

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

TRẦN THỊ HOA

**HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA
CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM NIÊM YẾT
Ở VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội – 2021

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

**HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA
CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM NIÊM YẾT
Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số: 9.34.02.01

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học: 1. PGS, TS. HOÀNG VĂN QUỲNH

2. TS. CHU VĂN TUẤN

Hà Nội, 2021

LỜI CAM ĐOAN

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

Tác giả luận án**Trần Thị Hoa**

LỜI CẢM ƠN

Luận án được hoàn thành với sự giúp đỡ nhiệt tình của Ban giám đốc Học viện Tài chính, của tập thể lãnh đạo và các thầy cô Khoa sau đại học, Khoa Tài chính Doanh nghiệp, Bộ môn Tài chính Doanh nghiệp - Học viện Tài chính, đặc biệt là công lao hướng dẫn tận tình, chu đáo của tập thể giáo viên hướng dẫn: PGS,TS Hoàng Văn Quỳnh và TS.Chu Văn Tuấn. Em xin được gửi tới các thầy, cô lời cảm ơn trân trọng nhất.

Xin chân thành cảm ơn gia đình, bạn bè, đồng nghiệp đã luôn động viên, ủng hộ và chia sẻ những khó khăn để tác giả hoàn thành tốt luận án.

Tác giả luận án

Trần Thị Hoa

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
LỜI CẢM ƠN.....	ii
MỤC LỤC	iii
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	vii
DANH MỤC BẢNG	viii
DANH MỤC BIỂU ĐỒ	x
PHẦN MỞ ĐẦU	1
1. Tính cấp thiết của đề tài.....	1
2. Mục tiêu nghiên cứu	2
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	3
4. Những đóng góp mới của luận án	3
5. Kết cấu của luận án.....	4
Chương 1. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....	5
1.1. Những nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.....	5
1.1.1. Các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn tối ưu	5
1.1.2. Các nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp	6
1.1.3. Các nghiên cứu về tác tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp	11
1.2. Khoảng trống nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu.....	19
1.2.1. Khoảng trống nghiên cứu.....	19
1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu.....	20
1.3. Phương pháp nghiên cứu	20
1.3.1. Giả thuyết nghiên cứu	20
1.3.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất, các biến và thang đo	27
1.3.3. Phương pháp nghiên cứu	28
KẾT LUẬN	30
Chương 2. CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP	31

2.1. Tổng quan về nguồn vốn của doanh nghiệp.....	31
2.1.1. Khái niệm nguồn vốn của doanh nghiệp.....	31
2.1.2. Phân loại nguồn vốn	31
2.2. Cơ cấu nguồn vốn và hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp	36
2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.....	36
2.2.2. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.....	64
2.3. Kinh nghiệm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm ở một số nước trên thế giới và bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp thực phẩm ở Việt Nam.	69
2.3.1. Kinh nghiệm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DNTP ở một số nước trên thế giới	69
2.3.2. Bài học kinh nghiệm cho việc hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DNTP ở Việt Nam.....	80
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....	82
Chương 3. THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM	83
3.1. Tổng quan về các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam	83
3.1.1. Doanh nghiệp thực phẩm và ngành thực phẩm ở Việt Nam	83
3.1.2. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thực phẩm.....	85
3.1.3. Các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam	91
3.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam	99
3.2.1. Thực trạng về vốn và nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam.....	99
3.2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam	102
3.2.3. Đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các DNTP NY ở Việt Nam.....	116
3.2.4. Tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hoạt động của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam.....	122

3.2.5. Thảo luận những kết quả nghiên cứu định tính và định lượng về cơ cấu nguồn vốn của các DNTP NY ở Việt Nam	134
3.3. Đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNTP NY ở Việt Nam.....	136
3.3.1. Những kết quả đạt được	136
3.3.2. Những hạn chế và nguyên nhân của hạn chế	138
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	144
Chương 4: GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM NIÊM YẾT VIỆT NAM	145
4.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội và định hướng phát triển ngành thực phẩm ở Việt Nam trong những năm tới	145
4.1.1. Bối cảnh kinh tế thế giới	145
4.1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam	148
4.1.3. Định hướng phát triển ngành thực phẩm ở Việt Nam trong thời gian tới.....	150
4.2. Quan điểm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam.....	154
4.2.1. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn phải đảm bảo an toàn về mặt tài chính	154
4.2.2. Hoàn thiện CCNV của các DNTP NY phải đa dạng hóa các hình thức huy động vốn trên thị trường tài chính.....	155
4.2.3. Hoàn thiện CCNV phải tăng giá trị của DN trong tương lai	156
4.2.4. Việc hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn phải đặt trong điều kiện cụ thể của từng doanh nghiệp	156
4.2.5. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn cần hướng tới cơ cấu nguồn vốn mục tiêu	157
4.2.6. Hoàn thiện CCNV của DNTP NY phải dựa trên cơ sở các quyết định tài trợ	157
4.3. Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam	158
4.3.1. Điều chỉnh hệ số nợ ở mức hợp lý, đồng thời đa dạng hóa công cụ và hình thức tài trợ nợ vay	158
4.3.2. Đa dạng hóa nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu	161
4.3.3. Gia tăng quy mô và tỷ trọng nợ vay dài hạn	162
4.3.4. Xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu đối với các DNTP NY.....	163

4.3.5. Xây dựng hệ thống cảnh báo sử dụng nợ vay	167
4.3.6. Đánh giá lại cơ cấu nguồn vốn định kỳ hàng năm	172
4.3.7. Hoàn thiện chính sách chi trả cổ tức đối với các doanh nghiệp thực phẩm.....	173
4.3.8. Một số giải pháp nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh nhằm tăng cường hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính.....	175
4.3.9. Nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đối với các doanh nghiệp	181
4.4. Các giải pháp điều kiện và hỗ trợ	182
4.4.1. Hỗ trợ phát triển nông nghiệp.....	182
4.4.2. Khuyến khích phát triển kinh tế tuần để đảm bảo cho các DNTP NY phát triển bền vững	187
4.4.3. Hoàn thiện các chính sách về an toàn thực phẩm, chống hàng giả, hàng kém chất lượng.....	191
KẾT LUẬN	203
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN	206
PHỤ LỤC	207
TÀI LIỆU THAM KHẢO	224

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

ATTP	An toàn thực phẩm
CCNV	Cơ cấu nguồn vốn
CSH	Chủ sở hữu
DN	Doanh nghiệp
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
DNNY	Doanh nghiệp niêm yết
DNTP NY	Doanh nghiệp thực phẩm niêm yết
ĐBTC	Đòn bẩy tài chính
KT-XH	Kinh tế - Xã hội
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
NVNH	Nguồn vốn ngắn hạn
NVDH	Nguồn vốn dài hạn
NVBN	Nguồn vốn bên ngoài
NVBT	Nguồn vốn bên trong
PTNT	Phát triển nông thôn
SHNN	Sở hữu Nhà nước
TSDH	Tài sản dài hạn
TSNH	Tài sản ngắn hạn
TTCK	Thị trường chứng khoán
TSSL	Tỷ suất sinh lời

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1 Các giả thuyết của mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố đến CCNV của DNTP NY	24
Bảng 1.2 Các giả thuyết của mô hình nghiên cứu tác động của CCNV tới ROE của DNTP NY	26
Bảng 2.1. Các hệ số tài chính cơ bản của Meiji Holdings các năm	70
Bảng 2.2. Các hệ số tài chính cơ bản của Morinaga Milk Industry	72
Bảng 2.3. Các hệ số tài chính cơ bản của Thai Foods Group	74
Bảng 2.4. Các hệ số tài chính cơ bản của Buriram Sugar PCL	75
Bảng 2.5. Các hệ số tài chính cơ bản của Kraft Heinz	77
Bảng 2.6. Các hệ số tài chính cơ bản của B&G Food	79
Bảng 3.1: Các DNTP NY trên thị trường chứng khoán Việt Nam đến ngày 31/12/2019	92
Bảng 3.2. Phân loại DNTP NY theo quy mô vốn.....	93
Bảng 3.3. Phân loại DNTP NY theo yếu tố SHNN.....	94
Bảng 3.4. Kết quả kinh doanh của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019	95
Bảng 3.5. Các chỉ tiêu tỷ suất sinh lời của các DNTP NY	98
Bảng 3.6. Tổng tài sản của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019.....	100
Bảng 3.7. Tỷ trọng TSNH của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019	100
Bảng 3.8. Tỷ trọng TSNH của các DNTP NY theo quy mô vốn.....	101
Bảng 3.9. Hệ số nợ của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019	103
Bảng 3.10. Tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY	106
Bảng 3.11. Tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY	107
Bảng 3.12. Tình hình tăng vốn cổ phần của các DNTP NY	110
Bảng 3.13. CCNV theo thời gian huy động và sử dụng vốn của các DNTP NY	111
Bảng 3.14. CCNV theo phạm vi huy động vốn của các DNTP NY	113
Bảng 3.15. Tình hình chi trả cổ tức hàng năm của các DNTP NY	115
Bảng 3.16. Mô tả thống kê các biến được sử dụng trong mô hình.....	117
Bảng 3.17. Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình	118
Bảng 3.18. Kiểm tra tính đa cộng tuyến của các biến nghiên cứu	118

Bảng 3.19. Kết quả ước lượng bằng mô hình GMM.....	120
Bảng 3.20. Tóm tắt kết quả mô hình tác động của nhân tố tới LEV	121
Bảng 3.21. WACC của các nhóm DNTP NY giai đoạn 2013-2019	123
Bảng 3.22. DFL của các nhóm DNTP NY giai đoạn 2013-2019	125
Bảng 3.23. NWC của các DNTP NY các năm	126
Bảng 3.24: Hệ số khả năng thanh toán của các DNTP NY	126
Bảng 3.25: Hệ số I/EBIT của các nhóm DNTP NY giai đoạn 2013-2019	127
Bảng 3.26. Mô tả thống kê các biến được sử dụng trong mô hình.....	129
Bảng 3.27. Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình	130
Bảng 3.28. Kiểm tra tính đa cộng tuyến của các biến nghiên cứu	131
Bảng 3.29. Kiểm tra hiện tượng phương sai sai số	131
Bảng 3.30. Kết quả ước lượng bằng mô hình GMM.....	132
Bảng 3.31. Tóm tắt kết quả mô hình tác động của CCNV tới ROE	133
Bảng 4.1: Chỉ số Z của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết.....	170
Bảng 4.2: Số lượng DN tương ứng với các mức của chỉ số Z trong giai đoạn 2013-2019	171
Bảng 4.3: Hệ số nợ vay đề xuất đối với các DN có rủi ro cao.....	171
Bảng 4.4: Tỷ lệ chi trả cổ tức đối với DNTP NY	174

DANH MỤC BIỂU ĐỒ

Biểu đồ 3.1: Tỷ suất sinh lời của các DNTP NY	99
Biểu đồ 3.2: Nguồn vốn của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019	102
Biểu đồ 3.3: Hệ số nợ của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019	104
Biểu đồ 3.4: Chi tiết vốn CSH của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019.....	109
Biểu đồ 3.5: WACC của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019	124

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Cơ cấu nguồn vốn là chủ đề nghiên cứu không mới, nhưng đã, đang và sẽ tiếp tục thu hút sự chú ý của nhiều nhà nghiên cứu trong và ngoài nước. Những nghiên cứu từ trước đến nay, cả trong và ngoài nước đều xoay quanh 2 câu hỏi lớn: (i) có tồn tại hay không một CCNV tối ưu; (ii) CCNV có tác động như thế nào đến giá trị doanh nghiệp. Trên thế giới có nhiều nghiên cứu đề cập đến CCNV với nhiều quan điểm trái ngược nhau. Trên cơ sở những lý thuyết nền tảng, các nhà nghiên cứu tiếp tục tìm kiếm và phát triển các lý thuyết mới nhằm làm rõ tác động của CCNV đến giá trị doanh nghiệp cũng như sự phù hợp của các lý thuyết trong từng bối cảnh nghiên cứu.

Gần đây ở Việt Nam, có rất nhiều đề tài nghiên cứu về CCNV. Mục đích của các nghiên cứu nhằm kiểm chứng sự phù hợp của từng lý thuyết với điều kiện của Việt Nam, đồng thời các nghiên cứu cũng làm rõ đặc điểm CCNV cũng như tác động của CCNV đến hoạt động của doanh nghiệp trong một ngành nhất định. Đã có những nghiên cứu về CCNV của các doanh nghiệp xi măng, thép, thủy sản hay dược phẩm.

Thực phẩm là một nhân tố quan trọng đối với toàn xã hội nói chung và đối với mỗi con người nói riêng. Thực phẩm cung cấp cho con người những chất dinh dưỡng như: tinh bột, chất béo, các loại vitamin, protein và các chất khoáng khác... giúp con người có sức khỏe để tồn tại và lao động, phát triển. Thực phẩm có thể ở dạng tự nhiên hay là đã qua chế biến. Thực tế cho thấy chỉ tiêu cho thực phẩm có quan hệ tỷ lệ thuận với đà tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Tăng trưởng kinh tế đã giúp nâng mức thu nhập bình quân đầu người tăng lên dẫn đến chi tiêu của hộ gia đình Việt Nam cho thực phẩm ngày càng tăng cao. Bên cạnh nền tảng là tăng trưởng kinh tế đang ngày càng ổn định thì quy mô dân số trẻ với hơn 90 triệu người của Việt Nam cũng làm tăng tính hấp dẫn của việc tham gia ngành thực phẩm trên thị trường. Quy mô ngành thực phẩm hiện đang chiếm tỷ lệ khoảng 15% tổng sản phẩm quốc nội (GDP).

Hiện nay, các sản phẩm thực phẩm không những đáp ứng nhu cầu trong nước mà còn xuất khẩu sang nhiều nước trên thế giới. Đặc biệt, Việt Nam đang dần trở thành nguồn cung quan trọng các sản phẩm nông sản, thực phẩm phong phú cho các nước trên thế giới. Hiện nông sản, thực phẩm là ngành đóng vai trò quan trọng trong

việc thúc đẩy xuất khẩu, tạo công ăn việc làm và nâng cao thu nhập cho người lao động; công tác xúc tiến thương mại ngành Nông sản, thực phẩm đang được các hiệp hội, tổ chức xúc tiến thương mại, doanh nghiệp thực hiện tích cực tại nhiều thị trường khác nhau trên thế giới.

Như vậy có thể thấy, lĩnh vực thực phẩm có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế Việt Nam. Vai trò này được thể hiện thông qua: (i) quy mô các doanh nghiệp thực phẩm chiếm tỷ trọng lớn và phân bố rộng, là lĩnh vực có mối quan hệ mật thiết với nông nghiệp và thủy sản; (ii) nguồn nguyên liệu tại chỗ dồi dào, giá rẻ, thị trường tiêu thụ rộng lớn, không đòi hỏi kỹ thuật hạ tầng cao; (iii) thời gian quay vòng vốn nhanh, tốc độ tăng trưởng cao.

Trên thực tế CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam đạt được những kết quả tích cực như sau: (i) hệ số nợ duy trì ở ngưỡng an toàn và được các DN điều chỉnh phù hợp với những biến động kinh tế vĩ mô trong giai đoạn vừa qua; (ii) CCNV tác động làm cho rủi ro tài chính của các DN ở mức thấp, sự cân bằng tài chính được cải thiện đáng kể và có tác dụng như một tấm đệm an toàn, khả năng thanh toán lãi vay cao; (iii) các DNTP NY có tỷ trọng nguồn vốn bên trong khá cao.

Tuy nhiên, CCNV của các DNTP NY cũng còn tồn tại một số hạn chế nổi cộm: (i) CCNV của các DN dịch chuyển theo hướng tăng sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài; (ii) CCNV chưa phát huy được tác động tích cực của đòn bẩy tài chính; (iii) cơ cấu nợ vay của các DN thiếu đa dạng; (iv) rủi ro tài chính gia tăng đối với một số DN; (v) các DN chưa xây dựng được CCNV mục tiêu.

Xuất phát từ những lý do trên, tác giả lựa chọn nghiên cứu đề tài ***“Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam”*** nhằm đi sâu tìm hiểu về thực trạng CCNV của các DN này, lý giải nguyên nhân của những hạn chế nêu trên để làm tiền đề cho việc đề xuất một số giải pháp nhằm hoàn thiện CCNV của các DNTP NY trong thời gian tới.

2. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu tổng quát của đề tài là đề xuất các giải pháp hoàn thiện CCNV hướng đến CCNV mục tiêu của các DNTP NY ở Việt Nam.

Để đạt được mục tiêu đó, luận án thực hiện các nhiệm vụ cụ thể sau:

(1) Hệ thống hóa những công trình nghiên cứu trong và ngoài nước để tìm ra khoảng trống nghiên cứu.

(2) Luận giải những vấn đề lý luận về CCNV và hoàn thiện CCNV của DN.

(3) Tìm hiểu kinh nghiệm hoàn thiện CCNV của các DNTP ở một số nước trên thế giới và rút ra bài học cho các DNTP ở Việt Nam.

(4) Phân tích đánh giá thực trạng CCNV, các nhân tố ảnh hưởng tới CCNV cũng như tác động của CCNV tới hoạt động của các DNTP NY ở Việt Nam.

(5) Phân tích và kiểm định các nhân tố ảnh hưởng tới CCNV và tác động của CCNV đến khả năng năng sinh lời của các DNTP NY ở Việt Nam.

(6) Đề xuất một số giải pháp hoàn thiện CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam trong thời gian tới.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu: Những vấn đề lý luận và thực tiễn về CCNV của doanh nghiệp.

Phạm vi nghiên cứu

- *Phạm vi nghiên cứu về mặt nội dung:* Luận án tập trung nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp theo một số tiêu thức phân loại khác nhau. Cụ thể luận án nghiên cứu CCNV của doanh nghiệp theo quan hệ sở hữu; theo thời gian huy động vốn và sử dụng vốn; theo phạm vi huy động vốn để có cái nhìn đa chiều về CCNV của DN từ đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện CCNV hướng đến CCNV mục tiêu của doanh nghiệp.

- *Phạm vi nghiên cứu về mặt không gian:* Luận án nghiên cứu đối với các DNTP NY trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

- *Phạm vi nghiên cứu về mặt thời gian:* Dữ liệu thứ cấp về các DNTP NY ở Việt Nam được thu thập trong khoảng thời gian từ năm 2013 đến năm 2019.

4. Những đóng góp mới của luận án

Thông qua những nội dung nghiên cứu, luận án đã có những đóng góp nhất định như sau:

(1) Luận giải những vấn đề lý luận về CCNV và hoàn thiện CCNV.

(2) Trình bày kinh nghiệm hoàn thiện CCNV của các DNTP ở một số nước trên thế giới và bài học rút ra cho các DNTP Việt Nam.

(3) Luận án đã chỉ ra đặc điểm của các DNTP tác động như thế nào đến CCNV của các DNTP.

(4) Luận án sử dụng phương pháp ước lượng GMM để nghiên cứu định lượng về các nhân tố ảnh hưởng tới CCNV và tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY Việt Nam nhằm khắc phục hiện tượng nội sinh do ảnh hưởng của CCNV đến khả năng sinh lời là ảnh hưởng hai chiều.

(5) Luận án đã phân tích và đánh giá được thực trạng CCNV của các DNTP NY Việt Nam

(6) Các giải pháp đề xuất hoàn thiện CCNV xuất phát từ kết quả nghiên cứu và quan điểm hoàn thiện CCNV của các DNTP NY Việt Nam.

5. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận án được cấu trúc gồm 4 chương như sau:

Chương 1: Tổng quan về tình hình nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Chương 3: Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam.

Chương 4: Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam.

Chương 1

TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

1.1. Những nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn là một vấn đề thu hút được sự quan tâm lớn của các nhà khoa học, cho tới thời điểm hiện nay đã có rất nhiều các công trình nghiên cứu cả về mặt lý luận và thực tiễn. Tuy các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn có độ sai lệch cao, xét về mặt định tính, các lý thuyết không cung cấp nhiều các chỉ dẫn thực hành cụ thể, điều này làm hạn chế khả năng vận dụng kết quả nghiên cứu lý thuyết vào các quyết định của doanh nghiệp, nhưng những nghiên cứu này đã có những đóng góp nhất định vào sự phát triển của doanh nghiệp.

Trên thế giới và ở Việt Nam có rất nhiều công trình nghiên cứu được công bố. Các nghiên cứu tập trung làm rõ những vấn đề sau: (i) sự tồn tại của CCNV tối ưu; (ii) các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp; (iii) tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp.

Sau đây là một số nghiên cứu tiêu biểu về CCNV:

1.1.1. Các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn tối ưu

Nghiên cứu đầu tiên được coi là đặt nền móng cho các nghiên cứu về CCNV hiện đại sau này chính là nghiên cứu của Franco Modigliani và Merton Miler (M&M) năm 1958. Lý thuyết M&M (1958) cho rằng, trong các điều kiện giả định cụ thể gồm thị trường vốn hoàn hảo và không có thuế, CCNV hoàn toàn độc lập với giá trị DN. Cùng quan điểm với M&M là lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết thời điểm thị trường khi phủ nhận sự tồn tại của CCNV tối ưu. Quyết định CCNV của DN không dựa trên hệ số nợ tối ưu mà căn cứ vào tính lỏng, rủi ro và sự bất cân xứng của thông tin. Theo đó, DN lựa chọn các nguồn vốn theo thứ tự: nguồn lợi nhuận để lại tái đầu tư, nợ vay và cuối cùng là vốn cổ phần bên ngoài (Myer và Majluf, 1984). Graham & Harvey (2001) cho rằng, CCNV là kết quả của quyết định tài trợ và nhà quản trị tùy thời điểm thị trường đề đưa ra quyết định nhằm tối đa hóa giá trị DN. Một số nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ quan điểm không tồn tại CCN tối ưu gồm Lin (2007), Zeiton và cộng sự (2007), Neith và cộng sự (2008), Tarberg và cộng sự (2008), Cheng và cộng sự (2010), Onaolapo

cộng sự (2010), Ruan và cộng sự (2011), Khan (2012), Ahmad và cộng sự (2012), Tongkong (2012), Tsuji (2013), Ahmad và cộng sự (2013), Hasan và cộng sự (2014).

Ngược lại, lý thuyết đánh đổi CCNV thừa nhận sự tồn tại của CCNV tối ưu. Mayers (1977) cho rằng DN sẽ thiết lập một hệ số nợ mục tiêu và CCNV sẽ dịch chuyển dần dần về phía đó. Các nghiên cứu tiêu biểu theo trường phái này gồm: Jensen và Meckling (1976), Kim (1978), Grossman & Hart (1982), Jensen và cộng sự (1986), Diamond (1989), Harris và Raviv (1990).

Ở Việt Nam, một số nghiên cứu gần đây đã đề cập đến nội dung này:

Luận án của tác giả Trần Thị Thanh Tú (2006): *“Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay”*. Tác giả cho rằng có tồn tại một CCNV tối ưu và đã xây dựng mô hình CCNV tối ưu cho Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1. Tuy nhiên 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.

Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiều (2010) cho thấy CCNV tối ưu của công ty là điểm mà tại đó hệ số nợ trên VCSH là 105%. Trần Hùng Sơn (2013) sử dụng mô hình cấu trúc vốn động để xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu cho các DN sản xuất công nghiệp tại Thành phố Hồ Chí Minh. Võ Xuân Vinh và Nguyễn Thành Phú (2014) đã chỉ ra các ngưỡng vay nợ khác nhau cho các ngành nghề khác nhau. Theo đó, tỷ lệ nợ tối ưu của các DN trong ngành buôn bán thuộc (15,87%; 44,52%), ngành bất động sản thuộc (41,02%; 73,00%), ngành vận tải nhỏ hơn 79,66%, ngành xây dựng nhỏ hơn 61,28%.

Như vậy, câu hỏi liên quan đến sự tồn tại của CCNV tối ưu trong DN là một vấn đề chưa có sự thống nhất cả về lý thuyết lẫn bằng chứng thực nghiệm khi vẫn còn tồn tại những quan điểm trái ngược nhau. Ở Việt Nam, hầu hết các nghiên cứu làm rõ câu hỏi này đều được thực hiện trong một ngành nghề nhất định nhằm đưa ra những định hướng về CCNV mục tiêu.

1.1.2. Các nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Dựa trên các lý thuyết về CCNV, nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở các nước trên thế giới đã được thực hiện nhằm phát hiện các nhân tố quan trọng tác động đến CCNV

của DN như quy mô doanh nghiệp, khả năng sinh lời, cơ cấu tài sản, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh khoản, yếu tố sở hữu...(Ross ,1977; Bowen và cộng sự, 1982; Long và Malitz, 1985; Kester, 1986; Titman và Wessels, 1988). Nhiều nghiên cứu sau này còn kết hợp nghiên cứu về nhiều thị trường khác nhau nhằm xem xét tác động của các yếu tố phản ánh đặc trưng thể chế quốc gia và sự phát triển của thị trường tài chính như hệ thống pháp lý, đặc điểm kinh tế vĩ mô, hệ thống ngân hàng, thị trường chứng khoán...(Rajan và Zingales ,1995; Wald, 1999; Both và cộng sự, 2001; Jong và cộng sự, 2008). Gần đây, một số công trình nghiên cứu còn phân tích thêm ảnh hưởng của các yếu tố đặc trưng ngành nghề kinh doanh bao gồm mức độ cạnh tranh của ngành, mức độ đảm bảo tăng trưởng bền vững của ngành và mức độ rủi ro kinh doanh của ngành tới chính sách CCNV của DN (Calayton, 2009; Kayo và Kimura,2011).

Phần lớn các nghiên cứu về nhân tố ảnh hưởng đến CCNV ban đầu chủ yếu tập trung vào các DN lớn, niêm yết cổ phiếu ở các nước phát triển như Mỹ, châu Âu, Úc và Nhật Bản. Chỉ đến năm 2001, nghiên cứu của Both và cộng sự mới mở đầu cho nghiên cứu ở các nước đang phát triển và sau đó là nghiên cứu về CCNV cho các nước đang phát triển nhằm đánh giá khả năng giải thích của các lý thuyết cấu trúc vốn tại các thị trường này. Các nghiên cứu về các nước đang phát triển thường tập trung vào một số thị trường điển hình như Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan...Nhiều nghiên cứu còn hướng tới các nền kinh tế chuyển đổi như Trung Quốc, các nước Trung và Đông Âu. Có thể kể đến các nghiên cứu của Both và cộng sự (2001), Chen (2004), Delcours (2007), Saylgan (2006), Baharuddin (2011), Akinlo (2011), Andani (2012).

Sau đây là tóm tắt một số nghiên cứu tiêu biểu về tác động của các nhân tố đến CCNV tại một số quốc gia trên thế giới:

Rajan và Zingales (1995) đã nghiên cứu về các yếu tố quyết định việc lựa chọn CCNV của các DN ở nhóm 7 nước công nghiệp phát triển hàng đầu thế giới G7 và đã kết luận rằng, nhìn chung, chính sách CCNV khá tương đồng giữa các quốc gia này: quy mô doanh nghiệp, cấu trúc tài sản, cơ hội tăng trưởng và khả năng sinh lời của doanh nghiệp có thể giải thích được khoảng 19% sự khác biệt về CCNV giữa các doanh nghiệp.

Wald (1999) đã tiếp tục phát triển công trình nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995), tuy nhiên chỉ tập trung vào 5 quốc gia phát triển là Pháp, Đức, Nhật, Anh và Mỹ. Tác giả đã phân tích sự tác động của các yếu tố nội tại của doanh nghiệp đến CCNV, bao gồm quy mô doanh nghiệp, rủi ro, tài sản đầu tư, tầm chắn thuế phi nợ, tăng trưởng doanh thu, khả năng sinh lời và hàng tồn kho. Kết quả phân tích ủng hộ kết luận của Rajan và Zingales (1995), đồng thời tác giả còn kết luận rằng sự khác biệt về chính sách CCNV giữa các quốc gia là do sự khác biệt về chính sách thuế, quản trị doanh nghiệp, chi phí phá sản và vấn đề bất cân xứng thông tin giữa các quốc gia.

Graham và Harvey (2001) đã tiến hành điều tra khảo sát 392 giám đốc tài chính về các vấn đề liên quan đến chính sách tài chính doanh nghiệp, trong đó có chính sách CCNV. Kết quả nghiên cứu ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi về CCNV, tuy nhiên có ít bằng chứng cho thấy trong việc xây dựng chính sách CCNV, nhà quản lý quan tâm đến tác động thay thế tài sản, thông tin bất cân xứng, chi phí giao dịch, dòng tiền tự do và thuế thu nhập cá nhân.

Nghiên cứu của Booth và cộng sự (2001) đánh giá khả năng áp dụng của lý thuyết CCNV ở nhiều nước có điều kiện kinh tế khác nhau, sử dụng dữ liệu mảng của DN ở 10 nước đang phát triển và các nước trong nhóm G7 từ năm 1980 đến năm 1991. Phân tích riêng biệt đối với nhóm các nước đang phát triển và nhóm các nước công nghiệp phát triển, kết hợp với dữ liệu của cả hai nhóm, tác giả đều tìm thấy mối liên hệ giữa các yếu tố khả năng sinh lời, cấu trúc tài sản và cơ hội tăng trưởng với CCNV của DN.

Deesomsak và cộng sự (2004) đã nghiên cứu về những yếu tố tác động đến CCNV của các DN hoạt động tại 4 quốc gia trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương, có môi trường thể chế, pháp luật và tài chính khác nhau là Thái Lan, Malaixia, Singapo và Úc. Mẫu khảo sát bao gồm tất cả các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên SGDCK quốc gia trong giai đoạn nghiên cứu: 294 DN Thái Lan, 669 DN Malaixia, 345 DN Singapo và 219 DN Úc. Sử dụng dữ liệu mảng (panel data) và phương pháp hồi quy kết hợp tất cả các quan sát (Pooled OLS) nghiên cứu đã đánh giá tác động của 6 biến độc lập bao gồm: tỷ lệ tài sản hữu hình, lợi nhuận, quy mô doanh nghiệp, lá chắn thuế phi nợ, tính thanh khoản và biến động doanh thu đến biến phụ thuộc là đòn bẩy tài chính. Kết quả nghiên cứu cũng khẳng định rằng CCNV của DN

chịu sự ảnh hưởng của các yếu tố vi mô, bao gồm: cấu trúc tài sản, lợi nhuận, quy mô, lá chắn thuế phi nợ, tính thanh khoản và biến động doanh thu.

Trong nghiên cứu của Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007) đã chỉ ra rằng khả năng sinh lời của tài sản (ROA) với các yếu tố tỷ lệ nợ trên tổng tài sản, tăng trưởng doanh thu, quy mô tài sản, tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản có mối quan hệ cùng chiều. Đây được coi là một trong số ít nghiên cứu chỉ ra rằng khả năng sinh lời có tác động cùng chiều với hệ số nợ.

Những nghiên cứu về các nhân tố tác động đến CCNV của DN ở Việt Nam trong những năm gần đây còn bổ sung thêm các yếu tố dẫn đến sự khác biệt giữa các nhóm DN như yếu tố sở hữu nhà nước; ngành nghề kinh doanh hay yếu tố niêm yết trên thị trường chứng khoán (Trần Thị Thanh Tú, 2006; Đoàn Hương Quỳnh, 2009); đặc điểm ngành nghề kinh doanh (nghiên cứu CCNV của các DN ngành thép của tác giả Đặng Phương Mai, 2016; CCNV của DN xi măng, Nguyễn Việt Dũng, 2016; CCNV của ngành dược, Dương Thị Thúy Hà, 2016); yếu tố niêm yết trên thị trường chứng khoán (Lê Thị Mỹ Phương, 2014; Dương Thị Thúy Vân, 2016; Nguyễn Thu Hà, 2019)

Luận án của tác giả Trần Thị Thanh Tú (2006): *“Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay”* và Luận án của tác giả Đoàn Hương Quỳnh (2009), *“Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp Nhà nước trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam”* đều nghiên cứu về CCNV của các DNNN và đều cho rằng yếu tố sở hữu nhà nước và yếu tố ngành kinh doanh có mối quan hệ với CCNV. Nhưng từng ngành kinh doanh đó có tác động như thế nào, CCNV bao nhiêu là hợp lý thì cả 2 luận án chưa đề cập tới.

Luận án của tác giả Trần Hùng Sơn (2008), *“Các nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*, tác giả đã sử dụng số liệu của 45 công ty phi tài chính đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Đề tài đã chỉ rõ các nhân tố có ảnh hưởng tới CCNV của DN. Lý thuyết chỉ ra những chiều hướng tác động khác nhau và kết quả thực nghiệm thu được nhiều thành công. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu còn hạn chế do chưa có sự đồng nhất trong phạm vi và cách thức ước lượng các biến hồi quy.

Những nghiên cứu tiếp theo đã tiếp cận CCNV của DN dưới góc độ những ngành nghề khác nhau: Luận án của tác giả Đặng Phương Mai (2016), *“Giải pháp tái cấu*

trúc tài chính các doanh nghiệp trong ngành thép ở Việt Nam” chỉ ra được rằng cấu trúc tài chính của các DN ngành thép có sự phân hoá rõ rệt theo quy mô, các DN có quy mô lớn thường có cấu trúc tài chính hợp lý hơn do có khả năng kiểm soát nợ và duy trì nguồn vốn thường xuyên ở mức cao hơn. Tuy nhiên, trong nội dung phần giải pháp ở chương 3, tác giả luận án đã đề xuất phương án tái cấu trúc tài chính cho một DN cụ thể là Tổng công ty thép Việt Nam (Vnsteel), chiến lược tái cấu trúc tài chính của Vnsteel có đặc trưng là tái cấu trúc theo xu hướng thu hẹp quy mô về một quy mô tinh gọn hơn đồng thời bảo đảm hệ số nợ thấp hơn, an toàn tài chính cao hơn và gia tăng hiệu quả hoạt động. Điều này có vẻ mâu thuẫn với kết luận ban đầu của tác giả.

Luận án của tác giả Nguyễn Việt Dũng (2016), *“Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết ở Việt Nam”* đã nghiên cứu về cấu trúc tài chính của các DN trong bối cảnh của ngành xi măng. Khi đánh giá về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của DN xi măng niêm yết, luận án đã chỉ ra rằng khả năng thanh toán là nhân tố quan trọng nhất có tác động đến cấu trúc tài chính DN; Hiệu quả sử dụng tài sản là nhân tố quan trọng thứ hai có tác động đến cấu trúc tài chính; Hiệu quả kinh doanh là nhân tố quan trọng thứ 3 và quy mô tài sản là nhân tố có ảnh hưởng lớn đến quyết định sử dụng nợ dài hạn. Trong phần giải pháp ở chương 4, tác giả có đưa ra một giải pháp về 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 nhưng tác giả chưa chỉ ra được các DN xi măng niêm yết cần gia tăng nợ dài hạn cụ thể từ những nguồn nào để phù hợp với ngành và với từng DN.

Luận án của tác giả Dương Thị Thuý Hà (2016), *“Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam”* đã nghiên cứu về CCNV của các DNNY trong ngành dược phẩm, kết quả nghiên cứu cho thấy CCNV của các DNNY ngành dược ổn định qua các năm; khả năng thanh toán cao, tự chủ về tài chính; CCNV an toàn với nguồn vốn thường xuyên luôn dương; khả năng huy động vốn dễ dàng. Tuy nhiên, luận án chưa phân tích đánh giá được các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của các DNNY ngành dược để có căn cứ hoạch định CCNV.

