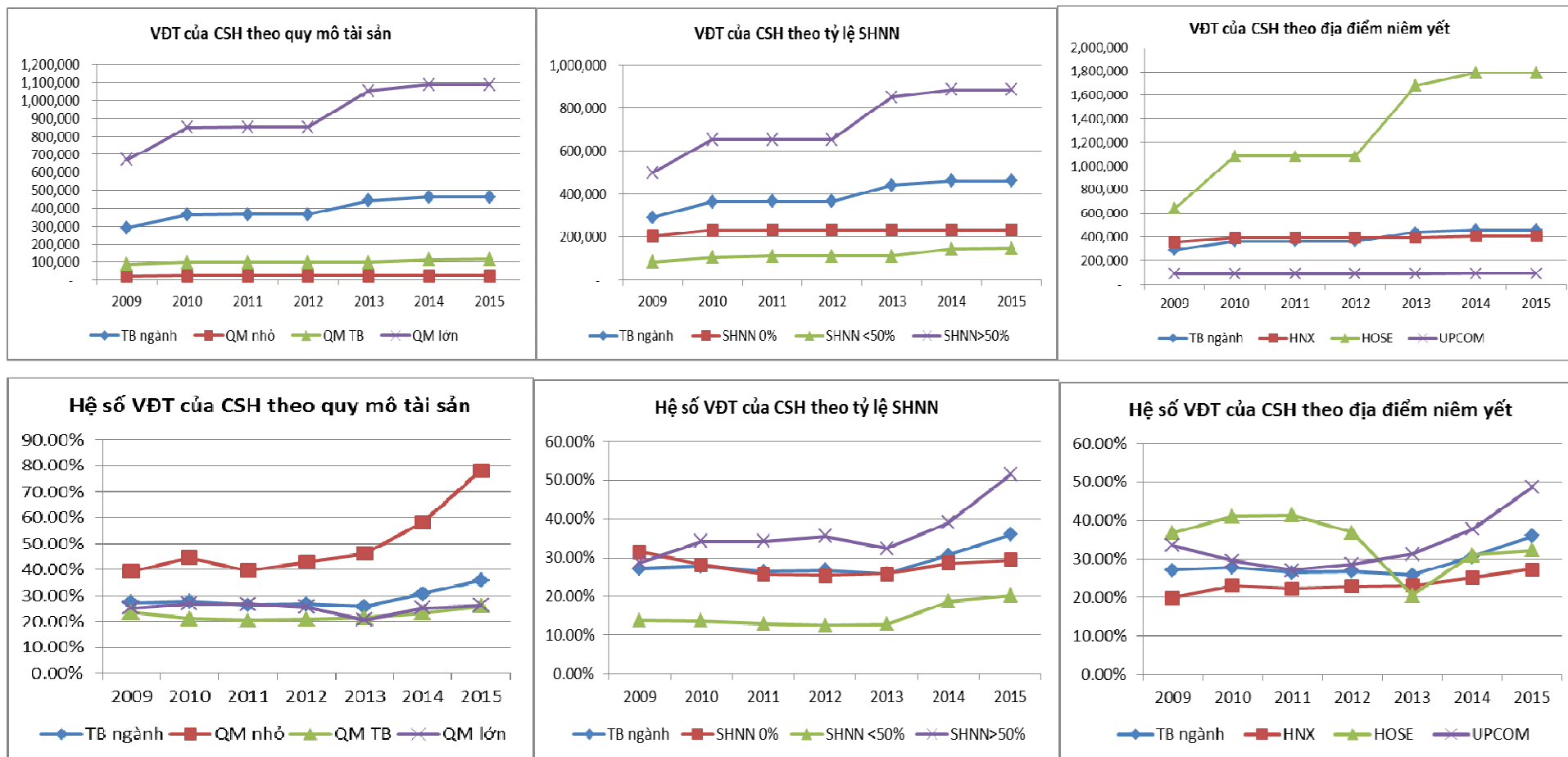
Phụ lục 3.3: Hệ số nợ NH của DNXM theo quy mô tài sản, tỷ lệ sở hữu Nhà nước và địa điểm niêm yết



