|  |  |
| --- | --- |
| BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO | **BỘ TÀI CHÍNH** |
| **HỌC VIỆN TÀI CHÍNH** | |

**PHẠM NGỌC HẢI**

**HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG**

**NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành : Tài chính - Ngân hàng

Mã số : 9.34.02.01

**TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SỸ KINH TẾ**

**HÀ NỘI – 2018**

Công trình được hoàn thành tại : Học viện Tài chính

**Người hướng dẫn khoa học:**

1. PGS,TS. Nguyễn Đăng Nam

2. PGS,TS. Nguyễn Văn Hiệu

Phản biện 1:

Phản biện 2:

Phản biện 3:

Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án cấp Học viện, họp tại: Học viện Tài chính Vào hồi ... ... giờ.... ... ngày.....tháng... . năm 2018.

Có thể tìm hiểu luận án tại:

* Thư viện Quốc gia.
* Thư viện Học viện Tài chính.

# MỞ ĐẦU

## Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Chính sách tài trợ là một trong ba phần quan trong của chính sách tài chính (chính sách đầu tư, chính sách tài trợ và chính sách cổ tức) của các DN nói chung và của các CTCP nói riêng. Trong đó, CSTT đảm bảo cho việc huy động và tài trợ cho nhu cầu đầu tư nhằm hình thành các loại tài sản trong DN. Chính sách tài trợ hình thành trên cơ sở mối quan hệ biện chứng với các chính sách còn lại của chính sách tài chính trong DN.

Việc tiếp tục nghiên cứu, hoàn thiện chính sách tài trợ trong DN và việc phân bổ sử dụng nguồn vốn của các DN này sao cho hợp lý, hiệu quả đang trở thành vấn đề thời sự, cấp bách trong giai đoạn hiện nay. Trong bối cảnh đó, nghiên cứu sinh đã lựa chọn vấn đề: *“Hoàn thiện chính sách tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam”* làm đề tài nghiên cứu là phù hợp, đề tài có ý nghĩa cả về lý luận và thực tiễn.

## Tổng quan về tình hình nghiên cứu có liên quan đến đề tài

CSTT là một trong ba trụ cột trong chính sách tài chính của DN, vì vậy đã có một số công trình nghiên cứu liên quan cả về lý luận và thực tiễn đến nội dung này. Có thể nêu ra một số công trình, đề tài nghiên cứu trong và ngoài nước như sau:

**2.1. Tình hình nghiên cứu trong nước:**

- Luận án Tiến sĩ của tác giả Trần Thị Thanh Tú (Đại học Kinh tế quốc dân, 2006) “*Đổi mới cơ cấu nguồn vốn của các DN Nhà nước Việt Nam hiện nay”*. Với nhiều điểm mới của luận án đã được tác giả trình bày, tuy nhiên, luận án còn có khoảng trống nghiên cứu khi đề cập tới nguồn vốn.

- Luận án Tiến sĩ của tác giả Đoàn Hương Quỳnh (Học viện Tài chính, 2009) “*Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của DN Nhà nước trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam”*.

- Luận án Tiến sĩ kinh tế của Dương Thị Hồng Vân (Kinh tế quốc dân, năm 2014) “*Nghiên cứu các nhân tố tác động tới cơ cấu vốn của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Với nhiều điểm mới của luận án đã được tác giả trình bày, tuy nhiên, luận án sử dụng số liệu tổng hợp của các DN thuộc nhiều lĩnh vực khác nhau, chưa đi sâu tìm hiều trong một lĩnh vực cụ thể, đặc biệt trong lĩnh vực xây dựng công trình giao thông với nhiều đặc thù.

- Luận án tiến sĩ kinh tế của Dương Thị Thúy Hà (Học viện tài chính, năm 2016) “*Cơ cấu nguồn vốn của các DN niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam*”. Bên cạnh những kết quả đạt được thì luận án còn chưa nghiên cứu sâu các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn trong lĩnh vực này một cách cụ thể hóa bằng các mô hình. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chưa đi sâu vào việc đánh giá việc sử dụng các công cụ huy động để hình thành cơ cấu nguồn vốn trong DN một cách cụ thể.

- Luận án Tiến sĩ kinh tế của Vũ Thị Ngọc Lan (Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, năm 2014) “*Tái cấu trúc vốn tại tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam*”. Trong thực tế, việc nghiên cứu cấu trúc vốn với mẫu là tập đoàn sẽ có những điểm khác biệt so với các DN niêm yết, đặc biệt là trong lĩnh vực khai thác dầu khí so với lĩnh vực xây dựng CTGT. Ngoài ra, luận án cũng chưa nghiên cứu sự thay đổi của cấu trúc vốn dưới tác động của các công cụ tài trợ cụ thể.

- Luận án Tiến sĩ kinh tế của Lê Hoàng Vinh (Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh, năm 2014) “*Cơ cấu nguồn vốn và rủi ro tài chính trong DN*”. Với các kết quả đạt được trong nghiên cứu về rủi ro tài chính trong cơ cấu nguồn vốn, luận án còn nhiều khoảng trống khi nghiên cứu về nguồn vốn trong DN.

- Luận án Tiến sĩ kinh tế của Nguyễn Hữu Tú (Đại học Kinh tế quốc dân, năm 2014) “*Huy động vốn của các DN trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Với các kết quả đạt được trong nghiên cứu về huy động vốn của các DN trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu chỉ tiếp cận với hai công cụ huy động vốn là phát hành cổ phiếu và trái phiếu chuyển đổi để huy động vốn của các DN nói chung trên thị trường chứng khoán, trong khi các công cụ huy động khác chưa được đề cập một cách chi tiết cụ thể, ngoài ra luận án cũng chưa tiếp cận với mẫu nghiên cứu thuộc các lĩnh vực cụ thể.

- Luận án Tiến sĩ kinh tế của Nguyễn Thành Cường (Đại học Kinh tế luật, Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2015) “*Tác động của cấu trúc vốn lên giá trị DN chế biến thủy sản Nam Trung bộ*”. Với số liệu của 112 DN trong lĩnh vực chế biến thủy sản ở Nam Trung bộ, tác giả sử dụng mô hình hồi quy ngưỡng để xác định cấu trúc vốn tối ưu. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng đã phát hiện có sự khác biệt cấu trúc vốn đáng kể giữa nhóm DN có cấu trúc vốn lớn hơn và nhỏ hơn cấu trúc vốn tối ưu, giữa DN niêm yết và chưa niêm yết, giữa nhóm công ty trách nhiệm hữu hạn DN tư nhân và các DN, công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Từ đó tác giả đã đề xuất các phương án tái cấu trúc vốn cho các DN chế biến thủy sản Nam Trung bộ Việt Nam.

Ngoài các Luận án Tiến sĩ nêu trên còn có một số đề tài nghiên cứu, các bài báo được đăng trên các tạp chí khoa học có liên quan đến đề tài nghiên cứu như:

- Nghiên cứu của Thạc sĩ Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến về “*Các nhân tố tác động tới cấu trúc vốn của DN niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*” đăng trên Tạp chí Phát triển & hội nhập số 18 (28) tháng 10/2014, trang 34-39.

- Nghiên cứu của Thạc sĩ Nguyễn Việt Dũng về: “*Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính của DN xi măng niêm yết”*, đăng trên Tạp chí Tài chính số 2, tháng 2/2016: 33-35.

- Nghiên cứu của Trịnh Thị Phan Lan về “*DN xây dựng-Bất động sản, rủi ro từ đòn bẩy tài chính”,* đăng trên Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế và Kinh doanh,Tập 29, Số 3 (năm 2013) trang 68-74.

- Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở của PGS.TS Nguyễn Đăng Nam, Học viện tài chính (năm 2004) về “*Tái cơ cấu vốn nhằm tăng cường năng lực tài chính, làm lành mạnh hóa tình hình tài chính của các DN Nhà nước*”.

- Đề tài nghiên cứu “*Nguyên nhân chủ yếu phải tái cơ cấu nguồn vốn của DN”*của Bạch Đức Hiển và Đoàn Hương Quỳnh (năm 2010).

- Nghiên cứu của Nguyễn Minh Hoàng và Đoàn Hương Quỳnh (2009) “Nguyên tắc cơ bản để tài trợ vốn đối với DN trong nền kinh tế thị trường”, đăng trên Tạp chí nghiên cứu tài chính kế toán, số 5 (70), trang 38 – 42.

Nhìn chung các đề tài nghiên cứu khoa học các cấp, các bài báo được đăng trên các Tạp chí khoa học, việc hệ thống hóa về lý luận về CSTT trong DN còn nhiều khoảng trống và trong thực tiễn cũng chưa áp dụng CSTT vào các DN nói chung và DN xây dựng CTGT nói riêng. Trên cơ sở đó tác giả đưa ra và nghiên cứu đề tài *“Hoàn thiện chính sách tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam”* tạo điểm mới trong nghiên cứu cả về lý luận và thực tiễn.

* 1. **Tình hình nghiên cứu ở nước ngoài**

Các nghiên cứu về cơ cấu vốn và CSTT cũng được quan tâm và nghiên cứu nhiều ở nước ngoài. Đã có rất nhiều nghiên cứu lý thuyết của các nhà kinh tế nổi tiếng liên quan tới cơ cấu nguồn vốn, đặc biệt là nghiên cứu của hai nhà kinh tế đạt giải Nobel, Pranco Modigliani và Merton Miller về cơ cấu vốn *(lý thuyết M&M về cơ cấu vốn)* năm 1958 và nghiên cứu tiếp theo vào năm 1963. Cùng với sự phát triển của các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn là các nghiên cứu ứng dụng vào thực tế ở các DN trên các lĩnh vực khác nhau, ở các quốc gia khác nhau trong các nền kinh tế đang phát triển và nền kinh tế phát triển như:

(1) Nghiên cứu của nhóm tác giả ***Sanjai Bhagat, Brian Bolton and Ajay Subramania*** về *“Đặc điểm của quản lý và cơ cấu vốn: Lý thuyết và thực tiễn”* trên Tạp chí tài chính và phân tích định lượng, số 6 (12/2011), trang 1581-1627; (2) Nghiên cứu của ***Raj Aggarwal*** về “Sự khác biệt cơ cấu vốn giữa các công ty lớn ở Châu Á” trên Bản tin kinh tế ASIAN, số 1, tháng 7 năm 1990, trang 39-53; (3) Nghiên cứu của nhóm tác giả ***Nicos Michaelas, Francis Chittenden and Panikkos Poutziouris****,* về “Chính sách tài chính và cơ cấu vốn của các DN vừa và nhỏ ở Vương quốc Anh: bằng chứng và thực nghiệm ở các công ty thông qua dữ liệu bảng”, trên Tạp chí Small Business Economics, số 2, tháng 3/1999, trang 113-130; (4) Nghiên cứu của ***Amy Dittmar*** về *“Cấu trúc vốn trong DN”* trên Tạp chí Kinh doanh, số 1, tháng 1/2004, trang 9-43; (5) Luận án Tiến sỹ của ***Ronny Manos***, *“Cấu trúc vốn và Chính sách cổ tức: nghiên cứu từ các thị trường mới nổi”*, Trường đại học Birmingham, năm 2001; (6) Nghiên cứu ***Robert Goldstein, Nengjiu Ju and Hayne Leland*** năm 2001 về cấu trúc vốn; (7) Nghiên cứu của ***Usha R. Mittoo & Zhou Zhang*** về *“Cơ cấu vốn của các tập đoàn đa quốc gia: bằng chứng của Canada so với Hoa Kỳ”,* trên Tạp chí Tài chính DN số 5, tháng 12 năm 2008; (8) Nghiên cứu của ***Supa Tongkong*** trên Tạp chí Khoa học xã hội (Procedia - Social and Behavioral Sciences) và được công bố trên hội nghị quốc tế (mùa xuân) 2012 về Sáng kiến Kinh doanh và Quản lý Công nghệ Châu Á Thái Bình Dương về *“Các yếu tố chính ảnh hưởng đến quyết định cơ cấu vốn của các công ty bất động sản ở Thái Lan”*; (9) Nghiên cứu của ***Mohamad H.Mohamad*** năm 1995 trên Management International Review về “*Cơ cấu vốn tại các công ty lớn của Malaysia”* thông qua 108 quan sát là các công ty tại Malaysia trong giai đoạn 1986 đến 1990; (10) Nghiên cứu của ***Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav*** trường Cao đẳng Kinh doanh, Đại học Utara Malaysia, trên Tạp chí Procedia - Social and Behavioral Sciences; (11) Nghiên cứu của [***Liansheng Wu***](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426607003743)***,*** [***Heng Yue***](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426607003743), trên Tạp chí Tài chính ngân hàng, năm 2009; nghiên cứu về *“Thuế DN, cơ cấu vốn và khả năng tiếp cận các khoản vay ngân hàng: Bằng chứng từ Trung Quốc”;* (12) Nghiên cứu của ***Titman và Wessels*** *(*1988) ở các nước phát triển đã chỉ ra rằng: những công ty có lợi nhuận cao thường duy trì tỷ lệ nợ thấp.

* 1. **Khoảng trống và định hướng nghiên cứu của luận án**

**\* Khoảng trống nghiên cứu**

Từ những trình bày trên cho thấy đã nhiều công trình nghiên cứu có liên quan đến cơ cấu nguồn vốn, hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn và CSTT nhu cầu vốn cho các DN. Nội dung các đề tài nghiên cứu khá rộng, ở nhiều khía cạnh khác nhau, đã có đề cập tới những vấn đề lý luận và thực tiễn về cơ cấu nguồn vốn và các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn, tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính và rủi ro tài chính của các DN, các giải pháp hoàn thiện cơ cấu tài chính, chính sách huy động và CSTT nhu cầu vốn kinh doanh của các DN. Đây là những tài liệu tham khảo tốt phục vụ cho việc nghiên cứu đề tài của tác giả. Tuy nhiên, các công trình nghiên cứu hầu hết đề cập đến những vấn đề cơ cấu vốn và hoạch định cơ cấu vốn cho các DN nói chung. Việc nghiên cứu chính sách huy động và tài trợ nhu cầu vốn cho các DN trong một ngành kinh doanh cụ thể, đặc biệt là những DN cổ phần niêm yết trong lĩnh vực xây dựng CTGT còn rất ít công trình nghiên cứu được công bố.

Trên cơ sở đánh giá thực trạng về nội dung các nghiên cứu ở trên, tác giả nhận thấy còn nhiều khoảng trống nghiên cứu khi tìm hiểu về chính sách tài trợ nói chung và chính sách tài trợ trong các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết nói riêng.

Xuất phát từ những yêu cầu của thực tiễn nghiên cứu, tác giả lựa chọn nghiên cứu đề tài *“Hoàn thiện CSTT của các công ty xây dựng CTGT niêm yết ở Việt Nam”*, trên cơ sở đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện CSTT trong các DN xây dựng CTGT niêm yết là cần thiết, tạo điểm mới trong nghiên cứu và có ý nghĩa cả về lý luận và thực tiễn.