Luận án của tác giả Dương Thị Hồng Vân (2014), *“Nghiên cứu về các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán*

Việt Nam”. Theo kết quả điều tra khảo sát DN, chính sách cơ cấu vốn còn phụ thuộc vào các yếu tố quản lý như mục tiêu tối đa hoá lợi nhuận của DN mức ngại rủi ro của nhà quản lý, kinh nghiệm của nhà quản lý và đặc biệt là mạng lưới quan hệ giữa DN và các NHTM, giữa DN với các đối tác kinh doanh. Tuy nhiên, yếu tố sở hữu Nhà nước và sự khác biệt về tiêu chuẩn niềm yết không ảnh hưởng đến khả năng sử dụng vốn vay của DN.

Trong một nghiên cứu của tác giả Phan Thanh Hiệp (2016) về các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các DN công nghiệp nhìn từ mô hình GMM đã chỉ ra rằng cơ cấu tài sản hay cụ thể là tỷ trọng tài sản cố định hữu hình trong tổng tài sản có quan hệ ngược chiều với hệ số nợ. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng các DN trong mẫu nghiên cứu (gồm 95 DN công nghiệp niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2007 – 2013) đầu tư tài sản cố định chủ yếu bằng lợi nhuận giữ lại hoặc gia tăng vốn chủ sở hữu, chứ không ưu tiên sử dụng từ những khoản vay.

Gần đây nhất là luận án của tác giả Nguyễn Thu Hà (2019), “*Cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Luận án đã làm rõ những nhân tố tác động đến CCNV của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán thông qua mô hình định lượng. Các biến giải thích bao gồm quy mô công ty, cơ cấu tài sản, cấu trúc sở hữu và tốc độ tăng trưởng, các công ty thủy sản niêm yết có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn để tài trợ cho cơ hội tăng trưởng trong tương lai.

1.1.3. Các nghiên cứu về tác tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã hình thành các quan điểm khác nhau về mối quan hệ giữa CCNV với hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị DN. Theo đó, mối quan hệ giữa CCNV với hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị DN được phân thành 4 nhóm: (1) CCNV không có tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị của DN; (2) CCNV có tác động tích cực, cụ thể là có tác động tuyến tính và thuận chiều đến hiệu quả kinh doanh kinh doanh và giá trị của DN; (3) CCNV có tác động tiêu cực, cụ thể là có tác động tuyến tính và ngược chiều đến hiệu quả kinh

doanh kinh doanh và giá trị của DN; (4) tồn tại một CCNV tối ưu có khả năng tối đa hoá giá trị DN.

Thứ nhất, cơ cấu nguồn vốn không liên quan đến giá trị doanh nghiệp:

Kết quả nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm của Modigliani và Miller (M&M) (1958) chỉ ra: Giá trị thị trường của một DN độc lập với CCNV của DN đó trong thị trường hoàn hảo, không có thuế thu nhập DN. Đồng thuận với quan điểm này đã có một số nghiên cứu thực nghiệm ở các nước trên thế giới, điển hình là: nghiên cứu của Phillips và cộng sự (2004) về mối quan hệ giữa CCNV và hiệu quả hoạt động của các DN kinh doanh khách sạn tại Vương quốc Anh; nghiên cứu của Ebaid (2009) về mối quan hệ giữa CCNV và hiệu quả hoạt động của 64 công ty Ai Cập giai đoạn 1997 – 2005; nghiên cứu của Saeedi và cộng sự (2011) với mẫu nghiên cứu là 320 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Tehra; nghiên cứu của Ogbulu và cộng sự (2012) với mẫu nghiên cứu là 124 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Nigeria.

Các nghiên cứu này đều đi đến kết luận chung là CCNV không liên quan đến giá trị DN.

Thứ hai, cơ cấu nguồn vốn có tác động thuận chiều đến giá trị doanh nghiệp

Theo cách tiếp cận vấn đề người đại diện và tín hiệu thị trường, thì việc phát hành nợ của DN cho phép thị trường diễn giải các thông tin về chiến lược của DN, chất lượng cũng như hiệu quả kinh doanh của các dự án. Do đó, các thông tin này được phản ánh vào giá trị DN theo hướng tích cực, bởi: Khi DN phát hành nợ sẽ là một tín hiệu theo đuổi mục tiêu lợi nhuận của ban giám đốc, tạo chức năng giảm bớt vấn đề dòng tiền tự do gây ra bởi sự tùy tiện trong quản lý. Do đó, hướng các nhà quản lý hoạt động vì lợi ích của các cổ đông hơn là sự tiêu tán vào các đặc quyền cá nhân, từ đó làm tăng giá trị DN.

Việc sử dụng nợ làm tăng tính hiệu quả bởi khi tài sản của DN được tài trợ từ các chủ nợ thì, đồng thời DN cũng phải tuân thủ các quy ước nghiêm ngặt từ phía người cho vay, hay còn gọi là tính kỷ luật của nợ.

Với việc loại bỏ giả thuyết về thuế thu nhập DN, Modigliani và Miller (1963) đã đưa ra nghiên cứu tiếp theo vào kết luận: Khi có thuế thu nhập DN, CCNV có liên quan đến giá trị DN. Doanh nghiệp sử dụng nợ càng nhiều thì giá trị DN càng gia tăng và gia

tăng tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ bằng 100% nợ. Việc DN gia tăng sử dụng nợ để hưởng lợi ích lá chắn thuế từ tiền lãi được khấu trừ. Đó đó, việc sử dụng nợ cũng tạo nên tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh và giá trị DN.

Theo quan điểm này, đã có một số nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đồng thuận với kết luận trên, trong đó điển hình là: Nghiên cứu của Roden và Lewellen (1995) với mẫu nghiên cứu là 48 công ty của Mỹ trong giai đoạn 1981 đến 1990, đã chỉ ra mối quan hệ đồng biến giữa khả năng sinh lời và CCNV của các DN; nghiên cứu của Ooi (1999) cho rằng các công ty có hiệu quả hoạt động tốt có khả năng hấp dẫn những định chế tài chính cho vay nhiều hơn do có lợi ích về thuế và chi phí phá sản thấp; nghiên cứu của Abor (2005) về tác động của CCNV đến khả năng sinh lời của 22 DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Ghana giai đoạn 1998 – 2002. Abor đã kết luận các DN ở Ghana chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn với mức trung bình 85%, nợ ngắn hạn có mối quan hệ đồng biến với tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE) hay DN tài trợ vốn bằng nợ ngắn hạn có tỷ suất sinh lời cao hơn; nghiên cứu của Mitani (2014) với mẫu gồm 799 DN sản xuất niêm yết trên sàn chứng khoán Tokyo cũng cho thấy mối quan hệ tích cực giữa CCNV và hiệu quả hoạt động. Ngoài ra còn có các nghiên cứu của Petersen và Rajan (1994), Ghosh (2000), Nour (2012) cũng đưa ra kết luận tương tự.

Các nghiên cứu này đều đi đến kết luận là CCNV có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

Thứ ba, cơ cấu nguồn vốn có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp

Lý thuyết trật tự phân hạng được nghiên cứu khởi đầu bởi Myers và Majluf (1984) cho rằng, quyết định về CCNV không dựa trên hệ số nợ tối ưu mà được quyết định từ việc phân hạng thị trường. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các DN có khả năng sinh lời dự kiến ở mức cao sẽ sử dụng vốn vay ít hơn với những DN có khả năng sinh lời thấp. Theo quan điểm này, đã có một số nghiên cứu quốc tế thực nghiệm hỗ trợ kết luận CCNV có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời hoặc giá trị DN, cụ thể là: nghiên cứu của Kester (1986) cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa CCNV với khả năng sinh lời của các công ty tại Mỹ và Nhật Bản; nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995) đối với các công ty của các nước G-7; nghiên cứu của Wald (1999) trong các DN tại các nước

phát triển; nghiên cứu của Wiwattakantang (1997) giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường của nợ với ROA của 270 công ty Thái Lan; nghiên cứu của Both và cộng sự (2001) với mẫu là các công ty ở các nước đang phát triển; nghiên cứu của Ahmad và cộng sự (2012) trên 58 DN ở Malaysia; nghiên cứu của Tsuji (2013) với mẫu nghiên cứu là 73 DN ngành công nghiệp chế tạo niêm yết trên thị trường chứng khoán Tokyo giai đoạn 1981 – 2011.

Trong một nghiên cứu của tác giả Đặng Phương Mai (2016), “*Giải pháp tái cấu trúc tài chính các doanh nghiệp trong ngành thép ở Việt Nam*”, về mối quan hệ giữa CCNV với hoạt động kinh doanh thể hiện qua chỉ tiêu ROA và ROE, đều dẫn đến kết luận CCNV là một trong những nhân tố tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN trong ngành thép. Nói cách khác, các DN có hệ số nợ ở mức cao hơn sẽ có khả năng sinh lời thấp hơn. Kết quả này tương đồng với kết luận của một nghiên cứu trước đây ở Việt Nam cũng như ở các nước đang phát triển. Điều này được tác giả giải thích rằng do hoạt động kinh doanh của các DN trong ngành thép trong giai đoạn nghiên cứu thường ở mức rất thấp, vì vậy việc sử dụng nợ không những không phát huy được mặt tích cực của đòn bẩy tài chính mà còn làm giảm sút tỷ suất sinh lời.

Luận án của tác giả Nguyễn Thu Hà (2019), “*Cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Luận án làm rõ tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn, rủi ro và hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty thủy sản niêm yết. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính tại các DN này và cho thấy sự khác biệt giữa các nhóm DN trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Mức gia tăng tỷ suất sinh lời dành cho chủ sở hữu phụ thuộc vào khả năng khai thác hiệu quả tài sản của các DN này. Tồn tại một nhóm DN vay nợ cao và làm ăn không hiệu quả, không đảm bảo khả năng thanh toán lãi vay cũng như hoàn trả vốn gốc.

Thứ tư, tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu có khả năng tối đa hoá giá trị doanh nghiệp

Lý thuyết đánh đổi hay lý thuyết CCNV tối ưu được Myers (1997) xây dựng bằng cách đưa thêm vào mô hình của Modigliani và Miller các yếu tố phi hoàn hảo khác nhau như thuế, chi phí phá sản và chi phí trung gian song vẫn không mất đi các

giả định tính hiệu quả của thị trường và thông tin cân bằng. Với tác động tổng hợp 3 yếu tố: thuế, chi phí phá sản và chi phí trung gian khi sử dụng nợ với những tác động ngược chiều nhau hình thành lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu. Myers cho rằng giá trị DN có sử dụng nợ bằng giá trị DN không sử dụng nợ cộng với giá trị hiện tại của tấm chắn thuế của nợ trừ đi giá trị hiện tại của chi phí phá sản và chi phí trung gian. Như vậy, theo lý thuyết đánh đổi của Myers, CCNV tối ưu của một DN được xác định bởi một sự đánh đổi giữa lợi ích lá chắn thuế của nợ và các chi phí liên quan đến vay nợ. Theo quan điểm này đã có một số nghiên cứu thực nghiệm ở các nước trên thế giới đồng thuận với kết luận trên, trong đó có thể kể đến các nghiên cứu: nghiên cứu của Lin (2010) cho các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Đài Loan; nghiên cứu của Cheng (2010) cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Trung Quốc; nghiên cứu của Ahamd và cộng sự (2013) cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Malaysia.

Trên cơ sở kết luận đó một số nghiên cứu đã xây dựng mô hình xác định CCNV tối ưu đối với một DN cụ thể. Trong nghiên cứu của Trần Thị Thanh Tú, 2006, tác giả đã xây dựng mô hình xác định 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 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.

Luận án của tác giả Nguyễn Thu Hà (2019), “*Cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Luận án đã lượng hoá sự tác động của hệ số nợ đến tỷ suất sinh lời của các công ty thủy sản niêm yết trên TTCK thông qua kiểm định mối quan hệ tuyến tính và phi tuyến tính giữa hệ số nợ và các chỉ tiêu phản ánh tỷ suất sinh lời. Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến tính giữa hệ số nợ và ROE, nói cách khác, tồn tại một mức hệ số nợ mà tại đó ROE đạt giá trị cao nhất.

Ở Việt Nam, các nghiên cứu gần đây cũng bắt đầu đi sâu tìm hiểu và phân tích tác động của CCNV đến nhiều góc độ khác nhau của DN:

Luận án của tác giả Lê Hoàng Vinh (2014), “*Cơ cấu vốn và rủi ro tài chính trong doanh nghiệp*”. Luận án nghiên cứu cơ cấu vốn và rủi ro tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính tại Việt Nam dưới góc độ quản trị tài chính, được thực hiện dựa vào dữ liệu của thứ cấp từ báo cáo tài chính từ năm 2010 đến năm 2013 của 230 doanh nghiệp. Phương pháp thống kê mô tả được sử dụng để nghiên cứu từng khía cạnh của cơ cấu vốn và rủi ro tài chính, theo đó, cơ cấu vốn của DN nghiêng về nợ, nghiêng về nguồn vốn dài hạn và nhìn chung, nợ có tác động tích cực đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, quy mô tài sản ngắn hạn đủ đảm bảo cho nợ ngắn hạn và lợi nhuận hoạt động đủ đảm bảo trang trải chi phí lãi vay, tuy nhiên khả năng tạo tiền kém sẽ gây khó khăn cho khả năng chi trả bằng tiền của DN. Kết quả nghiên cứu cho thấy các DN đang tập trung nhiều vào mục tiêu lợi nhuận mà ít quan tâm đến dòng tiền hoạt động, ngoài ra, kết quả khảo sát ý kiến gợi ý quyết định cơ cấu vốn của DN chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố và DN cần có thiết lập hệ thống cảnh báo rủi ro tài chính. Bên cạnh đó, luận án sử dụng phương pháp phân tích hồi quy dữ liệu bảng cân bằng về mối quan hệ giữa mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn với từng biểu hiện của rủi ro tài chính theo mô hình các yếu tố tác động cố định và mô hình các yếu tố tác động ngẫu nhiên, theo đó, mức độ sử dụng nợ có ảnh hưởng cùng chiều đáng kể đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu nhưng lại có ảnh hưởng ngược chiều đáng kể đến khả năng thanh toán nợ ngắn hạn và lãi vay. Kết quả gợi ý các DN cần đưa ra quyết định cơ cấu vốn với những điều kiện ràng buộc về lợi nhuận dành cho chủ sở hữu và rủi ro kiệt quệ tài chính.

Luận án của tác giả Nguyễn Việt Dũng (2016), “*Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết ở Việt Nam*”. Luận án đã sử dụng mô hình kinh tế lượng để đánh giá tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính và giá trị DN. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy có mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính của các DN xi măng niêm yết tại Việt Nam. Cụ thể, cấu trúc tài chính có mối quan hệ ngược chiều với tín dụng, nguồn vốn bên ngoài và có mối quan hệ cùng chiều với nguồn vốn thường xuyên. Nói cách khác, khi hệ số nợ, hệ số nguồn vốn bên ngoài tăng, hệ số nguồn vốn thường xuyên giảm thì khả năng thanh toán giảm, rủi ro tài chính tăng lên. Bằng chứng thực nghiệm cũng cho thấy mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và giá trị DN. Cụ thể, nguồn vốn thường xuyên có mối quan hệ cùng chiều với

ROA và nguồn vốn bên ngoài có mối quan hệ ngược chiều với ROA. Ngoài ra, WACC có mối quan hệ cùng chiều với nguồn vốn thường xuyên và có mối quan hệ ngược chiều với nguồn vốn bên ngoài.

Luận án của tác giả Đặng Phương Mai (2016), “*Giải pháp tái cấu trúc tài chính các doanh nghiệp trong ngành thép ở Việt Nam*”. Luận án sử dụng phần mềm STATA trong phân tích định lượng để xây dựng mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Mô hình hồi quy được xây dựng để xác định mối quan hệ giữa các nhân tố bên trong DN đến cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp và đánh giá tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động của các DN trong ngành thép. Kết quả nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hoạt động kinh doanh thể hiện qua chỉ tiêu ROA và ROE, đều dẫn đến kết luận cấu trúc tài chính là một trong những nhân tố tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN trong ngành thép. Nói cách khác, các DN có hệ số nợ ở mức cao hơn sẽ có khả năng sinh lời thấp hơn. Kết quả này tương đồng với kết luận của một nghiên cứu trước đây ở Việt Nam cũng như ở các nước đang phát triển. Điều này được tác giả giải thích rằng do hoạt động kinh doanh của các DN trong ngành thép trong giai đoạn nghiên cứu thường ở mức rất thấp, vì vậy việc sử dụng nợ không những không phát huy được mặt tích cực của đòn bẩy tài chính mà còn làm giảm sút tỷ suất sinh lời. Từ đó giúp DN có định hướng trong tái cấu trúc tài chính.

Tuy nhiên, luận án chưa đề cập đến tác động của cấu trúc tài chính tới chi phí sử dụng vốn và khả năng thanh toán của DN. Cấu trúc tài chính của các DN ngành thép có hệ số nợ cao, trong cơ cấu nợ phải trả thì nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng 78 – 81%. Trong khi đó đặc thù của ngành thép là quy mô vốn đầu tư lớn, thời gian thu hồi vốn chậm, mức độ rủi ro kinh doanh cao. Chính vì vậy cần phải phân tích thêm tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của các DN ngành thép để có cái nhìn đa chiều hơn.

Luận án của tác giả Dương Thị Thuý Hà (2016), “*Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam*” đã chỉ ra CCNV của DN có ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn, khả năng thanh toán và tỷ suất sinh lời của vốn CSH. Tuy nhiên, luận án chưa sử dụng phương pháp định lượng để phân tích tác động của CCNV đến hoạt động của DN nên kết luận đưa ra tính thuyết phục chưa cao.

Như vậy, có thể thấy mặc dù CCNV vốn đóng vai trò quan trọng đến hiệu quả kinh doanh và giá trị DN, tuy nhiên cho đến nay các kết quả nghiên cứu thực nghiệm vẫn chỉ ra tính đa hướng trong mối quan hệ này. Điều này thúc đẩy các nghiên cứu tiếp tục kiểm tra về tác động của CCNV đến hiệu quả kinh doanh và giá trị doanh nghiệp với các ràng buộc ngoại sinh lớn hơn, ở các bối cảnh mới hơn như các nước có nền kinh tế chuyển đổi hay các nước đang phát triển.

Qua nghiên cứu tổng quan về CCNV của doanh nghiệp, tác giả rút ra một số kết luận sau:

Thứ nhất, các lý thuyết về CCNV không có sự đồng nhất nhưng cũng không loại trừ nhau. Sự không nhất quán về các nội dung liên quan CCNV là do phương pháp nghiên cứu bộ phận. Tuy nhiên các lý thuyết đã góp phần bổ sung cho nhau tạo nên một bức tranh toàn cảnh về CCNV của DN.

Thứ hai, bằng chứng thực nghiệm về tác động của CCNV đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị DN không nhất quán.

Thứ ba, các nghiên cứu chỉ ra có 7 nhân tố chủ yếu bao gồm: quy mô DN, khả năng sinh lời, cơ cấu tài sản, tốc độ tăng trưởng, tính thanh khoản, rủi ro kinh doanh, yếu tố SHNN tác động đến CCNV của DN, tuy nhiên tác động của các yếu tố trên là không nhất quán ở phạm vi của các quốc gia khác nhau, giữa các ngành nghề khác nhau và giữa các DN trong cùng ngành nghề.

Ở Việt Nam, trong thời gian gần đây, các nghiên cứu về CCNV của các DN trong một lĩnh vực kinh doanh cụ thể đã đi đến những kết luận có giá trị thực tiễn cao. Bên cạnh những kết luận có tính giá trị thực tiễn cao, thì các nghiên cứu đó vẫn còn tồn tại một số vấn đề chưa được giải quyết một cách triệt để:

Một là, CCNV của DN phải phù hợp với từng giai đoạn phát triển của DN. Khi DN phát triển trong các giai đoạn khác nhau của chu kỳ sống như tăng trưởng, phát triển và suy thoái thì CCNV cũng phải thay đổi phù hợp với chu kỳ phát triển của DN. Các nghiên cứu trước đây chưa xây dựng được những kịch bản về CCNV tương ứng với từng giai đoạn phát triển của DN. Trên cơ sở đó đưa ra giải pháp cho từng giai đoạn phát triển của DN.

Hai là, các nghiên cứu đã đi đến kết luận rằng yếu tố ngành kinh doanh có mối quan hệ với CCNV. Nhưng từng ngành kinh doanh đó có tác động như thế nào, mức CCNV bao nhiêu là hợp lý thì chưa giải quyết triệt để.

1.2. Khoảng trống nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

1.2.1. Khoảng trống nghiên cứu

Qua việc nghiên cứu các công trình trong và ngoài nước liên quan tới CCNV của DN, ngoài các kết quả về lý luận và thực tiễn mà các nghiên cứu trước đây đã đạt được, tác giả nhận thấy chưa có công trình nào nghiên cứu về CCNV của các DN niêm yết ngành thực phẩm, từ đó đưa ra các giải pháp nhằm hoàn thiện CCNV của các DN ngành thực phẩm. Vì vậy, tác giả đã lựa chọn đề tài **“Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam”**. Công trình nghiên cứu của tác giả là không trùng lặp với bất kỳ công trình nghiên cứu nào về nội dung, không gian và thời gian nghiên cứu.

Trên cơ sở tổng quan, tác giả rút ra một số khoảng trống nghiên cứu trong các nghiên cứu về CCNV của doanh nghiệp như sau:

Thứ nhất, mặc dù đã có nhiều nghiên cứu liên quan đến CCNV của các DN ở Việt Nam, song các nghiên cứu chủ yếu tập trung cho đối tượng các DN thuộc tất cả các ngành, được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán, hoặc các DN thuộc sở hữu nhà nước, hoặc một số ít những nghiên cứu về CCNV cho các DN thuộc một ngành riêng biệt, đặc biệt là chưa có nghiên cứu nào về CCNV của DN ngành thực phẩm.

Thứ hai, các nghiên cứu về CCNV của các DN ở Việt Nam thường gắn với mục tiêu xây dựng CCNV tối ưu cho DN. Tuy nhiên trên thực tế rất khó để xác định được CCNV tối ưu cho DN bởi vì CCNV sẽ thay đổi tùy thuộc vào mục tiêu của DN trong từng thời kỳ. Do vậy, các giải pháp hoàn thiện CCNV cần hướng đến CCNV mục tiêu của các DN.

Thứ ba, các nghiên cứu định lượng từ trước đến nay về các nhân tố ảnh hưởng tới CCNV của DN và tác động của CCNV đến ROE, hầu như đều sử dụng dữ liệu bảng và phương pháp ước lượng mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) để khảo sát, sau đó sử dụng kiểm định Hausman để kết luận. Các nghiên cứu này rất khó khắc phục phương sai sai số và tồn tại hiện

tượng nội sinh trong mô hình, trong khi ảnh hưởng của CCNV đến khả năng sinh lời là ảnh hưởng hai chiều. Do đó, đề tài lựa chọn phương pháp ước lượng GMM có thể là giải pháp để khắc phục những tồn tại trên để xác định hướng tác động của các nhân tố lên CCNV và tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY Việt Nam thông qua mẫu nghiên cứu gồm 18 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2013 - 2019.

1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu

Luận án đi sâu nghiên cứu CCNV cho ngành hẹp là ngành thực phẩm ở Việt Nam để làm rõ các câu hỏi nghiên cứu như:

- (1) Cơ sở lý thuyết về CCNV và hoàn thiện CCNV của DN như thế nào?
- (2) Kinh nghiệm về hoàn thiện CCNV của các DNTP ở các nước trên thế giới ra sao?
- (3) Đặc điểm của các DNTP tác động tới CCNV của các DNTP như thế nào?
- (4) Thực trạng về CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam trong giai đoạn 2013 – 2019 như thế nào?
- (5) Những nhân tố nào ảnh hưởng đến CCNV của các DNTP NY? Chiều hướng tác động của các nhân tố đó?
- (6) CCNV đó ảnh hưởng như thế nào đến hoạt động của các DNTP NY?
- (7) Các DNTP NY Việt Nam cần thực hiện những giải pháp gì để có thể hoàn thiện CCNV trong thời gian tới?

1.3. Phương pháp nghiên cứu

1.3.1. Giả thuyết nghiên cứu

1.3.1.1. Giả thuyết nghiên cứu về các nhân tố tác động đến CCNV của DNTP NY

Nghiên cứu dựa trên khung lý thuyết tĩnh về đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng trong các lý giải về các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của DN, bao gồm các nhóm yếu tố thuộc về đặc điểm của DN: quy mô, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lời, tốc độ tăng trưởng, tính thanh khoản và yếu tố sở hữu. Cụ thể:

- **Quy mô DN** được xem là có ảnh hưởng đến CCNV của DN nói chung và DNTP NY nói riêng. Theo lý thuyết đánh đổi, DN có quy mô lớn thường có chi phí phá sản thấp nên có hệ số nợ cao. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng quy mô DN có tác động thuận chiều đến mức độ sử dụng nợ vay của DN. Những DN lớn có khả năng tận

dụng lợi thế kinh tế nhờ quy mô khi vay nợ dài hạn cũng như có vị thế thị trường cao hơn các DN nhỏ trong các hợp đồng tín dụng. Đồng thời, quy mô có thể là một tín hiệu giúp các nhà đầu tư trên thị trường nhận diện về DN. Mức độ bất cân xứng về mặt thông tin tại các DN lớn là nhỏ hơn so với các DN nhỏ do các DN lớn sẵn lòng cung cấp nhiều thông tin cho các nhà đầu tư trên thị trường. Do vậy, chi phí liên quan đến việc sử dụng nợ vay và vốn cổ phần có quan hệ ngược chiều với quy mô DN. Mặt khác, do DN lớn thường có mức độ đa dạng hoá cao hơn DN nhỏ cũng như tính ổn định của dòng tiền cao hơn, xác suất phá sản của những DN lớn sẽ thấp hơn. Với những đặc điểm này, DN có quy mô lớn có xu hướng sử dụng nợ vay nhiều hơn.

Tuy nhiên, theo lý thuyết bất cân xứng thông tin, DN có quy mô lớn có thông tin minh bạch, vấn đề bất cân xứng thông tin được giảm thiểu nên có thể phát hành cổ phiếu nhiều hơn. Có thể thấy, quy mô DN là nhân tố có tác động đa chiều tới CCNV của DN.

Từ những lập luận trên, tác giả đề xuất ***giả thuyết H1.1: Về mối quan hệ đa chiều giữa quy mô DN với mức độ sử dụng nợ vay trong CCNV của các DNTP NY.***

- ***Tốc độ tăng trưởng:*** Lý thuyết người đại diện gợi ý về sự liên quan giữa việc sử dụng nợ với xu hướng phát triển và tốc độ tăng trưởng khi phát sinh các mâu thuẫn lợi ích giữa chủ nợ và các cổ đông (Jensen và Meckling, 1976). Khi đó các DN có tốc độ tăng trưởng cao sẽ xung đột với chủ nợ bên ngoài. Tuy nhiên, nghiên cứu Cassar (2010) cho rằng vấn đề này sẽ được giảm bớt nếu các DN sử dụng nợ ngắn hạn thay vì nợ dài hạn. Do đó, kỳ vọng mối quan hệ tích cực giữa tốc độ tăng trưởng với CCNV. Bên cạnh đó, chính việc gia tăng hệ số nợ trong CCNV hoặc sử dụng nguồn vốn vay ngân hàng có thể liên quan đến tốc độ tăng trưởng cũng như niềm tin đối với các cơ hội đầu tư của DN. Với lập luận này, trong điều kiện các DNTP NY ở Việt Nam hiện nay, tác giả đề xuất:

Giả thuyết H1.2: Tốc độ tăng trưởng có ảnh hưởng thuận chiều đến CCNV của DNTP NY.

- ***Cơ cấu tài sản:*** Cơ cấu tài sản thể hiện ở tỷ lệ đầu tư TSNH và TSDH trên tổng tài sản. Tùy vào đặc điểm sản xuất kinh doanh mà cơ cấu tài sản của các DN sẽ khác nhau. Các DN sản xuất phải đầu tư máy móc, thiết bị, dây chuyền sản xuất lớn hơn thì đòi hỏi TSCĐ lớn, còn các DN hoạt động thương mại, dịch vụ thì cơ cấu TSNH lớn

hơn. Cơ cấu tài sản và CCNV có mối quan hệ chặt chẽ đòi hỏi sự tương thích về mặt thời gian, TSCĐ thường được tài trợ bằng nguồn vốn dài hạn, ổn định và chủ động, vì vậy, tỷ trọng TSCĐ càng lớn hệ số vốn chủ sở hữu của DN càng cao, có nghĩa là DN sẽ sử dụng ít nợ hơn.

Cùng quan điểm đó, trong một nghiên cứu thực nghiệm của Phan Thanh Hiệp (2016) với mẫu nghiên cứu là 95 DN công nghiệp niêm yết ở Việt Nam cũng đã chỉ ra rằng tỷ trọng TSCĐ có mối quan hệ ngược chiều với hệ số nợ.

Trong bối cảnh của ngành thực phẩm tại Việt Nam, tác giả cho rằng cơ cấu tài sản có tác động ngược chiều đến mức độ sử dụng nợ vay trong nguồn tài trợ của các DNTP NY. Nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết H1.3: về mối quan hệ ngược chiều của tỷ trọng TSCĐ trong tổng tài sản với hệ số nợ của các DNTP NY.

- ***Tính thanh khoản:*** Các DN có khả năng thanh khoản thấp có thể phải đối mặt với các chi phí kiệt quệ tài chính cao hơn, do đó nên sử dụng ít nợ hơn và ngược lại. Nhận định này cũng phù hợp với các gợi ý từ lý thuyết gốc về CCNV. Theo lý thuyết đánh đổi tĩnh, khi xét đến khía cạnh thuế, dòng tiền mặt biến động mạnh hơn làm giảm khả năng mà các lá chắn thuế sẽ được sử dụng một cách đầy đủ. Hơn nữa, khi khả năng rủi ro cao có thể được nhận biết dựa trên sự thiếu trôi chảy của dòng tiền cũng như khả năng thanh toán ngắn hạn kém sẽ gây hại cho các bên liên quan đến các khoản đầu tư. Do đó liên quan đến vấn đề này, lý thuyết trật tự phân hạng cũng gợi ý các DN có rủi ro thanh khoản cao hơn nên sử dụng ít nợ hơn. Vấn đề này cũng được coi là phù hợp với trường hợp các DNTP NY ở Việt Nam. Vì vậy nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết H1.4 về mối quan hệ ngược chiều giữa tính thanh khoản với CCNV của DNTP NY.

- ***Khả năng sinh lời:*** Thực tế cho thấy không có kết quả duy nhất khi đánh giá sự tác động của khả năng sinh lời đến CCNV của DN. Lý thuyết đánh đổi cho rằng DN có khả năng sinh lời cao nên vay nợ nhiều hơn do nhu cầu hưởng lá chắn thuế từ nợ vay. Lý thuyết người đại diện có cùng quan điểm khi cho rằng nợ vay là công cụ đảm bảo nhà quản lý sẽ phân phối lợi nhuận, giảm dòng tiền tự do dồi dào, từ đó hạn chế hành vi trục lợi nhằm phục vụ lợi ích cá nhân. Ngược lại, lý thuyết trật tự phân

hạng cho rằng DN có khả năng sinh lời cao có xu hướng sử dụng ít nợ vay hơn do DN sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội sinh trước.

Trong bối cảnh của ngành thực phẩm tại Việt Nam, tác giả cho rằng khả năng sinh lời có tác động ngược chiều đến mức độ sử dụng nợ vay của các DNTP NY. Nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết H1.5: về mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và CCNV của các DNTP NY

- ***Yếu tố sở hữu:*** Nghiên cứu về sự tác động của yếu tố sở hữu đến việc lựa chọn chính sách tài trợ được thực hiện tại thị trường tài chính phát triển cũng như các thị trường đang phát triển. Tại Úc, Brailsford và cộng sự (2002) sử dụng số liệu của những DN NY để xem xét mối tương quan giữa yếu tố sở hữu và các chính sách tài chính DN. Kết quả cho thấy tỷ lệ sở hữu của những cổ đông lớn bên ngoài làm tăng hệ số nợ của DN. Tương tự, Margaritis & Psillaki (2010) cũng quan sát thấy mối quan hệ thuận chiều giữa mức độ tập trung của quyền sở hữu với mức độ sử dụng nợ vay. Về tác động của sở hữu Nhà nước đến CCNV, Bhabra và cộng sự (2008) nghiên cứu CCNV của các DN NY tại Trung Quốc giai đoạn 1992 đến 2001 chỉ ra rằng sở hữu nhà nước và sự hiện diện của các cổ đông pháp nhân có tác động thuận chiều đến mức độ sử dụng nợ vay của DN. Li và các cộng sự (2009) cũng đưa ra những kết quả tương tự khi cho thấy mối tương quan thuận chiều giữa sở hữu nhà nước với mức độ sử dụng nợ vay dài hạn tại các DN không NY tại Trung Quốc.

Trong bối cảnh của nền kinh tế Việt Nam nói chung và ngành thực phẩm nói riêng, khi nghiên cứu tác động của yếu tố sở hữu đến việc chọn lựa CCNV, tác giả cho rằng mức độ tập trung quyền sở hữu cũng như tỷ lệ sở hữu của nhà quản trị có tác động đến mức độ sử dụng nợ vay trong CCNV của các DNTP NY. Nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết H1.6: DNTP NY có sở hữu Nhà nước có xu hướng tăng sử dụng nợ vay.

Các giả thuyết nghiên cứu về tác động của các nhân tố đến CCNV của các DNTP được tóm tắt ở bảng 1.1:

Bảng 1.1. Các giả thuyết của mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố đến CCNV của DNTP NY

TT	Nội dung giả thuyết	Kỳ vọng về dấu	Cơ sở trích dẫn
H1.1	Mối quan hệ đa chiều giữa quy mô DN với mức độ sử dụng nợ vay trong CCNV của các DNTP NY.	+	Kester (1986), Titman và Wessels (1988)
		-	Mash (1982), Rajan và Zingales (1995), Chittenden và cộng sự (1996)
H1.2	Tốc độ tăng trưởng có ảnh hưởng thuận chiều đến CCNV của DNTP NY.	+	Ross (1977), Titman và Wessels (1988), Lang và cộng sự (1996)
H1.3	Mối quan hệ ngược chiều của tỷ trọng TSCĐ trong tổng tài sản với hệ số nợ của các DNTP NY.	-	Frank và Goyal (2009) Phan Thanh Hiệp (2016)
H1.4	Mối quan hệ ngược chiều giữa tính thanh khoản với CCNV của DNTP NY.	-	Chittenden et al (1996)
H1.5	Mối quan hệ ngược chiều giữa khả năng sinh lời và CCNV của các DNTP NY	-	Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012), Aboor (2005), Bontis và cộng sự (2000)
H1.6	DNTP NY có sở hữu Nhà nước có xu hướng tăng sử dụng nợ vay.	+	Brailsford và cộng sự (2002), Bhabra và cộng sự (2008), Li và các cộng sự (2009), Margaritis & Psillaki (2010),

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

1.3.1.2. *Giả thuyết nghiên cứu về tác động của CCNV đến tỷ suất sinh lời vốn CSH của DNTP NY*

Dựa trên tổng quan nghiên cứu về tác động của CCNV đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu, tác giả đề xuất ***giả thuyết H2.1: CCNV với hệ số nợ cao có ảnh hưởng tích cực đến tỷ suất sinh lời vốn CSH (ROE).***

Tương tự như các giả thuyết liên quan được trình bày trong nội dung các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV, nghiên cứu cũng kiểm soát một số các yếu tố liên quan được đề cập trong các nghiên cứu hiện có. Cụ thể:

- ***Ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp:*** Quy mô DN được xem là có ảnh hưởng đa chiều đến ROE. Các nghiên cứu của Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007); Taani và Banykhaled (2011); Adekunle và Kajola (2010); Odalo và cộng sự (2016) đồng quan điểm khi cho rằng quy mô DN có quan hệ cùng chiều với ROE. Trong khi đó, nghiên cứu Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012) lại cho rằng quy mô DN có quan hệ ngược chiều với ROE.