Phụ lục 3.4: Hệ số nợ có phí và hệ số nợ chiếm dụng theo quy mô tài sản, tỷ lệ sở hữu Nhà nước và địa điểm niêm yết



Phụ lục 3.5: Quy mô và hệ số VĐT của CSH theo quy mô tài sản, tỷ lệ sở hữu Nhà nước và địa điểm niêm yết



Phụ lục 3.6: Hệ số nguồn vốn bên ngoài theo quy mô tài sản, tỷ lệ sở hữu Nhà nước và địa điểm niêm yết

Đơn vị tính: %

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Bình quân
TB ngành	87,54	89,57	92,63	95,27	99,48	102,50	109,34	96,62
Căn cứ theo quy mô tài sản								
QM nhỏ	71,08	72,69	77,66	82,76	90,86	102,28	127,05	89,20
QM TB	86,86	90,12	94,81	99,17	103,86	108,39	115,73	99,85
QM lớn	96,57	97,38	97,58	96,97	98,67	95,72	93,02	96,56
Căn cứ theo tỷ lệ sở hữu nhà nước								
SHNN 0%	87,66	90,16	93,85	98,32	105,31	109,81	114,01	99,87
SHNN <50%	83,85	85,83	87,65	90,73	91,91	96,13	96,76	90,41
SHNN >50%	89,24	90,76	93,71	93,97	96,46	97,15	110,17	95,92
Căn cứ theo địa điểm niêm yết								
HNX	84,76	86,83	89,06	89,92	90,57	90,55	92,29	89,14
HOSE	98,45	99,34	98,97	97,21	99,74	97,37	93,94	97,86
UPCOM	87,61	89,97	95,29	101,75	111,27	120,13	137,19	106,17

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên BCTC của doanh nghiệp

Phụ lục 3.7: Phân tích tác động của cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính

Để so sánh giữa phương pháp FEM và OLS, tác giả sử dụng kiểm định F test for individual effects. Sử dụng hàm `pFtest(FEM,OLS)` trong R được kết quả sau:

```
> pFtest(FEM,OLS)
```

```
F test for individual effects
```

```
data: y ~ x
```

```
F = 9.4724, df1 = 15, df2 = 91, p-value = 6.077e-13
```

```
alternative hypothesis: significant effects
```

Như vậy, với $p - \text{value} = 6.077e-13 < 0,05$. Mô hình FEM là thích hợp.

Để so sánh giữa phương pháp FEM và REM, tác giả sử dụng kiểm định Hausman Sử dụng hàm `phptest(FEM, REM)` trong R được kết quả sau:

```
> phptest(FEM,REM)
```

```
Hausman Test
```

```
data: y ~ x
```

```
chisq = 21.0528, df = 5, p-value = 0.0007917
```

```
alternative hypothesis: one model is inconsistent
```

Như vậy, với $p - \text{value} = 0.0007917 < 0,05$. Mô hình FEM là thích hợp hơn mô hình REM.

Phụ lục 3.8: Mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến LTD

> pFtest(FEM,OLS)

F test for individual effects

data: y ~ x

F = 13.4749, df1 = 15, df2 = 90, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: significant effects

> phtest(FEM,REM)

Hausman Test

data: y ~ x

chisq = 827.091, df = 6, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: one model is inconsistent

> summary(FEM)

Oneway (individual) effect Within Model

Call:

plm(formula = y ~ x, data = goc, model = "within", index = c("DN", "Year"))

Balanced Panel: n=16, T=7, N=112

Residuals	:					
		Min.	1st Qu.	Median	3rd Qu.	Max.
		-0.222	-0.041	-0.004	0.040	0.281

Coefficients	:					
		Estimate	Std. Error	t-value	Pr(>|t|)	
xBEP		0.157	0.228	0.692	0.491	
xQMTS		0.166	0.035	4.703	0.000	***
xGTDT		0.066	0.041	1.624	0.108	
xUNI		0.145	0.212	0.683	0.496	
xTAX		-0.027	0.029	-0.924	0.358	
xVTS		-0.120	0.037	-3.224	0.002	**