**\* Những định hướng nghiên cứu của luận án**

Mặc dù đã có nhiều công trình nghiên cứu ở trong và ngoài nước có liên quan đã được tác giả tổng hợp như đã nêu ở trên, nhưng các nghiên cứu trên chưa hệ thống hóa, làm rõ được những vấn đề lý luận về CSTT, đặc biệt là việc đánh giá thực trạng CSTT trong các DN thuộc lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông ở Việt Nam. Trên cơ sở tác giả đưa ra định hướng nghiên cứu luận án, theo đó định hướng nghiên cứu của luận án cần làm rõ các vấn đề sau:

* Làm rõ cơ sở lý thuyết về CSTT của các DN bao gồm: khái niệm, mục tiêu, tầm quan trọng, nội dung, mô hình tài trợ, quy trình hoạch định CSTT, tác động của CSTT tới DN.
* Đưa ra những nội dung cơ bản của CSTT trong DN.
* Làm rõ các nhân tố chủ quan và khách quan có ảnh hưởng đến CSTT của các DN xây dựng CTGT niêm yết.
* Đánh giá đúng thực trạng của CSTT, đưa ra các nhận xét đánh giá về ưu điểm, hạn chế của CSTT ở các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết.
* Đưa ra giải pháp hoàn thiện CSTT của các công ty xây dựng CTGT niêm yết tại Việt Nam.
* Kiến nghị với Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước nhằm đảm bảo CSTT được thực hiện trong các DN nói chung và DN xây dựng công trình giao thông nói riêng một cách hiệu quả.

## Đối tượng và mục đích nghiên cứu

\* **Đối tượng nghiên cứu của luận án** là CSTT của các công ty xây dựng CTGT niêm yết ở Việt Nam.

**\* Mục đích nghiên cứu của luận án**

-*Thứ nhất,* hệ thống hóa, làm rõ những vấn đề lý luận chính sách tài trợ của DN.

*- Thứ hai,* phản ánh và đánh giá đúng thực trạng CSTT của các công ty xây dựng CTGT niêm yết ở Việt nam trong giai đoạn 2013 - 2017.

*- Thứ ba,* đề xuất các giải pháp theo nội dụng của CSTT một cách phù hợp, khả thi nhằm hoàn thiện CSTT của DN.

*- Thứ tư,* xây dựng các bước đảm bảo cho CSTT được triển khai trong doanh nghiệp một cách hệ thống.

## Phạm vi nghiên cứu

\* **Về không gian**, đề tài giới hạn trong phạm vi CSTT của các công ty xây dựng CTGT niêm yết tại Việt Nam.

**\* Về thời gian**, nghiên cứu được thực hiện trong giai đoạn từ 2013 - 2017.

## Phương pháp nghiên cứu

Đề tài sử dụng các kết hợp các phương pháp nghiên cứu bao gồm phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật.

**5.2.1. Về phương pháp phân tích cơ bản**

Dựa trên cơ sở phép luận duy vật biện chứng và duy vật lịch sử để phân tích. Phương pháp phân tích cơ bản thường bao gồm: phương pháp tổng hợp; phương pháp thông kê và so sánh; phương pháp phân tích.

**5.2.2. Về phương pháp phân tích kỹ thuật**

Tác giả sử dụng mô hình kinh tế lượng nhằm lượng hóa tác động của chính sách tài trợ tới khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu. Tác giả sử dụng mô hình FEM và mô hình REM, kiểm định tính phù hợp của mô hình với bộ dữ liệu nghiên cứu.

## Những đóng góp mới của luận án

***Về mặt lý luận*:**

Luận án nghiên cứu sâu, làm rõ thêm những vấn đề lý luận về CSTT của doanh nghiệp như: khái niệm, mục tiêu, tầm quan trọng, nội dung, các nhân tố ảnh hưởng tới CSTT và ảnh hưởng của CSTT tới doanh nghiệp. Đặc biệt, về nội dung của chính sách tài trợ, được tác giả luận giải một cách chi tiết cụ thể về quy mô, cơ cấu, hình thức tài trợ, mô hình tài trợ, các bước thực hiện CSTT, tác động của CSTT tới ROE thông qua mô hình. Đây cũng là căn cứ khoa học để luận án của tác giả cũng như các nghiên cứu sau này có thể đi sâu nghiên cứu thực trạng chính sách tài trợ của các doanh nghiệp cụ thể.

Từ việc tổng hợp kết quả nghiên cứu của một số công trình đã công bố ở nước ngoài, tham khảo kinh nghiêm về hoạch định chính sách tài trợ của doanh nghiệp, từ đó rút ra một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam.

*Về thực tiễn:*

Luận án đã phân tích một cách có hệ thống về thực trạng CSTT của các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2013 - 2017, trên cơ sở nội dung của CSTT đã được luận giả ở phần lý thuyết. Thông qua mô hình FEM và REM, bằng kỹ thuật phân tích dữ liệu bảng, luận án tiến hành phân tích tác động của các yếu tố đến ROE, trong đó có yếu tố của chính sách tài trợ. Theo đó, luận án đã đánh giá những kết quả đạt được, những hạn chế và chỉ ra những nguyên nhân của những hạn chế về CSTT của các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam. Trên cơ sở những đánh giá đó, tác giả đã đưa ra các giải pháp hoàn thiện và các kiến nghị với cơ quan chức năng giúp các doanh nghiệp nói chung và các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông nói riêng có thể hoàn thiện một chính sách tài trợ phù hợp nhất.

## Kết cấu luận án

Ngoài phần mở đầu, phần kết luận và danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục, luận án được chia thành 3 chương:

- *Chương I:* Lý luận cơ bản về chính sách tài trợ của các doanh nghiệp.

- *Chương II:* Thực trạng chính sách tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam.

- *Chương III:* Giải pháp hoàn thiện chính sách tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam.

**CHƯƠNG I**

**LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA**

**DOANH NGHIỆP**

# TỔNG QUAN VỀ NHU CẦU VỐN VÀ NGUỒN TÀI TRỢ NHU CẦU VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

## Vốn kinh doanh và nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp

* + - 1. ***Vốn kinh doanh và nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp***

Theo quan điểm kế toán, vốn kinh doanh là biểu hiện bằng tiền của các tài sản mà doanh nghiệp sử dụng trong kinh doanh. Còn trên quan điểm của nhà đầu tư, vốn kinh doanh của doanh nghiệp là số tiền ứng trước để đầu tư xây dựng hoặc mua sắm để hình thành các tài sản cố định hữu hình và vô hình, các tài sản lưu động thường xuyên cần thiết phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

* + - 1. ***Nhu cầu vốn của doanh nghiệp***

Nhu cầu vốn của DN bao gồm hai loại, (1) nhu cầu vốn lưu động, (2) nhu cầu đầu tư vào tài sản cố định.

Nhu cầu sử dụng vốn của DN có thể nhìn nhận ở những khía cạnh như: (1) Mức độ đáp ứng nhu cầu vốn thực tế so với kế hoạch đề ra, thông qua số liệu thực tế về lượng vốn DN đã huy động được trong kỳ so với nhu cầu vốn đã đề ra trong kế hoạch; (2) Với lượng vốn thực tế đã huy động được trong kỳ nhằm đáp ứng nhu cầu vốn thì bao nhiêu phần trăm sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu và bao nhiều phần trăm sử dụng vốn vay.

## Nguồn tài trợ vốn của doanh nghiệp

* + - 1. ***Khái niệm nguồn tài trợ của doanh nghiệp***

Nnguồn tài trợ là những nguồn lực tài chính mà doanh nghiệp có thể khai thác, sử dụng nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư của doanh nghiệp.

* + - 1. ***Phân loại nguồn tài trợ nhu cầu vốn của doanh nghiệp***

Thông thường nguồn tài trợ vốn kinh doanh của các doanh nghiệp thường được phân loại theo các tiêu thức là: (1) phân loại theo mối quan hệ sở hữu; (2) phân loại theo thời gian huy động và (3) phân loại theo phạm vi huy động.