Trong bối cảnh các DNTP NY ở Việt Nam, các DN thuộc nhóm có quy mô lớn có xu hướng sử dụng ít nợ hơn, do đó không phát huy hết được tác động của đòn bẩy tài chính. Trên cơ sở những lập luận đó, nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết H2.2: Quy mô của các DNTP NY có ảnh hưởng ngược chiều đến ROE.

- ***Ảnh hưởng của cơ cấu tài sản:*** Cơ cấu tài sản và CCNV của DN cần đảm bảo sự tương thích về thời gian. Do đó các DN có tỷ trọng TSCĐ cao thường có xu hướng tài trợ từ nguồn vốn CSH thay vì đi vay. Đó cũng chính là quan điểm của Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007); Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012) và cũng được coi là phù hợp trong bối cảnh các DNTP NY ở Việt Nam, đặc biệt là các DN có quy mô lớn. Vì vậy, nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết H2.3: Cơ cấu tài sản của các DNTP có ảnh hưởng ngược chiều đến ROE

- ***Ảnh hưởng của yếu tố sở hữu:*** Trên thế giới, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa yếu tố sở hữu và hiệu quả hoạt động với các phương pháp và phạm vi nghiên cứu khác nhau đưa đến các kết quả khác nhau tại các quốc gia khác nhau. Capobianco và

Christiansen (2011), Shleifer (1998) đưa ra tác động bất lợi của sở hữu Nhà nước cho hoạt động của công ty. Thomsen và Perdersen's (2000) nghiên cứu 20 nước ở châu Âu cho thấy rằng, quyền sở hữu của Chính phủ có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Lê Đức Hoàng (2015) cũng chỉ ra rằng tồn tại mối quan hệ tiêu cực giữa sở hữu Nhà nước và hiệu quả hoạt động của công ty. Trong bối cảnh các DNTP NY ở Việt Nam tác giả cũng cho rằng, SHNN có quan hệ tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của DN với chỉ tiêu đại diện là ROE. Vì vậy, nghiên cứu đề xuất:

Giả thuyết H2.4: Yếu tố SHNN có quan hệ ngược chiều đến ROE của các DNTP NY.

Các giả thuyết nghiên cứu về tác động của các nhân tố đến CCNV của các DNTP được tóm tắt ở bảng 1.2:

Bảng 1.2. Các giả thuyết của mô hình nghiên cứu tác động của CCNV tới ROE của DNTP NY

TT	Nội dung giả thuyết	Kỳ vọng về dấu	Cơ sở trích dẫn
H2.1	CCNV với hệ số nợ cao có ảnh hưởng tích cực ROE	+	Modigliani và Miller (1963); Petersen và Rajan (1994), Roden và Lewellen (1995); Ooi (1999) Ghosh (2000); Abor (2005); Nour (2012); Mitani (2014)
H2.2	Quy mô của các DNTP NY có ảnh hưởng ngược chiều đến ROE.	-	Mash (1982), Rajan và Zingales (1995), Chittenden và cộng sự (1996); Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012)
H2.3	Cơ cấu tài sản của các DNTP có ảnh hưởng ngược chiều đến ROE	-	Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007); Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012)
H2.4	Yếu tố SHNN có quan hệ tiêu cực đến ROE của các DNTP NY.	-	Thomsen và Perdersen's (2000), Lê Đức Hoàng (2015)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

1.3.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất, các biến và thang đo

Dựa trên luận giải về vai trò của các biến tham gia và các giả thuyết nghiên cứu đề xuất, hai nhóm mô hình được đề xuất trong nghiên cứu như sau:

Thứ nhất, mô hình kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến CCNV của các DNTP NY

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 OWN_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

- *Biến phụ thuộc* – $LEV_{i,t}$: CCNV được đo lường bằng hệ số nợ của 18 DNTP NY trong giai đoạn 2013-2019 và được xác định bằng $NPT/Tổng\ NV$.

- *Biến độc lập*: Là nhân tố tác động tới CCNV của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019. Cụ thể, các biến độc lập gồm:

- (i) SIZE: Quy mô doanh nghiệp được xác định là $\ln(\text{doanh thu thuần})$
- (ii) GROWTH: Tốc độ tăng trưởng được xác định là: $[\text{Tài sản năm } (t) - \text{Tài sản năm } (t-1)] / \text{Tài sản năm } (t-1)$
- (iii) TANG: Cơ cấu tài sản được xác định là tỷ trọng $TSCĐ/Tổng\ TS$
- (iv) LIQ: Tính thanh khoản được xác định là $TSNH/Tổng\ nợ\ ngắn\ hạn$
- (v) ROA: Khả năng sinh lời được xác định là $LNST/Tổng\ TS$
- (vi) OWN: Cấu trúc sở hữu được xác định là một biến giả với giá trị 1 nếu DNTP NY có SHNN nhận giá trị 1 và các DNTP NY không có SHNN nhận giá trị 0.

- β_0 là hằng số; β_j là các hệ số hồi quy tương ứng với 6 biến độc lập; $\varepsilon_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên.

Thứ hai, mô hình kiểm tra tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 OWN_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

- *Biến phụ thuộc* – $ROE_{i,t}$: tỷ suất sinh lời VCSH của 18 DNTP NY trong giai đoạn 2013-2019 và được xác định bằng $LNST/VCSH$

- *Biến độc lập*: Biến độc lập trong giả thuyết chính của nghiên cứu này là hệ số nợ (LEV - được xác định bằng $NPT/Tổng\ NV$) có tính đến thời gian đáo hạn, có nghĩa là bao gồm cả nợ ngắn hạn (SLEV – được xác định bằng NNH/NPT) và nợ dài hạn (LLEV – được xác định bằng NDH/NPT).

Nghiên cứu cũng đưa vào mô hình các biến kiểm soát gồm:

- (i) TANG: Cơ cấu tài sản được xác định là tỷ trọng $TSCĐ/Tổng\ TS$

(ii) SIZE: Quy mô doanh nghiệp được xác định là $\ln(\text{doanh thu thuần})$

(iii) OWN: Cấu trúc sở hữu được xác định là một biến giả với giá định các DNTP NY có SHNN nhận giá trị 1 và các DNTP NY không có SHNN nhận giá trị 0.

- β_0 là hằng số; β_j là các hệ số hồi quy tương ứng với 6 biến độc lập; $\varepsilon_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên.

1.3.3. Phương pháp nghiên cứu

1.3.3.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

- *Phương pháp phân tích, tổng hợp:* Tác giả sử dụng các dữ liệu từ các BCTC đã qua kiểm toán của các DNTP NY ở Việt Nam giai đoạn 2013-2019 để tiến hành phân tích, tổng hợp các vấn đề liên quan đến CCNV, các nhân tố tác động đến CCNV và ảnh hưởng của CCNV đến hoạt động của các DNTP NY trong giai đoạn nghiên cứu.

- *Phương pháp so sánh:* Trên cơ sở các dữ liệu thứ cấp tổng hợp được tác giả tiến hành lập các bảng biểu, đồ thị để so sánh, phân tích, đánh giá các vấn đề mà nghiên cứu cần làm rõ.

1.3.3.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng

Phương pháp nghiên cứu định lượng được sử dụng trong thu thập, thống kê mô tả số liệu, kiểm định mô hình, ước lượng các biến số và đánh giá mức độ tác động của các nhân tố đến CCNV và tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY. Hầu như các nghiên cứu trước đều sử dụng dữ liệu bảng và phương pháp ước lượng mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) để khảo sát, sau đó sử dụng kiểm định Hausman để kết luận. Các nghiên cứu này rất khó khắc phục phương sai sai số và tồn tại hiện tượng nội sinh trong mô hình, trong khi ảnh hưởng của các nhân tố đến CCNV và tác động của CCNV đến ROE luôn tồn tại ảnh hưởng hai chiều giữa biến phụ thuộc và một số biến.

Do đó luận án sử dụng phương pháp ước lượng Moment tổng quát - GMM (Generalized Method of Moments) để thực hiện hồi quy dữ liệu nghiên cứu trên phần mềm STATA 14. GMM là mô hình hồi quy được Lars Peter Hansen công bố vào năm 1982 trong bài viết “Large Sample Properties of Generalized Methods of Moments Estimators”.

GMM là tổng hợp của các phương pháp ước lượng phổ biến như OLS; GLS; MLE. GMM là phương pháp có tính ưu việt hơn trong việc giải quyết vấn đề nội sinh

của mô hình nghiên cứu (như đã chỉ ra trong phần khoảng trống nghiên cứu), đảm bảo kết quả nghiên cứu là đáng tin cậy.

Với mô hình và các giả thuyết đề xuất như đã trình bày ở trên, quá trình nghiên cứu được thực hiện theo quy trình như sau:

Làm sạch số liệu:

Trước khi tiến hành phân tích dữ liệu tác giả thực hiện bổ sung, hiệu chỉnh thông số của các biến để đảm bảo các kết quả xử lý dữ liệu phản ánh trung thực về đối tượng nghiên cứu. Cụ thể:

(i) Bước 1: Sau nhập dữ liệu vào bảng excel, tác giả tiến hành kiểm tra dấu hiệu bất thường của dữ liệu. Sau đó, tính giá trị của các biến nghiên cứu.

(ii) Bước 2: Bổ sung và điều chỉnh giá trị khuyết thiếu bằng các cách như: (1) để nguyên, khi phân tích phần mềm tự gán giá trị khuyết thiếu mặc định; (2) gán giá trị khuyết thiếu bằng giá trị trung bình hoặc trung vị; (3) gán giá trị khuyết thiếu bằng 0.

(iii) Bước 3: Phân tích tương quan riêng từng cặp biến để phát hiện lỗi số liệu trong trường hợp kết quả phân tích không giải thích được. Loại bỏ số liệu làm sai lệch mối quan hệ của các biến trong trường hợp có dấu hiệu ngoại lai của số liệu.

Phân tích thống kê:

Phân tích thống kê được sử dụng trong luận án để đánh giá khái quát các vấn đề trong nghiên cứu và đưa ra cơ sở cho các giả định, nhận định. Phương pháp phân tích thống kê được sử dụng để đánh giá thực trạng các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV và tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019.

Đánh giá sự phù hợp của mô hình:

Mô hình hồi quy được đánh giá là phù hợp khi khắc phục được các khiếm khuyết của mô hình: (i) đa cộng tuyến; (ii) tự tương quan; (iii) phương sai sai số thay đổi, (iv) nội sinh các biến độc lập.

KẾT LUẬN

Nội dung chương 1 cho thấy đề tài nghiên cứu không chỉ có ý nghĩa về mặt thực tiễn mà còn có ý nghĩa về mặt học thuật. Thông qua nội dung tổng quan nghiên cứu cho thấy CCNV của DN là đề tài được nhiều nhà nghiên cứu trong và ngoài nước quan tâm. Các nghiên cứu đó đều nhằm mục đích hướng tới giải quyết những vấn đề cơ bản về CCNV đó là có tồn tại hay không một CCNV tối ưu, chiều hướng và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến CCNV cũng như sự ảnh hưởng của CCNV đến giá trị doanh nghiệp. Đồng thời các nghiên cứu cũng đã kiểm chứng sự phù hợp của CCNV đối với DN trong từng bối cảnh, ngành nghề cụ thể. Ở Việt Nam thời gian vừa qua cũng có nhiều nghiên cứu về CCNV: Ban đầu là các nghiên cứu về CCNV của các DNNN, về sau là những nghiên cứu về CCNV của các doanh nghiệp trong một ngành nghề cụ thể như xi măng, thép, dược phẩm... Nhưng đến nay chưa có một nghiên cứu nào về CCNV của các DNTP niêm yết trong giai đoạn 2013 – 2019, vì vậy tác giả lựa chọn nghiên cứu về CCNV của các DN trong ngành này. Tổng quan nghiên cứu cho thấy, các nghiên cứu về các nhân tố tác động tới CCNV và tác động của CCNV đến hoạt động của DN còn nhiều hạn chế cần có nghiên cứu bổ sung. Trên cơ sở đó, luận án tiến hành nghiên cứu thực nghiệm về tác động của các nhân tố tới CCNV và tác động của CCNV tới ROE của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019, thông qua các mô hình nghiên cứu định lượng nhằm hoàn thiện và khắc phục những hạn chế của các nghiên cứu trước.

Chương 2

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

2.1. Tổng quan về nguồn vốn của doanh nghiệp

2.1.1. *Khái niệm nguồn vốn của doanh nghiệp*

Trong nền kinh tế thị trường, vốn là một yếu tố và là tiền đề cần thiết cho việc hình thành và phát triển hoạt động kinh doanh của DN. Vai trò của vốn đối với DN được ví như vai trò của máu đối với cơ thể con người: con người muốn tồn tại và phát triển cần phải có máu lưu thông; DN cũng vậy, muốn tồn tại và phát triển cần phải có vốn. Để biến những ý tưởng và kế hoạch kinh doanh thành hiện thực, DN cần phải có một lượng vốn nhằm hình thành nên những tài sản cần thiết cho hoạt động của DN để đạt được mục tiêu đề ra. Để có được lượng vốn đó DN có thể huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau. Vì vậy, có thể hiểu một cách đơn giản nhất, ***nguồn vốn chính là nguồn hình thành nên các tài sản của doanh nghiệp.***

Trong nền kinh tế thị trường, các phương thức huy động vốn của DN được đa dạng hoá nhằm khai thác tối đa mọi nguồn vốn trong nền kinh tế. Sự phát triển nhanh chóng của thị trường tài chính đã tạo điều kiện để các DN mở rộng khả năng huy động cho hoạt động kinh doanh.

Tuỳ theo loại hình DN và các đặc điểm cụ thể, mỗi DN có thể có các phương thức huy động vốn khác nhau. Đặc điểm và phương thức huy động các nguồn vốn này sẽ là cơ sở để DN xây dựng chính sách tài trợ vốn.

2.1.2. *Phân loại nguồn vốn*

Có nhiều tiêu thức khác nhau để phân loại nguồn vốn, sau đây tác giả trình bày 3 tiêu thức phân loại cơ bản:

2.1.2.1. *Phân loại theo quan hệ sở hữu*

Căn cứ vào quan hệ sở hữu, nguồn vốn của doanh nghiệp được phân thành nợ phải trả và vốn CSH:

**** Nợ phải trả:***

Là biểu hiện bằng tiền những nghĩa vụ tài chính mà DN có trách nhiệm phải thanh toán cho các chủ thể có liên quan đến hoạt động kinh doanh của DN. Theo tính chất các khoản nợ có thể chi tiết nợ phải trả bao gồm: nợ vay và nợ chiếm dụng.

- *Nợ vay (nguồn vốn tín dụng)*: Bao gồm các khoản vay ngắn hạn và dài hạn như vay của NH, tổ chức tín dụng, vay thông qua phát hành trái phiếu DN, thuê tài chính v.v.. Đặc điểm khi sử dụng nguồn vốn này là: điều kiện sử dụng khắt khe, thường yêu cầu tài sản đảm bảo, thời hạn sử dụng linh hoạt và DN có nghĩa vụ hoàn trả đúng hạn.

DN sử dụng nợ vay có nhiều ưu điểm: (i) chi phí sử dụng nợ vay thường thấp hơn VCSH; (ii) sử dụng nợ vay như đòn bẩy tài chính để có thể khuếch đại khả năng sinh lời của vốn chủ; (iii) tận dụng lợi ích của “tấm chắn thuế” từ nợ vay giảm thuế thu nhập DN phải nộp. Bên cạnh đó, việc sử dụng nợ vay cũng có những điểm bất lợi nhất định, cụ thể: (i) tăng rủi ro tài chính; (ii) nếu sử dụng đòn bẩy tài chính không hiệu quả sẽ làm sụt giảm nhanh chóng khả năng sinh lời của vốn chủ; (iii) quy mô vốn vay bị giới hạn bởi các chủ nợ thường đưa ra các quy định về hạn mức tín dụng theo từng khách hàng nhằm phòng ngừa và hạn chế rủi ro tín dụng.

- *Nợ chiếm dụng (nguồn vốn chiếm dụng)*: Bao gồm những khoản phải trả, phải nộp nhưng chưa đến kỳ hạn thanh toán nên DN được phép sử dụng hợp pháp trong một thời hạn nhất định. Cụ thể gồm: nợ phải trả nhà cung cấp, người lao động, nợ thuế nhà nước, các khoản phải trả phải nộp khác... Nợ chiếm dụng có đặc điểm: Thời hạn sử dụng ngắn, không mất chi phí sử dụng vốn, quy mô vốn chiếm dụng nhỏ và điều kiện sử dụng dễ dàng.

DN sử dụng nguồn vốn này một cách linh hoạt sẽ góp phần tiết kiệm chi phí sử dụng vốn, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Song, nếu DN lạm dụng quá mức nguồn vốn này sẽ đưa lại những bất lợi nhất định như: DN bị phạt lãi chậm trả rất cao nếu không thanh toán đúng hạn hoặc không được hưởng chiết khấu thanh toán từ nhà cung cấp, nhân viên mất động lực sáng tạo, gây tâm lý không tốt; uy tín DN bị ảnh hưởng trong trường hợp nộp thuế muộn.

* ***Vốn chủ sở hữu***: là phần vốn thuộc quyền sở hữu của chủ DN bao gồm vốn đầu tư của CSH và lợi nhuận giữ lại.

- *Vốn đầu tư của CSH*: là phần vốn mà CSH đầu tư vào DN thông qua các hình thức góp vốn bao gồm vốn góp ban đầu và số vốn góp bổ sung trong quá trình kinh doanh. Vốn góp ban đầu là lượng vốn do các thành viên sáng lập đóng góp nên khi mới thành lập DN và được ghi trong điều lệ DN. Đây là phần vốn quan trọng thuộc

vốn chủ sở hữu của DN. Trong quá trình hoạt động, khi cần thiết phải huy động thêm vốn chủ sở hữu để mở rộng kinh doanh, các DN có thể gia tăng vốn CSH bằng cách phát hành thêm cổ phiếu hay huy động vốn góp từ các thành viên hoặc từ nguồn lợi nhuận sau thuế giữ lại.

- *Lợi nhuận giữ lại*: là phần lợi nhuận sau thuế có được từ kết quả kinh doanh hàng năm được CSH giữ lại tái đầu tư vào công ty nhằm bổ sung tăng vốn kinh doanh dài hạn. Thông thường các cổ đông sẽ được nhận cổ tức vào cuối năm tài chính từ thu nhập sau thuế của DN. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp thay vì phân phối toàn bộ lợi nhuận cho các cổ đông, các DN giữ lại một phần hoặc toàn bộ lợi nhuận để tái đầu tư. Các DN thường giữ lại lợi nhuận nhằm đầu tư vào các khu vực mà DN có thể tạo ra các cơ hội tăng trưởng tốt, ví dụ như mua máy móc thiết bị mới hoặc chi tiền nhiều hơn cho việc nghiên cứu và phát triển.

DN sử dụng nguồn vốn CSH có nhiều ưu điểm bao gồm: tránh được áp lực phải thanh toán gốc và lãi đúng hạn; tăng tự chủ tài chính; chủ động, linh hoạt trong việc sử dụng. Bên cạnh đó, việc sử dụng vốn CSH cũng có những điểm bất lợi nhất định như: chi phí sử dụng vốn chủ thường cao hơn vốn vay, phức tạp liên quan đến quyền quản lý và điều hành doanh nghiệp.

Để đảm bảo cho hoạt động kinh doanh đạt hiệu quả cao, thông thường một DN phải phối hợp cả hai nguồn: vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Sự kết hợp giữa hai nguồn này phụ thuộc vào đặc điểm của từng ngành mà DN hoạt động, tùy thuộc vào quyết định của người quản lý trên cơ sở xem xét tình hình kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp.

2.1.2.2. Phân loại theo thời gian huy động vốn và sử dụng vốn

Căn cứ vào thời gian huy động và sử dụng vốn, nguồn vốn của DN bao gồm: Nguồn vốn ngắn hạn (nguồn vốn tạm thời) và nguồn vốn dài hạn (nguồn vốn thường xuyên)

- *Nguồn vốn ngắn hạn (nguồn vốn tạm thời)*: là các nguồn vốn có tính chất ngắn hạn (thường có thời gian sử dụng dưới một năm). DN thường sử dụng để đáp ứng các nhu cầu về vốn có tính chất tạm thời phát sinh trong hoạt động kinh doanh. Nguồn

vốn ngắn hạn bao gồm các khoản vay ngắn hạn và các khoản nợ ngắn hạn khác (các khoản phải nộp, phải trả hoặc phải thanh toán ngắn hạn ...)

DN sử dụng nguồn vốn ngắn hạn có những ưu điểm cơ bản đó là có lợi về chi phí sử dụng vốn và tính linh hoạt. Tuy nhiên, DN sử dụng nguồn vốn này cũng đưa lại bất lợi rất lớn thể hiện áp lực thanh toán nợ cao, tăng nguy cơ mất khả năng thanh khoản.

- **Nguồn vốn dài hạn (nguồn vốn thường xuyên)**: là tổng thể các nguồn vốn có tính chất ổn định mà DN 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 tài sản lưu động thường xuyên cần thiết cho hoạt động kinh doanh của DN. Nguồn vốn dài hạn bao gồm nợ dài hạn và VCSH.

Sử dụng nguồn vốn dài hạn mang lại cho DN lợi thế về thời gian sử dụng và hoàn trả vốn song có bất lợi về chi phí sử dụng vốn cũng như thiếu sự linh hoạt bởi khó điều chỉnh CCNV. Nguồn vốn thường xuyên của DN là căn cứ để xác định nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC).

Nguồn vốn lưu động thường xuyên: là một phần nguồn vốn thường xuyên dùng để tài trợ cho tài sản lưu động thường xuyên cần thiết trong hoạt động kinh doanh của DN. Tại một thời điểm NWC của DN được xác định như sau:

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

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

- Nếu $\text{NWC} < 0$, có nghĩa DN đã dùng nguồn có tính chất ngắn hạn để đầu tư TSDH. Trường hợp này giúp DN tiết kiệm chi phí sử dụng vốn nhưng rủi ro tài chính cao và điều này đặc biệt nguy hiểm đối với các DN hoạt động có tỷ lệ đầu tư vốn vào tài sản dài hạn cao.

- Nếu $\text{NWC} > 0$, có nghĩa DN đã dùng một phần nguồn dài hạn để tài trợ cho TSNH. Trường hợp này rủi ro tài chính của DN thấp nhưng phải mất chi phí sử dụng vốn cao hơn.

- Nếu $\text{NWC} = 0$, có nghĩa DN đã dùng toàn bộ nguồn vốn ngắn hạn chỉ để tài trợ cho TSNH và toàn bộ nguồn vốn dài hạn chỉ để tài trợ cho TSDH. Trường hợp này DN đảm bảo nguyên tắc tài trợ, cân bằng giữa rủi ro và chi phí sử dụng vốn. Song, cách tài trợ

này không tạo ra tính ổn định trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, nhất là các DN có tốc độ luân chuyển vốn chậm.

Việc phân loại này giúp cho người quản lý xem xét huy động các nguồn vốn huy động phù hợp với thời gian sử dụng của các yếu tố cần thiết cho quá trình kinh doanh.

2.1.2.3. *Phân loại theo phạm vi huy động vốn*

Căn cứ vào phạm vi huy động vốn, nguồn vốn của DN có thể chia thành nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài. Việc phân loại này chủ yếu để xem xét việc huy động vốn của một doanh nghiệp đang hoạt động:

Nguồn vốn bên trong DN (nguồn vốn nội sinh): là số vốn DN có thể huy động được từ chính hoạt động kinh doanh. Nguồn vốn bên trong của DN chính là số lợi nhuận giữ lại tái đầu tư bao gồm lợi nhuận chưa phân phối và các quỹ trích từ lợi nhuận. Sử dụng nguồn vốn bên trong DN có những điểm lợi đó là: (i) tiết kiệm thời gian và chi phí huy động vốn; (ii) giữ quyền kiểm soát cho cổ đông hiện hành; (iii) không bị áp lực thanh toán đúng hạn; (iv) chủ động trong sử dụng vốn. Song điểm bất lợi lớn nhất khi sử dụng nguồn vốn bên trong đó là quy mô vốn thường nhỏ.

Nguồn vốn bên ngoài DN (nguồn vốn ngoại sinh): là số vốn DN có thể huy động được từ bên ngoài DN bao gồm: vốn vay (cá nhân, tổ chức), tín dụng thương mại, vốn góp liên doanh, liên kết, thuê tài sản, phát hành chứng khoán... DN sử dụng nguồn vốn bên ngoài có ưu điểm vượt trội về quy mô vốn so với nguồn vốn bên trong. Ngược lại, DN bị lệ thuộc bởi bên ngoài và nguồn vốn này cũng không tạo ra sự tăng trưởng bền vững cho DN.

Việc phân loại nguồn vốn theo cách này sẽ giúp cho các nhà quản lý có điều kiện thuận lợi trong việc huy động vốn một cách phù hợp với thời gian sử dụng, đáp ứng đầy đủ kịp thời vốn sản xuất kinh doanh và góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong DN. Hơn nữa cách phân loại này còn giúp các nhà quản lý DN lập ra 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.

Như vậy, có thể thấy DN sử dụng bất kỳ nguồn vốn nào cũng đều có những điểm lợi và bất lợi nhất định. Để đưa ra quyết định về CCNV tối ưu, DN cần sử dụng kết hợp các nguồn vốn một cách hợp lý giữa VCSH và nợ phải trả, giữa nguồn vốn

ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn, giữa nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài nhằm đạt mục tiêu tối đa hoá giá trị DN trên cơ sở tối đa hoá khả năng sinh lời, tối thiểu hoá rủi ro và chi phí sử dụng vốn.

2.2. Cơ cấu nguồn vốn và hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

2.2.1.1. Khái niệm cơ cấu nguồn vốn

Trong nền kinh tế thị trường, DN có thể sử dụng nhiều nguồn vốn khác nhau để đáp ứng nhu cầu về vốn cho hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, điều quan trọng là DN cần phối hợp sử dụng các nguồn vốn để tạo ra một CCNV hợp lý đưa lại lợi ích tối đa cho DN. Trên thực tế, có nhiều thuật ngữ và quan điểm khác nhau khi đề cập đến CCNV của doanh nghiệp.

Trong cuốn “*Financial Management: Text, Problems và Cases*”, nhóm tác giả M.Y. Khan và P.K. Jain (2011), cho rằng: *Cơ cấu nguồn vốn là tỷ lệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu của công ty trên bảng cân đối kế toán*”. Theo nhóm tác giả, để tài trợ cho hoạt động của mình, DN phải huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau, mỗi loại nguồn vốn đều có những điểm lợi và bất lợi riêng. Những đặc điểm riêng này sẽ ảnh hưởng đến chi phí sử dụng các nguồn vốn cũng như tình hình tài chính của DN.

Quan điểm của Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield và Brandford D. Jordan (2003) định nghĩa “*Cơ cấu vốn (Capital Structure) của một DN là sự kết hợp giữa việc sử dụng vốn nợ (Debt) và vốn CSH (Equity) theo một tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh*”. Tương tự, Colin Firer và cộng sự (2004) định nghĩa: “*Cấu trúc vốn (Capital Structure) đề cập đến sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu mà một DN sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp đó*”. Như vậy, nhà quản trị DN phải quan tâm đến hai yếu tố khi quyết định CCNV của DN: (i) DN nên vay bao nhiêu và tỷ lệ vốn vay và vốn CSH đã tốt nhất chưa? (ii) Chi phí của những nguồn vốn vay nào là tốt nhất cho hoạt động của DN?

Một số nghiên cứu trong nước nghiên cứu về CCNV cũng cho rằng: “*Cơ cấu nguồn vốn là tỷ trọng của các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà DN huy động sử dụng vào hoạt động SXKD*” (Bùi Văn Vần và Vũ Văn Ninh, 2015) hay “*Cơ*

cấu nguồn vốn là thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn so với tổng nguồn vốn tại một thời điểm nhất định” (Dương Thị Thúy Hà, 2016).

Như vậy, theo quan điểm trên, CCNV là sự kết hợp giữa các nguồn vốn khác nhau (bao gồm nguồn vốn dài hạn và nguồn vốn ngắn hạn) mà DN sử dụng để tài trợ cho hoạt động SXKD. Quan điểm này cho rằng mỗi nguồn vốn đều có những đặc điểm riêng về chi phí sử dụng, thời gian sử dụng, những điểm lợi và bất lợi của mỗi nguồn vốn đều cần được các nhà quản trị chú ý để xác định CCNV mục tiêu, phù hợp với hoạt động SXKD của DN trong từng thời kỳ.

Tuy nhiên, một số nhà nghiên cứu khác cho rằng khi đề cập đến CCNV của DN thì chỉ cần xem xét đến nguồn vốn dài hạn, bao gồm nợ dài hạn và vốn CSH và không xem xét đến nợ ngắn hạn vì đặc điểm của nguồn vốn ngắn hạn chỉ mang tính chất tạm thời, không ảnh hưởng đến quyền quản lý và điều hành DN. Quan điểm này được trình bày trong nhiều nghiên cứu, chẳng hạn Trần Thị Thanh Tú (2006) trong luận án của mình đã định nghĩa: *“Cơ cấu nguồn vốn của DN là một tỷ lệ nhất định giữa nợ dài hạn và VCSH”* hay luận án của Vũ Thị Ngọc Lan (2014): *“Cấu trúc vốn của DN là mối tương quan tỷ lệ giữa Nợ dài hạn và VCSH của doanh nghiệp”*. Trong quan điểm này, nợ ngắn hạn không được xem xét là một trong các yếu tố cấu thành CCNV.

Ngoài ra, một quan điểm khác lại cho rằng mặc dù nợ ngắn hạn đóng vai trò quan trọng trong hoạt động SXKD của DN, nhưng tác giả chỉ xem xét những khoản nợ ngắn hạn có phát sinh chi phí sử dụng mà loại bỏ những khoản nợ chiếm dụng của DN. Chẳng hạn như quan điểm của Macguigan và cộng sự (2006) cho rằng: *“Cấu trúc vốn (Capital Structure) là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, vốn cổ phần ưu đãi, và vốn cổ phần thường được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp”*. Quan điểm này cũng được trình bày trong luận án của Hoàng Trọng Đức (2016): *“Cơ cấu nguồn vốn của DN được hiểu là mối tương quan tỷ lệ giữa nợ vay ngắn hạn, nợ vay dài hạn và vốn CSH mà DN huy động để phục vụ cho hoạt động SXKD nhằm mục đích tối đa hóa giá trị doanh nghiệp”*.

Như vậy, có thể thấy có nhiều quan điểm khác nhau về định nghĩa CCNV. Mỗi quan điểm lại có những cách lập luận và lý giải riêng, phù hợp với đặc điểm của đối tượng nghiên cứu của từng nhà khoa học. Đối với các DN trong nền kinh tế quốc dân,

đặc biệt là DNTP NY, nguồn vốn thường xuyên chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng nguồn vốn, nhưng quy mô và tỷ trọng nợ dài hạn lại thấp, điều này ảnh hưởng tới việc xây dựng kế hoạch xác định nhu cầu nguồn vốn của DN trong ngắn hạn và dài hạn. Vì vậy, khi nghiên cứu về CCNV của các DNTP NY cần tiến hành phân tích thành phần cũng như tỷ trọng của từng nguồn vốn so với tổng nguồn vốn của DN tại một thời điểm nhất định.

Bên cạnh đó, mặc dù có sự khác biệt về các bộ phận cấu thành CCNV nhưng các nhà khoa học đều thống nhất rằng CCNV được coi là hợp lý khi thỏa mãn ba mục đích cơ bản của DN, bao gồm: tối đa hóa giá trị DN, tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và tối thiểu hóa rủi ro. Mỗi DN khác nhau khi tiến hành hoạt động SXKD chịu tác động của rất nhiều yếu tố khác nhau, phụ thuộc vào đặc điểm ngành nghề SXKD, sự ổn định của nền kinh tế, mục tiêu của các nhà quản trị... Vì vậy, CCNV của các DN đều mang tính riêng biệt và khi nghiên cứu CCNV cần phải nghiên cứu trong sự vận động không ngừng của DN trong nền kinh tế.

Tóm lại, sau quá trình nghiên cứu, phân tích các công trình khoa học về CCNV cũng như tìm hiểu về đặc điểm của các DNTP NY, NCS đồng ý với quan điểm của Bii Văn Văn và Vũ Văn Ninh, Đoàn Thị Hương Quỳnh, Dương Thị Thúy Hà và Nguyễn Thu Hà, đó là: ***“CCNV của DN thể hiện thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn riêng biệt trong tổng nguồn vốn mà DN huy động và sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh”***.

2.2.1.2. Các chỉ tiêu phản ánh cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được đo lường thông qua một số chỉ tiêu cơ bản sau:

(1) Hệ số nợ

Hệ số nợ cho biết trong một đồng vốn mà DN huy động được có bao nhiêu đồng được huy động từ các khoản nợ phải trả.

Công thức xác định:

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

Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được thể hiện chủ yếu qua hệ số nợ. Chỉ tiêu này thể hiện việc sử dụng nợ trong việc tổ chức nguồn vốn. DN có hệ số nợ cao sẽ phụ thuộc nhiều bởi nợ vay, khi đó tính độc lập, tự chủ thấp. Ngược lại DN sử dụng càng ít nợ vay thì tính độc lập, tự chủ cao hơn.

DN có hệ số nợ thể hiện mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của DN cao, điều này có thể khuếch đại tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu nhưng cũng có thể khiến DN gặp rủi ro lớn, có thể dẫn tới mất vốn, thậm chí phá sản.

Thông qua hệ số nợ, nhà quản lý sẽ đánh giá được mức độ độc lập tự chủ về tài chính, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính có thể gặp phải để từ đó điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn phù hợp.

(2) Hệ số vốn chủ sở hữu

Hệ số vốn chủ sở hữu cho biết trong một đồng vốn mà DN huy động được có bao nhiêu đồng do các chủ sở hữu đóng góp.