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 1.1164

Residual Sum of Squares: 0.66239

R-Squared: 0.40668

Adj. R-Squared: 0.3268

F-statistic: 10.2815 on 6 and 90 DF, p-value: 1.1962e-08

Phụ lục 3.9: Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Kiểm định sự phù hợp của mô hình LTD:

Để kiểm tra tính phù hợp của mô hình cốt lõi, tác giả thực hiện các kiểm định sau:

1. Kiểm định tương quan chuỗi (serial correlation) bằng kiểm định Breusch-Godfrey và Wooldridge đối với REM của LTD.

```
> pbgtest(REM)
```

Breusch-Godfrey/Wooldridge test for serial correlation in panel models

data: y ~ x

chisq = 27.7874, df = 7, p-value = 0.0002403

alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors

Ta thấy, p-value = 0.0002403 < 0.05 cho thấy dữ liệu có hiện tượng tương quan chuỗi trong sai số đặc trưng. Tuy nhiên, đây không phải vấn đề với dữ liệu bảng ngắn (số năm ít, số công ty nhiều)

2. Kiểm định phụ thuộc chéo (CD) của Pesaran:

```
> pcdtest(REM, test=c("cd"))
```

Pesaran CD test for cross-sectional dependence in panels

data: formula

z = 4.2418, p-value = 2.217e-05

alternative hypothesis: cross-sectional dependence

Ta thấy, p-value = 2.217e-05 < 0.05 cho thấy không có tương quan giữa các sai số ngẫu nhiên (no cross-sectional dependence).

3. Kiểm định đồng liên kết, tức là kiểm định tính dừng của phần dư của phương trình hồi quy.

```
> adf.test(REM$residuals)
```

Augmented Dickey-Fuller Test

data: REM\$residuals

Dickey-Fuller = - 5.5414, Lag order = 4, p-value = 0.01

alternative hypothesis: stationary

Ta thấy, p-value = 0.01 < 0.05. Bác bỏ giả thuyết H_0 , tức là phần dư của phương trình hồi quy có tính dừng. Hệ số ước lượng có ý nghĩa và có mối quan hệ trong dài hạn.

Như vậy qua các bước kiểm định, tác giả có thể đưa ra nhận định về sự phù hợp của mô hình LTD.

Tương tự như vậy, NCS cũng thực hiện kiểm định sự phù hợp của mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến TD, STD, NVTX và NVBN. Kết quả cho thấy sự phù hợp của mô hình cốt lõi.

Phụ lục 4.1: For large non-financial service companies

Market capital > \$5 billion

<i>If interest coverage ratio is</i>			
>	≤ to	Rating is	Spread is
8.5	100000	AAA	0.40%
6.5	8.499999	AA	0.70%
5.5	6.499999	A+	0.90%
4.25	5.499999	A	1.00%
3	4.249999	A-	1.20%
2.5	2.999999	BBB	1.75%
2.25	2.499999	BB+	2.75%
2	2.249999	BB	3.25%
1.75	1.999999	B+	4.00%
1.5	1.749999	B	5.00%
1.25	1.499999	B-	6.00%
0.8	1.249999	CCC	7.00%
0.65	0.799999	CC	8.00%
0.2	0.649999	C	10.00%
-100000	0.199999	D	12.00%

Market capital < \$5 billion

<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
12.5	100000	AAA	0.40%
9.5	12.499999	AA	0.70%
7.5	9.499999	A+	0.90%
6	7.499999	A	1.00%
4.5	5.999999	A-	1.20%
4	4.499999	BBB	1.75%
3.5	3.999999	BB+	2.75%
3	3.499999	BB	3.25%
2.5	2.999999	B+	4.00%
2	2.499999	B	5.00%
1.5	1.999999	B-	6.00%
1.25	1.499999	CCC	7.00%
0.8	1.249999	CC	8.00%
0.5	0.799999	C	10.00%
-100000	0.499999	D	12.00%

Nguồn: <http://pages.stern.nyu.edu>