# 1.2. CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

## Khái niệm, mục tiêu và tầm quan trọng chính sách tài trợ của doanh nghiệp

* + - 1. ***Khái niệm chính sách tài trợ của doanh nghiệp***

*CSTT là một bộ phận của chính sách tài chính, CSTT chi phối và định hướng việc huy động các nguồn tài chính đáp ứng nhu cầu đầu tư và hoạt động kinh doanh của DN trong một giai đoạn, một thời kỳ nhất định, nhằm đảm bảo tính hiệu quả, giảm thiểu rủi ro và tối đa hóa giá trị DN.*

* + - 1. ***Tầm quan trọng của CSTT***

*Một là,* tạo điều kiện cho DN chủ động trong việc lựa chọn và huy động các nguồn lực tài chính tiết kiệm và hiệu quả.

*Hai là*, đảm bảo cho DN có đầy đủ các nguồn lực tài chính cần thiết để đáp ứng nhu cầu đầu tư, sử dụng vốn kinh doanh của DN trong cả ngắn hạn và dài hạn.

*Ba là,* CSTT nếu được hoạch định hợp lý và khoa học sẽ giúp DN nắm bắt được các cơ hội kinh doanh, hạn chế các rủi ro tài chính, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của DN.

* + - 1. ***Mục tiêu của chính sách tài trợ***

Thực hiện CSTT trong DN nhằm thực hiện các mục tiêu như sau:

+ Đưa ra phương thức huy động vốn cho phù hợp nhất với tình hình cụ thể của DN.

+ Tạo ra nguồn tiền phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh của DN diễn ra thường xuyên liên tục.

+ Đảm bảo khả năng thanh toán ở mọi viễn cảnh trong tương lai.

## Các nhân tố ảnh hưởng tới chính sách tài trợ của doanh nghiệp

*+* Các nhân tố bên ngoài doanh nghiệp.

*+* Các nhân tố bên trong doanh nghiệp.

## 1.2.3. Nội dung chính của chính sách tài trợ của doanh nghiệp

+ Xác định quy mô tài trợ của doanh nghiệp

+ Xác định cơ cấu nguồn tài trợ của doanh nghiệp

+ Xác định hình thức tài trợ của doanh nghiệp

+ Xác định lựa chọn mô hình tài trợ vốn của doanh nghiệp

## 1.2.4. Quy trình hoạch định chính sách tài trợ

Việc hoạch định CSTT phải được thực hiện trên cơ sở mối quan hệ biện chứng giữa CSTT với chiến lược phát triển và phân tích tài chính của DN.

Như vậy, để DN hoạch định được CSTT cần có quy trình thực hiện bao gồm bốn bước: (1) Phân tích dự báo; (2) Hoạch định chiến lược phát triển; (3) Hoạch định chính sách tài trợ; (4) Giải pháp cụ thể.

## 1.2.5. Tác động của chính sách tài trợ tới doanh nghiệp

Tác động của chính sách tài trợ tới DN bao gồm: (1) Tác động của CSTT tới rủi ro tài chính và chi phí sử dụng vốn; (2) Tác động của chính sách tài trợ tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp; (3) Tác động của chính sách tài trợ tới giá trị doanh nghiệp.

# 1.3. CÁC KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA DN VÀ BÀI HỌC RÚT RA ĐỐI VỚI VIỆT NAM

Trên cơ sở nghiên cứu các kinh nghiêm quốc tế liên quan tới CSTT như: (1) Những khảo sát thực nghiệm về cơ cấu nguồn tài trợ; (2) Kinh nghiệm quốc tế về trật tự phân hạng tài trợ; (3) Xem xét những yếu tố đầu vào trong việc ra quyết định về cơ cấu nguồn tài trợ. Từ đó luận án cũng chỉ ra những bài học kinh nghiệm về CSTT cho các DN Việt Nam nói chung và DN xây dựng công trình giao thông nói riêng.

**KẾT LUẬN CHƯƠNG I**

Chương I của luận án đã khái quát, hệ thống hóa và luận giải những vấn đề lý luận cơ bản về chính sách tài trợ và nguồn tài trợ trong doanh nghiệp. Về chính sách tài trợ, được làm rõ thông qua khái niệm, tầm quan trọng, mục tiêu, nội dung, các mô hình tài trợ, quy trình hoạch định một CSTT và tác động chính sách tài trợ tới doanh nghiệp. Về nội dung cơ bản của chính sách tài trợ, được tác giả trình chi tiết và cụ thể nhằm định hướng trong quá trình phân tích thực trạng và đưa ra giải pháp hoàn thiện chính sách tài trợ. Trong chương này cũng đề cập tới một số kinh nghiệm quốc tế trong chính sách tài trợ của doanh nghiệp, từ đó rút ra những bài học kinh nghiệm về chính sách tài trợ cho các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam.

**CHƯƠNG II**

**THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**

* 1. **QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH PHÁT TRIỂN CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**
     1. **Khái quát quá trình hình thành, phát triển các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam**

Các DN xây dựng CTGT có vai trò quan trọng trong việc hình thành kết cấu hạ tầng giao thông. Đứng trước nhu cầu cấp bách về phát triển hạ tầng giao thông nhằm đáp ứng quá trình tăng trưởng, thực trạng huy động vốn đáp ứng nhu cầu xây dựng CTGT và quá trình cổ phần hóa các DN xây dựng CTGT đã phần nào phản ánh được quá trình hình thành và phát triển của các công ty xây dựng CTGT ở Việt Nam.

* + 1. **Tổng quan về mẫu nghiên cứu**

Với mẫu nghiên cứu là 21 CTCP xây dựng CTGT được tác giả lựa chọn và phân chia mẫu thành DN lớn và DN vừa và nhỏ phục vụ cho quá trình nghiên cứu.

* + 1. **Khái quát tình hình tài chính và kết quả sản xuất kinh doanh của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết**

Thông qua nhiều chỉ tiêu phân tích như đánh giá khả năng thanh toán, đánh giá hiệu suất sử dụng vốn, đánh giá về hiệu quả sử dụng vốn, tác giả đã luận giải và làm rõ thực trạng tài chính của các DN trong mẫu nghiên cứu.

* 1. **THỰC TRẠNG CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**
     1. **Thực trạng quy mô các nguồn tài trợ của các doanh nghiệp xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam**

Bảng 2.13: Diễn biến quy mô nguồn tài trợ của các DNVVN 2013-2017

*Đơn vị: tỷ đồng*

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **STT** | **Chỉ tiêu** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **Tốc độ tăng BQ** |
| 1 | Vốn chủ sở hữu\* | 2.322 | 2.991 | 3.398 | 3.818 | 3.782 | 13,0% |
| 2 | Vay có tính lãi \* | 3.826 | 4.669 | 5.484 | 6.148 | 6.428 | 13,8% |
| 3 | Chiếm dụng phi lãi suất\* | 6.740 | 7.038 | 8.053 | 7.237 | 7.034 | 1,1% |
| 4 | Tổng nguồn tài trợ (1+2)\* | 6.148 | 7.660 | 8.881 | 9.966 | 10.211 | 13,5% |

*Nguồn tính toán từ báo cáo tài chính kiểm toán của các DN trong mẫu*

*(\*) Tính tại thời điểm cuối năm, ngày 31/12.*

*Thứ nhất,* đa số các DN trong mẫu là những DN có quy mô nhỏ, tốc độ tăng trưởng chưa cao.

*Thứ hai,* về quy mô, tuy chỉ với 4 DN lớn nhưng tổng nguồn vốn của các DN này tại thời điểm cuối 2013 gấp 1,53 lần DN vừa và nhỏ, cuối năm 2017 gấp 1,62 lần so với quy mô của 17 DN vừa và nhỏ còn lại trong mẫu.