Công thức xác định:

$$\text{Hệ số VCSH} = \frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn}} = 1 - \text{Hệ số nợ}$$

Hệ số VCSH lớn hơn 0,5 có nghĩa là CCNV của DN nghiêng về VCSH. DN có hệ số VCSH càng cao sẽ càng có được những hỗ trợ quan trọng từ những người chủ góp vốn, điều này đặc biệt quan trọng với DN, nhất là những DN mới thành lập.

Tuy nhiên, DN có hệ số VCSH cao mà số VCSH do nhiều nhà đầu tư đóng góp thì người lãnh đạo DN gặp rất nhiều vấn đề khó khăn như: quyền quản lý điều hành doanh nghiệp bị các chủ sở hữu can thiệp theo tỷ lệ góp vốn; chịu áp lực bị phản đối khi quyết định các vấn đề trong điều hành DN. Đồng thời lãnh đạo DN cũng phải chịu áp lực do kỳ vọng về lợi nhuận của các nhà đầu tư.

(3) Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn

Chỉ tiêu này cho biết trong một đồng vốn DN huy động có bao nhiêu đồng được vay từ nợ ngắn hạn.

Công thức xác định

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn} = \frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng nguồn vốn}} \times 100\%$$

(4) Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn} = \frac{\text{Nợ dài hạn} + \text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn}} \times 100\%$$

Hoặc

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn} = 1 - \text{Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn}$$

Chỉ tiêu tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn phản ánh CCNV theo thời gian. Hai chỉ tiêu này phản ánh mối quan hệ giữa nguồn vốn với việc đầu tư vào tài sản, cho biết DN sử dụng mô hình tài trợ nào để tài trợ cho tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn. Phân tích chỉ tiêu này sẽ là cơ sở để đánh giá về rủi ro trong việc hoạch định CCNV.

(5) Tỷ trọng nguồn vốn bên trong

Tỷ trọng nguồn vốn bên trong là tỷ lệ phần trăm giữa nguồn vốn bên trong so với tổng nguồn vốn của DN.

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn bên trong} = \frac{\text{LN giữ lại và các quỹ trích từ LN}}{\text{Tổng nguồn vốn}} \times 100\%$$

Chỉ tiêu này càng lớn cho thấy khả năng tự tài trợ vốn của DN càng tốt và ít bị phụ thuộc bởi nguồn vốn bên ngoài.

(6) Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài

Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài là tỷ lệ phần trăm giữa nguồn vốn bên ngoài so với tổng nguồn vốn của DN.

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài} = 1 - \text{Tỷ trọng nguồn vốn bên trong}$$

Khi mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh, DN có thể huy động nguồn vốn bên ngoài, điều đó giúp cho DN huy động thêm được một lượng vốn khá lớn để phát triển sản phẩm, đầu tư các dự án sinh lời, đổi mới công nghệ, nâng cao năng lực cạnh tranh, tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Nguồn vốn bên ngoài DN có thể huy động bao gồm cả huy động vốn chủ sở hữu (huy động vốn góp liên doanh, phát hành thêm cổ phiếu...)

Tuy nhiên khi huy động nguồn vốn bên ngoài, DN cần cân nhắc kỹ việc sử dụng nợ (vay hoặc phát hành trái phiếu) vì sử dụng nguồn vốn này giống như con dao hai lưỡi, nếu lạm dụng sẽ dẫn đến những rủi ro về tài chính, tín nhiệm giảm, khả năng thanh toán bị ảnh hưởng. Vì vậy, các DN cần phải đánh giá điểm lợi và điểm bất lợi của từng nguồn để xây dựng CCNV phù hợp với mục tiêu của DN trong từng thời kỳ.

2.2.1.3. Các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Từ trước đến nay trên thế giới cũng như ở Việt Nam có rất nhiều các lý thuyết nghiên cứu về CCNV của DN. Sau đây tác giả xin trình bày một số lý thuyết cơ bản nhất về CCNV của doanh nghiệp:

*** Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu**

Lý thuyết CCNV tối ưu cho rằng tồn tại một CCNV tối ưu có thể góp phần làm gia tăng giá trị DN, đó là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu ở một tỷ lệ giới hạn nhất định giúp tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn bình quân và do đó tối đa hoá giá trị DN.

Các giả định của lý thuyết CCNV tối ưu:

- Doanh nghiệp hoạt động trong môi trường có thuế thu nhập DN.
- Thị trường tài chính không hoàn hảo, DN và nhà đầu tư không thể vay nợ với lãi suất như nhau.
- DN tiềm ẩn rủi ro kiệt quệ tài chính do sử dụng nợ. Tuy nhiên, nếu mức độ sử dụng nợ thấp thì chủ sở hữu và chủ nợ có thể không điều chỉnh tỷ suất sinh lời kỳ vọng, hoặc có điều chỉnh nhưng không đáng kể.

Dựa vào giả định, lý thuyết CCNV tối ưu giải thích: DN có thể giảm WACC bằng cách sử dụng nợ, vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu nhờ có khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay. Như vậy, muốn có CCNV tối ưu thì DN phải sử dụng nợ, nhưng điều này chỉ được đảm bảo khi mức độ sử dụng nợ vẫn còn nằm trong giới hạn nhất định nào đó để rủi ro vẫn ở mức thấp mà các chủ nợ không thay đổi mức lãi suất yêu cầu và tỷ suất sinh lời kỳ vọng của chủ sở hữu không thay đổi hoặc tăng không đáng kể.

Theo lý thuyết CCNV tối ưu, WACC sẽ biến động khi CCNV thay đổi và CCNV tối ưu phải là sự kết hợp giữa nợ với vốn chủ sở hữu theo một tỷ lệ nhất định để WACC nhỏ nhất.

Tóm lại, lý thuyết CCNV tối ưu cho rằng DN có tồn tại một CCNV tối ưu vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và hai chi phí này sẽ tăng lên cùng với gia tăng mức độ sử dụng nợ. Lý thuyết này đã khẳng định có tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa mức độ sử dụng nợ trong CCNV với rủi ro tài chính, và từ đó có ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực đến giá trị DN. Điều này đòi hỏi nhà quản trị phải cân nhắc khi ra quyết định CCNV.

Quyết định CCNV tối ưu: CCNV tối ưu là CCNV cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận của DN và do đó tối đa hóa được giá cổ phiếu của DN. Vì thế quyết định CCNV tối ưu là quyết định CCNV sao cho cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận của DN và do đó tối đa hóa được giá cổ phiếu của DN. Theo lý thuyết CCNV tối ưu thì do ảnh hưởng của yếu tố tiết kiệm thuế, có một điểm tối ưu, ở đó chi phí sử dụng vốn trung bình của DN là nhỏ nhất và giá trị công ty là cao nhất.

Như vậy, theo lý thuyết này ở DN có tồn tại một CCNV tối ưu về mặt lý thuyết. Song, không có mô hình CCNV tối ưu chung cho mọi DN, cũng không có CCNV tối ưu cố định cho một DN trong suốt quá trình hoạt động. Tuy lý thuyết này không chỉ rõ chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu sẽ tăng bao nhiêu khi gia tăng hệ số nợ hay chi phí sử dụng vốn vay tăng bao nhiêu do nguy cơ vỡ nợ, nhưng đây là cơ sở lý thuyết nền tảng giúp DN lượng hoá và xác định CCNV tối ưu.

*** Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng**

Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng được đề xuất năm 1952 bởi David Durand với những giả định như sau:

- Doanh nghiệp hoạt động trong môi trường có thuế thu nhập DN nhưng không tính đến lá chắn thuế của lãi vay.
- Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bằng không và DN chia toàn bộ lợi nhuận cho chủ sở hữu.
- Không có những thay đổi trong quyết định đầu tư, do đó lợi nhuận trước thuế và lãi vay không biến động, tức rủi ro kinh doanh không thay đổi.

Theo cách tiếp cận lợi nhuận hoạt động ròng, việc cân nhắc ra quyết định lựa chọn CCNV là không thích hợp và mọi sự điều chỉnh CCNV đều không dẫn đến thay

đổi WACC, hay nói cách khác là WACC độc lập với mức độ sử dụng nợ và do đó, giá trị DN cũng thay đổi khi điều chỉnh CCNV.

Như vậy, cách tiếp cận lợi nhuận hoạt động ròng cho rằng các DN không tồn tại một CCNV tối ưu như tiếp cận của quan điểm truyền thống, theo đó, không tồn tại mối quan hệ giữa CCNV với giá trị DN. Tuy nhiên, cách tiếp cận lợi nhuận hoạt động ròng được nghiên cứu trong điều kiện thị trường tài chính hoàn hảo, bỏ qua khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay và giữ cố định chi phí sử dụng nợ với mọi trường hợp khác nhau về mức độ sử dụng nợ, những giả thuyết này đã làm giảm sức thuyết phục cho những kết luận của phương pháp tiếp cận này khi xem xét các tình huống lựa chọn CCNV trong thực tiễn.

*** Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp**

Lý thuyết về mối quan hệ giữa CCNV và giá trị công ty do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra vào năm 1958. Lý thuyết của hai ông được minh chứng dựa trên những giả định :

- Thị trường tài chính hoàn hảo, tất cả nhà đầu tư có kỳ vọng như nhau về lợi nhuận hoạt động ròng để xác định giá trị DN.
- Các DN có rủi ro kinh doanh tương đương, hoạt động trong môi trường như nhau và chủ thể có thể vay nợ với cùng mức lãi suất.
- Doanh nghiệp chia 100% lợi nhuận cho các chủ sở hữu.
- Không có chi phí kiệt quệ tài chính do sử dụng nợ.
- Không có thuế nhưng sau đó giả định này cũng đã được loại bỏ.

Lý thuyết M&M ủng hộ phương pháp tiếp cận lợi nhuận hoạt động ròng, cũng cho rằng giá trị DN cũng như WACC độc lập với CCNV. Tuy nhiên, yếu tố nổi bật và góp phần gia tăng sức thuyết phục của lý thuyết này so với phương pháp tiếp cận lợi nhuận hoạt động ròng là cung cấp minh chứng, đưa ra lập luận mang tính hành vi và kỹ thuật nghiệp vụ, đó là kinh doanh chênh lệch giá.

Lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề: Mệnh đề I nói về giá trị công ty, mệnh đề II nói về chi phí sử dụng vốn của công ty. Các mệnh đề này lần lượt được xem xét trong hai trường hợp tương ứng với hai giả định là: Không có thuế thu nhập và có thuế thu nhập.

Trường hợp 1: Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

Lý thuyết M&M trong trường hợp này được đặt trong các điều kiện giả định như sau:

- Không có thuế thu nhập DN và không có 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 trên, nội dung của lý thuyết M&M được phát biểu thành 2 mệnh đề sau:

+ Mệnh đề I: Giá trị công ty

Nội dung: Trong điều kiện không có thuế, giá trị DN có vay nợ (V_L) bằng giá trị của DN không có vay nợ (V_U), nghĩa là $V_L = V_U$. Mệnh đề này có thể phát biểu theo cách khác: Trong một môi trường không có thuế, giá trị của DN có vay nợ và không vay nợ là như nhau. Bởi giá trị của DN được đo lường trên cơ sở dòng tiền được tạo ra từ tài sản chứ không tạo ra từ việc lấy vốn từ đâu. Vì vậy, CCNV không làm thay đổi giá trị DN, và chúng ta có thể kết luận rằng không tồn tại CCNV tối ưu.

Vì vậy, ban lãnh đạo DN không thể làm thay đổi giá trị DN bằng cách thay đổi CCNV, nói cách khác giá trị DN không đổi khi CCNV thay đổi.

+ Mệnh đề II: Chi phí sử dụng vốn

Nội dung: Tỷ suất sinh lời của cổ đông có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng nợ vay (đòn bẩy tài chính). Có nghĩa là khi DN sử dụng nợ vay, phần chênh lệch giữa tỷ suất sinh lời của tài sản với tỷ suất sinh lời của chủ nợ là phần bù cho rủi ro mà cổ đông phải gánh chịu khi DN sử dụng vay nợ.

Vì vậy, trong điều kiện không có thuế, chi phí sử dụng vốn trung bình không thay đổi bất kể CCNV thay đổi như thế nào. Do chi phí sử dụng vốn vay thấp hơn chi phí sử dụng vốn cổ phần, nên khi tăng tỷ trọng vay nợ, phần giảm chi phí sử dụng vốn trung bình nhờ vốn vay sẽ bù trừ phần tăng của chi phí sử dụng vốn cổ phần. Do đó, chi phí sử dụng vốn trung bình không thay đổi, giá trị DN không thay đổi.

Trường hợp 2: Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế nhưng không có chi phí phá sản

+ Mệnh đề 1: Giá trị DN

Nội dung: trong điều kiện có thuế thu nhập, giá trị DN trong trường hợp có vay nợ sẽ cao hơn giá trị DN không sử dụng vay nợ. Nói cách khác, giá trị DN có vay nợ (V_L) bằng giá trị DN không vay nợ (V_U) cộng với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế ($PV_{\text{tax shield}}$).

Lý giải cho lập luận này là do lãi vay được tính là một yếu tố chi phí hợp lý làm giảm trừ thu nhập chịu thuế. Vì vậy, DN nào sử dụng nợ vay sẽ phải nộp thuế ít hơn DN sử dụng hoàn toàn vốn cổ phần. Như vậy, yếu tố lãi vay đã mang lại khoản tiết kiệm thuế cho cổ đông, khiến cho dòng tiền sau thuế của DN có vay nợ cao hơn dòng tiền sau thuế của DN không sử dụng vay nợ.

Với lý do đó, nếu không xét đến rủi ro để tối đa hóa giá trị DN thì DN hãy vay nợ 100%.

Vì vậy, trong trường hợp này, mệnh đề I có ý nghĩa như sau: Khi DN sử dụng vay nợ trong điều kiện có thuế thì giá trị của DN dành cho nhà đầu tư sẽ tăng lên nhờ khoản tiết kiệm thuế do lãi vay.

+ Mệnh đề II: Chi phí sử dụng vốn

Nội dung: Trong trường hợp có thuế, tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng nợ vay. Tuy nhiên, tỷ lệ tăng tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông nhỏ hơn khoản chênh lệch giữa tỷ suất sinh lời của tài sản với tỷ suất sinh lời đòi hỏi của chủ nợ vì nợ vay đã mang lại khoản tiết kiệm thuế cho DN.

Lý thuyết M&M về CCNV được coi là lý thuyết hiện đại lý giải mối quan hệ giữa giá trị DN, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng vay nợ của DN. Hai ông đã nghiên cứu trong hai trường hợp có thuế và không có thuế.

Trong trường hợp không có thuế: Giá trị DN không thay đổi khi thay đổi CCNV và chi phí sử dụng vốn trung bình cũng không thay đổi trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng lên khi DN gia tăng hệ số nợ.

Trong trường hợp có thuế: Giá trị DN có vay nợ cao hơn giá trị DN không vay nợ nhờ vào khoản tiết kiệm thuế do lãi vay. Còn chi phí sử dụng vốn trung bình giảm trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần thường tăng lên khi DN gia tăng hệ số nợ.

Tuy nhiên, lý thuyết M&M chưa xem xét tác động của một số chi phí khác khiến cho lợi ích lá chắn thuế bị giảm dần và đi đến triệt tiêu khi DN tăng thêm hệ số nợ, chẳng hạn là tác động của chi phí do mất khách hàng, mất khoản thu nhập trong tương lai, mất nhà cung cấp, mất công nhân viên có trình độ...

*** Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu nguồn vốn**

Lý thuyết đánh đổi về CCNV được đưa ra bởi nhiều nhà nghiên cứu nhằm giải thích rằng các DN trong thực tế phải chấp nhận đánh đổi khi ra quyết định lựa chọn CCNV, không thể chỉ xem xét khoản giá trị lợi ích nhờ có khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay mà bỏ qua nguy cơ kiệt quệ tài chính do sử dụng nợ như giả định của lý thuyết M&M.

Theo lý thuyết đánh đổi về CCNV, các DN sử dụng nợ sẽ nhận được lợi ích tăng thêm nhờ khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay, nhưng cũng dẫn đến phát sinh chi phí đặc biệt là chi phí kiệt quệ tài chính, do đó các DN cần duy trì đồng thời hai nguồn tài trợ, bao gồm nợ và vốn chủ sở hữu sao cho cân bằng lợi ích nhờ khoản tiết kiệm thuế và chi phí phá sản để đạt giá trị DN cao nhất và từ đó lựa chọn được CCNV tối ưu.

Kiệt quệ tài chính xảy ra khi DN không đủ khả năng để thực hiện những lời hứa với chủ nợ hoặc có thể thực hiện nhưng rất khó khăn. Tình trạng kiệt quệ tài chính có thể chỉ xảy ra tạm thời, dẫn đến phát sinh một số rắc rối cho hoạt động kinh doanh của DN, các dự án khả thi bị trì hoãn hoặc thậm chí bị huỷ bỏ, năng suất lao động giảm sút, chủ nợ không tiếp tục cho vay, nhà cung cấp thắt chặt chính sách bán chịu,...nhưng cũng có thể dẫn đến phá sản và DN phải chi những khoản tiền lớn cho luật sư, toà án, kiểm toán viên, các nhà quản lý. Chi phí kiệt quệ tài chính phụ thuộc vào khả năng xảy ra những khó khăn tài chính và độ lớn các khoản chi phí phát sinh có liên quan. Như vậy, hầu hết các trường hợp của kiệt quệ tài chính do sử dụng nợ đều gây ra những tổn kém cho DN và đây là nhân tố làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Tóm lại, lý thuyết đánh đổi về CCNV có xem xét đến tình trạng kiệt quệ tài chính nhằm lựa chọn mức độ sử dụng nợ thích hợp hướng đến mục tiêu đạt được giá trị DN cao nhất, do đó có ý nghĩa thực tiễn cao hơn so với lý thuyết M&M. Lý thuyết đánh đổi đã cung cấp điều kiện ràng buộc giới hạn tối đa về mức độ sử dụng nợ trong CCNV của DN, đó chính là rủi ro kiệt quệ tài chính.

*** Lý thuyết trật tự phân hạng**

Trong thực tiễn đã chứng minh phần lớn những DN có khả năng sinh lời cao có nghĩa khả năng vay nợ cao. Các DN có tài sản hữu hình an toàn và nhiều lợi nhuận thì tỷ lệ nợ trong CCNV cao và ngược lại các DN không sinh lợi với các tài sản vô hình, rủi ro nên trông cậy chủ yếu vào tài trợ vốn cổ phần. Chính điều này đã giải thích được nhiều khác biệt về CCNV trong ngành nhưng không giải thích được tại sao các DN sinh lời cao trong ngành lại có CCNV nghiêng về vốn chủ sở hữu. Và việc ra đời lý thuyết trật tự phân hạng đã giải thích rõ hơn được điều này. Lý thuyết trật tự phân hạng hay còn gọi là lý thuyết thứ tự tăng vốn bắt đầu với thông tin bất cân xứng – một cụm từ để chỉ ra rằng các giám đốc biết nhiều về các tiềm năng, rủi ro và các giá trị của DN mình hơn là các nhà đầu tư từ bên ngoài. Thông tin bất cân xứng tác động đến lựa chọn giữa tài trợ từ nội bộ và tài trợ từ bên ngoài, giữa phát hành mới chứng khoán nợ và chứng khoán vốn. Điều này sẽ đưa đến một trật tự phân hạng, theo đó các dự án đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng vốn nội bộ, chủ yếu là lợi nhuận giữ lại để 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 DN đã sử dụng hết khả năng vay nợ, tức là khi xuất hiện mối đe dọa của chi phí kiệt quệ tài chính của DN làm cho chủ nợ hiện hữu cũng như giám đốc tài chính phải lo lắng.¹ Theo lý thuyết trật tự phân hạng, DN không có hệ số nợ tối ưu.

Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích tại sao các DN có khả năng sinh lời thấp hơn thường vay nợ nhiều hơn. Không phải vì họ có các tỷ lệ nợ mục tiêu cao hơn mà vì họ cần nhiều tài trợ từ bên ngoài hơn. Các DN có khả năng sinh lời ít hơn thì phát hành nợ vì họ không có các nguồn vốn nội bộ cho việc đầu tư vốn và vì tài trợ nợ đứng đầu trong một trật tự phân hạng của tài trợ từ bên ngoài.

Trong lý thuyết trật tự phân hạng, sự hấp dẫn của tấm chắn thuế lãi từ vay nợ được coi là có tác động hạng nhì, các tỷ lệ nợ thay đổi khi có bất cân đối của dòng tiền nội bộ và các cơ hội đầu tư thực sự. Các DN có khả năng sinh lời cao với cơ hội đầu tư hạn chế sẽ cố gắng đạt tỷ lệ nợ thấp. Các DN có cơ hội đầu tư lớn hơn các nguồn vốn phát sinh nội bộ buộc phải vay nợ nhiều hơn.

¹ Donaldson, 1961; Myers & Majluf, 1984.

Rõ ràng lý thuyết trật tự phân hạng không đúng hết với mọi DN. Có nhiều trường hợp cổ phần thường vẫn được phát hành bởi các doanh nghiệp đi vay dễ dàng. Nhưng lý thuyết này đã giải thích được tại sao hầu hết tài trợ bên ngoài là nợ vay và tại sao các thay đổi trong các tỷ lệ nợ thường theo sau các nhu cầu tài trợ bên ngoài.

Lý thuyết trật tự phân hạng có 2 đóng góp lớn: (1) đưa ra một trật tự ưu tiên các nguồn tài trợ để giải thích cách thức huy động vốn của DN trong những tình huống cụ thể; (2) đưa ra gợi ý cho DN khi xây dựng hệ số nợ mục tiêu. Hệ số nợ mục tiêu được xây dựng trong điều kiện động và được xem xét trong mối quan hệ chặt chẽ với các quyết định tài chính của DN (quyết định đầu tư, quyết định phân phối lợi nhuận và quyết định tài trợ hiện tại). Lý thuyết có những hạn chế như: không đúng với tất cả các DN bởi thực tế có nhiều DN vẫn phát hành cổ phiếu trong khi có thể đi vay một cách dễ dàng; chưa thể hiện được tác động của các nhân tố như thuế, vấn đề đại diện xảy ra khi DN có quá nhiều nguồn lực tài chính nhàn rỗi²

*** Lý thuyết thời điểm thị trường**

Lý thuyết thời điểm thị trường được phát triển bởi **Graham và Harvey (2001)**. Hầu hết những nhà quản lý cho rằng ***“số tiền chênh lệch có được do cổ phiếu bị định giá cao hơn hoặc thấp hơn so với giá trị”*** là yếu tố quan trọng để ra quyết định huy động vốn. Có hai kịch bản chọn thời điểm thị trường phù hợp để DN phát hành cổ phiếu dẫn tới sự điều chỉnh CCNV. Kịch bản thứ nhất, các tác nhân trong nền kinh tế đều hành động theo lý. Các DN tin tưởng rằng việc phát hành cổ phiếu ngay lập tức sau khi có thông tin hỗ trợ tích cực được công bố sẽ làm giảm vấn đề bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và cổ đông, đồng thời làm tăng giá cổ phiếu. Do đó, DN sẽ tạo cơ hội riêng cho mình để phát hành cổ phiếu. Kịch bản thứ hai, các tác nhân trong nền kinh tế hành xử vô lý. DN phát hành cổ phiếu khi họ tin tưởng chi phí của việc phát hành là thấp và mua lại khi chi phí phát hành cao. Ở kịch bản thứ hai không yêu cầu thị trường hiệu quả, cũng không đòi hỏi nhận định của nhà quản lý đúng. Giả định này đơn giản để nhà quản lý tin tưởng rằng họ có thể **chọn thời điểm thị trường phù hợp**. Nghiên cứu của Graham & Harvey (2001) hỗ trợ giả định trong lý thuyết khi cho rằng nhà quản lý có thể nhận biết để chọn thời điểm phát hành cổ phiếu, tuy nhiên

² Smart và cộng sự, 2007

không phải ngay lập tức phân biệt được sự giảm giá với sự điều chỉnh thông tin bất cân xứng trên thị trường.

Để khắc phục giả thiết thiếu thực tế là thị trường hoàn hảo trong các lý thuyết về CCNV trước đây, lý thuyết thời điểm thị trường tiếp cận từ góc độ mới, xem xét CCNV trong điều kiện thị trường không hoàn hảo. Lý thuyết thời điểm thị trường giúp nhà quản trị DN xác định thời điểm đúng của thị trường để đưa ra quyết định phát hành hay mua lại cổ phần. Thuyết tập trung nghiên cứu mối tương quan giữa thời điểm thị trường với CCNV của DN và mức độ kéo dài trong bao lâu. Mặc dù có nhiều quan điểm, ý kiến trái chiều của các nhà kinh tế học xung quanh vấn đề tác động kéo dài của thời điểm đến CCNV của DN, song thuyết thời điểm thị trường đã đề cập và giải thích được thực tế các DN thường phát hành cổ phiếu thay vì phát hành nợ khi giá thị trường của cổ phiếu tăng, cao hơn giá trị sổ sách và ngược lại. Trong thuyết này không có CCNV tối ưu, đơn giản giả thuyết cho rằng các nhà quản lý tin rằng có thể điều chỉnh được thị trường. Các quyết định điều chỉnh thị trường trở thành kết quả là CCNV tối ưu theo thời gian, hay CCNV hiện tại là kết quả tích lũy của những nỗ lực trong quá khứ để xác định thời điểm thị trường.

Tóm lại, qua nghiên cứu về các lý thuyết CCNV có thể thấy rằng:

Thứ nhất, điểm mấu chốt trong lựa chọn CCNV của DN là hệ số nợ. Việc hoạch định CCNV được dựa trên nền tảng nguyên lý đánh đổi rủi ro và lợi nhuận: Sử dụng nhiều nợ hơn làm gia tăng rủi ro của DN trong việc tìm kiếm lợi nhuận, nhưng với hệ số nợ cao nói chung đưa đến tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao. Vậy, CCNV tối ưu là CCNV làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, qua đó tối đa hóa được giá trị của DN hay giá cổ phiếu của DN.

Thứ hai, nhà quản trị tài chính DN có thể thiết lập một CCNV tối ưu dựa trên cơ sở định tính và định lượng những nhân tố tác động đến CCNV của DN. Thiết lập CCNV tối ưu là một nội dung quan trọng trong chính sách huy động vốn của một DN.

2.2.1.4. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

*** Các nhân tố khách quan**

- Tốc độ tăng trưởng ngành kinh tế

Tốc độ tăng trưởng kinh tế là một thước đo cơ hội phát triển của các DN. Đặc biệt là tốc độ tăng trưởng ngành có ảnh hưởng rất lớn đến cơ hội phát triển của các DN trong tương lai. DN hoạt động trong những ngành có tốc độ tăng trưởng cao sẽ có nhiều cơ hội đầu tư, hệ số nợ tăng theo thời gian. Theo thuyết trật tự phân hạng của Myers (1984), tốc độ tăng trưởng kinh tế có quan hệ tỷ lệ thuận với hệ số nợ của doanh nghiệp.

- Lãi suất trên thị trường

Lãi suất trên thị trường ảnh hưởng trực tiếp tới chi phí sử dụng nợ của DN, từ đó tác động đến CCNV của DN. Lãi suất trên thị trường có xu hướng giảm, các DN có thể tăng vay nợ để đầu tư và ngược lại. Lãi suất trên thị trường có tỷ lệ nghịch với hệ số nợ của DN.

- Chính sách thuế của nhà nước

Chính sách thuế của nhà nước tác động trực tiếp đến chi phí và thu nhập của doanh nghiệp. Chính sách thuế có sự khác nhau giữa các vùng lãnh thổ, giữa các ngành kinh tế, các DN cụ thể. Dựa trên lý thuyết về CCNV tối ưu (quan điểm truyền thống), khi thuế thu nhập DN có xu hướng gia tăng thì các DN sẽ gia tăng sử dụng nợ để hưởng khoản tiết kiệm thuế thu nhập DN miễn là DN có khả năng chi trả nợ vay và ngược lại. Đối với thuế thu nhập cá nhân, khi thuế suất thuế thu nhập cá nhân có xu hướng gia tăng nhiều DN sẽ giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư bởi vì nếu chi trả cổ tức, các cổ đông sẽ phải chịu khoản thuế thu nhập cá nhân cao hơn tính trên phần cổ tức mà họ được chia. Do đó, chính sách thuế có ảnh hưởng trực tiếp tới quyết định lợi nhuận giữ lại tái đầu tư, và do đó tác động đến quyết định vay nợ của doanh nghiệp.

- Chính sách tỷ giá hối đoái của nhà nước

Tỷ giá hối đoái là một trong các yếu tố quan trọng tác động đến CCNV, nhất là các DN có hoạt động xuất nhập khẩu. Một mặt, tỷ giá hối đoái ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sử dụng vốn khi DN huy động vốn bằng ngoại tệ. Mặt khác, khi tỷ giá hối đoái tăng, cũng tác động đến việc nhập khẩu nguyên liệu, xuất khẩu sản phẩm của DN. Do đó, nhà nước điều hành chính sách tỷ giá ổn định sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các DN kinh doanh, ổn định thu nhập cũng như huy động vốn nợ, đặc biệt khi huy động vốn bằng ngoại tệ. Do đó, DN có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn là phát hành cổ phiếu khi tỷ giá hối đoái ổn định.

- Luật phá sản

Luật phá sản không chỉ có những tác động quan trọng đến chi phí phá sản mà còn tác động đến quá trình tái cấu trúc DN khi DN rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính, có nguy cơ phá sản cao. Luật phá sản được xem là một nội dung có liên quan khá chặt chẽ trong các hợp đồng tín dụng. Luật pháp của các quốc gia có sự khác biệt về những quy định đến việc tái thương lượng quyền lợi hoặc quyền kiểm soát của nhà quản lý trong quá trình phá sản. Franks và Torous (1993) so sánh những quy định của Anh và Mỹ trong pháp luật phá sản và cho rằng luật phá sản của Mỹ có xu hướng khuyến khích sự tồn tại liên tục của các công ty khi cung cấp cho nhà quản lý nhiều động cơ hơn. Trái lại, pháp luật phá sản của Anh có xu hướng bảo vệ quyền lợi của các chủ nợ, điều này dễ dẫn đến việc phá sản khi chưa thực sự bị phá sản. Do đó, để giảm nguy cơ phá sản các DN ở Anh có xu hướng sử dụng ít nợ hơn so với các DN ở Mỹ. Như vậy, luật phá sản có tác động tích cực hay tiêu cực đến hệ số nợ còn tùy thuộc vào luật định của từng quốc gia.

- Đặc điểm ngành nghề kinh doanh

Đặc điểm ngành nghề kinh doanh là một trong những yếu tố mà nhà quản trị cần chú ý cân nhắc khi quyết định CCNV của DN. Một số yếu tố thường các nhà quản trị cũng như các nhà nghiên cứu quan tâm có thể được kể đến như: khả năng cạnh tranh, tính năng động của ngành nghề kinh doanh. Sự hỗ trợ, bảo trợ của Chính phủ đối với từng ngành nghề kinh doanh cụ thể cũng ảnh hưởng tới CCNV của DN. Thông qua các chính sách trợ cấp của Nhà nước ở các khía cạnh đào tạo nguồn nhân lực, trợ cấp vay vốn ưu đãi, trợ cấp thuế... sẽ tác động tới hoạt động huy động vốn, từ đó làm thay đổi CCNV của DN.

- Đặc điểm và sự phát triển của thị trường tài chính

Thị trường tài chính cung cấp vốn cho các DN. Cấu thành thị trường tài chính gồm thị trường tiền tệ (hệ thống NH)- cung cấp nguồn vốn ngắn hạn và thị trường vốn (thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu)- cung cấp nguồn vốn dài hạn. Do đó, CCNV của DN trước hết chịu ảnh hưởng của cấu trúc thị trường tài chính. Đồng thời, sự phát triển của thị trường tài chính cũng chi phối đến CCNV của DN. Thị trường tài chính phát triển giúp cho các DN huy động được các nguồn vốn đa dạng phù hợp với nhu cầu của DN, đồng thời cũng giúp các DN hạ thấp chi phí sử dụng vốn. Thị trường

tài chính càng phát triển và hiệu quả khi: (i) giá chứng khoán phản ánh đúng giá trị công ty; (ii) mức độ minh bạch hoá thông tin cao; (iii) chi phí giao dịch thấp.

*** Các nhân tố chủ quan**

- Quy mô doanh nghiệp

Theo lý thuyết đánh đổi, DN có quy mô lớn thường có khả năng đa dạng hóa tốt, nhờ vậy có thể giúp họ giảm rủi ro nguy cơ phá sản nên thường có hệ số nợ cao. Tuy nhiên, theo lý thuyết bất cân xứng thông tin, DN có quy mô lớn có thông tin minh bạch, vấn đề bất cân xứng thông tin được giảm thiểu nên có thể phát hành cổ phiếu nhiều hơn thay vì vay nợ nhiều. Như vậy, có thể thấy, quy mô DN là nhân tố có tác động đa chiều tới CCNV của DN.

- Cơ cấu tài sản

Các lý thuyết đều có sự đồng nhất khi cho rằng DN nào có nhiều tài sản cố định hữu hình thì sử dụng nhiều nợ. Một là do chủ nợ thường yêu cầu tài sản thấp chấp bảo đảm cho các khoản vay. Hai là do DN có nhiều TSCĐ cho thấy năng lực sản xuất tốt, chi phí phá sản kỳ vọng thấp. Ngoài ra, DN huy động vốn để tài trợ cho các tài sản cũng cần đảm bảo tính tương thích về mặt thời gian. DN nào có tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản lớn thường sử dụng nhiều nguồn vốn dài hạn hơn.

- Tốc độ tăng trưởng

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, DN có tốc độ tăng trưởng cao có nhu cầu đầu tư lớn. Giả định chính sách phân phối lợi nhuận của DN không đổi thì tốc độ tăng trưởng tác động tích cực hoặc tiêu cực đến CCNV tùy thuộc vào kết quả kinh doanh. Theo lý thuyết đánh đổi, DN có tốc độ tăng trưởng cao có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức độ cao nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho tăng trưởng, đồng thời khuếch đại tỷ suất lợi nhuận VCSH. Như vậy, tốc độ tăng trưởng của DN có thể ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực đến hệ số nợ mục tiêu và cần được xét trong các điều kiện cụ thể của DN.

- Khả năng sinh lời

Các lý thuyết về CCNV đã giải thích khác nhau về tác động của khả năng sinh lời đến CCNV. Lý thuyết đánh đổi đã chứng minh được rằng khả năng sinh lời có quan hệ cùng chiều với đòn bẩy tài chính của DN. Khi lợi nhuận thấp sẽ tăng nguy cơ rủi ro phá sản, do vậy buộc các DN phải điều chỉnh giảm mức đòn bẩy tài chính, Bên cạnh đó, các

DN làm ăn tốt thường vay nợ nhiều hơn vì điều đó sẽ giúp DN tận dụng được tấm chắn thuế của nợ vay nhằm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhờ vai trò của nợ vay (Jensen, 1986; Frank và Goyal, 2003; Wu và Yue, 2009).

Tuy nhiên, theo lý thuyết trật tự phân hạng, thứ tự ưu tiên khi lựa chọn nguồn tài trợ vốn của DN là do mức độ bất cân xứng thông tin. Trong điều kiện đó, việc huy động thêm vốn chủ sở hữu thông qua phát hành cổ phiếu sẽ là kênh huy động vốn cuối cùng vì mức độ bất cân xứng thông tin giữa nhà đầu tư cổ phiếu và DN là lớn nhất, tiếp đến là phát hành trái phiếu và lợi nhuận để lại được ưu tiên lựa chọn hàng đầu. Chính vì lý do này, khả năng sinh lời là yếu tố quan trọng xác định CCNV vì nó quyết định đến khả năng tích lũy lợi nhuận của DN. Nhu cầu vay nợ sẽ chỉ tăng lên dần khi nhu cầu đầu tư vượt quá lợi nhuận giữ lại.

- Khả năng thanh khoản

Khả năng thanh khoản cho biết mức tích lũy tiền mặt và các tài sản thanh khoản cao nhằm đảm bảo khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có khả năng thanh khoản tốt nghĩa là có nguồn lực tài trợ nội bộ dồi dào, do vậy sẽ không cần sử dụng nhiều nợ vay.

- Sở hữu Nhà nước

Rất nhiều trong số các DNNY hiện nay là các DNNN cổ phần hóa và vẫn thuộc quyền kiểm soát của Nhà nước, các DN có những thuận lợi nhất định khi tiếp cận các nguồn vốn vay do: (i) các ngân hàng thường ưu tiên khi cho vay đối với các DNNN vì họ cho rằng các khoản vay được Nhà nước đảm bảo trả nợ và (ii) so với các DN khác, DNNN có quan hệ thân thiết hơn với các ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng quốc doanh. Do đó yếu tố SHNN được coi là một nhân tố có tác động thuận chiều với mức độ sử dụng nợ của các DN.

- Yếu tố năng lực, sự mạo hiểm của nhà quản trị

Năng lực và tính cách của nhà quản trị là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến CCNV của DN. Nhà lãnh đạo có năng lực quản trị tốt sẽ xây dựng được CCNV hợp lý, phù hợp với đặc điểm sản xuất kinh doanh của DN trong từng giai đoạn phát triển. Nhà quản trị ưa mạo hiểm và chấp nhận rủi ro thường sử dụng nhiều nợ vay hơn. Ngược lại, những nhà quản trị e ngại rủi ro thường sử dụng vốn chủ nhiều hơn. Yếu tố

năng lực, sự mạo hiểm của nhà quản trị trên thực tế rất khó xác định và lượng hoá. Nó là kết quả tổng hợp của các biện pháp và hành động cụ thể nhằm gia tăng hiệu quả kinh doanh cho DN.

2.2.1.5. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hoạt động SXKD của doanh nghiệp

Việc huy động và sử dụng vốn kinh doanh, trong đó bao gồm việc xác định CCNV là tiền đề thiết yếu để tiến hành hoạt động của DN. CCNV của DN quyết định đến quy mô cũng như tỷ trọng của các loại nguồn vốn được DN sử dụng, từ đó ảnh hưởng đến các khía cạnh sau: (i) CCNV ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn bình quân của DN; (ii) CCNV ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của DN; (iii) CCNV ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời vốn CSH.

*** Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp**

Theo phương pháp dòng tiền chiết khấu, giá trị DN là giá trị hiện tại của dòng tiền DN tạo ra trong tương lai với tỷ lệ chiết khấu là chi phí sử dụng vốn bình quân ($WACC^3$). Tại mức WACC càng thấp thì giá trị DN càng cao. Do đó, hiểu rõ cơ chế tác động của CCNV đến WACC là một nội dung rất quan trọng khi nghiên cứu về CCNV. Tổng hợp một số lý thuyết về CCNV có liên quan đến WACC để có cái nhìn tổng quan về vấn đề này.

M&M (1958) cho rằng, giả sử trong điều kiện thị trường hoàn hảo và không có thuế, CCNV không tác động đến WACC. Nói cách khác WACC của DN không đổi ở các mức nợ vay khác nhau.

M&M (1963) cho rằng, giả sử trong điều kiện thị trường hoàn hảo, có xét đến yếu tố thuế TNDN và không xem xét đến chi phí phá sản thì WACC giảm khi DN tăng nợ vay. Do đó, DN có thể giảm WACC bằng cách vay nợ nhiều nhất có thể. CCNV tối ưu có hệ số nợ là 0.9999. Trên thực tế, trong điều kiện thị trường không hoàn hảo với sự tồn tại của các yếu tố như: chi phí phá sản, chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng. Sự tác động của CCNV đến WACC trở nên phức tạp.

Xét đến chi phí phá sản, WACC có dạng hình chữ U khi DN tăng nợ vay. Ban đầu, khi DN tăng hệ số nợ, WACC có xu hướng giảm do hiệu ứng của tấm chắn thuế

³ WACC- Weighted Average Cost of Capital: Chi phí sử dụng vốn bình quân:

từ nợ vay cao hơn hiệu ứng gia tăng WACC do chi phí phá sản. Đến một ngưỡng nào đó mà khi vượt qua đó, nếu DN tăng hệ số nợ thì WACC có xu hướng giảm bởi phần lợi thuế bị triệt tiêu hết bởi rủi ro tài chính tăng thêm.

Xét đến chi phí đại diện, các nghiên cứu không chỉ rõ sự tác động của CCNV đến WACC và chỉ đưa ra quan điểm DN nên vay nợ đến 1 giới hạn nhất định. CCNV liên quan trực tiếp đến CSH và chủ nợ, giả sử không có sự mâu thuẫn giữa CSH và nhà quản lý. Mục tiêu của nhà quản lý đó là tối đa hoá giá trị tài sản của CSH dựa trên chi phí của chủ nợ. Khi đó, chủ nợ có thể không nhận được phần lợi nhuận tương ứng với phần rủi ro họ phải gánh chịu. Để đảm bảo lợi ích của mình, chủ nợ có thể đưa ra những điều khoản hạn chế quyền tự do hành động của các nhà quản lý. Những điều khoản này có thể là: giới hạn số nợ mà công ty có thể huy động thêm, thiết lập hệ số nợ mục tiêu, thiết lập hệ số khả năng thanh toán hiện thời, giới hạn phần chi trả cổ tức quá mức, giới hạn việc bán những tài sản quan trọng hoặc những kiểu hoạt động tương tự mà DN có thể thực hiện. Khi đó, DN thường giới hạn mức độ nợ vay để giảm sự giới hạn của các chủ nợ, đồng thời đảm bảo quyền tự do điều hành cho CSH.

Xét đến thông tin bất cân xứng, các nhà nghiên cứu không quá quan tâm đến CCNV tối ưu hay tác động của nó đến WACC. Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng, DN chỉ đơn giản huy động vốn theo một trật tự cho phép họ sử dụng nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn thấp hơn một cách hiệu quả nhất. DN muốn giảm thiểu chi phí phát hành, thời gian và chi phí liên quan việc thuyết phục nhà đầu tư, ... Do đó sẽ huy động vốn theo một trật tự như sau: lợi nhuận để lại, nợ vay và phát hành cổ phần thưởng. Sự tồn tại của thông tin bất cân xứng và những thông tin trao đổi được thể hiện qua hành động của nhà quản lý. Tương tự, lý thuyết định thời điểm thị trường cho rằng việc lựa chọn các nguồn vốn theo thời điểm thị trường nhằm giảm tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu hơn là xem xét lựa chọn các nguồn có chi phí sử dụng vốn thấp. Do đó, tác động của CCNV đến WACC là không rõ nét.

Mặc dù các lý thuyết chưa có sự nhất quán về sự tác động của CCNV đến WACC. Các nghiên cứu đã đề cập đến WACC là chỉ tiêu bình quân có trọng số của chi phí sử dụng VCSH và chi phí sử dụng nợ vay và được xác định theo công thức sau:

$$WACC = \frac{Dxr_d x(1-t\%)}{D+E} r_d + \frac{E}{D+E} x r_e$$

Trong đó: D (Debt) là nợ vay; E (Equity) là VCSH; t là thuế suất thuế TNDN; r_d là chi phí sử dụng nợ vay; r_e là chi phí sử dụng VCSH.

Do đó, khi CCNV thay đổi thì WACC cũng thay đổi. Nói cách khác CCNV của DN có tác động đến WACC. Đối với các nhà quản trị tin tưởng rằng DN có tồn tại một CCNV tối ưu thì mục tiêu của họ là phải tìm ra CCNV tối ưu đó. Tại CCNV tối ưu thì WACC thấp nhất, khi đó giá trị DN đạt được là cao nhất.

Do đó, lựa chọn kết hợp VCSH và nợ vay như thế nào để WACC là thấp nhất?

Trong hai nguồn vốn cơ bản của DN thì nợ vay có chi phí sử dụng vốn thấp hơn VCSH. Do đó, trả lời câu hỏi về lựa chọn CCNV giúp tối thiểu hoá WACC chính là việc DN nên gia tăng nợ vay để thay thế nguồn vốn có chi phí cao bằng nguồn vốn có chi phí thấp hơn nhằm giảm WACC. Điều này có thể được giải thích như sau:

Xét từ góc độ nhà đầu tư khi cho DN sử dụng vốn thì CSH có rủi ro cao hơn so với chủ nợ do sự không chắc chắn về mức thu nhập nhận được cũng như việc hoàn trả vốn gốc. Chủ nợ nhận được lãi vay cố định và bắt buộc trong khi CSH nhận được mức cổ tức tùy thuộc vào kết quả kinh doanh và chính sách cổ tức của DN. Chủ nợ cũng được ưu tiên thanh toán lãi vay trước cổ tức trả cho CSH. Trong trường hợp DN phá sản bị phát mãi tài sản, chủ nợ cũng sẽ nhận được phần vốn của họ trước CSH. Đó là 3 lý do cơ bản lý giải cho việc CSH đòi hỏi mức sinh lời cao hơn chủ nợ để bù đắp rủi ro gặp phải. Xét từ góc độ DN, sử dụng nợ vay cũng rẻ hơn VCSH nhờ được hưởng lợi từ tấm chắn thuế của lãi vay giúp giảm thuế TNDN.

Tuy nhiên, khi DN càng tăng nợ vay trong CCNV cũng sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn của từng nguồn vốn riêng biệt, từ đó làm tăng WACC. Điều này có thể được giải thích như sau:

Đối với chủ nợ khả năng nhận được phần thu nhập giảm do nguy cơ mất khả năng thanh toán lãi vay của DN tăng. Đối với CSH, sự gia tăng về mức biến động cổ tức cũng tăng lên do phải trả mức tiền lãi cố định cao hơn. Nếu DN có một năm làm ăn khó khăn, việc tăng lãi vay ảnh hưởng đến khả năng trả cổ tức cho CSH. Do đó, chủ nợ và CSH đều đòi hỏi mức sinh lời cao hơn. Xét từ góc độ DN khi tăng nợ vay,

gánh nặng lãi vay làm tăng khả năng vỡ nợ, nguy cơ DN bị phá sản cao hơn. Khi đó, nếu chủ nợ và CSH xem xét đến khả năng bị phá sản, họ sẽ cần sự bù đắp cho phần rủi ro tăng thêm đó. Bên cạnh đó, khi DN tăng nợ vay, chi phí lãi vay cao trong khi kết quả kinh doanh thấp có thể làm triệt tiêu hết phần lợi thuế từ lãi vay do thu nhập chịu thuế âm. Tại điểm thu nhập chịu thuế bằng 0, một sự trả lãi tăng thêm sẽ không nhận thêm được sự giảm bớt thuế. Đây là điểm DN bắt đầu bị kiệt quệ thuế, chi phí sử dụng nợ vay sau thuế tăng lên bằng chi phí sử dụng nợ vay trước thuế.

Tóm lại, khi xác định CCNV để WACC thấp nhất, nhà quản trị cần phải lưu ý những vấn đề sau:

Thứ nhất, việc tăng thêm nợ vay sẽ thay thế nguồn VCSH có chi phí sử dụng vốn cao hơn bằng nguồn vốn vay có chi phí sử dụng vốn thấp hơn. Điều này tác động làm giảm WACC của DN.

Thứ hai, tăng thêm nợ vay sẽ làm tăng rủi ro cho CSH và chủ nợ, tăng rủi ro tài chính cho DN. Điều này tác động làm tăng WACC của DN.

Thứ ba, sự giảm bớt WACC do thay thế nguồn vốn có chi phí thấp hơn hay sự gia tăng WACC do rủi ro tài chính có hiệu ứng tốt hơn?

Kết quả quan trọng khi nghiên cứu về tác động của CCNV đến WACC như sau: có 2 yếu tố tác động đến WACC là CCNV và chi phí sử dụng vốn của từng nguồn riêng biệt. Trong đó, CCNV vừa tác động trực tiếp vừa tác động gián tiếp đến WACC; vừa cùng chiều vừa ngược chiều nên việc lượng hoá được mức độ tác động là hết sức khó khăn. Song, vấn đề cần lưu ý khi nghiên cứu nội dung này chính là quan điểm của nhà quản trị về CCNV tối ưu của DN. Nếu nhà quản trị cho rằng DN không tồn tại một CCNV tối ưu thì việc nghiên cứu tác động của CCNV đến WACC ít có ý nghĩa. Khi đó CCNV chỉ là kết quả của việc lựa chọn các nguồn vốn. Căn cứ nhà quản trị lựa chọn nguồn vốn huy động đó là giảm tính bất cân xứng thông tin, giảm chi phí đại diện, giảm chi phí sử dụng vốn từ đó tăng giá trị DN hay giá cổ phiếu trên thị trường. Ngược lại, nếu nhà quản trị tin tưởng DN có tồn tại một CCNV tối ưu thì việc nghiên cứu, lượng hoá tác động của CCNV đến WACC là hết sức quan trọng. Một mặt, điều này giúp DN có căn cứ xây dựng CCNV tối ưu sao cho tối thiểu hoá WACC để tối đa

hoá giá trị DN. Mặt khác, khi xác định được CCNV tối ưu thì đó sẽ là căn cứ để DN huy động vốn, lựa chọn dự án đầu tư, xác định hiệu quả kinh doanh và định giá DN.

Như vậy, CCNV vừa là kết quả của việc DN lựa chọn các nguồn vốn, đồng thời CCNV cũng có thể là căn cứ để nhà quản trị lựa chọn các nguồn vốn huy động. CCNV được xem là tối ưu khi tại đó WACC là thấp nhất hoặc giá trị DN là cao nhất. CCNV được xem là hợp lý khi không tác động làm giảm giá trị DN, làm giảm giá cổ phiếu của DN trên thị trường.

*** Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp**

Các nghiên cứu từ trước đến nay đều chỉ ra rằng CCNV có liên quan chặt chẽ đến rủi ro của cả chủ nợ và CSH trong DN. Nếu như bỏ qua lợi ích cá nhân, các nhà quản lý DN nghiên cứu CCNV sẽ quan tâm đến rủi ro của các CSH nhiều hơn là rủi ro của các chủ nợ. Hay nói cách khác, các nhà quản lý sẽ quan tâm đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Rủi ro tài chính là sự dao động hay biến thiên của ROE hoặc EPS và làm tăng thêm nguy cơ mất khả năng thanh toán khi DN sử dụng vốn vay và các nguồn tài trợ khác có chi phí cố định tài chính⁴.

Việc sử dụng vốn vay tạo ra khả năng cho DN tăng được tỷ suất lợi nhuận vốn CSH nhưng cũng làm cho tỷ suất lợi nhuận vốn CSH có thể có mức dao động lớn hơn, có thể làm giảm sút nhanh hơn tỷ suất lợi nhuận vốn CSH.

Mặt khác DN sử dụng vốn vay làm nảy sinh nghĩa vụ tài chính phải thanh toán lãi vay cho các chủ nợ bất kể DN đạt được lợi nhuận trước lãi vay và thuế là bao nhiêu, đồng thời DN phải có nghĩa vụ hoàn trả vốn gốc cho các chủ nợ đúng hạn. Như vậy, việc sử dụng vốn vay đã tiềm ẩn những rủi ro tài chính mà DN có thể gặp phải trong quá trình kinh doanh.

Rủi ro tài chính của DN khi sử dụng nợ vay được xem xét trên ba khía cạnh:

(1) CCNV tác động làm tỷ suất lợi nhuận vốn CSH (ROE) dao động lớn hơn:

CCNV tác động khuếch đại sự biến thiên của ROE (hoặc EPS). DN sử dụng càng nhiều nợ vay, lãi vay là một khoản chi phí tài chính cố định có nghĩa DN đã dùng

⁴ Bùi Văn Vân & Vũ Văn Ninh, 2015.

đòn bẩy tài chính. Điều này tác động làm tăng rủi ro tài chính. DN sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao rủi ro tài chính càng lớn. ROE (hoặc EPS) càng nhạy cảm trước sự thay đổi của EBIT. Chỉ tiêu mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL) thường được sử dụng để lượng hoá sự tác động này.

DFL được xác định theo công thức sau:

$$DFL = \frac{Q \times (P - v) - F}{Q \times (P - v) - F - I} = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Trong đó: Q là sản lượng; P là giá bán đơn vị sản phẩm; v là chi phí biến đổi đơn vị sản phẩm; F là chi phí cố định kinh doanh; I là chi phí lãi vay.

DFL cho biết khi EBIT của DN thay đổi 1% thì ROE (hoặc EPS) thay đổi DFL %. Các DN khác nhau có DFL khác nhau và cùng một DN ở các mức EBIT khác nhau DFL cũng có thể khác nhau.

Do đó, việc sử dụng đòn bẩy tài chính khiến ROE dao động rất lớn, nếu lợi thì lợi rất nhiều nhưng nếu hại thì cũng rất hại. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính là một trong các thước đo đánh giá mức độ rủi ro tài chính của DN. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính càng lớn thì rủi ro tài chính càng cao và ngược lại.

(2) CCNV tác động đến sự cân bằng tài chính của DN

Sự cân bằng tài chính của DN thể hiện thông qua mô hình tài trợ. DN có thể tài trợ vốn theo một trong 3 mô hình:

- Mô hình thứ nhất là TSNH được tài trợ bởi nguồn vốn ngắn hạn và TSDH được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn. Mô hình này thể hiện sự cân đối và đảm bảo về tài chính cho doanh nghiệp.

- Mô hình thứ hai là dùng nguồn vốn dài hạn tài trợ một phần TSNH. Mô hình này đảm bảo cân bằng tài chính, đảm bảo về khả năng thanh toán nhưng chi phí sử dụng vốn lại cao hơn vì nguồn vốn dài hạn có chi phí sử dụng vốn cao hơn nguồn ngắn hạn. Khi đó, chi phí tăng, lợi nhuận sẽ giảm làm ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, khiến rủi ro tài chính của DN cao hơn.

- Mô hình thứ ba là dùng nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho một phần TSCĐ và đầu tư tài chính dài hạn. Mô hình này có rủi ro rất cao vì TSCĐ chưa khấu hao xong hoặc khoản đầu tư dài hạn chưa tạo ra được lợi nhuận thì đã đến hạn trả các khoản nợ. Khi đó DN phải kéo dài thời gian trả nợ, hoãn trả nợ hoặc phải vay nợ mới để trả nợ cũ. Việc này dẫn đến tình trạng DN phụ thuộc vào người cho vay, dẫn đến tình trạng

DN mất khả năng thanh toán nợ đến hạn, đẩy DN tới bờ vực phá sản. Điều này đặc biệt đúng với các DN có tốc độ luân chuyển vốn chậm.

Căn cứ vào nguồn vốn lưu động thường xuyên để DN xác định mô hình nào, mỗi mô hình tài trợ sẽ đưa tới những rủi ro khác nhau với những mức độ khác nhau.

Vốn lưu động thường xuyên của DN (NWC – Net Working Capital) tại một thời điểm được xác định theo công thức:

$$NWC = \text{Nguồn vốn dài hạn} - \text{TSDH} \quad (1.1)$$

Trong đó:

$$\text{Tổng nguồn vốn thường xuyên của DN} = \text{Vay dài hạn} + \text{VCSH}$$

$$\text{Hoặc } NWC = \text{TSNH} - \text{Nợ ngắn hạn} \quad (1.2)$$

Cách xác định theo (1.1) thể hiện cân bằng giữa nguồn vốn thường xuyên ổn định với những tài sản có thời gian sử dụng dài hạn. Chỉ tiêu này phản ánh nguồn vốn tài trợ TSCĐ, tác động lên cân bằng tài chính tổng thể.

Cách xác định theo (1.2) thể hiện rõ cách thức sử dụng VLĐ. VLĐ phân bổ vào các khoản phải thu, hàng tồn kho hay các khoản có tính thanh khoản cao. Nó nhấn mạnh đến tính linh hoạt trong việc sử dụng vốn ở DN.

Ta thấy, NWC phụ thuộc vào CCNV của DN. Nó tạo ra mức độ an toàn cho DN trong kinh doanh. Có các trường hợp cơ bản sau:

Trường hợp thứ nhất: $NWC = 0$

DN lựa chọn mô hình này hạn chế rủi ro trong thanh toán nhưng vô tình làm mất tính linh hoạt trong việc tổ chức sử dụng vốn, thường vốn nào cho nguồn ấy, tính chắc chắn được đảm bảo hơn, song cũng kém linh hoạt hơn.

Trường hợp 2: $NWC > 0$

Áp dụng mô hình này, DN phải sử dụng nhiều vay dài hạn và VCSH hơn, điều này làm tăng chi phí sử dụng vốn của DN, nhưng bù lại làm tăng khả năng thanh toán và tăng độ an toàn tài chính cho DN.

Trường hợp 3: $NWC < 0$

DN áp dụng mô hình này chi phí sử dụng vốn giảm nhưng rủi ro thanh khoản cao hơn do DN sử dụng cả một phần nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho TSDH.

Nếu NWC dương và tăng qua nhiều kỳ, chứng tỏ rủi ro tài chính thấp, tình trạng tài chính cân bằng, ổn định. Nhưng nếu NWC dương và tăng liên tục do thanh lý, nhượng bán TSCĐ làm giảm quy mô TSCĐ, cũng chưa thể kết luận về tính an toàn và khả năng thanh toán của DN.

Nếu NWC ổn định qua các năm, chứng tỏ cân bằng tài chính dài hạn của DN tương đối an toàn và các hoạt động của DN đang trong trạng thái ổn định. Tuy nhiên vẫn có nguy cơ mất cân bằng vì duy trì trạng thái cân bằng tuyệt đối ($NWC=0$) trong dài hạn là rất khó.

Nếu NWC âm và giảm qua nhiều kỳ, chứng tỏ cân bằng tài chính dài hạn của DN rất kém an toàn. Điều này sẽ làm cho DN gặp áp lực thanh toán trong ngắn hạn và có nguy cơ bị phá sản nếu không thanh toán đúng hạn.

Vì vậy, DN phải lựa chọn CCNV sao cho đảm bảo tính tương thích về mặt thời gian, TSDH phải được tài trợ bởi vốn dài hạn còn TSNH được tài trợ bởi nguồn vốn ngắn hạn và một phần nguồn vốn dài hạn. DN cũng cần đảm bảo tính linh hoạt trong việc sử dụng các nguồn tài trợ. Do đó, CCNV được coi là ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của DN khi DN sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn dẫn đến làm mất cân đối về thời gian trong việc huy động và sử dụng vốn. CCNV không tương ứng với cơ cấu tài sản dẫn đến lệch pha về dòng tiền thu chi, làm tăng rủi ro thanh toán cho DN. Như vậy, rủi ro thanh toán cao hơn trong trường hợp DN có cơ cấu tài sản thiên về TSDH.

(3) CCNV tác động đến khả năng thanh toán của DN

Khả năng thanh toán là khả năng DN có thể trả được các khoản nợ khi đến hạn. Nó là khả năng chuyển đổi các tài sản thành tiền, khả năng tạo tiền từ các hoạt động kinh doanh để trang trải các khoản nợ đến hạn.

Khả năng thanh toán phụ thuộc vào CCNV của DN. Nếu CCNV nghiêng về nợ vay, nhất là nợ ngắn hạn sẽ làm giảm khả năng thanh toán của DN và ngược lại. CCNV tác động tới các chỉ tiêu khả năng thanh toán sau đây:

Chỉ tiêu	Cách xác định	Ý nghĩa
1. Hệ số khả năng thanh toán hiện thời	TSNH/Nợ ngắn hạn	Hệ số này cho biết một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng TSNH
2. Hệ số khả năng thanh toán nhanh	(TSNH – HTK)/Nợ ngắn hạn	Chỉ tiêu này cho biết một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng tài sản nhanh chuyển đổi thành tiền.
3. Hệ số khả năng thanh toán tức thời	Tiền và các khoản tương đương tiền/Nợ ngắn hạn	Chỉ tiêu này cho biết một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng vốn bằng tiền.
4. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	EBIT/Lãi vay	Chỉ tiêu này cho biết một đồng lãi vay được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng lợi nhuận trước lãi vay và thuế.

Các chỉ tiêu 1, 2 và 3 dùng đánh giá một cách trực tiếp mối tương quan giữa tài sản có thể chuyển đổi thành tiền trong ngắn hạn đảm bảo trả các khoản nợ ngắn hạn của DN theo cấp độ tăng dần. Nhóm chỉ tiêu này chịu tác động của cả quyết định tài trợ và quyết định đầu tư, phân bổ vốn của DN. Nợ ngắn hạn tăng, các hệ số trên có xu hướng giảm, khả năng thanh toán của DN giảm, rủi ro tài chính của DN tăng.

Hệ số 4 khả năng thanh toán lãi vay là hướng tiếp cận khác về đòn bẩy tài chính của DN. Khi hệ số này lớn hơn 1, DN đảm bảo khả năng thanh toán lãi vay trong kỳ nhưng đồng nghĩa với nó là mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao, khi đó DN có rủi ro tài chính cao hơn.

**** Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp***

Trên thực tế, rất ít DN có tiềm lực tài chính đủ mạnh để tài trợ cho hoạt động kinh doanh hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu, nên nợ vay sẽ được sử dụng để bù đắp sự thiếu hụt vốn trong kinh doanh. Nợ vay được các DN sử dụng như một đòn bẩy nhằm gia tăng ROE. Khi DN huy động vốn vay thì tiền lãi phải trả là một khoản chi phí tài chính cố định (bởi lãi suất vay vốn là cố định), nếu khoản lợi nhuận trước lãi vay và

thuế do một đồng vốn tạo ra lớn hơn lãi tiền vay phải trả tính cho một đồng nợ vay thì sau khi trả lãi tiền vay, phần chênh lệch còn lại sẽ thuộc về chủ sở hữu. Cứ mỗi đồng vốn vay, CSH lại được hưởng một phần chênh lệch tương ứng. Trong trường hợp thuận lợi này, càng sử dụng vay nợ nhiều, CSH càng được hưởng lợi ích lớn hơn từ việc đi vay. CSH được hưởng cả phần lợi nhuận trước lãi vay và thuế do vốn CSH tạo ra và phần lợi nhuận trước lãi vay và thuế đôi ra do vốn vay tạo ra. Vì vậy cơ cấu nguồn vốn góp phần làm tăng ROE cho CSH.

Ngược lại, trong trường hợp không thuận lợi, lợi nhuận do một đồng vốn tạo ra nhỏ hơn tiền lãi phải trả cho một đồng vốn vay, mà lãi tiền vay là nghĩa vụ tài chính cố định bắt buộc, không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh trong kỳ, thì khi đó DN sẽ phải lấy một phần lợi nhuận của vốn CSH tạo ra để trả lãi cho chủ nợ. Trong trường hợp này càng sử dụng nhiều vốn vay thì càng giảm lợi nhuận VCSH, theo đó làm ROE càng giảm.

Tác động của CCNV đến tỷ suất lợi nhuận VCSH được minh họa qua công thức sau:

$$ROE = [BEP + D/E \times (BEP - r_d)] \times (1 - t\%)$$

Trong đó: ROE là tỷ suất lợi nhuận VCSH; BEP là TSSL kinh tế của tài sản; D/E là hệ số nợ trên VCSH; r_d là lãi suất vay vốn và $t\%$ là thuế suất thuế TNDN.

Có thể thấy, ROE phụ thuộc vào BEP, D/E và sự khác biệt ($BEP - r_d$). Có 3 trường hợp có thể xảy ra như sau:

- Nếu $BEP > r_d$ thì DN càng sử dụng nhiều nợ càng gia tăng được ROE. Trong trường hợp này đòn bẩy tài chính khuếch đại tăng ROE đồng thời cũng ẩn chứa rủi ro tài chính lớn đối với DN.

- Nếu $BEP < r_d$ thì DN càng sử dụng nhiều nợ càng làm giảm ROE. Trong trường hợp này đòn bẩy tài chính khuếch đại giảm ROE đồng thời cũng vẫn ẩn chứa rủi ro tài chính lớn đối với DN.

- Nếu $BEP = r_d$ thì DN sử dụng nhiều nợ hay ít nợ đều có ROE bằng nhau. Nói cách khác CCNV không ảnh hưởng đến ROE của DN, đồng thời ứng với các CCNV khác nhau DN cũng sẽ có rủi ro khác nhau.

Như vậy, nhà quản trị có thể lựa chọn hệ số nợ để gia tăng lợi ích cho CSH theo 2 cách: (1) chiếm đoạt một phần lợi ích của chủ nợ khi $BEP > r_d$; (2) chiếm đoạt một phần thuế của Nhà nước nhờ tấm chắn thuế của nợ vay. CCNV được xem là phù hợp khi tác động tích cực làm tăng được lợi ích cho CSH. CCNV được xem là tối ưu khi tối đa hoá được lợi ích cho CSH.

Tóm lại, CCNV có thể có thể gây tác động tới ROE theo những hướng khác nhau và cũng có thể không có ảnh hưởng gì tới ROE của DN. Điều này phụ thuộc vào mối quan hệ giữa BEP và r . DN có thể sử dụng hệ số nợ như một đòn bẩy để gia tăng ROE hay EPS cho DN. Hệ số nợ của DN đóng vai trò như một cánh tay đòn, khi đó, chỉ cần một sự thay đổi nhỏ của EBIT sẽ tạo ra một sự thay đổi lớn hơn ở ROE (EPS).

2.2.2. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

2.2.2.1. Khái niệm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

CCNV là vấn đề tài chính hết sức quan trọng, các nhà kinh tế trước đó đã xây dựng hệ thống lý thuyết về CCNV tối ưu. Trong đó, hai vấn đề được tập trung xem xét: (i) chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào CCNV của DN; (ii) tồn tại một CCNV tối ưu. Việc hoạch định CCNV được dựa trên nền tảng nguyên lý đánh đổi rủi ro và lợi nhuận. Sử dụng nhiều nợ làm gia tăng rủi ro của công ty trong việc tìm kiếm lợi nhuận, nhưng với hệ số nợ cao, tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao. Rủi ro gia tăng có khuynh hướng làm giảm giá cổ phiếu nhưng tỷ suất sinh lời cao lại kích thích tăng giá cổ phiếu. Như vậy, CCNV tối ưu là CCNV làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận qua đó tối đa hóa được giá trị công ty hay giá cả cổ phiếu của công ty. Tuy nhiên, trong thực tế việc xây dựng một CCNV tối ưu là khó khăn nên nhà quản trị tài chính phải căn cứ vào đặc điểm hoạt động kinh doanh cũng như từng giai đoạn phát triển của DN, mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu để xây dựng CCNV mục tiêu cho DN.

Do đó, có thể hiểu CCNV mục tiêu là CCNV cụ thể được DN hoạch định để huy động thêm vốn. CCNV mục tiêu có thể thay đổi khi các điều kiện thay đổi. Và hoàn thiện CCNV là việc xác lập một CCNV mục tiêu hay một mức CCNV cân đối, bền vững nhằm gia tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu, giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bình quân và gia tăng giá trị doanh nghiệp.

2.2.2.2. Nguyên tắc hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Để hoàn thiện CCNV, doanh nghiệp cần phải quán triệt các nguyên tắc cơ bản sau:

*** Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích**

Trên thực tế sản xuất kinh doanh, các nguồn tài trợ có yêu cầu về thời gian đáo hạn rất khác nhau. Trong khi đó, các loại tài sản lại có thời gian tạo ra các nguồn tiền cũng không giống nhau. Bởi vậy, để khả năng thanh toán của DN được đảm bảo tại bất kỳ thời điểm nào, và rủi ro tài chính được giảm thiểu việc hoàn thiện CCNV đòi hỏi phải có sự tương thích giữa thời gian được quyền sử dụng vốn và chu kỳ sinh lời của tài sản đầu tư. Nguyên tắc này đặt ra yêu cầu đối với các nguồn tài trợ phải có thời gian hoàn trả nợ gốc và lãi vay phù hợp với chu kỳ sinh lời của tài sản đầu tư vào DN. Như vậy, tài sản cố định và tài sản lưu động thường xuyên có thời gian hoàn vốn lâu dài nên cần thiết phải được tài trợ bằng nguồn vốn có tính chất ổn định là nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn. Trong khi đó, tài sản lưu động tạm thời có thời gian hoàn vốn nhanh nên được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn để giảm thiểu rủi ro về khả năng thanh toán cũng như đảm bảo an toàn tài chính cho DN.

*** Nguyên tắc cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro**

Nguyên tắc này đòi hỏi việc hoàn thiện CCNV 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 CCNV 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 hoàn thiện CCNV theo hướng gia tăng quy mô và tỷ trọng nợ vay 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.

*** Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát DN**

Nguyên tắc này được xây dựng dựa trên cơ sở chủ sở hữu DN luôn có mục tiêu nắm giữ quyền kiểm soát DN và không muốn chia sẻ quyền kiểm soát DN cho các chủ

thể khác. Do quyền kiểm soát đối với DN tỷ lệ thuận với số vốn đóng góp vào DN nên để nguyên tắc này được đảm bảo thì yêu cầu đặt ra đối với nhà quản trị DN trong hoàn thiện CCNV là phải gia tăng tỷ trọng nguồn vốn chủ sở hữu và phải đảm bảo sự gia tăng này đủ lớn để DN đảm bảo về tính độc lập tài chính, từ đó chủ động trong các quyết định quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh, giảm thiểu sự phụ thuộc vào các chủ thể khác.

*** Nguyên tắc tài trợ linh hoạt**

Nguyên tắc tài trợ linh hoạt dựa trên cơ sở về tính mùa vụ trong hoạt động kinh doanh. Trong hoạt động kinh doanh, DN luôn mong muốn mở rộng quy mô kinh doanh; tuy nhiên, nhiều khi DN phải thu hẹp quy mô kinh doanh. Bởi vậy, để đảm bảo việc huy động nguồn vốn một cách linh hoạt, việc hoàn thiện CCNV phải được thực hiện trên cơ sở giúp DN gia tăng được khả năng đàm phán đối với các nhà cung cấp vốn trên thị trường. Để thực hiện nguyên tắc này, DN cần phải có sự điều chỉnh nhất định trong CCNV đặc biệt đối với các khoản nợ ngắn hạn để DN có tính linh hoạt trong CCNV. 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 DN có thể chủ động điều chỉnh CCNV một cách kịp thời khi cần thiết.