*Thứ ba*, tốc độ tăng trưởng bình quân của các DN lớn là 7,9%/năm cao hơn so với các DN vừa và nhỏ là 7,0%/năm.

* + 1. **Thực trạng cơ cấu nguồn tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam**
       1. ***Tổng quan cơ cấu nguồn vốn của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam***

Thứ nhất, sự phụ thuộc rất lớn của các DN trong mẫu vào nguồn vốn ngắn hạn.

Thứ hai, về xu hướng, cơ cấu nguồn vốn có sự chuyển dịch, giảm tỷ lệ các khoản nợ ngắn hạn từ 71.6% vào cuối năm 2013 xuống còn 62,7% vào cuối năm 2017, thay vào đó là sự tăng lên của tỷ lệ các khoản nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn và nguồn vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn.

* + - 1. ***Cơ cấu nguồn tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam***

Đồ thị 2.2: Cơ cấu nguồn tài trợ của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ

*Nguồn tính toán từ báo cáo tài chính kiểm toán của các DN trong mẫu*

Cơ cấu nguồn tài trợ của các DN trong mẫu cho thấy xu hướng tăng cường tiếp cận với các khoản vay dài hạn, duy trì tính tự chủ về tài chính và giảm dần các khoản vay ngắn hạn. Tính tới thời điểm 31/12/2017 ta thấy, trong tổng nguồn tài trợ đáp ứng nhu cầu tăng trưởng có 37.0% nguồn vốn chủ sở hữu, 36.4% nguồn vốn vay ngắn hạn và 26.6% nguồn vốn vay dài hạn.

* + - 1. ***Tỷ lệ các khoản vay có tính lãi trên vốn chủ sở hữu (D/E)***

Bảng 2.16: Quy mô các nguồn tài trợ của các khoản vay có tính lãi suất

*Đơn vị: lần*

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **D/E** | **Cuối 2013** | **Cuối 2014** | **Cuối 2015** | **Cuối 2016** | **Cuối 2017** |
| Toàn mẫu | 1,65 | 1,56 | 1,61 | 1,61 | 1,70 |
| DN lớn | 2,73 | 2,08 | 1,93 | 1,90 | 1,98 |
| DN vừa và nhỏ | 0,77 | 0,84 | 1,07 | 1,08 | 1,19 |

*Nguồn tính toán từ báo cáo tài chính kiểm toán của các DN trong mẫu*

Dựa vào bảng số liệu ta thấy, với các DN lớn trong giai đoạn 2013- 2017 hệ số D/E có xu hướng giảm từ mức 2.73 lần ở thời điểm cuối năm 2013 xuống mức 1.98 lần cuối năm 2017, đây là xu hướng tích cực cho thấy các DN lớn đang giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn nợ vay trong tổng nguồn tài trợ. Tuy nhiên, tại thời điểm cuối năm 2017, hệ số D/E vẫn ở mức tương đối cao là 1.98 lần. Điều này đặt ra yêu cầu các DN lớn cần tăng cường sự dụng vốn chủ hơn nữa nhằm tái cấu trúc nguồn tài trợ theo hướng giảm bớt hệ số D/E.

Với khối DN vừa và nhỏ trong giai đoạn 2013-2017 hệ số D/E có xu hướng tăng từ mức 0.77 lần ở thời điểm cuối năm 2013 lên mức 1.19 lần vào cuối năm 2017, điều này cho thấy các DN vừa và nhỏ tích cực sử dụng nguồn vốn vay đặt trong điều kiện hệ số D/E vẫn còn ở mức vừa phải. Tính tại thời điểm cuối năm 2017 hệ số D/E là 1.19 lần là mức vừa phải, khá cân đối.

* + 1. **Thực trạng về hình thức huy động vốn của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam**

Bảng 2.17: Quy mô và tỷ trọng nguồn tài trợ mà DN huy động

*Đơn vị: tỷ đồng*

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **STT** | **Chỉ tiêu** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **Tổng** |
| 1 | Vay thuần (vay mới-trả nợ cũ) | 1478 | 68 | 484 | 558 | 433 | 3021 |
| 2 | Vốn nội sinh-LN để lại | 202 | 153 | 199 | 37 | 36 | 626 |
| 3 | Phát hành cổ phần mới | 92 | 311 | 292 | 456 | 0 | 1151 |
| 4 | Tỷ trọng vay thuần (%) | 83,4% | 12,7% | 49,7% | 53,1% | 92,4% | 63,0% |
| 5 | Tỷ trọng vốn nội sinh (%) | 11,4% | 28,7% | 20,4% | 3,5% | 7,6% | 13,0% |
| 6 | Tỷ trọng CP mới (%) | 5,2% | 58,6% | 29,9% | 43,4% | 0,0% | 24,0% |

*Nguồn tính toán từ báo cáo tài chính kiểm toán của các DN trong mẫu*

Dựa vào bảng số liệu ta thấy: Các DN trong mẫu sử dụng chủ yếu là các khoản vay thuần chiếm trung bình trong cả giai đoạn là 63%, xếp thứ hai là lượng vốn cổ phần mới phát hành chiếm trung bình trong cả giai đoạn là 24%, còn lại là nguồn tài trợ vốn từ lợi nhuận để lại chỉ chiếm 13%. Điều này cho thấy, CSTT của các DN trong mẫu phụ thuộc khá nhiều vào các khoản nợ vay và lượng cổ phần mới phát hành, trong khi mức độ sử dụng lợi nhuận để lại rất thấp.

Trên cơ sở đó tác giả có đánh giá chi tiết cụ thể các khoản mục: (1) Các khoản vay có tính lãi; (2) Phát hành cổ phần mới; (3) Nguồn vốn nội sinh trong luận án.

**\* Với các khoản vay có tính lãi**

Đồ thị 2.5: Tỷ trọng thuê tài chính trong tổng nguồn vay có tính lãi

**\* Với việc phát hành cổ phần mới**

Bảng 2.20: Quy mô lượng cổ phần mới phát hành

*Đơn vị: Tỷ đồng*

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Cổ phần mới phát hành** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **Tổng** |
| DN lớn \* | 92 | 266 | 264 | 295 | 0 | 917 |
| DN vừa và nhỏ \* | 0 | 45 | 28 | 161 | 0 | 234 |
| **Toàn mẫu \*** | 92 | 311 | 292 | 456 | 0 | 1.151 |

*Nguồn tính toán từ báo cáo tài chính kiểm toán của các DN trong mẫu*

*(\*) Tính tại thời điểm cuối năm, ngày 31/12.*

**\* Với nguồn vốn nội sinh**

Bảng 2.21: Tỷ lệ chi trả cổ tức và lợi nhuận để lại tái đầu tư

*Đơn vị: %*

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **STT** | **Chỉ tiêu** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **Tổng** |
| 1 | Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng) | 286 | 265 | 419 | 401 | 328 | 1,699 |
| 2 | Cổ tức chi trả (tỷ đồng) | 84 | 112 | 220 | 365 | 293 | 1,074 |
| 3 | Tỷ lệ chi trả cổ tức | 29.4% | 42.4% | 52.5% | 90.9% | 89.1% | 63.2% |
| 4 | Tỷ lệ lợi nhuận để lại | 70.6% | 57.6% | 47.5% | 9.1% | 10.9% | 36.8% |

*Nguồn tính toán từ báo cáo tài chính kiểm toán của các DN trong mẫu*

* + 1. **Thực trạng mô hình tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam**
       1. ***Mô hình tài trợ có tính tới khoản chiếm dụng phi lãi suất***

Tổng nguồn vốn lưu động thường xuyên của các DN trong mẫu dương và có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2013-2016, đây là dấu hiệu cho thấy các DN trong mẫu đang có xu hướng sử dụng mô hình tài trợ mang lại sự an toàn trong giai đoạn này. Tuy nhiên, xét cụ thể các DN trong mẫu giai đoạn 2013 – 2017 vẫn tồn tại một số DN có lượng vốn lưu động thường xuyên âm kéo dài trong cả giai đoạn.

* + - 1. ***Mô hình tài trợ không tính tới khoản chiếm dụng phi lãi suất***

Trong quá trình xây dựng mô hình tài trợ này, các khoản nợ chiếm dụng phi lãi suất sẽ được trừ sang phần tài sản ngắn hạn để thu được chỉ tiêu nhu cầu vốn lưu động nhằm xác định chỉ tiêu “*Chênh lệch nguồn tài trợ dài hạn với tài sản dài hạn*”.

*Thứ nhất,* về quy mô chênh lệch nguồn tài trợ dài hạn với tài sản dài hạn thấp hơn so với NWC, về xu hướng biến động của chỉ tiêu chênh lệch nguồn tài trợ dài hạn với tài sản dài hạn giống với sự biến động NWC.

*Thứ hai,* ngoài những DN có NWC âm ở mô hình tài trợ thứ nhất, đến mô hình tài trợ này xuất hiện nhiều hơn những DN có chỉ tiêu chênh lệch nguồn tài trợ dài hạn với tài sản dài hạn âm.

*Thứ ba,* như vậy, khi không tích tới khoản chiếm dụng phi lãi suất, xuất hiện nhiều hơn những DN có mô hình tài trợ mang lại nhiều rủi ro cho DN trong hoạt động tài trợ (rủi ro trong thanh khoản và rủi ro mất cân đối dòng tiền trong ngắn hạn).

* + 1. **Thực trạng quá trình hoạch định chính sách tài trợ của các công ty xây dựng CTGT niêm yết ở Việt Nam**

***Thứ nhất,*** đối với bước phân tích thực trạng tài chính để đánh giá lại tình hình tài chính và chính sách tài trợ trong quá khứ, bước này được các DN thực hiện tương đối tốt và thường xuyên định kỳ hàng năm

***Thứ hai,*** thực tế cho thấy các DN xây dựng chưa chú trọng hoạch định hoặc hoạch định rất sơ sài chiến lược phát triển trong dài hạn

***Thứ ba****,* phần lớn các DN Việt Nam dự báo dòng tiền trong phạm vi một năm sắp tới và khả năng đáp ứng nhu cầu vốn trong ngắn hạn là khá tốt. Tuy nhiên, do không chú trọng vào việc hoạch định chiến lược phát triển dài hạn nên DN không thể hình dung rõ ràng bức tranh cân đối dòng tiền trong dài hạn, vì thế DN không phát hiện sớm những nguy cơ tiềm ẩn làm mất cân đối tài chính của DN trong tương lai do quyết định tài trợ trong hiện tại tạo ra.

***Thứ tư,*** các giải pháp cụ thể không đặt trong những viễn cảnh cụ thể mà doanh nghiệp có thể đối mặt, vì vậy CSTT không được các DN thử trong các viễn cảnh khác nhau như viễn cảnh cơ sở, viễn cảnh tốt và viễn cảnh xấu nhất.

* + 1. **Đánh giá tác động của chính sách tài trợ tới các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết**
       1. ***Tác động của chính sách tài trợ tới rủi ro tài chính và chi phí sử dụng vốn***

1. ***Đối với chi phí sử dụng vốn chủ***

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xác định bằng tỷ suất sinh lời đòi hỏi của chủ sở hữu DN với vốn chủ sở hữu. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu có sự thay đổi cơ bản khi DN xây dựng công trình giao thông có sự chuyển đổi từ chủ sở hữu chi phối là Nhà nước sang chủ sở hữu chi phối là tư nhân.

1. ***Đối với chi phí sử dụng vốn vay:***

Với chi phí lãi vay trước thuế được xác định như sau:

Chi phí lãi vay trước thuế = lãi suất phi rủi ro + mức bù rủi ro

Như vậy, chi phí sử dụng vốn vay phụ thuộc vào hai nhân tố (1) mức lãi suất phi rủi ro thường lấy là lãi suất đáo hạn của trái phiếu chính phủ và (2) rủi ro vỡ nợ của DN thường được xác định thông qua hệ thống xếp hạng tín nhiệm của chủ nợ.

* + - 1. ***Tác động của chính sách tài trợ tới khả năng sinh lời***

Bảng 2.26: Các nhân tố tác động tới ROE của các DN trong mẫu

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Chỉ tiêu** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** |
| ROIC (%) | 11,86% | 8,72% | 10,86% | 9,91% | 8,20% |
| Lãi suất vay vốn bình quân (i) (%) | 8,36% | 6,08% | 7,36% | 7,90% | 6,94% |
| ROIC-i (%) | 3,51% | 2,64% | 3,49% | 2,01% | 1,26% |
| D/E bình quân | 1,29 | 1,60 | 1,59 | 1,61 | 1,65 |
| Thuế suất TNDN thực tế (t%) | 22,81% | 22,97% | 20,06% | 15,47% | 16,04% |
| ROE (%) | 12,64% | 9,97% | 13,11% | 11,12% | 8,64% |

*Nguồn tính toán từ báo cáo tài chính kiểm toán của các DN trong mẫu*

Số liệu thực tế cho thấy, có nhiều điểm thuận lợi cho DN làm cơ sở cho việc gia tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, trong thực tế ROE của các DN trong mẫu lại có xu hướng giảm. Như vậy, nguyên nhân chính của hiện tượng này là do ROIC giảm mạnh trong giai đoạn nghiên cứu.

* + - 1. ***Mô hình kinh tế lượng đánh giá tác động của chính sách tài trợ tới doanh nghiệp***

Với hai mô hình được triển khai là mô hình REM (Random Effects Model) và mô hình (FEM (Fexed Effects Model).

Thông qua kết quả kiểm định *Hausman Test* cho thấy việc sử dụng mô hình REM sẽ phù hợp hơn.

Kết quả ước lượng mô hình được REM như sau:

***ROEit = -0,299 + 0,148 SLEVit + 2,21 BEPit + 0,028 Vvldit + 0,046 SIZEit + 0,035 Hnhanhit***

Kết quả nghiên cứu mô hình trên cũng phù hợp với những *phân tích cơ bản* của tác giả về ảnh hưởng của các nhân tố tới khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu trong DN.

* 1. **ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**
     1. **Những kết quả đạt được**

Trên cơ sở đánh giá và phân tích thực trạng CSTT của các DN xây dựng CTGT niêm yết giai đoạn 2013-2017, có thể khái quát những kết quả đạt được như sau:

- Ghi nhận sự tăng trưởng của các DN trong giai đoạn 2013-2017 vừa qua là 7,6%/năm.

- Các DN trong mẫu đã sử dụng nguồn lợi nhuận để lại tái đầu

- Bằng việc sử dụng các công cụ huy động nguồn tài trợ, các DN đã huy động được lượng vốn lớn trên thị trường tài chính

- Với các DN lớn đã có xu hướng tiếp cận với các khoản tín dụng ngân hàng thông qua một ngân hàng chính (mail bank)

- Khả năng tiếp cận với các khoản vay dài hạn có xu hướng tăng ở cả DN lớn và DN vừa và nhỏ

* + 1. **Những hạn chế và nguyên nhân**

***(1) Những hạn chế của CSTT ở các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam***

- Quy mô của các DN xây dựng CTGT còn nhỏ và tiềm lực vốn chủ sở hữu vẫn còn khá hạn chế so với nhu cầu đầu tư, đặc biệt là các DN vừa và nhỏ.