*** Nguyên tắc tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn**

Nguyên tắc này được xây dựng trên quan điểm về chi phí sử dụng vốn. Chi phí sử dụng vốn phản ánh mức giá mà DN bỏ ra để đạt được quyền sử dụng vốn trên thị trường. Các nguồn tài trợ khác nhau sẽ có mức chi phí sử dụng vốn hay mức giá vốn khác nhau. Hơn nữa, mức giá vốn này cũng biến động phụ thuộc vào chu kỳ sản xuất kinh doanh của DN. Do vậy, để tối đa hoá lợi ích của chủ sở hữu DN thì việc hoàn thiện CCNV phải đảm bảo nguyên tắc tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn. Nguyên tắc này đặt ra yêu cầu đối với các nhà quản trị DN phải có năng lực đánh giá và dự báo được xu hướng biến động đối với chi phí của các nguồn tài trợ trên thị trường qua đó lựa chọn thời điểm huy động vốn một cách thích hợp. Việc tuân thủ nguyên tắc này đặt ra yêu cầu cho các DN trong việc hoàn thiện CCNV cần phải nghiêng về phía các nguồn tài trợ có thời gian đáo hạn ngắn và thời gian hoàn trả nợ gốc và lãi vay có thể

điều chỉnh linh hoạt như cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu và các nguồn tài trợ ngắn hạn khác.

2.2.2.3. Nội dung hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Việc hoàn thiện CCNV nhằm mục tiêu xác lập một mức CCNV cân đối, bền vững nhằm gia tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu, giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bình quân và gia tăng giá trị DN. Việc hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn bao gồm những nội dung trọng tâm sau:

*** Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn đối với các khoản nợ vay:**

Hoàn thiện đối với các khoản nợ vay là việc thay đổi quy mô, cơ cấu và hình thức huy động đối với các khoản nợ vay của DN. Đối với trường hợp DN gặp khó khăn về tài chính, việc hoàn thiện được thực hiện thông qua việc cắt giảm các khoản nợ vay nhằm giảm thiểu rủi ro tài chính và chi phí sử dụng nợ vay. Trong trường hợp hoạt động kinh doanh có hiệu quả, DN cũng có thể hoàn thiện các khoản nợ vay nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của DN qua việc lựa chọn đối với các khoản vay mới có lãi suất thấp hơn trên thị trường. Ngoài ra, việc đa dạng hoá công cụ và hình thức và kỳ hạn vay nợ là việc làm cần thiết đối với DN. Tuy thuộc vào thực trạng mà DN có hoạt động hoàn thiện nợ vay từ đơn giản đến phức tạp nhằm đạt được mục tiêu đề ra. Các DN có thể thực hiện hoàn thiện đối với các khoản nợ vay theo các phương thức sau: (i) Đàm phán giảm lãi suất, khoan nợ, giãn nợ, giảm nợ vay; (ii) Chuyển nợ vay thành vốn góp cổ phần; (iii) Đa dạng hoá hình thức huy động nợ vay.

*** Hoàn thiện CCNV đối với vốn chủ sở hữu:**

Trong trường hợp nguồn vốn chủ sở hữu của DN quá thấp, ảnh hưởng tiêu cực đến sự độc lập về mặt tài chính và tính tự chủ đối với quyết định về hoạt động kinh doanh, việc hoàn thiện CCNV cần được thực hiện theo hướng gia tăng quy mô và tỷ trọng nguồn vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, việc sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu quá cao cũng gây trở ngại cho DN như gia tăng chi phí sử dụng vốn, không tận dụng được ưu thế của đòn bẩy tài chính. Bởi vậy, trong trường hợp này, DN có thể thực hiện điều chỉnh giảm vốn chủ sở hữu nhằm phát huy tính hiệu quả của đòn bẩy tài chính. Một số biện pháp hoàn thiện CCNV đối với vốn chủ sở hữu bao gồm: (i) Mua lại cổ phần; (ii)

Hoán đổi chứng khoán cũ lấy chứng khoán mới; (iii) Gia tăng vốn góp của chủ sở hữu; (iv) Điều chỉnh CCNV thường xuyên và tạm thời phù hợp với cơ cấu tài sản.

2.2.2.4. Trình tự hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Hoàn thiện CCNV của DN theo trình tự sau:

Bước 1: Phân tích và đánh giá thực trạng tình hình tài chính và cơ cấu nguồn vốn của DN

Việc phân tích và đánh giá thực trạng tình hình tài chính và CCNV của DN sẽ cho phép nhà quản trị tài chính nhìn nhận một cách khách quan, trung thực về tình hình tài chính và CCNV hiện hành của DN. Trên cơ sở đánh giá những kết quả đạt được và những hạn chế tồn tại để xây dựng mục tiêu và phương án hoàn thiện CCNV của DN. Mục tiêu chung hoàn thiện CCNV là nhằm nâng cao khả năng sinh lợi, giảm thiểu chi phí sử dụng vốn và gia tăng giá trị DN mà cụ thể là giảm bớt gánh nặng về áp lực đối với dòng tiền và lợi nhuận, cung cấp nguồn vốn mới phục vụ cho sự tăng trưởng nâng cao năng lực cạnh tranh của DN

Bước 2: Hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

Lý thuyết về CCNV tối ưu đã cho rằng trong DN tồn tại một mức CCNV tối ưu mà tại mức CCNV này sẽ làm cân bằng giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời dành cho chủ sở hữu của DN qua đó làm tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn bình quân và tối đa hoá giá trị DN. Tuy nhiên trong thực tế việc xây dựng một CCNV tối ưu là khó khăn nên nhà quản trị tài chính phải căn cứ vào đặc điểm hoạt động kinh doanh cũng như từng giai đoạn phát triển của DN, mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu để xây dựng CCNV mục tiêu cho DN. CCNV mục tiêu cũng có sự thay đổi do sự biến động của các nhân tố bên trong và bên ngoài DN nên DN cần định kỳ đánh giá lại CCNV nhằm điều chỉnh lại CCNV mục tiêu và đảm bảo việc huy động vốn phải hướng đến CCNV mục tiêu.

Bước 3: Xây dựng phương án và giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của DN

Căn cứ vào CCNV mục tiêu đã xây dựng, DN cần phải xây dựng phương án và giải pháp hoàn thiện CCNV của DN. Phương án và giải pháp hoàn thiện CCNV phải được thực hiện theo lộ trình và căn cứ vào bối cảnh phát triển kinh tế – xã hội của quốc gia. Giải pháp hoàn thiện CCNV phải xác định rõ được những vấn đề quan trọng

bao gồm: kế hoạch điều chỉnh nợ vay; kế hoạch tăng vốn góp của chủ sở hữu hoặc tái cấu trúc sở hữu...

Bước 4: Tổ chức thực hiện và đánh giá giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn

Sau khi đưa ra sự lựa chọn đối với phương án hoàn thiện CCNV việc hoàn thiện CCNV được các DN tiến hành và trong quá trình tổ chức thực hiện có thể có sự điều chỉnh căn cứ vào tình hình thực tiễn của DN và bối cảnh kinh tế – xã hội. Ngoài ra, sau mỗi giai đoạn thực hiện việc hoàn thiện CCNV, DN nhất thiết phải có sự đánh giá lại kết quả, tính hiệu quả của phương án lựa chọn cũng như tiến độ thực hiện các biện pháp hoàn thiện CCNV để có sự điều chỉnh kịp thời và hợp lý.

2.3. Kinh nghiệm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm ở một số nước trên thế giới và bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp thực phẩm ở Việt Nam.

2.3.1. Kinh nghiệm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DNTP ở một số nước trên thế giới

2.3.1.1. Kinh nghiệm của các DNTP NY ở Nhật Bản

*** Kinh nghiệm của Meiji Holdings**

MEIJI HOALDINGS COMPANY, Ltd: là một công ty cổ phần của Nhật Bản được thành lập vào ngày 1 tháng 4 năm 2009, sau khi chuyển nhượng cổ phần từ Meiji Seika và Meiji Dairies và là công ty bánh kẹo lớn thứ 4 trên thế giới. Công ty Meiji cung cấp cho khách hàng ở mọi lứa tuổi, từ trẻ sơ sinh đến người cao niên với nhiều sản phẩm cho cuộc sống khỏe mạnh và đầy đủ. Từ bánh kẹo ngon và các sản phẩm sữa lành mạnh đến các chất bổ sung dinh dưỡng tăng cường cơ thể.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của DN là giúp mọi người sống khỏe mạnh hơn. Để đóng góp cho chế độ ăn uống lành mạnh hơn và đáp ứng với một xã hội siêu lão hóa, tập đoàn xác định nhu cầu sức khỏe của con người trên cơ sở khách hàng đa dạng. Sau đó, DN kết hợp sử dụng thế mạnh của mình để phát triển thông qua thực phẩm, cũng như chuyên môn tiên tiến về dinh dưỡng để mang lại giá trị mới.

Bảng 2.1. Các hệ số tài chính cơ bản của Meiji Holdings các năm

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
I. Tổng tài sản (triệu Yên)	925.237	883.895	856.115
II. % tài sản ngắn hạn	41,40%	42,73%	42,39%
III. Khả năng thanh toán (lần)			
1. KNTT hiện thời	1,30	1,20	1,31
2. KNTT nhanh	0,77	0,84	0,88
3. KNTT tức thời	0,08	0,09	0,09
IV. Kết quả kinh doanh (triệu Yên).			
1. DTT	1.242.480	1.240.860	1.254.380
2. LNST	61.201	61.962	63.611
V. Khả năng sinh lời			
1. ROS	4,93%	4,99%	5,07%
2. ROA	6,92%	6,70%	6,33%
3. ROE	13,63%	12,72%	12,06%
VI. Cơ cấu nguồn vốn			
1. Hệ số nợ	47,33%	49,21%	52,24%
2. % nguồn vốn ngắn hạn	31,82%	35,55%	32,32%
3. % nguồn vốn nội sinh	36,53%	39,59%	40,63%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của DN)

Với lịch sử lâu đời hơn 100 năm, sự giảm sút về quy mô của Meiji Holdings trong 3 năm 2017, 2018 và 2019 không làm giảm sút doanh thu và lợi nhuận của công ty này. Với chiến lược phát triển bền vững, cung cấp những sản phẩm đóng góp cho chế độ ăn uống lành mạnh, giải quyết những vấn đề nhằm giảm tác động tiêu cực tới môi trường, vì vậy trong cơ cấu tài sản DN tập trung đầu tư vào tài sản dài hạn để tạo ra những sản phẩm đảm bảo chất lượng theo đúng những quy định về an toàn thực phẩm, sản xuất thân thiện với môi trường. Để tài trợ cho việc hình thành tài sản, DN đã sử dụng mô hình tài trợ an toàn, bằng việc sử dụng một phần nguồn dài hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn. Trong CCNV, DN duy trì một CCNV với hệ số nợ ở mức an toàn và có xu hướng gia tăng việc sử dụng nợ. Tuy nhiên, là một tập đoàn lớn, kết quả kinh doanh ổn định, DN cũng có ưu thế trong việc sử dụng nguồn vốn nội sinh, tỷ trọng nguồn vốn này chiếm khá lớn trong tổng nguồn vốn (36-40%). Đây cũng chính

là lý do DN không phải sử dụng nợ vay quá nhiều mà vẫn đảm bảo đáp ứng được nhu cầu huy động vốn cho sản xuất kinh doanh. Đó cũng là lý do, mặc dù ROE của DN cao, nhưng chưa phát huy hết được sức mạnh của đòn bẩy tài chính trong việc sử dụng nợ. DN đảm bảo tốt khả năng thanh toán cho các khoản nợ và không duy trì một lượng tiền mặt quá lớn tồn quỹ nhằm đảm bảo tốt khả năng sinh lời của loại TSNH này. Tuy nhiên, hàng tồn kho lại chiếm một tỷ trọng khá cao trong cơ cấu TSNH (36-39%). Điều này làm giảm khả năng thanh toán nhanh, hơn nữa vòng quay hàng tồn kho lại giảm trong 3 năm 2017-2019. Vì vậy, DN cần có những biện pháp để quản lý tốt hàng tồn kho, nhất là sản phẩm của DN lại là thực phẩm liên quan đến sức khỏe của con người. Tuy nhiên điều này cũng được lý giải là hợp lý, vì bên cạnh sản phẩm bánh kẹo, DN còn sản xuất và kinh doanh sản phẩm sữa, đây là dòng sản phẩm có đặc thù thời gian sử dụng dài và giá trị tồn kho thường lớn.

** Kinh nghiệm của Morinaga Milk Industry*

MORINAGA MILK INDUSTRY Co.,Ltd là DN chuyên sản xuất và kinh doanh sữa và các sản phẩm từ sữa, được thành lập năm 1917 với tên gọi lúc đầu là Nippon Rennyu Co., Ltd. Qua một chặng đường dài phát triển, **Morinaga** đã trở thành 1 trong 2 hãng sữa lớn nhất Nhật Bản và là 1 trong 10 hãng sữa hàng đầu trên thế giới. Với hơn 3.000 nhân viên, 13 nhà máy, 30 chi nhánh tại Nhật Bản và hàng loạt chi nhánh ở nhiều nước trên thế giới như Mỹ, Đức, Hà Lan, Indonesia,... Morinaga đang ngày càng nỗ lực để mang các sản phẩm chất lượng cao tới gần hơn với hàng triệu bà mẹ trên khắp thế giới. Tất cả các sản phẩm của Morinaga đều được kiểm tra theo quy trình kép bởi hệ thống quản lý chất lượng ISO 22000 và trung tâm phân tích thí nghiệm của hãng. Điều này nhằm đảm bảo mỗi sản phẩm gửi tới khách hàng đều an toàn và đạt chất lượng tốt nhất. Phân khúc sản phẩm thực phẩm của DN là tham gia vào sản xuất và bán sữa, đồ uống từ sữa, sữa chua, món tráng miệng, sữa đặc, sữa bột, bơ, phomai, kem, đồ uống không sữa và chất lỏng lâm sàng chế độ ăn kiêng.

Về chiến lược và vị thế của DN: Meiji và Morinaga là 2 hãng sữa lớn nhất hiện nay tại Nhật Bản. Meiji có 6 dòng sản phẩm chính và hơn 4.000 mặt hàng trong đó có nhiều sản phẩm chiếm giữ thị phần số 1 tại Nhật Bản như sữa bột, sữa chua, kem. Một thành phần quan trọng trong công thức của sữa Meiji là DHA và ARA rất có lợi cho sự phát triển của não bộ và mắt của trẻ sơ sinh. Mặc dù ra đời sau sữa Meiji, nhưng sữa Morinaga hiện được nhiều người Nhật ưa chuộng hơn cả Meiji nhờ đặc tính vượt trội

là loại sữa mát nhất và được bổ sung cả thêm thành phần của sữa non. Như chúng ta đã biết, Nhật Bản là một đất nước có tiêu chuẩn chất lượng cực kỳ khắt khe về mọi mặt, trong đó đặc biệt là về tiêu chuẩn dinh dưỡng. Người Nhật rất chú trọng vào việc làm thế nào để tạo ra những dòng sản phẩm dinh dưỡng có giá trị cao, an toàn cho sức khỏe. Morinaga là DN nổi tiếng và có bề dày kinh nghiệm về dinh dưỡng, với nguồn nguyên liệu sạch 100% tự nhiên, công nghệ hiện đại bậc nhất thế giới, không sử dụng chất tạo màu, vị, không chất bảo quản, tạo ngọt, công thức sữa của Morinaga nghiên cứu dựa trên nền tảng của sữa mẹ, mát, an toàn và phù hợp với từng giai đoạn phát triển của trẻ.

Bảng 2.2. Các hệ số tài chính cơ bản của Morinaga Milk Industry

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
I. Tổng tài sản (triệu Yên)	385.366	414.823	432.256
II. % tài sản ngắn hạn	32,80%	34,22%	32,41%
III. Khả năng thanh toán (lần)			
1. KNTT hiện thời	0,82	0,90	0,86
2. KNTT nhanh	0,48	0,52	0,47
3. KNTT tức thời	0,05	0,06	0,02
IV. Kết quả kinh doanh (triệu Yên).			
1. DTT	592.617	592.087	583.582
2. LNST	13.266	15.815	14.186
V. Khả năng sinh lời			
1. ROS	2,24%	2,67%	2,43%
2. ROA	3,44%	3,81%	3,28%
3. ROE	9,33%	10,03%	8,46%
VI. Cơ cấu nguồn vốn			
1. Hệ số nợ	63,14%	61,97%	61,22%
2. % nguồn vốn ngắn hạn	40,16%	38,13%	37,60%
3. % nguồn vốn nội sinh	25,15%	26,65%	28,24%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của DN)

Meiji và Morinaga là 2 hãng sữa lớn nhất Nhật Bản, tuy nhiên so với Meiji thì quy mô của Morinaga còn nhỏ hơn rất nhiều. Tuy nhiên với chiến lược tạo ra những sản phẩm sữa công thức dựa trên nền tảng của sữa mẹ, mát, an toàn và phù hợp với

từng giai đoạn phát triển của trẻ, vì vậy Morinaga đã đầu tư vào các dây chuyền sản xuất với công nghệ tiên tiến, hiện đại nhất. Vì vậy, trong cơ cấu tài sản của tập đoàn nghiêng về tài sản dài hạn, TSNH chỉ chiếm 32-34% tổng tài sản. DN cũng lựa chọn mô hình tài trợ linh hoạt, khi sử dụng một phần nguồn ngắn hạn dùng để tài trợ cho tài sản dài hạn. Chính điều đó đã tác động xấu đến khả năng thanh toán của DN và tăng nguy cơ rủi ro tài chính. Cụ thể, các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của DN qua các năm đều thấp. Chính vì vậy, DN đã có chiến lược điều chỉnh CCNV của mình theo hướng phù hợp bằng cách giảm hệ số nợ từ 63,14% xuống còn 61,22%, đồng thời cũng giảm tỷ trọng của nguồn vốn ngắn hạn do khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của DN không tốt. Việc công ty điều chỉnh CCNV theo chiều hướng giảm hệ số nợ đã ảnh hưởng đến kết quả và hiệu quả kinh doanh, thể hiện ở sự sụt giảm của doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế cũng như ROE của năm 2019 so với năm 2018.

Ngoài ra so với Meiji, Morinaga có lợi thế về quy mô kém hơn do vậy cũng ảnh hưởng đến phương thức huy động vốn. Nếu như để đáp ứng cho nhu cầu vốn của mình, Meiji huy động được một lượng lớn từ lợi nhuận giữ lại thì đây lại không phải là thế mạnh của Morinaga. Vì vậy, để có thể đáp ứng nhu cầu vốn, Morinaga lựa chọn cách thức đi vay nhiều hơn với biểu hiện hệ số nợ cao hơn nhiều so với Meiji. Điều này làm tăng rủi ro tiềm ẩn và giảm khả năng thanh toán.

2.3.1.2. Kinh nghiệm của các DNTP NY ở Thái Lan

** Kinh nghiệm của công ty Thai Foods Group*

THAI FOODS GROUP: là một trong những DN lớn kinh doanh chăn nuôi theo mô hình khép kín tại Thái Lan, có lịch sử hình thành hơn 30 năm. Năm 1987, được sáng lập bởi ông Winai Teasomboonkit năm 1987 và bắt đầu vận hành đầu tiên là trang trại gà với công suất 20.000 con gà, ở tỉnh Lopburi của Thái Lan và được đổi tên là Thai Foods ngày 4 tháng 7 năm 2001.

Về chiến lược và vị thế của DN: Thai Foods là nhà sản xuất thực phẩm với tiêu chuẩn toàn cầu về chất lượng và an toàn. Sản phẩm của Thai Foods Group bao gồm: sản phẩm gà đông lạnh, thức ăn đã qua chế biến, sản phẩm thịt lợn và thức ăn chăn nuôi. Tầm nhìn của Thai Foods là tiến hành kinh doanh với sự cân bằng về kinh tế, xã hội và môi trường. DN sẽ là một hình mẫu cho xã hội.

Bảng 2.3. Các hệ số tài chính cơ bản của Thai Foods Group

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
I. Tổng tài sản (triệu Bath)	18.893,71	22.711,06	22.786,59
II. % tài sản ngắn hạn	46,57%	40,04%	37,04%
III. Khả năng thanh toán (lần)			
1. KNTT hiện thời	0,98	0,81	0,81
2. KNTT nhanh	0,31	0,23	0,24
3. KNTT tức thời	0,12	0,02	0,04
IV. Kết quả kinh doanh (triệu Bath).			
1. DTT	25.789,40	27.986,36	28.919,19
2. LNST	1.518,23	615,59	1.439,99
V. Khả năng sinh lời			
1. ROS	5,89%	2,20%	4,98%
2. ROA	8,04%	2,71%	6,32%
3. ROE	20,60%	7,86%	14,57%
VI. Cơ cấu nguồn vốn			
1. Hệ số nợ	60,99%	65,50%	56,62%
2. % nguồn vốn ngắn hạn	47,39%	49,65%	45,88%
3. % nguồn vốn nội sinh	5,61%	5,15%	9,15%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của DN)

DN Thai Foods có cơ cấu tài sản nghiêng về tài sản ngắn hạn, và tỷ trọng tài sản ngắn hạn có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2016-2019. Mô hình tài trợ linh hoạt khi DN sử dụng một phần nguồn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn. CCNV nghiêng về nợ phải trả, hệ số nợ cao, trên 60%. Năm 2018, công ty tăng hệ số nợ lên 65,5%, doanh thu có tăng lên nhưng lợi nhuận lại giảm, sử dụng nợ vay chưa hiệu quả, thể hiện ở việc ROE năm 2018 giảm sút và ở mức thấp. Vì vậy sang năm 2019, DN điều chỉnh CCNV theo hướng giảm hệ số nợ, nhưng hệ số nợ vẫn ở mức cao, đảm bảo gia tăng kết quả kinh doanh và cải thiện ROE. Như vậy năm 2019 DN sử dụng ít nợ hơn nhưng lại phát huy được tác dụng của đòn bẩy tài chính, làm gia tăng lợi ích cho chính các chủ sở hữu.

** Kinh nghiệm của Buriram Sugar PCL*

BURIRAM SUGAR PCL: Mía là một trong những cây nông nghiệp hàng đầu của Thái Lan. Thái Lan là nước xuất khẩu đường lớn thứ hai thế giới sau Brazil. Nằm ở phía đông bắc của Thái Lan, vành đai mía chính của đất nước, Buriram có một lịch sử lâu đời trong ngành công nghiệp mía đường. Một trong những người tiên phong của ngành công nghiệp đường ở vùng đông bắc Thái Lan, Khun Vichen Tangtongweachakit đã khởi xướng các hoạt động trồng mía và khuyến khích người nông dân trồng mía ở tỉnh Buriram. Nhà máy bắt đầu hoạt động kinh doanh vào năm 1964, với tên gọi nhà máy đường SahaThaiRungRuang Sugar với số vốn đăng ký ban đầu là 2 triệu Baht và công suất nghiền 3.003 tấn/ngày và dần dần mở rộng lên 23.000 tấn/ngày. Các sản phẩm của công ty bao gồm đường trắng và đường thô. Sản phẩm của công ty được trao chứng nhận GMP và HACCP cho đường chất lượng.

Về chiến lược và vị thế của DN: Mục tiêu ngắn hạn của DN là tạo ra năng suất cây trồng và chất lượng cuộc sống của người nông dân trồng mía. Về dài hạn, DN đặt mục tiêu duy trì tiêu chuẩn và hàng đầu về quản lý và kiểm soát chất lượng mía để sản xuất đường và sản phẩm với hiệu quả tối đa vì DN hiểu sâu sắc rằng nguyên liệu thô là rủi ro lớn nhất của các DN, do đó nếu quản lý tốt và được kiểm soát để tạo ra sự ổn định cũng như phát triển hệ thống và các công cụ kinh doanh liên tục, công ty sẽ có thể tiến hành kinh doanh một cách an toàn và bền vững. Để có thể phát triển bền vững, DN tập trung phát triển nguồn nhân lực, phát triển nông dân trồng mía với triết lý kinh doanh : “ Sugar Made in the Field” (Đường làm tại hiện trường); Công ty cũng ưu tiên phát triển nghiên cứu, đổi mới và công nghệ hiện đại; Phát triển cộng đồng và bảo vệ môi trường.

Bảng 2.4. Các hệ số tài chính cơ bản của Buriram Sugar PCL

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
I. Tổng tài sản (triệu Bath)	9.232,74	10.276,23	9.429,25
II. % tài sản ngắn hạn	28,76%	28,91%	21,95%
III. Khả năng thanh toán (lần)			
1. KNTT hiện thời	1,04	0,73	0,52
2. KNTT nhanh	0,62	0,40	0,29
3. KNTT tức thời	0,09	0,04	0,01
IV. Kết quả kinh doanh (triệu Bath).			
1. DTT	5.740,44	5.555,97	4.985,16
2. LNST	525,41	271,67	(511,77)
V. Khả năng sinh lời			
1. ROS	9,15%	4,89%	-10,27%
2. ROA	5,69%	2,64%	-5,43%
3. ROE	21,26%	10,87%	-27,49%
VI. Cơ cấu nguồn vốn			
1. Hệ số nợ	73,23%	75,68%	80,26%
2. % nguồn vốn ngắn hạn	27,61%	39,53%	42,29%
3. % nguồn vốn nội sinh	7,63%	7,13%	1,01%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của DN)

TSNH chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tài sản của DN, chưa đến 30%. DN gia tăng nguồn ngắn hạn để tài trợ cho TSNH và một phần TSDH, do DN tập trung đầu tư hơn cho công nghệ sản xuất. DN duy trì CCNV với hệ số nợ cao, trên 70%. Năm 2018, là một năm khó khăn với các DN sản xuất và kinh doanh sản phẩm đường, dẫn đến doanh thu và lợi nhuận của Buriram Sugar bị giảm sút, thêm vào đó là việc sử dụng nợ gia tăng đã làm cho ROE bị sụt giảm mạnh. Năm 2019, tiếp tục là một năm khó khăn, Buriram Sugar kinh doanh thua lỗ, thanh khoản của DN giảm, cộng với việc hệ số nợ quá cao, dẫn đến ROE âm, lợi ích của các chủ sở hữu bị giảm mạnh.

2.3.1.3. Kinh nghiệm của các DNTP NY ở Hoa Kỳ

* Kinh nghiệm của Kraft Heinz

Trụ sở chính: Chicago, Illinois và Pittsburgh, Pennsylvania, Hoa Kỳ.

Lĩnh vực hoạt động: Kraft Heinz là công ty đa quốc gia của Hoa Kỳ chuyên về lĩnh vực sản xuất thực phẩm ra đời năm 2015 do sự sáp nhập của Kraft Foods Group và Heinz. Hiện tại Kraft Heinz là DN thực phẩm lớn thứ ba ở Bắc Mỹ và là DN thực phẩm lớn thứ năm trên thế giới, đưa ra thị trường 26 thương hiệu khác nhau với sản phẩm được phân phối trên hơn 50 quốc gia. Những sản phẩm này bao gồm đồ uống, pho mát, gia vị, thức ăn nhẹ, thức ăn đóng hộp, các sản phẩm từ sữa. Là nhà sản xuất thực phẩm ngon được tin cậy trên toàn cầu, Kraft Heinz cung cấp sản phẩm thực phẩm ngon, hương vị tuyệt vời và dinh dưỡng cho mọi dịp ăn uống dù ở nhà, ở nhà hàng hay khi đang di chuyển.

Bảng 2.5. Các hệ số tài chính cơ bản của Kraft Heinz

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
I. Tổng tài sản (triệu USD)	120.092	103.461	101.450
II. % tài sản ngắn hạn	6,00%	8,77%	7,98%
III. Khả năng thanh toán (lần)			
1. KNTT hiện thời	0,71	1,21	1,03
2. KNTT nhanh	0,44	0,85	0,68
3. KNTT tức thời	0,16	0,15	0,29
IV. Kết quả kinh doanh (triệu USD).			
1. DTT	26.076	26.268	24.997
2. LNST	3.932	10.150	1.933
V. Khả năng sinh lời			
1. ROS	15,08%	38,64%	7,73%
2. ROA	3,27%	9,81%	1,91%
3. ROE	5,97%	19,65%	3,74%
VI. Cơ cấu nguồn vốn			
1. Hệ số nợ	45,16%	50,07%	49,11%
2. % nguồn vốn ngắn hạn	8,46%	7,25%	7,76%
3. % nguồn vốn nội sinh	7,07%	4,69%	3,02%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của DN)

Kraft Heinz là DN thực phẩm và đồ uống lớn thứ 5 thế giới, ra đời cách đây khoảng 5 năm, ban đầu hoạt động rất tốt. Tuy nhiên, trong khi người tiêu dùng ngày càng chuộng những loại thực phẩm có lợi cho sức khỏe (healthy food) và thực phẩm hữu cơ (organic food), thì Kraft Heinz vẫn mãi mê sản xuất các món từ phô mai và thịt. Không có sự thích nghi nhanh chóng với thay đổi khẩu vị của người tiêu dùng là một trong những nguyên nhân dẫn đến kết quả kinh doanh của DN bị giảm sút. Quy mô, DTT và LNST của Kraft Heinz năm 2019 giảm sút so với năm 2018 và 2017. Sự sụt giảm của LNST năm 2019 cũng đã làm các chỉ tiêu khả năng sinh lời của DN giảm mạnh. Trước khi kết quả hoạt động kinh doanh giảm sút, Kraft Heinz được đánh giá là DN lớn thứ 5 thế giới về chế biến thực phẩm đóng gói, DN đã duy trì một CCNV nghiêng về VCSH với hệ số nợ cao nhất là 50,07% năm 2018 và CCNV nghiêng về nguồn vốn dài hạn. Điều đó cho thấy DN đã sử dụng ưu thế của mình trong việc công khai minh bạch thông tin để huy động vốn dài hạn thông qua thị trường tài chính. Song cũng làm cho DN phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn bên ngoài khi nguồn vốn nội sinh chỉ chiếm 3,02-7,07% tổng nguồn vốn. Chính sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài cùng với những ảnh hưởng khách quan từ việc giá cả thực phẩm ở Mỹ đang có xu hướng rẻ hơn do những hãng bán lẻ khổng lồ như Amazon/Whole Foods, Walmart và Target ngày càng mở rộng mảng kinh doanh thực phẩm đã khiến tỷ suất lợi nhuận của những DN nhỏ hơn như Kraft Heinz suy giảm.

Như vậy, nếu ngay từ đầu Kraft Heinz tỉnh táo lựa chọn chiến lược đầu tư phù hợp với thị hiếu của người tiêu dùng thì DN đã có thể phát huy hết thế mạnh và tiềm lực của mình trong lĩnh vực thực phẩm ngày càng có nhiều cạnh tranh. CCNV nghiêng về VCSH xong tỷ lệ nguồn vốn nội sinh quá thấp, DN phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn bên ngoài, dẫn đến khi kinh doanh gặp khó khăn, tỷ suất lợi nhuận đã giảm sút mạnh.

** Kinh nghiệm của B&G Food*

Bloch & Guggenheimer và thương hiệu B&G được thành lập vào năm 1889 bởi gia đình Bloch và Guggenheimer, những người nhập cư đến Mỹ để tìm kiếm một cuộc sống tốt đẹp hơn. Họ bắt đầu bằng việc bán dưa chua trên đường phố Manhattan, và thương hiệu B&G tiếp tục phát triển trong những năm qua bởi vì gia đình Bloch và

Guggenheimer luôn đặt chất lượng sản phẩm của họ lên trên hết. Các B & G thương hiệu tạo thành hạt nhân của B & G Foods khi nó được thành lập vào năm 1996.

Bảng 2.6. Các hệ số tài chính cơ bản của B&G Food

Chỉ tiêu	2017	2018	2019
I. Tổng tài sản (triệu USD)	3.561,04	3.057,80	3.227,59
II. % tài sản ngắn hạn	24,90%	19,17%	20,50%
III. Khả năng thanh toán (lần)			
1. KNTT hiện thời	4,40	2,27	3,05
2. KNTT nhanh	1,91	0,71	0,87
3. KNTT tức thời	1,02	0,05	0,05
IV. Kết quả kinh doanh (triệu USD)			
1. DTT	1.646,39	1.700,76	1.660,41
2. LNST	85,06	168,94	77,19
V. Khả năng sinh lời			
1. ROS	5,17%	9,93%	4,65%
2. ROA	2,39%	5,52%	2,39%
3. ROE	9,66%	18,77%	9,50%
VI. Cơ cấu nguồn vốn			
1. Hệ số nợ	75,27%	70,57%	74,83%
2. % nguồn vốn ngắn hạn	5,66%	8,45%	6,72%
3. % nguồn vốn nội sinh	17,81%	26,38%	26,14%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của DN)

B&G Food của Hoa Kỳ là cũng DN thực phẩm chế biến các sản phẩm đóng gói, song so với Kraft Heinz thì quy mô của B&G Food nhỏ hơn nhiều. Sự thay đổi trong thị hiếu của người tiêu dùng khi họ hướng tới những sản phẩm thực phẩm hữu cơ và có lợi cho sức khỏe, cũng khiến cho DTT và LNST của B&G Food giảm đi ở năm 2019. Tuy nhiên xét về CCNV, có thể thấy, DN duy trì CCNV với hệ số nợ cao, trên 70%, xong chủ yếu là nợ dài hạn. Việc sử dụng nhiều nợ có thể làm tăng rủi ro tài

chính cho DN, song thực tế cho thấy mặc dù LNST có giảm thì ROE của DN có giảm nhưng vẫn ở mức cao. Điều đó cho thấy DN đã phát huy được tác dụng của đòn bẩy tài chính trong việc sử dụng nợ. Mặc dù duy trì hệ số nợ cao, song công ty vẫn chủ động hơn trong tình hình tài chính khi duy trì nguồn vốn nội sinh trong khoảng 17,81-26,38% tổng nguồn vốn.

2.3.2. Bài học kinh nghiệm cho việc hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DNTP ở Việt Nam

Qua nghiên cứu CCNV của một số DNTP NY ở Nhật Bản, Thái Lan và Hoa Kỳ có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm cho việc hoàn thiện CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam như sau:

Thứ nhất, hệ số nợ là vấn đề mấu chốt trong CCNV, tuy nhiên lựa chọn hệ số nợ bao nhiêu là hợp lý cần căn cứ dựa trên hiệu quả của việc sử dụng nợ vay và mức độ gia tăng lợi ích của các chủ sở hữu cũng như việc đảm bảo khả năng thanh toán và khả năng huy động vốn trong tương lai. Những DN đã vượt qua giai đoạn tăng trưởng, hoạt động đã đi vào quỹ đạo ổn định, có thể duy trì một hệ số nợ cao nhằm khuếch đại thêm lợi ích cho các CSH, lại giảm được chi phí sử dụng vốn. Ngược lại, những doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn, nhưng đổi lại có khả năng phát triển năng động, đồng thời có khả năng tăng trưởng trong tương lai thì có thể duy trì hệ số nợ phù hợp ở hiện tại để có thể tăng năng lực huy động vốn trong tương lai. Bởi vì trên thực tế đang tồn tại một sự đối nghịch, những DN đã tăng trưởng ổn định như tập đoàn Meiji thì lại ít vay nợ trong khi họ hoàn toàn có được lợi thế đó. Ngược lại, những DN đang có triển vọng tăng trưởng tốt trong tương lai như Morinaga thì lại đang duy trì một hệ số nợ cao.