- Với các DN vừa và nhỏ có tốc độ tăng trưởng thấp, tiềm lực vốn chủ sở hữu không cao, việc đáp ứng khả năng tăng trưởng của các DN vừa và nhỏ chủ yếu dựa vào các khoản nợ phải trả, trong khi vốn chủ sở hữu tăng rất chậm với tốc độ tăng bình quân cả giai đoạn chỉ có 1,4%/năm.

- Với nguồn vốn lưu động thường xuyên NWC (CSH+Vay có tính lãi DH-TSDH) thấp và chênh lệnh nguồn tài trợ dài hạn với tài sản dài hạn vẫn còn nhiều DN có NWC âm kéo dài.

- Nguồn tài trợ nợ và công cụ tài trợ còn chưa đa dạng, vệc sử dụng công cụ thuê tài chính chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng các khoản dư nợ vay của DN và còn nhiều hạn chế.

- Các DN vừa và nhỏ và còn sử dụng nguồn tài trợ từ tín dụng ngoài lớn.

- Khả năng tiếp cận với nguồn tín dụng dài hạn thông qua các NHTM của DN vừa và nhỏ còn rất hạn chế.

- Các DN trong mẫu chưa sử dụng nguồn vốn nợ vay từ phát hành trái phiếu.

- Quy mô và tỷ trọng các khoản lợi nhuận để lại tái đầu tư giảm, ảnh hưởng trực tiếp tới CSTT trong việc sử dụng nguồn vốn nội sinh.

- Các DN chưa tiếp cận với nguồn tín dụng từ thị trường tài chính quốc tế.

- Các công ty trong ngành chưa sử dụng nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu ưu đãi trong việc huy động nguồn vốn chủ sở hữu.

***(2) Nguyên nhân của những hạn chế:***

- Môi trường kinh tế vĩ mô chưa ổn định, lãi suất trên thị trường vốn vẫn cao và luôn biến động, lạm phát làm giá cả nguyên vật liệu đầu vào tăng cao.

- Lãi suất vay vốn bình quân của các DN nhìn chung còn lớn.

- Mức độ cạnh tranh giữa các DN trong đấu thầu thi công công trình tăng, làm giảm biên lợi nhuận, đặc biệt là các DN vừa và nhỏ.

- DN chưa thiết lập các viễn cảnh dự báo trong tương lai.

- Khung pháp lý liên quan đến việc phát hành, giao dịch cổ phiếu ưu đãi và cơ chế công bố thông tin còn hạn chế.

- Khả năng tiếp cận với các nguồn vốn vay dài hạn của các DN vừa và nhỏ còn hạn chế.

- Điều kiện và thủ tục để tiếp cận với các nguồn vốn từ thị trường vốn quốc tế còn nhiều hạn chế.

**KẾT LUẬN CHƯƠNG II**

Trên cơ sở các nghiên cứu về lý luận về CSTT trong DN ở tổng quan nghiên cứu và chương I, chương II tập trung vào đánh giá thực trạng CSTT của 21 công ty xây dựng CTGT niêm yết. Cụ thể, (1) Khái quát quá trình hình thành phát triển của các công ty xây dựng CTGT niêm yết ở Việt Nam (2) Đánh giá thực trạng về chính sách tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết trong mẫu nghiên cứu, trong đó, tác giả tập trung vào một số nội dung như: Thực trạng các nhân tố ảnh hưởng tới CSTT của các công ty trong mẫu; Thực trạng quy mô các nguồn tài trợ; Thực trạng cơ cấu nguồn tài trợ; Thực trạng về hình thức huy động; Thực trạng mô hình tài trợ; Thực trạng về quy trình hoạch định CSTT; Thực trạng về ảnh hưởng của CSTT tới DN. (3) Tổng hợp các kết quả đạt được, những hạn chế và nguyên nhân của hạn chế về CSTT của 21 DN trong mẫu nghiên cứu. Những phân tích, đánh giá được rút ra về thực trạng chính sách tài trợ của các công ty xây dựng CTGT niêm yết sẽ là những căn cứ thực tiễn quan trọng cho việc đề xuất giải pháp hoàn thiện của tác giả ở chương tiếp theo của luận án.

**CHƯƠNG III:**

**GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ**

**CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**

* 1. **BỐI CẢNH KINH TẾ - XÃ HỘI VÀ ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**

**3.1.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội của nền kinh tế**

Hoàn thiện CSTT trong bối cảnh nền kinh tế hiện nay diễn ra: (1) Đất nước đang trong quá trình công nghiệp hóa – hiện đại hóa và mục tiêu phát triển kinh tế trong tương lai; (2) Với tiến trình hội nhập kinh tế ngày càng sâu rộng trên nhiều lĩnh vực; (3) Nhu cầu vốn để đáp ứng xây dựng cơ sở hạ tầng giai đoạn 2016-2020 là rất lớn, trong khi một số nguồn vốn chính đáp ứng nhu cầu này bị hạn chế trong giai đoạn tới; (4)  Triển vọng về đầu tư hạ tầng giao thông trong thời gian tới là rất lớn.

**3.1.2. Định hướng phát triển các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam**

Định hướng phát triển của các công ty xây dựng CTGT niêm yết ở Việt Nam theo: (1) Xu hướng “tích hợp dọc” cần được các DN nghiên cứu và phát triển; (2) Về năng lực cạnh tranh trong đấu thầu xây lắp; (3) Về chất lượng công tác quản lý các hợp đồng xây dựng; (4) Về công tác quản lý các dự án xây dựng; (5) Về năng lực thi công; (6) Về năng lực tài chính.

* + 1. **Những quan điểm cơ bản cần quán triệt trong việc hoàn thiện chính sách tài trợ của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam**

Để hoàn thiện CSTT của các DN xây dựng CTGT niêm yết cần đảm bảo các yêu cầu cơ bản như sau: (1) CSTT phải được thiết kế phù hợp với chiến lược phát triển, chính sách đầu tư và chính sách cổ tức của DN; (2) Việc hoạch định CSTT trên cơ sở các viễn cảnh khác nhau của nền kinh tế; (3) Để đảm bảo việc hoạch định CSTT cần phải có đội ngũ nhân sự có trình độ, được đào tạo bài bản và am hiểu về tài chính DN để thực hiện các nhiệm vụ trên; (4) Xây dựng ba trụ cột về chính sách tài trợ đảm bảo thành công cho chiến lược phát triển.

* 1. **GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CHÍNH SÁCH TÀI TRỢ CỦA CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**
     1. ***Nhóm giải* pháp *về quy mô nguồn tài trợ***

Với thực trạng về quy mô nguồn vốn của DN ở trên, các DN cần thực hiện các giải pháp sau để cải thiện quy mô nguồn vốn nhằm đáp ứng nhu cầu tài trợ một cách hợp lý, cụ thể:

*Thứ nhất*, các DN phải xây dựng được kế hoạch kinh doanh cụ thể.

*Thứ hai,* giải pháp cụ thể về quy mô nguồn tài trợ với các DN có quy mô lớn.

*Thứ ba,* giải pháp cụ thể về quy mô nguồn tài trợ với các DN có quy mô nhỏ.