Thứ hai, việc điều chỉnh CCNV cần phải dựa vào bối cảnh chung của nền kinh tế, của ngành và tình hình hoạt động cụ thể của DN ở từng giai đoạn và thời điểm cụ thể. Như bài học kinh nghiệm rút ra từ DN Buriram Sugar, bối cảnh chung đã gặp khó khăn, lẽ ra DN nên điều chỉnh CCNV theo hướng giảm bớt việc sử dụng nợ. Nhưng do nhu cầu đáp ứng nguồn vốn cho hoạt động, DN lại đi vay nhiều hơn dẫn đến hiệu quả kinh doanh của DN bị giảm sút, DN thua lỗ do khó khăn từ tình hình chung và việc DN tiếp tục sử dụng thêm nợ ở mức cao đã làm ảnh hưởng đến lợi ích của chính các chủ sở hữu trong DN.

Thứ ba, để đánh giá CCNV cần phải xem xét nó trong mối tương quan với nhiều nhân tố, bao gồm cả nhân tố bên trong và bên ngoài DN. Về nhân tố bên ngoài, sự phát triển của thị trường tài chính là một nhân tố quan trọng. Điều này có thể thấy khi xem xét CCNV của các DN của Nhật Bản và Thái Lan. Tính linh hoạt trong CCNV của Thai Foods và Buriram Sugar thể hiện đặc thù của môi trường kinh doanh tại các nước đang phát triển như Thái Lan. Đối với Nhật Bản, một quốc gia phát triển và có thị trường tài chính ổn định, CCNV của các DN cũng có sự ổn định tương đối, vì còn phụ thuộc vào vị thế của DN và chiến lược của DN trong từng giai đoạn.

Thứ tư, kinh nghiệm từ DN Kraft Heinz và B&G Food của Hoa Kỳ cho thấy rằng, quy mô của DN là một nhân tố có tác động đa chiều đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Lợi thế của Kraft Heinz là một DN lớn có thể công khai minh bạch thông tin để huy động vốn thông qua thị trường tài chính, đây được coi là một giải pháp huy động vốn hiệu quả, đặc biệt là ở những quốc gia có thị trường tài chính phát triển như Hoa Kỳ. Song chính sách tài trợ đó đã không tận dụng được cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính có mang lại hiệu quả cho DN. Trong khi đó, B&G Food là một DN có quy mô nhỏ hơn, nhưng duy trì một CCNV rủi ro hơn khi hệ số nợ cao, song trước cùng một khó khăn như nhau, lợi nhuận của cả Kraft Heinz và B&G Food đều giảm sút thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của B&G Food vẫn ở mức cao và không bị giảm sút mạnh như Kraft Heinz.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Trong nội dung chương 2 tác giả đã trình bày được những vấn đề lý luận cơ bản liên quan đến CCNV và hoàn thiện CCNV của doanh nghiệp, bao gồm: khái niệm CCNV; các lý thuyết về CCNV của DN; Các chỉ tiêu đánh giá CCNV của DNTP cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của DNTP (bao gồm cả nhân tố chủ quan và nhân tố khách quan); Tác động của CCNV đến hoạt động của DN trên các góc độ chính: (i) Tác động của CCNV chi phí sử dụng vốn bình quân; (ii) Tác động của CCNV đến rủi ro tài chính của DN và (iii) Tác động của CCNV đến tỷ suất lợi nhuận vốn CSH; Nội dung, các nguyên tắc và trình tự các bước trong hoàn thiện CCNV của DN. Bên cạnh đó, tác giả cũng nghiên cứu kinh nghiệm hoàn thiện CCNV của một số DNTP NY ở Nhật Bản, Thái Lan và Hoa Kỳ; qua đó rút ra bài học cho các DNTP NY ở Việt Nam.

Chương 3

THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

3.1. Tổng quan về các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam

3.1.1. *Doanh nghiệp thực phẩm và ngành thực phẩm ở Việt Nam*

Ngành thực phẩm nhiều năm nay luôn là một trong những ngành kinh tế quan trọng và còn nhiều tiềm năng phát triển của Việt Nam. Xét về giá trị sản xuất, đây là ngành có giá trị sản xuất lớn nhất và có tổng doanh thu lớn thứ hai trong số các ngành hàng kinh tế Việt Nam. Để tạo nên giá trị của ngành thực phẩm, không thể không kể đến vai trò của các doanh nghiệp thực phẩm. Vai trò cụ thể của các DNTP thể hiện trên các khía cạnh sau đây:

Thứ nhất, đáp ứng được nhu cầu đời sống nhân dân ngày càng cao

Trước đây, người dân chỉ quen dùng các sản phẩm tươi sống, chế biến thô thì nay đã có sự chuyển biến rõ rệt. Các sản phẩm chế biến ngày càng giữ vị trí quan trọng trong đời sống của nhân dân như các loại bánh, mì ăn liền, rau quả hộp, thịt hộp, xúc xích...Rõ ràng sự đa dạng, phong phú của sản phẩm cũng như giá trị dinh dưỡng, sự tiện ích của sản phẩm đã thuyết phục người tiêu dùng ngày một nhiều. Tuy nhiên, phát triển công nghiệp chế biến thực phẩm cần phải mạnh hơn nữa mới đáp ứng được nhu cầu đang tăng nhanh của người tiêu dùng, đặc biệt là người tiêu dùng có thu nhập cao ở thành phố, khu công nghiệp.

Thứ hai, các doanh nghiệp chế biến thực phẩm góp phần mở rộng thị trường tiêu thụ nông sản

Nông sản nếu không qua chế biến thì không thể vận chuyển đi xa, thời gian tiêu thụ ngắn, không đáp ứng được nhu cầu đa dạng của dân cư ở những vùng khác nhau. Nhờ công nghiệp chế biến thực phẩm mà nông sản được vận chuyển dễ dàng hơn cũng như được cất trữ để bán trên thị trường lúc trái vụ, điều này khắc phục được điểm yếu của hàng hoá nông nghiệp là mang tính thời vụ cao.

Đồng thời công nghiệp chế biến thực phẩm cũng góp phần làm tăng xuất khẩu nông sản. Nếu chỉ xuất khẩu dưới dạng thô, sơ chế thì không thể cạnh tranh được với các nước khác, nhất là các nước trong khu vực.

Chính vì vậy, phát triển công nghiệp chế biến thực phẩm để phục vụ tiêu dùng và xuất khẩu, mở rộng thị trường là rất cần thiết và cấp bách.

Thứ ba, công nghiệp chế biến thực phẩm thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu sản xuất nông nghiệp, phát triển sản xuất nông sản hàng hoá và hình thành vùng chuyên canh quy mô lớn.

Nguyên liệu cho công nghiệp chế biến thực phẩm phải tập trung, đồng nhất thì chế biến mới đạt hiệu quả cao. Việc phát triển chế biến sản phẩm nào là do nắm bắt thị trường, cho nên sản xuất nông nghiệp sẽ thay đổi để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu của công nghiệp chế biến thực phẩm. Khi xây dựng nhà máy chế biến thì vấn đề đầu tiên là phải xây dựng được vùng nguyên liệu cho chế biến để có quy mô, công nghệ hợp lý. Quy mô, tốc độ phát triển của chế biến nông sản phụ thuộc vào trình độ, tính chất phát triển của sản xuất nông nghiệp; mặt khác nhờ sự phát triển chế biến nông sản mà xuất khẩu nông nghiệp sẽ phát triển theo hướng chuyên canh, có năng suất cao, hiệu quả kinh tế cao.

Công nghiệp chế biến thực phẩm còn có vai trò to lớn trong việc chuyển dịch cơ cấu kinh tế nông nghiệp nông thôn theo hướng phát triển mạnh, vững chắc, có hiệu quả, công nghiệp – dịch vụ ở nông thôn tăng nhanh ngành này trong cơ cấu nông nghiệp – công nghiệp – dịch vụ; trong nội bộ ngành nông nghiệp cũng bố trí lại cơ cấu cây trồng, vật nuôi gắn với công nghiệp chế biến thực phẩm theo hướng tăng tỷ trọng ngành chăn nuôi, giảm tỷ trọng ngành trồng trọt và trong nội bộ ngành trồng trọt thì giảm tỷ trọng cây lương thực, tăng tỷ trọng cây công nghiệp và cây ăn quả...

Thứ tư, doanh nghiệp thực phẩm góp phần tạo công ăn việc làm và tăng thu nhập cho người lao động

Các DN chế biến thực phẩm tại chỗ trong nông nghiệp nông thôn góp phần giải quyết nhu cầu việc làm cho lao động nhàn rỗi ở khu vực này. Chính công nghiệp chế biến thực phẩm đã giải quyết tốt nạn di dân ồ ạt từ nông thôn ra thành phố, đã tạo việc làm cho hàng ngàn người lao động thất nghiệp và bán thất nghiệp ở nông thôn. Chế biến nông sản vừa làm tăng giá trị vừa tăng giá trị sử dụng và cũng làm tăng thu nhập của người lao động. Ngành công nghiệp chế biến nếu phát triển tương xứng với tiềm

năng, lợi thế của ngành sản xuất nông nghiệp thì sẽ thu hút được rất nhiều lao động nông thôn vốn rất dồi dào, giá rẻ mạt...

Ngành được dự báo sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ thu nhập người dân cải thiện và xu hướng tiêu dùng sản phẩm giá trị cao hơn sẽ chiếm lĩnh thị hiếu tiêu dùng. Nhu cầu tiêu dùng thực phẩm sạch và có lợi cho sức khỏe sẽ có những bước chuyển tích cực trong tất cả các phân khúc đi kèm với sự dịch chuyển lên nhóm hàng thực phẩm có giá trị cao trong tương lai, hứa hẹn cơ hội tăng trưởng mạnh cho các công ty thực phẩm sạch và có lợi cho sức khỏe.

3.1.2. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thực phẩm

3.1.2.1. Đặc điểm sản phẩm thực phẩm

Sản phẩm thực phẩm gắn liền với nhu cầu sinh hoạt của con người: lương thực, đường, sữa, đồ hộp, dầu ăn, bột mì, bánh kẹo... Nguyên liệu sản xuất thực phẩm là các sản phẩm của ngành nông nghiệp, lâm nghiệp, chăn nuôi, thủy sản, và một số ngành chế biến khác. Hàng nông sản dùng làm nguyên liệu đầu vào cho sản xuất kinh doanh hàng thực phẩm nên ta phải hiểu rõ đặc điểm của nó để chủ động khai thác tốt nhất nguồn đầu vào này. Vì vậy để tìm hiểu đặc điểm của sản phẩm thực phẩm chúng ta cần nắm rõ đặc điểm của nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu là hàng nông sản. Hàng nông sản có những đặc điểm chủ yếu sau:

+ Tính thời vụ: vì chăn nuôi, trồng trọt có tính thời vụ nên cần phải biết quy luật sản xuất các mặt hàng nông sản để làm tốt công tác chuẩn bị trước mùa thu hoạch, đến kỳ thu hoạch phải tập trung nhanh nguồn lao động để triển khai công tác thu mua và chế biến sản phẩm từ các ngành này.

+ Tính phân tán: hàng nông sản phân tán ở các vùng nông thôn và trong tay hàng triệu nông dân, sức tiêu thụ thì tập trung ở thành phố và khu công nghiệp tập trung. Vì vậy phải bố trí địa điểm thu mua, phương thức thu mua, chế biến và vận chuyển đều phải phù hợp với đặc điểm nói trên.

+ Tính khu vực: tùy theo địa hình của từng nơi mà có vùng thì thích hợp với trồng trọt cây nông nghiệp, nơi thì cây công nghiệp, nơi thì với nghề chăn nuôi, vì thế có những cơ sở sản xuất sản phẩm hàng nông sản rất khác nhau với tỷ lệ hàng hoá khá cao.

+ Tính không ổn định: Sản xuất hàng nông sản không ổn định, sản lượng hàng nông nghiệp có thể lên xuống thất thường, vùng này được mùa vùng khác mất mùa... Hàng nông sản rất phong phú, nơi sản xuất và tiêu thụ rải rác khắp nơi, quan hệ cung cầu rất phức tạp, vì vậy ngành kinh doanh hàng nông sản phải nắm vững quy luật luân chuyển của chúng: nắm chắc khu vực sản xuất, nắm được hướng và khu vực tiêu thụ hàng nông sản truyền thống, nắm chắc đặc điểm, chất lượng và thời vụ hàng hoá nông sản. Chủ thể kinh doanh có thể là một công ty thương mại chỉ làm cầu nối giữa sản xuất với tiêu dùng hoặc là một nhà sản xuất, chế biến. Những sản phẩm sản xuất ra ngoài việc cần giấy phép đăng ký kinh doanh ra còn phải có giấy chứng nhận đạt chất lượng vệ sinh an toàn thực phẩm do bộ y tế cấp.

Từ đó có thể rút ra một số đặc điểm cơ bản của sản phẩm thực phẩm như sau:

Một là, sản phẩm thực phẩm có liên quan trực tiếp đến sức khỏe của con người vì vậy các tiêu chuẩn về an toàn thực phẩm trong quá trình sản xuất, chế biến, đóng gói và bảo quản cần được tuân thủ nghiêm ngặt.

Hai là, sức mua trên thị trường biến đổi lớn, theo thời gian, theo địa phương...người tiêu dùng có thể cân nhắc rất kỹ khi cần mua sắm nhất là vào thời điểm có rất nhiều hàng tiêu dùng có khả năng thay thế lẫn nhau.

Ba là, số lượng người mua nhiều vì hàng thực phẩm gắn với cuộc sống hàng ngày của nhân dân, các thành viên trong xã hội đều có nhu cầu tiêu dùng nhưng mỗi lần mua không nhiều, lật vật và phân tán vì nhu cầu đời sống rất đa dạng. Song cũng có sự khác biệt về người tiêu dùng rất lớn: giữa tầng lớp dân cư, địa vị, các tập đoàn khác nhau về nghề nghiệp, dân tộc, giới tính, trình độ văn hóa, độ tuổi, tập quán sinh hoạt nên sự hiểu biết và tiêu dùng của họ về các loại sản phẩm về thực phẩm khác biệt nhau.

Bốn là, nguyên vật liệu đầu vào của các DN thực phẩm chủ yếu là nông sản, vì vậy sản phẩm thực phẩm cũng chịu tác động của tính thời vụ và tính không ổn định của các sản phẩm nông nghiệp.

3.1.2.2. Đặc điểm thị trường tiêu thụ sản phẩm của các doanh nghiệp thực phẩm

* **Kênh phân phối sản phẩm thực phẩm**

- Kênh phân phối truyền thống: Kênh phân phối chiếm ưu thế hàng đầu trong các kênh phân phối thực phẩm tại Việt Nam vẫn là các chợ truyền thống. Các chợ truyền thống là nhà phân phối thực phẩm tươi quan trọng nhất hiện nay. Theo số liệu tổng hợp của Bộ công thương, hơn 80% các bà nội trợ mua thực phẩm ở các khu chợ này. Những loại thực phẩm được tiêu thụ chủ yếu ở kênh phân phối này là thực phẩm tươi như rau quả, thịt, hải sản. Đối mặt với sự cạnh tranh của các nhà kinh doanh hiện đại kiểu mẫu (ví dụ như siêu thị), các khi chợ truyền thống vẫn đảm bảo thế mạnh của họ ở kinh doanh thực phẩm tươi do có sự tiện nghi (có rất nhiều lựa chọn cho người tiêu dùng với những mức thu nhập khác nhau), thuận lợi về giao thông và quan trọng hơn cả là thói quen đi chợ của người tiêu dùng Việt Nam.

Bên cạnh đó kênh phân phối truyền thống còn bao gồm các chợ tạm, chợ cóc, hàng rong, người bán lẻ ven đường. Hầu hết những loại hình phân phối này đều nằm trong khu dân cư. Khoảng 17% người nội trợ sử dụng kênh phân phối này. Mặc dù chỉ có tỷ lệ người sử dụng nhỏ nhưng loại hình phân phối này vẫn tồn tại và có một vị trí nhất định do hai yếu tố: sự tiện dụng (đáp ứng được nhu cầu thực phẩm tươi sống, giá cả phù hợp với địa bàn dân cư nơi họp chợ) và vị trí (thường nằm ngay trong khu dân cư). Tuy vậy, do những loại hình kinh doanh này chủ yếu mang tính chất tạm bợ, không có đăng ký kinh doanh như những gian hàng tại các khu chợ lớn, không được đầu tư cơ sở vật chất phù hợp, nên thường không đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm, cũng như rất khó quản lý.

- Kênh phân phối siêu thị và cửa hàng bán lẻ:

Khác với kênh phân phối truyền thống, hệ thống siêu thị và các cửa hàng bán hàng bán lẻ có những thế mạnh nhất định. Tại những nơi này, hệ thống bảo quản thực phẩm thường tốt hơn các khu chợ truyền thống, giờ đóng cửa muộn hơn (có thể đến 22h) do đó nó thu hút được một lượng khách nhất định, đặc biệt là những người trẻ và có thu nhập khá trở lên. Bên cạnh đó, tỷ lệ người tiêu dùng chọn mua những thực phẩm chế biến sẵn ở các siêu thị cũng nhiều hơn.

Như vậy, có thể thấy kinh doanh các mặt hàng chế biến sẵn vẫn là thế mạnh của các siêu thị và cửa hàng bán lẻ. Ngoài ra, Việt Nam là một nước dân số trẻ, nên kinh

tế đang phát triển theo hướng kinh tế thị trường, do đó kênh phân phối hiện đại đang dần có chỗ đứng vững chắc hơn, thu hút được một lượng nhất định người tiêu dùng.

*** Thị trường tiêu thụ sản phẩm thực phẩm**

Tiềm năng của ngành thực phẩm được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố tích cực như: (i) dân số đông (gần 100 triệu người), với tốc độ tăng trưởng bình quân 1,2%/năm; (ii) cơ cấu dân số trẻ (68% dưới 40 tuổi); (iii) tỷ lệ đô thị hoá cao, đạt 35,7% năm 2015; (iv) thu nhập bình quân đầu người tăng cao; (v) mạng lưới bán lẻ dày đặc khuyến khích người dân mua hàng.

Sản phẩm của ngành thực phẩm được phân bổ theo tỷ lệ 70% tiêu thụ nội địa, 30% dành cho xuất khẩu. Các lĩnh vực, tiểu ngành chủ yếu tiêu thụ nội địa:

Sữa: là một trong những tiểu ngành có tính ổn định cao, ít bị tác động bởi chu kỳ kinh tế; tiềm năng tăng trưởng của ngành vẫn rất lớn bởi tiêu thụ sữa bình quân đầu người của nước ta rất thấp so với bình quân trên thế giới, xu hướng tăng sử dụng sữa như một loại thực phẩm tăng cường sức khoẻ. Tuy nhiên sản lượng sữa chăn nuôi nội địa mới chỉ đáp ứng được 40% nhu cầu chế biến khiến Việt Nam phụ thuộc vào nguồn sữa nhập khẩu. Điều này dẫn đến rủi ro tỷ giá, cạnh tranh với doanh nghiệp nước ngoài xâm nhập vào thị trường sữa trong nước. Thời gian gần đây, do sự phát triển nhanh và mạnh của ngành chăn nuôi bò sữa trong nước, Việt Nam đang giảm bớt phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu sữa ngoại nhập.

Mía đường: cơ cấu dân số trẻ và tốc độ gia tăng dân số khiến nhu cầu tiêu thụ đường nội địa tăng ổn định, hơn nữa lại được Nhà nước bảo hộ bằng thuế quan và hạn ngạch. Tuy nhiên, giá thành sản xuất đường cao do giá mía nguyên liệu (chiếm 70-80% tổng chi phí đầu vào) tại Việt Nam cao hơn nhiều các nước sản xuất mía đường thế giới bởi cơ giới hoá thấp trong trồng mía. Điều này khiến đường Việt Nam không cạnh tranh được các loại đường nhập khẩu và gần như không thể xuất khẩu ra thế giới trừ thị trường Trung Quốc. Vì vậy, hiện nay nhiều công ty mía đường trong nước đang tập trung vào hoạt động khai thác chuỗi giá trị ngành đường, góp phần vào mục tiêu giảm giá thành, cụ thể nhất là hoạt động nhiệt điện từ bã mía, sản xuất ethanol...

Các lĩnh vực/tiểu ngành có thể mạnh xuất khẩu:

Rau quả: có tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu cao nhất trong các mặt hàng nông sản. Diện tích trồng rau ngày càng mở rộng, sản lượng rau của Việt Nam đứng thứ 3 trên thế giới (7,8 triệu tấn) sau Trung Quốc (160 triệu tấn) và Ấn Độ (28 triệu tấn). (FAO, 2012). Nước ta có điều kiện tự nhiên thích hợp cho cả các cây rau quả nhiệt đới (xoài, chuối, dứa...) và ôn đới (dâu tây, cải bắp, hành, cà chua,...). Nhiều thị trường khó tính như Nhật Bản, Mỹ, Úc đã bắt đầu cấp phép nhập khẩu một số loại quả từ Việt Nam, gồm: chuối, nhãn, vải, thanh long... Tuy nhiên, diện tích rau quả được áp dụng quy trình sản xuất an toàn (VietGap, GlobalGap...) còn thấp, chỉ chiếm khoảng 5% tổng diện tích trồng trọt, dẫn đến không an toàn đảm bảo vệ sinh thực phẩm, ảnh hưởng đến thương hiệu rau quả Việt Nam trên thị trường nội địa và xuất khẩu. Hoạt động thu hái, phân loại, đóng gói và bảo quản rau quả vẫn chủ yếu được tiến hành theo phương thức thủ công khiến cho tỷ lệ tổn thất sau thu hoạch lên tới 20-25%. Quy mô vườn cây ăn quả ở Việt Nam còn rất nhỏ lẻ, phân tán, khó đáp ứng được khối lượng hàng hoá đủ lớn, đủ tiêu chuẩn xuất khẩu trong thời gian ngắn. Công suất hoạt động thực tế của nhiều nhà máy này chỉ đạt 50-60% do thiếu nguyên liệu, nguyên liệu không đảm bảo các yêu cầu chất lượng cho xuất khẩu. Rau quả xuất khẩu còn phụ thuộc nhiều vào thị trường Trung Quốc (chiếm tỷ trọng trên 60%) nên thiếu tính ổn định. Hầu hết các sản phẩm rau quả xuất khẩu dưới nhãn mác của nước ngoài.

Hạt điều: là thế mạnh của Việt Nam khi giữ vững vị thế xuất khẩu số 1 thế giới trong hơn 10 năm qua. Người tiêu dùng thế giới ngày càng tăng hiểu biết, nhận thức về sức khoẻ khi tiêu thụ các loại hạt dinh dưỡng, trong đó có hạt điều; đặc biệt tại Mỹ, Trung Quốc – 2 thị trường tiêu thụ nhân điều lớn nhất của Việt Nam. Tuy nhiên ngành điều Việt Nam phải phụ thuộc 70% vào nguồn nguyên liệu điều thô nhập khẩu, do đó, thường chịu giá đầu vào liên tục tăng, chất lượng không đảm bảo, bị huỷ bất ngờ hợp đồng giao hàng. Bên cạnh đó, nhiều cơ sở hộ gia đình nhỏ lẻ tham gia thu mua, chế biến nhân điều không hoá đơn thuế, không đảm bảo tiêu chuẩn vệ sinh khiến các doanh nghiệp lớn khó cạnh tranh cũng như làm giảm uy tín thương hiệu điều Việt Nam. Đặc biệt, vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm sẽ càng chặt chẽ hơn khi thị trường Mỹ áp dụng Luật hiện đại hoá an toàn thực phẩm (FSMA) đối với xuất khẩu hạt điều của Việt Nam vào Mỹ từ năm 2016.

Gạo: có vị thế cao trên thị trường gạo thế giới với sản lượng lớn và giá cả cạnh tranh. Là ngành được chú trọng nhất trong quy hoạch về nông nghiệp và được Nhà nước quan tâm, có nhiều chính sách hỗ trợ về vốn. Tuy nhiên khả năng cạnh tranh kém hơn các loại gạo xuất khẩu của Thái Lan, Campuchia...do không kiểm soát được dư lượng thuốc bảo vệ thực vật và gạo pha trộn.

Các đặc điểm hoạt động kinh doanh đã chi phối đến CCNV của các DNTP. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, CCNV của các DNTP sẽ nghiêng về sử dụng nợ. Thực phẩm là những sản phẩm thiết yếu cho nhu cầu tiêu dùng hằng ngày của con người, thời gian sử dụng thường ngắn, nên tốc độ quay vòng vốn của các DNTP thường nhanh, vì vậy nợ phải trả thường chiếm tỷ trọng cao. Lý thuyết trật tự phân hạng cũng cho rằng, khi có nhu cầu sử dụng vốn, DN sẽ ưu tiên sử dụng nguồn vốn có chi phí thấp trước nguồn chi phí sử dụng vốn cao. Do đó sử dụng nợ phải trả được coi là có chi phí thấp hơn so với việc sử dụng vốn chủ sở hữu. Hơn nữa DN cũng được hưởng lợi ích lá chắn thuế từ lãi tiền vay. Ngoài ra, Việt Nam là một nước đang phát triển, khả năng tự tài trợ của các DN thường không cao, nên CCNV nghiêng về sử dụng nợ cũng là điều dễ hiểu.

Thứ hai, CCNV của các DNTP nghiêng về nguồn vốn ngắn hạn. Do các sản phẩm thực phẩm chủ yếu là sản phẩm tươi sống, khó bảo quản, dễ hư hỏng, nên chi phí chế biến, bảo quản thường cao. Vì vậy đối với các DNTP, TSNH thường chiếm tỷ trọng lớn. Cơ cấu tài sản là một nhân tố chủ quan ảnh hưởng đến CCNV của doanh nghiệp. DN huy động vốn để tài trợ cho tài sản cũng cần đảm bảo tính tương thích về mặt thời gian. Do đó, với đặc thù của các DNTP là TSNH chiếm tỷ trọng cao thì các DN sẽ huy động các nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản đó. Vì vậy, CCNV của các DNTP có xu hướng nghiêng về nguồn vốn ngắn hạn là điều hợp lý và dễ hiểu, trong đó các khoản vay ngắn hạn cũng chiếm tỷ trọng cao. Ngoài ra, trong ngắn hạn, các DNTP cũng có thể tận dụng các nguồn vốn chiếm dụng từ khách hàng thông qua các chính sách tín dụng thương mại (các khoản yêu cầu thanh toán trước đối với người mua hoặc đàm phán trả chậm đối với nhà cung cấp), các khoản chiếm dụng vốn từ việc trì hoãn nộp thuế (giảm bớt tiền chi nộp thuế năm hiện hành vào các năm tiếp theo trong tương

lai). Như vậy, DN vẫn có thể tận dụng được nguồn vốn trong ngắn hạn có tính chất ổn định lại tiết kiệm được chi phí lãi vay.

Thứ ba, nguồn vốn bên ngoài chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn của các DNTP và ngày càng đa dạng các hình thức huy động vốn. Trước hết, đặc điểm của các sản phẩm thực phẩm là thời gian sử dụng thường ngắn, vì vậy tốc độ quay vòng vốn của các DNTP cũng nhanh. Do đó các DNTP sẽ nhanh chóng thu được lợi nhuận và dùng một phần lợi nhuận bổ sung vào vốn CSH để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN. Việc huy động vốn từ lợi nhuận để lại sẽ giúp các DNTP tiết kiệm được thời gian và chi phí huy động vốn, giữ quyền kiểm soát cho các cổ đông hiện hành; không bị áp lực thanh toán đúng hạn, lại chủ động trong việc sử dụng vốn. Tuy nhiên hạn chế của nguồn vốn bên trong thường không đáp ứng đủ nhu cầu về vốn cho DN, trong khi thực phẩm được đánh giá là ngành có triển vọng tăng trưởng, vì vậy nhu cầu vốn của DN để hoạt động là rất cần thiết. Nếu chỉ sử dụng nguồn vốn bên trong thì không thể đáp ứng được nhu cầu về vốn cho các DNTP, nên việc gia tăng sử dụng nguồn vốn bên ngoài là cần thiết, thông qua đi vay hoặc thị trường chứng khoán. Hiện nay thị trường chứng khoán đang ngày càng được hoàn thiện và phát triển, giúp cho các DN nói chung và các DNTP nó riêng, huy động được các nguồn vốn đa dạng phù hợp với nhu cầu của doanh nghiệp.

3.1.3. Các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Hiện nay, nhiều tiêu chuẩn được áp dụng để phân ngành cho các DN trên thị trường chứng khoán. Theo cấu trúc phân ngành của ICB (Industry Classification Benchmark), các DNTP NY ở Việt Nam được xếp vào ngành cấp 4, số lượng các DNTP NY tính đến ngày 31/12/2019 được thể hiện ở bảng 3.1.

Bảng 3.1: Các DNTP NY trên thị trường chứng khoán Việt Nam đến ngày 31/12/2019

Năm	Số DNTP NY			Tốc độ tăng (%)
	Sàn HSX	Sàn HNX	Tổng	
2000	1		1	-
2001	2	1	3	200
2005	4	1	5	66,67
2006	6	4	10	100
2007	6	5	11	10
2008	8	5	13	18,18
2009	9	5	14	7,69
2010	9	6	15	7,14
2011	9	7	16	6,67
2012	10	8	18	12,5
2013	10	8	18	-
2014	10	9	19	5,56
2015	10	12	22	15,79
2016	10	12	22	-
2017	10	11	21	
2018	11	11	22	4,54
2019	11	10	21	-

Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của Vietstock

Nhìn vào số liệu ở bảng 3.1 cho thấy, các DNTP được NY từ những ngày đầu đi vào hoạt động của TTCK Việt Nam, ví dụ Công ty cổ phần chế biến hàng xuất khẩu Long An (với mã cổ phiếu LAF) niêm yết trên sàn HSX từ ngày 12/11/2000. Số lượng các DNTP NY tăng nhanh trong giai đoạn đầu hoạt động của TTCK (từ năm 2000 đến năm 2006 tăng 9 DN). Giai đoạn từ năm 2007 – 2013 là giai đoạn khởi sắc của TTCK Việt Nam, số lượng các DNTP cũng tăng lên đáng kể (tăng 8 DN), tạo điều kiện thuận lợi giúp các DNTP NY sử dụng hữu hiệu kênh huy động vốn thông qua thị trường này. Trong giai đoạn 2013-2019, số lượng các DNTP có tăng lên nhưng không nhiều và số DNTP NY tính đến ngày 31/12/2019 là 21 DN. Riêng năm 2017, có cổ phiếu của công ty cổ phần nông sản xuất khẩu Nam Định (mã cổ phiếu NDF) đưa vào tình trạng kiểm

soát và năm 2019 có cổ phiếu của công ty cổ phần dầu thực vật Sài Gòn (mã cổ phiếu SGO) bị hủy niêm yết, dẫn đến số lượng các DNTP NY giảm đi. *(Chi tiết về các DNTP NY xem Phụ lục số 01)*

Quan sát theo sàn niêm yết có thể thấy, ban đầu các DNTP TP chủ yếu là NY trên sàn HSX, từ năm 2013 số lượng các DNTP NY ở cả 2 sàn tương đương nhau.

Tính tới thời điểm ngày 31/12/2019, bên cạnh nhiều DNTP NY có quy mô lớn và khẳng định được vị thế trên thị trường như Tập đoàn Masan (tổng vốn 97.297 tỷ đồng); CTCP Sữa Việt Nam Vinamilk (tổng vốn 44.699 tỷ đồng); CTCP Kinh Đô (tổng vốn 11.932 tỷ đồng); CTCP Mía đường Thành Thành Công Biên Hòa (tổng vốn 17.233 tỷ đồng), còn nhiều DN có quy mô dưới 1.000 tỷ đồng. Ở Việt Nam, căn cứ theo Nghị định số 56/2009/NĐ-CP ngày 30/6/2009 của Chính phủ quy định DN trong các lĩnh vực hoạt động có quy mô lớn hơn 100 tỷ đồng và trên 300 lao động được xếp vào DN có quy mô lớn. Theo quy định này, hầu hết các DNTP NY ở Việt Nam là DN có quy mô lớn. Sau đây là bảng tổng hợp các DNTP theo quy mô vốn qua các năm trong giai đoạn 2013-2019:

Bảng 3.2. Phân loại DNTP NY theo quy mô vốn

Năm	<1.000 tỷ đồng		>1.000 tỷ đồng		Tổng
	Số lượng	Tỷ trọng	Số lượng	Tỷ trọng	
2013	11	61,11%	7	38,89%	18
2014	12	63,16%	7	36,84%	19
2015	14	63,64%	8	36,36%	22
2016	14	63,64%	8	36,36%	22
2017	12	57,14%	9	42,85%	21
2018	13	59,09%	9	40,91%	22
2019	11	52,38%	10	47,62%	21

Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của Vietstock

Theo bảng 3.2, các DNTP NY hầu hết là các DN có quy mô lớn, song có thể chia thành 2 nhóm như sau: (i) các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng, chiếm khoảng 36,36-47,62% số DNTP NY mỗi năm; (ii) nhóm DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng, chiếm khoảng 52,38-63,64% số DNTP NY mỗi năm.

Ngoài ra, các DNTP NY đều hoạt động dưới sự kiểm soát, điều hành của đại hội đồng cổ đông, hội đồng quản trị và ban giám đốc. Cơ cấu sở hữu cổ đông sẽ tác động đến các quyết định quan trọng của DN, trong đó có quyết định tài trợ. Do vậy, nghiên cứu cho rằng yếu tố sở hữu Nhà nước là một nhân tố có tác động đến CCNV của DN nói chung và DNTP NY nói riêng. Theo đó, nghiên cứu sẽ phân loại các DNTP NY theo yếu tố SHNN và các DNTP NY được chia thành 2 nhóm: (i) NDN có SHNN và (ii) NDN không có SHNN. Phân loại các DNTP NY theo yếu tố SHNN cụ thể ở bảng 3.3:

Bảng 3.3. Phân loại DNTP NY theo yếu tố SHNN

Năm	Có SHNN		Không có SHNN		Tổng
	Số lượng	Tỷ trọng	Số lượng	Tỷ trọng	
2013	10	55,56%	8	44,44%	18
2014	10	52,63%	9	47,37%	19
2015	10	45,45%	12	54,55%	22
2016	10	45,45%	12	54,55%	22
2017	10	47,62%	11	52,38%	21
2018	10	45,45%	12	54,55%	22
2019	10	47,62%	11	52,38%	21

Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của Vietstock

Số liệu bảng 3.3 cho thấy, số lượng các DNTP NY có yếu tố SHNN duy trì ổn định trong giai đoạn 2013-2019. Trong các DNTP NY có SHNN, hầu hết tỷ lệ sở hữu của Nhà nước dưới 50% (6/10 DN), các DN còn lại Nhà nước sở hữu từ 51% trở lên. Các DNTP NY không có SHNN trong giai đoạn 2015-2019 có xu hướng tăng lên so với giai đoạn 2013-2014.