* + 1. ***Nhóm giải pháp về hình thức huy động vốn***

***\* Giải pháp về hình thức huy động vốn nhằm gia tăng tiềm lực vốn chủ sở hữu:***

(1) Gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu từ phát hành cổ phiếu để huy động vốn

(2) Nâng cao tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu góp phần gia tăng nguồn vốn nội sinh

(3) Hoạch định chính sách cổ tức theo hướng tăng tỷ lệ lợi nhuận để lại tái đầu tư

(4) Xem xét việc phát hành cổ phiếu ưu đãi để huy động vốn

***\* Giải pháp hình thức huy động vốn nhằm gia tăng các khoản nợ từ thị trường tài chính:***

(1) Cần phát huy tối đa vai trò của trái phiếu DN trong việc đa dạng hóa công cụ huy động

(2) Tích cực sử dụng công cụ thuê tài chính để tài trợ cho việc đầu tư máy móc thiết bị thi công

(3) Các DN có quy mô nhỏ cần tăng cường tiếp cận với các quỹ đầu tư, công tư đầu tư tài chính mạo hiểm

(4) Tăng cường khả năng tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng đối với các khoản vay dài hạn cho các DN vừa và nhỏ, trong khi việc tiếp cận với các công cụ huy động khác còn hạn chế

***\* Giải pháp nhằm tích cực tìm kiếm các nguồn vốn quốc tế phục vụ cho kế hoạch tăng trưởng:***

(1) Về quy mô DN.

(2) Các DN cần nâng cao mức xếp hạng tín nhiệm thông qua các tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín.

(3) DN cần công khai, minh bạch và công bố thông tin.

(4) Nâng cao hiệu quả kinh doanh và đưa ra các phương án kinh doanh khả thi.

(5) Nâng cao chất lượng công tác quản trị DN và năng lực đội ngũ quản trị.

(6) Cải thiện khả năng thanh toán.

(7) Nâng cao chất lượng dự báo dòng tiền trong dài hạn.

* + 1. ***Nhóm giải pháp về mô hình tài trợ***

- Các DN cần giảm áp lực trong quá trình xác định nhu cầu vốn lưu động thường xuyên.

- Tăng khả năng tiếp cận với các nguồn tài trợ dài hạn thông qua nhiều công cụ khác nhau đã triển khai trong giải pháp tăng cường khả năng huy động vốn.

* + 1. ***Nhóm giải pháp nhằm hoàn thiện quy trình hoạch định một chính sách tài trợ bài bản khoa học***

***\* Về khâu hoạch định chiến lược***

- Với nhiều DN xây dựng thường kinh doanh nhiều ngành bên cạnh ngành kinh doanh chính là xây dựng. Chính vì vậy, bước quan trong đầu tiên là DN phải phân chia các ngành đang kinh doanh thành ba loại: (1) ngành kinh doanh cốt lõi có lợi thế cạnh tranh mạnh; (2) ngành kinh doanh bổ trợ cho ngành kinh doanh cốt lõi; (3) ngành kinh doanh đa dạng hóa.

- Xác định tốc độ tăng trưởng kỳ vọng, dự kiến các khoản đầu tư cụ thể và quy mô vốn đầu tư, tiến độ giải ngân của các khoản đầu tư này, để từ đó DN có thể lập bản xác định nhu cầu vốn đầu tư cho từng giai đoạn trong tương lai.

**\* Về bước hoạch định chính sách tài trợ**

- Dự báo doanh thu**.**

- Dự báo dòng tiền mặt tự do của DN trong tương lai (FCFF – Free cash flow to firm).

***-*** Trên cơ sở đó với phương án tài trợ được lựa chọn, tiến hành dự báo báo cáo tài chính.

**\* Về bước giải pháp cụ thể**

***-*** Nếu phương án tài trợ phù hợp ứng với các viễn cảnh và có tính khả thi (có khả năng huy động nhằm đáp ứng nhu cầu tài trợ trong tương lai) thì đây là phương án tài trợ sẽ được lựa chọn thực hiện.

- Nếu phương án tài trợ phù hợp với các viễn cảnh nhưng không có tính khả thi (không có khả năng huy động đáp ứng nhu cầu tài trợ trong tương lai). Khi đó cần phải điều chỉnh lại chiến lược đầu tư cho phù hợp và thực hiện lại từ đầu quy trình hoạch định CSTT.

* 1. **KIẾN NGHỊ CÁC ĐIỀU KIỆN THỰC HIỆN GIẢI PHÁP**

**3.3.1. Đối với Chính phủ**

- Chính phủ cần tạo điều kiện và khuyến khích hơn nữa sự phát triển của các công ty cho thuê tài chính.

- Chính phủ cần tạo môi trường kinh tế chính trị ổn định nhằm đảm bảo cho các DN phát triển và có định hướng lâu dài và tạo niềm tin cho nhà đầu tư.

- Chính phủ cần có sự quan tâm đúng mức, đảm bảo nguồn chi ngân sách cho lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông một cách hợp lý.

- Chính phủ tiếp tục hoàn thiện các chính sách xã hội hóa đầu tư hạ tầng giao thông trên cơ sở chính sách về hợp tác công – tư (PPP).

- Chính phủ cần hoàn thiện khung pháp lý về phát hành, giao dịch cổ phiếu ưu đãi và cơ chế công bố thông tin.

- Hình thành quỹ hỗ trợ đầu tư phát triển hạ tầng giao thông.

- Chính phủ cần tạo ra môi trường nhằm đảm bảo việc minh bạch hóa trong cạnh tranh đấu thầu xây lắp và tránh chỉ định thầu.

**3.3.2. Đối với Ngân hàng Nhà nước**

***Thứ nhất,*** duy trì sự ổn định của lãi suất.

***Thứ hai,*** chính sách cho vay ưu đãi đối với những dự án xây dựng công trình giao.

**KẾT LUẬN CHƯƠNG III**

Với định hướng phát triển của các DN xây dựng CTGT trong bối cảnh kinh tế xã hội cụ thể, cùng với những nghiên cứu về lý luận và thực trạng CSTT ở chương I và chương II, tác giả đã đưa năm nhóm giải pháp nhằm hoàn thiện CSTT của các công ty xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam: (1) Nhóm giải pháp về quy mô nguồn tài trợ; (2) Nhóm giải pháp về cơ cấu nguồn tài trợ; (3) Nhóm giải pháp về hình thức huy động vốn; (4) Nhóm giải pháp về mô hình tài trợ; (5) Nhóm giải pháp hoàn thiện quy trình hoạch định CSTT. Bên cạnh đó, tác giả cũng đưa ra các kiến nghị cụ thể với Chính phủ, ngân hàng Nhà nước và với các DN xây dựng CTGT, để hoàn thiện CSTT của các DN xây dựng CTGT niêm yết.

# KẾT LUẬN

Luận án nghiên cứu sâu những vấn đề lý luận về CSTT của doanh nghiệp tạo điểm mới trong nghiên cứu. Trên cơ sở lý luận về CSTT trong DN luận án phân tích một cách có hệ thống về thực trạng CSTT của các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam từ 2013 - 2017, đánh giá những kết quả đạt được, những hạn chế và chỉ ra những nguyên nhân của những tồn tại, hạn chế về CSTT của các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam. Thông qua những đánh giá đó, tác giả đã đưa ra các giải pháp hoàn thiện và các kiến nghị với cơ quan chức năng giúp các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông nói riêng có thể hoàn thiện một chính sách tài trợ phù hợp nhất.

Như vậy, luận án đã hoàn thiện cơ bản các mục tiêu nghiên cứu đã đề ra, đã làm rõ được cơ sở lý luận, thực trạng và đưa ra các giải pháp nhằm hoàn thiện chính sách tài trợ của các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt Nam./.

# 

# DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU

# CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

1. Lý luận chung về chính sách tài trợ trong doanh nghiệp. Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán (ISSN 1859-4093), số 12 (173) 2017, trang 72-74.
2. Thực trạng tài chính của các Công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam. Tạp chí Kinh tế Châu Á-Thái Bình Dương (ISSN 0868-3808), số 509+510 – Tháng 01/2018, trang 25-27.
3. Thực trạng huy động vốn trong các công ty cổ phần xây dựng công trình giao thông niêm yết ở Việt nam. Đặc san khoa học Tài chính – Đầu tư Đông Nam Á (ISSN: 2615 - 9155), số 2, tháng 6/2018, trang 26 – 28.