3.1.4. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết

Trong giai đoạn 2013-2019, mặc dù còn nhiều khó khăn song các DNTP nói chung và các DNTP NY nói riêng đã đạt được những kết quả đáng khích lệ. Điều đó thể hiện rõ qua bảng số liệu 3.4:

Bảng 3.4. Kết quả kinh doanh của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019*ĐVT: tỷ đồng*

Năm Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Doanh thu thuần	64.662	72.910	93.303	115.648	123.707	128.645	132.467
2. Giá vốn hàng bán	44.372	50.697	63.527	76.406	82.979	87.490	89.735
3. Chi phí tài chính	1.027	2.081	3.275	3.932	4.716	4.448	3.647
4. Chi phí bán hàng	7.222	12.194	12.207	17.494	19.170	19.184	19.835
5. Chi phí quản lý DN	2.337	2.726	3.826	3.950	4.509	4.562	4.985
6. Lợi nhuận trước thuế	11.465	11.614	20.284	18.429	18.336	19.342	21.529
7. Lợi nhuận sau thuế	8.992	9.109	16.437	15.417	15.416	16.616	18.135

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Phân tích khái quát về kết quả kinh doanh của các DNTP NY ở bảng số liệu 3.4 cho thấy, DTT của các DNTP NY tăng qua các năm trong giai đoạn 2013-2019. Tốc độ tăng của DTT lớn nhất vào năm 2015 và 2016 (DTT năm 2015 tăng 27,97% so với năm 2014 và DTT năm 2016 tăng 23,97% so với năm 2015) bởi vì đây là 2 năm có số lượng DNTP NY nhiều nhất trong giai đoạn 2013-2019. Giai đoạn 2017-2019, DTT của các DNTP NY vẫn tăng nhưng tốc độ tăng giảm dần. Theo sự biến động tăng của doanh thu thuần, các khoản mục chi phí của các DNTP NY cũng tăng lên. Trong đó khoản mục GVHB chiếm tỷ trọng lớn nhất trong DTT (GVHB chiếm trên 60% doanh thu thuần), tiếp theo đến CPBH (chiếm 11,17-16,72% DTT), còn lại CPTC và CPQLDN chiếm tỷ trọng dưới 5% DTT. DTT và các khoản mục chi phí của DNTP NY tăng lên trong giai đoạn 2013-2019, nhưng vẫn đảm bảo các DN này hoạt động có lợi nhuận. LNST của các DNTP tăng cao nhất trong năm 2015, sau đó giảm nhẹ trong 2 năm 2016 và 2017, đến năm 2018 và 2019 tăng trở lại.

DTT và LNST của các DNTP NY tăng cao trong 2 năm 2015 và 2016 bởi vì đây là 2 năm có số lượng các DNTP NY nhiều nhất, với sự tăng thêm của 3 DNTP được NY vào năm 2015, số lượng DNTP NY đó duy trì trong năm 2016. Tuy nhiên, sang năm 2017, một số DNTP NY hoạt động gặp khó khăn, dẫn đến kết quả kinh doanh giảm sút, điển hình là CTCP sữa Hà Nội, CTCP chế biến hàng xuất khẩu Long An.

Mặc dù trong 2 năm 2018 và 2019, có một số DNTP NY hoạt động không hiệu quả dẫn đến cổ phiếu bị tạm ngừng giao dịch vào năm 2018 và bị hủy niêm yết vào năm 2019 ⁵(mã cổ phiếu NDF của CTCP nông sản xuất khẩu Nam Định và mã cổ phiếu SGO của CTCP dầu thực vật Sài Gòn), song kết quả kinh doanh của các DNTP NY tốt nhất ở năm 2018 và 2019 nhờ những ảnh hưởng tích cực từ nền kinh tế. Năm 2018, tăng trưởng kinh tế đạt 7,08% ⁶so với năm 2017, mức tăng cao nhất 11 năm qua, thu nhập bình quân đầu người đạt 58,5 triệu đồng/người/năm. Năm 2019, là năm thứ 2 liên tiếp đạt và vượt toàn bộ 12 chỉ tiêu chủ yếu, trong đó 7 chỉ tiêu vượt kế hoạch; Thực hiện đồng bộ, hiệu quả các giải pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế đồng thời với nâng cao chất lượng tăng trưởng; Kinh tế vĩ mô ổn định vững chắc hơn. Tốc độ tăng

⁵ Căn cứ *NĐ58/2012/NĐ-CP* ngày 20/07/2012 quy định về huỷ NY bắt buộc và tự nguyện

⁶ Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội năm 2018 của Tổng cục thống kê

GDP năm đạt 7,02%⁷, vượt mục tiêu của Quốc hội đề ra, thu nhập bình quân đầu người đạt 63,5 triệu đồng/người/năm. Khi thu nhập tăng lên, người tiêu dùng sẵn sàng chi trả mức chi tiêu cao hơn cho sản phẩm thực phẩm có lợi cho sức khỏe và thân thiện với môi trường. Cuộc sống hiện đại, nhu cầu của người tiêu dùng đối với những sản phẩm thực phẩm tiện lợi, đóng gói cũng tăng lên bên cạnh những sản phẩm thực phẩm truyền thống. Ngoài ra, sự thâm nhập vào thị trường quốc tế của các sản phẩm thực phẩm trong nước cũng tăng lên nhờ đảm bảo những yêu cầu về chất lượng sản phẩm, an toàn thực phẩm.

Về tỷ suất sinh lời

Một số chỉ tiêu về khả năng sinh lời của các DNTP NY trong giai đoạn 2013-2019 được tính toán chi tiết ở bảng số liệu 3.5. Chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận biên của các DNTP NY khá cao, ROS cao nhất là 17,62% năm 2015, thấp nhất là năm 2017 (12,46%), như vậy dao động không nhiều giữa các năm. Tỷ suất sinh lời vốn CSH cao nhất và cũng biến thiên nhiều nhất trong nhóm các chỉ tiêu về khả năng sinh lời.

⁷ Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội năm 2019 của Tổng cục thống kê

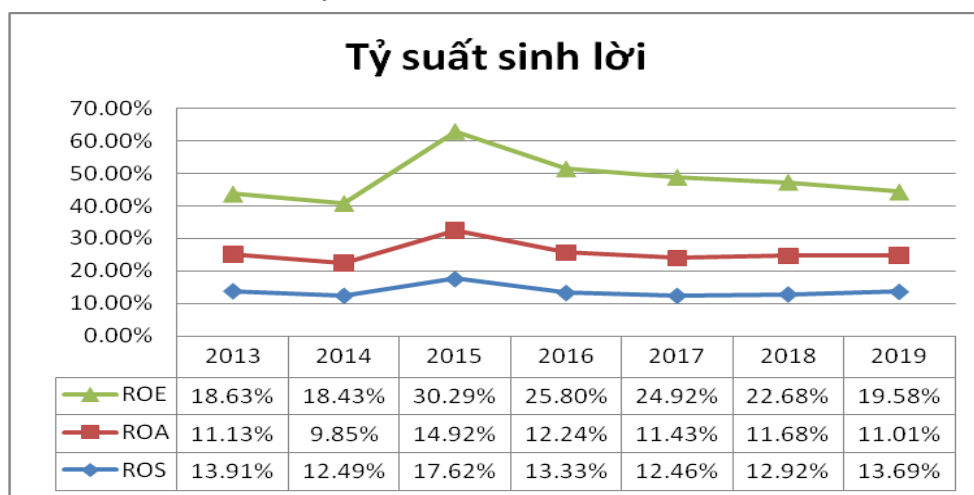
Bảng 3.5. Các chỉ tiêu tỷ suất sinh lời của các DNTP NY*ĐVT: tỷ đồng*

Năm Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Lợi nhuận sau thuế	8.992	9.109	16.437	15.417	15.416	16.616	18.135
2. Doanh thu thuần	64.662	72.910	93.303	115.648	123.707	128.645	132.467
3. Vốn chủ sở hữu bình quân	48.259	49.414	54.266	59.756	61.873	73.272	92.615
4. Tổng tài sản bình quân	80.790	92.499	110.157	125.960	134.841	142.307	164.667
5. ROS = (1)/(2)	13,91%	12,49%	17,62%	13,33%	12,46%	12,92%	13,69%
6. ROE= (1)/(3)	18,63%	18,43%	30,29%	25,80%	24,92%	22,68%	19,58%
7. ROA=(1)/(4)	11,13%	9,85%	14,92%	12,24%	11,43%	11,68%	11,01%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Biểu đồ 3.1 cũng cho thấy xu hướng biến động của các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời của các DNTP NY trong giai đoạn 2013-2019. Chỉ tiêu ROE có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2013-2015, sau đó giảm đi trong giai đoạn 2016-2019. Trong khi đó chỉ tiêu ROS và ROA lúc tăng lúc giảm, tùy thuộc vào tốc độ tăng của LNST so với tốc độ tăng của DTT và tổng tài sản bình quân qua từng năm.

Biểu đồ 3.1: Tỷ suất sinh lời của các DNTP NY



(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

3.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam

3.2.1. Thực trạng về vốn và nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam

* Quy mô vốn của các DNTP niêm yết:

Trong giai đoạn 2013 – 2019, các DNTP NY không ngừng lớn mạnh về quy mô. Số liệu bảng 3.6 cho thấy, quy mô của các DNTP NY năm 2013 là 86.866 tỷ đồng thì đến năm 2019, quy mô của các DN này đạt mức 184.664 tỷ đồng. Đặc biệt quy mô vốn của các DNTP NY tăng nhanh trong 2 năm 2015 và 2019. Năm 2015, có thêm 3 DNTP được niêm yết, quy mô vốn của các DNTP NY đã tăng 24,51% so với năm 2014. Đến năm 2019, quy mô của các DNTP NY đã tăng 2,13 lần so với năm 2013, đặc biệt là các DN đã có quy mô vốn lớn như CTCP sữa Việt Nam Vinamilk, Tập đoàn Masan, CTCP Kinh Đô.

Bảng 3.6. Tổng tài sản của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019*ĐVT: tỷ đồng*

Năm Nhóm DN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Quy mô vốn trên 1.000 tỷ	83.430	94.462	118.095	124.631	135.142	139.919	180.711
Quy mô vốn dưới 1.000 tỷ	3.436	3.670	4.088	5.107	4.802	4.751	3.953
Mẫu	86.866	98.132	122.182	129.738	139.944	144.670	184.664

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Trong khi đó, đối với các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng thì quy mô vốn có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2013-2016, nhưng kể từ năm 2017, do có một số DN hoạt động gặp khó khăn dẫn đến cổ phiếu của DN bị hủy bỏ niêm yết (CTCP nông sản xuất khẩu Nam Định, CTCP Dầu thực vật Sài Gòn) đã làm cho quy mô của nhóm DN này giảm xuống trong giai đoạn 2017-2019.

*** Cơ cấu tài sản:**

Quyết định đầu tư của các DNTP NY thể hiện thông qua tỷ trọng TSNH trong tổng tài sản. Số liệu bảng 3.7 cho thấy, giai đoạn 2013-2019, cơ cấu tài sản của các DNTP NY có xu hướng nghiêng về TSDH với tỷ trọng TSNH trong tổng tài sản dao động từ 38,71-44,74% và có xu hướng tăng từ 39,2% (năm 2013) lên 44,74% (năm 2016) sau đó lại giảm đi trong giai đoạn 2017-2019 và đến năm 2019 thì TSNH chiếm tỷ trọng 37,71% trong tổng tài sản, tỷ trọng TSNH bình quân trong giai đoạn nghiên cứu là 59,12%.

Bảng 3.7. Tỷ trọng TSNH của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019*ĐVT: tỷ đồng*

Năm Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Tổng TS	86.866	98.132	122.182	129.738	139.944	144.670	184.664
2. TSNH	34.050	43.281	47.487	58.038	58.438	56.053	71.483
3. TSNH/Tổng TS	39,20%	44,10%	38,87%	44,74%	41,76%	38,75%	38,71%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Cơ cấu tài sản của các DNTP NY cũng có sự khác biệt rõ rệt giữa các NDN theo quy mô vốn. Điều đó được thể hiện ở bảng 3.8 sau đây:

Bảng 3.8. Tỷ trọng TSNH của các DNTP NY theo quy mô vốn

ĐVT: tỷ đồng

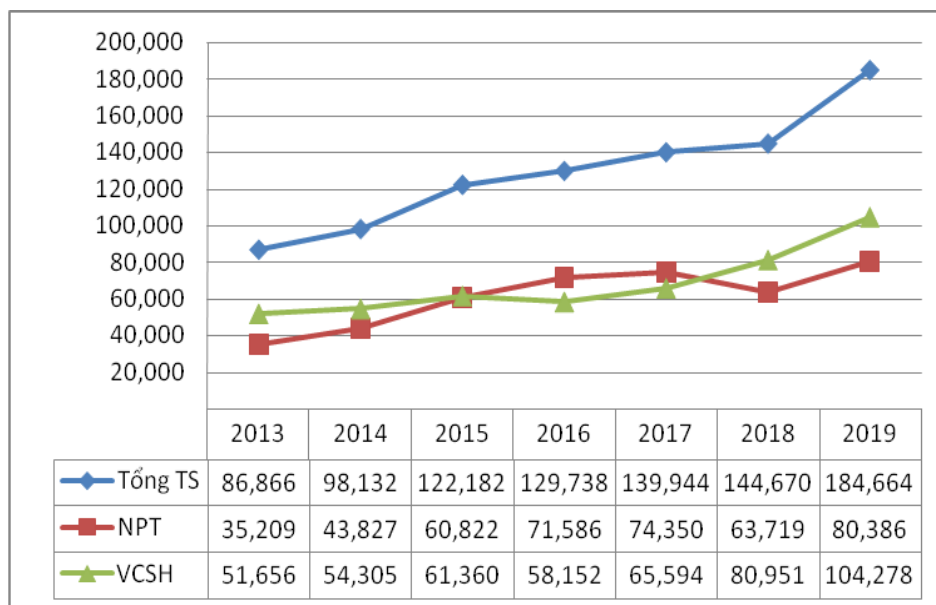
Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nhóm DN							
NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng							
1. TSNH	31.659	40.876	44.603	54.894	55.602	53.303	68.990
2. Tổng TS	83.430	94.462	118.095	124.631	135.142	139.919	180.711
3. TSNH/Tổng TS	37,95%	43,27%	37,77%	44,05%	41,14%	38,10%	38,18%
NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng							
4. TSNH	2.391	2.405	2.884	3.145	2.836	2.750	2.493
5. Tổng TS	3.436	3.670	4.088	5.107	4.802	4.751	3.953
6. TSNH/Tổng TS	69,58%	65,51%	70,56%	61,58%	59,05%	57,87%	63,07%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng có cơ cấu tài sản nghiêng về TSDH, với tỷ trọng TSNH chiếm từ 37,95% đến 44,05% tổng tài sản. Ngược lại, các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng thì cơ cấu tài sản lại nghiêng về TSNH. Sự khác biệt về cơ cấu tài sản của các DN này xuất phát từ sự khác biệt về quy mô và chiến lược của từng nhóm DN. Đối với nhóm DN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng, nhờ lợi thế về quy mô, các DN thuộc nhóm này đã có chiến lược đầu tư vào TSDH nhằm tăng năng suất và tạo ra những sản phẩm thực phẩm đáp ứng với nhu cầu ngày càng khắt khe về tiêu chuẩn chất lượng cả trong và ngoài nước. Đối với các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng, bắt đầu từ năm 2017 đã có sự thay đổi trong chiến lược, các DN thuộc nhóm này thực hiện hoạt động đầu tư mạnh mẽ theo cả chiều rộng và chiều sâu nhằm mở rộng quy mô thị trường và gia tăng năng lực sản xuất. Vì vậy tỷ trọng TSNH đã có xu hướng giảm dần trong tổng tài sản.

*** Nguồn vốn của các DNTP niêm yết:**

Để đáp ứng nhu cầu tăng lên của tổng tài sản, nguồn vốn của các DNTP niêm yết cũng tăng lên trong giai đoạn 2013 – 2019.

Biểu đồ 3.2: Nguồn vốn của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019*ĐVT: Tỷ đồng**(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)*

Quan sát biểu đồ 3.2, có thể thấy, trong giai đoạn 2013 – 2015, sự tăng lên của nguồn vốn của các DNTP NY do sự tăng lên cả NPT và VCSH. Sang năm 2016, NPT vẫn tăng lên nhưng VCSH lại giảm đi. Giai đoạn 2017-2019, NPT lúc giảm lúc tăng, trong khi VCSH lại tăng về quy mô. Điều này thể hiện sự không nhất quán của các DNTP NY trong việc sử dụng NPT và VCSH để hình thành nên các tài sản.

3.2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam

3.2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu

Để phân tích cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu, tác giả phân tích quy mô nợ phải trả và vốn chủ sở hữu; hệ số nợ, cơ cấu nợ phải trả và cơ cấu vốn chủ sở hữu của các DNTP NY.

*** Quy mô nợ phải trả và vốn chủ sở hữu của các DNTP NY**

Số liệu ở biểu đồ 3.2 cho thấy quy mô NPT của các DNTP NY tăng từ 35.209 tỷ đồng năm 2013 lên 74.350 tỷ đồng năm 2017, sau đó giảm xuống 63.719 tỷ đồng năm 2018 và tăng trở lại ở mức cao hơn ở năm 2019 là 80.386 tỷ đồng. Cùng với sự tăng lên của NPT, quy mô VCSH của các DNTP cũng tăng lên từ 51.656 tỷ đồng năm 2013

lên 61.360 tỷ đồng năm 2015. Sang năm 2016, quy mô VCSH có giảm nhẹ so với năm 2015, nhưng sau đó đã tăng trở lại và đến năm 2019, quy mô VCSH của các DNTP NY tăng lên đến 104.278 tỷ đồng, tăng gấp 2,02 lần quy mô VCSH năm 2013.

*** Hệ số nợ của các DNTP NY**

- **Về giá trị:** Chỉ tiêu hệ số nợ phản ánh mức độ sử dụng nợ trong tổng nguồn vốn của các DN. Tổng nguồn vốn và nợ phải trả của các DNTP NY đều tăng lên về quy mô trong giai đoạn 2013-2019 và hệ số nợ của các DN được tính toán cụ thể ở bảng số liệu 3.9 sau đây:

Bảng 3.9. Hệ số nợ của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019

ĐVT: tỷ đồng

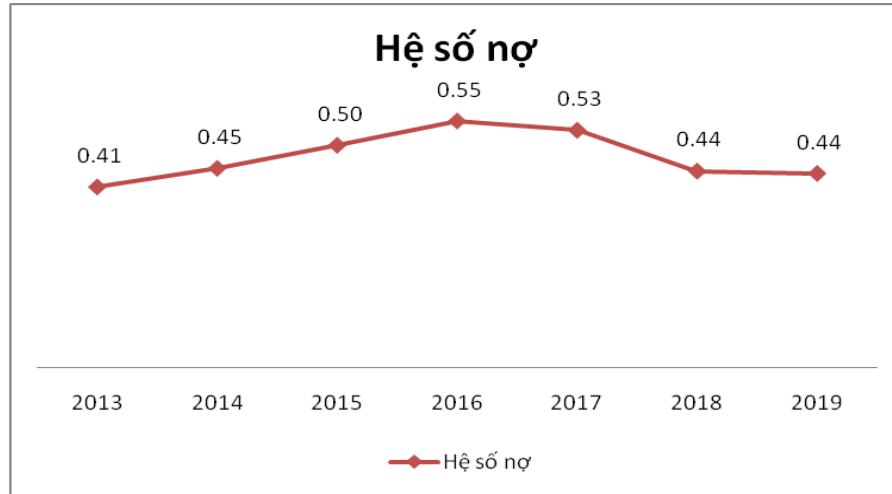
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Nợ phải trả	35.209	43.827	60.822	71.586	74.350	63.719	80.386
2. Tổng nguồn vốn	86.866	98.132	122.182	129.738	139.944	144.670	184.664
3. Hệ số nợ =(1)/(2)	0,41	0,45	0,50	0,55	0,53	0,44	0,44

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Từ bảng 3.9 cho thấy, hệ số nợ của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 dao động ở mức 0,41 đến 0,55. CCNV của các DNTP NY thay đổi qua từng giai đoạn: năm 2013 và 2014, hệ số nợ là 0,41 và 0,45, cho thấy CCNV của các DNTP NY nghiêng về VCSH; sang năm 2015, CCNV cân bằng giữa NPT và VCSH; Năm 2016 và 2017 có sự thay đổi trong CCNV theo hướng nghiêng về NPT. Sang năm 2018 và 2019, hệ số nợ giảm xuống còn 0,44, CCNV của các DNTP NY lại có xu hướng nghiêng về VCSH. Điều đó cho thấy, các DNTP NY không duy trì một CCNV ổn định mà có sự điều chỉnh theo từng thời kỳ.

- Xu hướng biến động của hệ số nợ:

Để thấy được sự thay đổi mức độ sử dụng nợ của các DNTP NY, nghiên cứu thể hiện hệ số nợ của các DN này trong giai đoạn 2013 – 2019 qua biểu đồ 3.3 nhằm đánh giá xu hướng biến động hệ số nợ.

Biểu đồ 3.3: Hệ số nợ của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Biểu đồ 3.3 cho thấy, hệ số nợ của các DNTP NY có xu hướng tăng lên trong giai đoạn từ 2013-2016 và có xu hướng giảm đi trong giai đoạn 2017-2019.

Những đặc điểm trên của hệ số nợ là kết quả của việc điều chỉnh CCNV của các DNTP NY theo sự thay đổi của các yếu tố vĩ mô gồm lãi suất và sự phát triển của TTCK. Khi lãi suất cho vay giảm, các DNTP NY được sử dụng vốn vay với chi phí thấp hơn nên có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn và ngược lại.

Lãi suất cho vay bình quân có xu hướng sụt giảm mạnh trong 2 năm 2013 và 2014 từ 13,47% năm 2012 xuống còn 9,63% (năm 2013) và 8,16% (năm 2014) sau đó duy trì ổn định trong 2 năm 2015 và 2016 là 6,69%. Năm 2017, 2018 và 2019 lãi suất cho vay tăng nhẹ và ổn định ở mức 7,4%, 7,31% và 7,71%.⁸

Cùng với sự ổn định của lãi suất, sự phục hồi của TTCK sau năm 2013 với mức vốn hoá tăng lên đến 964 nghìn tỷ đồng đã tạo ra kênh huy động vốn hiệu quả cho các DN nói chung và các DNTP NY nói riêng. Do vậy, hệ số nợ của các DNTP NY có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2013 – 2016. Cùng với sự ra đời của TTCK phái sinh vào tháng 8 năm 2017, thị trường trái phiếu cũng được Nhà nước quan tâm phát triển nên hệ số nợ vẫn chiếm tỷ trọng cao hơn trong CCNV của các DNTP NY. Sang năm 2018, TTCK diễn biến phức tạp hơn với nhiều giai đoạn trong cùng một năm, và cuối năm 2018, thị trường bất ngờ điều chỉnh mạnh với những diễn biến ngược chiều so với

⁸ Báo cáo thường niên của NH Nhà nước Việt Nam các năm.

đầu năm. Thị trường chứng khoán diễn biến phức tạp, các DNTP NY cũng có xu hướng điều chỉnh CCNV theo hướng giảm dần hệ số nợ trong năm 2017 và năm 2018, 2019 duy trì ổn định ở mức 0,44.

- Hệ số nợ xét theo nhóm các DNTP NY:

Mức độ sử dụng nợ của các DNTP NY phụ thuộc vào quy mô vốn của các DN cũng như yếu tố sở hữu của các DN đó. Để thấy được sự khác biệt về mức độ sử dụng nợ của các nhóm DN, trước hết nghiên cứu xem xét hệ số nợ của các DNTP NY theo quy mô vốn (*Chi tiết Phụ lục số 05*)

Nếu xét theo quy mô vốn: Các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng có hệ số nợ cao hơn so với các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng. Cụ thể, hệ số nợ của các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng dao động từ 40,51% đến 55,77%, trong khi đó hệ số nợ của các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng, dao động từ 37,18% đến 44,59%. Điều này cho thấy, các DN có quy mô vốn lớn hơn sẽ có lợi thế tốt hơn trong việc tiếp cận các khoản vốn vay. Đồng thời, các DNTP NY có khả năng sinh lời cao, động lực tăng nợ để hưởng lợi ích cao hơn từ tấm chắn thuế của lãi vay giảm do thuế suất thuế thu nhập DN giảm. Giai đoạn 2011 đến 2016, mức thuế suất áp dụng với các DN giảm dần qua các mức từ 25%- 22%- 20%.⁹

Hệ số nợ xét theo yếu tố sở hữu Nhà nước (*Chi tiết Phụ lục số 05*): NDN không có vốn Nhà nước có hệ số nợ cao hơn hẳn hơn so với NDN có vốn Nhà nước. Hệ số nợ của các DNTP NY có vốn Nhà nước dao động từ 11,26% đến 34,41% thì hệ số nợ của các DNTP NY không có vốn Nhà nước dao động từ 31,59% đến 65,57%. Điều đó cho thấy sở hữu Nhà nước là một yếu tố ảnh hưởng đến hệ số nợ của các DNTP NY. Mặc dù DNTP NY có vốn Nhà nước dễ tiếp cận nguồn vốn tín dụng hơn so với các DN khác nhờ lợi thế về uy tín, các mối quan hệ với NH, tổ chức tài chính, tổ chức tín dụng song trên thực tế thì các DN thuộc nhóm này lại không đi vay nhiều do có tài trợ vốn từ phía Nhà nước. Trong khi đó các DNTP không có SHNN thì lại đi vay nhiều hơn để đáp ứng cho nhu cầu vốn của mình do không có tài trợ vốn từ phía CSH là Nhà nước.

⁹ Luật sửa đổi, bổ sung một số điều luật thuế TNDN ngày 19/6/2013; Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ngày 26/12/2013 của Chính phủ về thuế TNDN; Thông tư số 78/2014/TT-BTC Ngày 18/6/2014 của Bộ Tài chính

Như vậy, những DNTP có SHNN có xu hướng sử dụng ít nợ vay hơn. Tuy nhiên, xét về xu hướng biến động có thể thấy, hệ số nợ của các DNTP NY có SHNN giai đoạn 2013-2016 dao động ổn định quanh mức 27-28%, thì sang năm 2017 và 2018 việc sử dụng nợ của các DN này đã tăng lên (hệ số nợ duy trì hơn 34%). Trong khi đó, hệ số nợ của các DNTP NY không có SHNN tăng lên trong giai đoạn 2013-2016, sau đó đã giảm đi rõ rệt trong 2 năm 2017 và 2018. Điều này cho thấy các DNTP NY có SHNN đã có sự điều chỉnh hệ số nợ trong CCNV do các DN này ngày càng khó khăn trong việc huy động vốn từ các CSH, thì huy động vốn từ gia tăng sử dụng nợ được coi là hướng đi hợp lý khi các DN này hoàn toàn có thể tận dụng lợi thế của mình trong việc tiếp cận với các khoản vay. Riêng năm 2019, lãi suất cho vay bình quân của ngân hàng thương mại vẫn tăng lên trong lộ trình tăng của NHNN từ năm 2017, nên các DNTP NY đều có xu hướng chung là giảm bớt hệ số nợ, do vậy hệ số nợ năm 2019 của nhóm các DNTP NY theo yếu tố sở hữu đều thấp hơn hẳn so với năm 2017 và 2018.

- Cơ cấu nợ phải trả theo thời gian

Cơ cấu nợ phải trả theo thời gian của các DNTP NY được thể hiện thông qua tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả ở bảng số liệu 3.10 dưới đây:

Bảng 3.10. Tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY

ĐVT: tỷ đồng

Năm Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Nợ ngắn hạn	20.837	23.803	29.222	33.384	40.859	43.582	61.334
2. Nợ phải trả	35.209	43.827	60.822	71.586	74.350	63.719	80.386
3. Nợ ngắn hạn/Nợ phải trả	59,18%	54,31%	48,04%	46,64%	54,96%	68,40%	76,30%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Từ bảng số liệu 3.10 cho thấy, quy mô nợ phải của các DNTP tăng lên trong giai đoạn 2013 – 2019, từ 35.209 tỷ đồng năm 2013 lên 80.386 tỷ đồng vào năm 2019, trong đó các DNTP NY cũng tăng quy mô nợ ngắn hạn. Song tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY dao động từ 59,18% đến 76,3% và có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013 – 2016, sau đó tăng trở lại với tỷ lệ cao hơn trong

giai đoạn 2017-2019. Bên cạnh đó cũng có sự khác biệt rõ rệt về tỷ trọng nợ ngắn hạn giữa các NDN.

Đối với nhóm DNTP NY theo quy mô vốn (Phụ lục 07): các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn, tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm trung bình từ 83,59% đến 99,45% nợ phải trả, tuy nhiên tỷ lệ nợ ngắn hạn có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013-2019. Trong khi đó, các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng, tỷ lệ nợ ngắn hạn thấp hơn, chiếm trung bình từ 45,48% đến 75,89% trên tổng nợ phải trả và có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013-2016, sau đó tăng trong giai đoạn 2017-2019. Điều đó cho thấy, NDN có quy mô dưới 1.000 tỷ đồng phụ thuộc lớn vào nợ ngắn hạn, áp lực trả nợ trong ngắn hạn cao dẫn đến khả năng rủi ro thanh toán cao. Tuy nhiên, việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn giúp các DN này tiết kiệm một phần chi phí sử dụng vốn.

Đối với nhóm DNTP NY theo yếu tố sở hữu Nhà nước (Phụ lục 07): các DNTP NY có SHNN mặc dù có hệ số nợ thấp hơn so với các DNTP NY không có SHNN song lại có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn với hệ số nợ ngắn hạn chiếm 92,42% đến 95,27% trong tổng nợ phải trả. Tuy nhiên để kết luận được việc sử dụng nợ ngắn hạn có gây ra áp lực về khả năng thanh toán cho các DNTP NY có SHNN hay không chúng ta cần xem xét thêm cơ cấu nợ phải trả theo tính chất các khoản nợ.

- Cơ cấu nợ phải trả theo tính chất các khoản nợ

Để xem xét cơ cấu nợ phải trả theo tính chất các khoản nợ, nghiên cứu xem xét tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY ở bảng 3.11 sau đây:

Bảng 3.11. Tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY

ĐVT: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Nợ vay	24.474	31.084	46.004	54.031	53.474	42.033	47.550
2. Nợ phải trả	35.209	43.827	60.822	71.586	74.350	63.719	80.386
3. Nợ vay/NPT	69,51%	70,92%	75,64%	75,48%	71,92%	65,97%	59,15%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

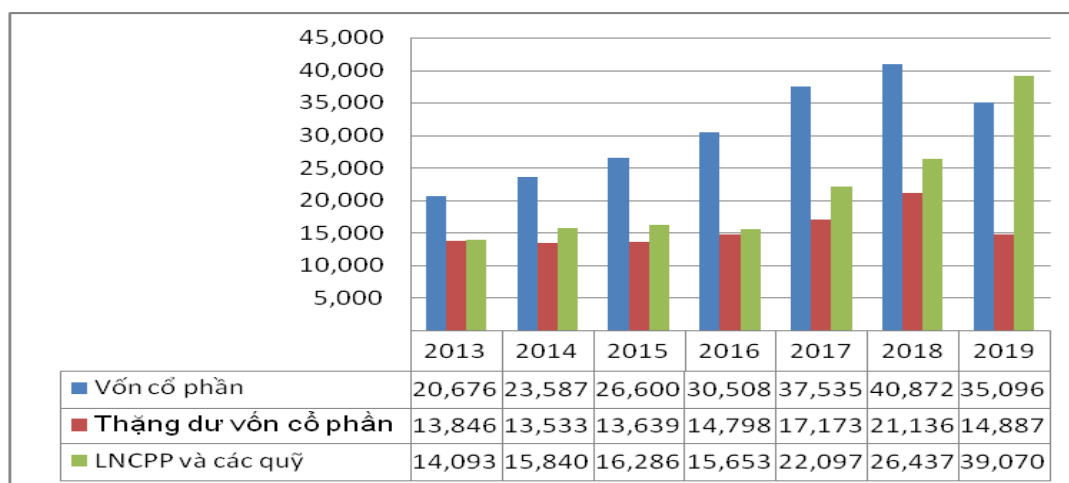
Số liệu bảng 3.11 cho thấy, quy mô nợ phải trả của các DNTP NY tăng lên trong giai đoạn 2013-2019 và nợ phải trả tăng lên phần lớn là do các DNTP NY gia tăng nợ vay (bao gồm cả vay ngắn hạn và vay dài hạn), với tỷ trọng nợ vay chiếm trung bình từ 59,15% đến 75,64% trong tổng nợ phải trả. Tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2013-2016, sau đó việc giảm quy mô nợ vay từ năm 2017 đã làm tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả giảm dần trong giai đoạn 2017-2019. Bên cạnh đó, tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả cũng có sự khác biệt theo nhóm các DNTP NY.

Đối với NDN theo quy mô vốn (Phụ lục 09): Các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng sử dụng nhiều nợ vay hơn các DNTP có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng. Điều này cho thấy, các DN có quy mô vốn càng lớn càng có xu hướng tiếp cận với các khoản vay dễ dàng hơn. Tuy nhiên xu hướng biến động nợ vay của 2 nhóm DN này lại trái ngược nhau, các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng có xu hướng giảm sử dụng nợ vay trong giai đoạn 2013-2019. Trong khi đó, các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng lại có xu hướng tăng sử dụng nợ vay trong cùng giai đoạn.

Đối với NDN theo yếu tố sở hữu Nhà nước (Phụ lục 09): các DNTP NY không có SHNN có tỷ lệ nợ vay cao, dao động từ 66,55% đến 83,87%. Tuy nhiên nợ vay của các DN nay chủ yếu rơi vào một số DN có quy mô lớn và dưới hình thức vay dài hạn thông qua phát hành trái phiếu. Như vậy có thể thấy, phát hành trái phiếu cũng là một kênh huy động vốn vay dài hạn của DN và DN hoàn toàn có thể sử dụng lợi thế về quy mô để tiếp cận thay vì tiếp cận khó khăn thông qua kênh tín dụng ngân hàng.

*** Cơ cấu VCSH của các DNTP NY giai đoạn 2013 – 2019**

Vốn chủ sở hữu trong các DNTP NY được cấu thành từ 3 nguồn chính là vốn cổ phần, thặng dư, lợi nhuận chưa phân phối và các quỹ. Chi tiết vốn CSH của các DNTP NY được thể hiện ở biểu đồ 3.4 dưới đây:

Biểu đồ 3.4: Chi tiết vốn CSH của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019*DVT: tỷ đồng**(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)*

Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối và các quỹ của các DNTP NY tăng mạnh trong giai đoạn 2013-2019, chiếm từ 26,54 đến 37,47% tổng vốn chủ sở hữu. Điều này cho thấy kết quả kinh doanh của các DNTP NY tốt qua các năm đã giúp các DN này có lợi thế trong việc huy động được một lượng vốn đáng kể từ nguồn lợi nhuận hàng năm tạo ra sự chủ động trong việc sử dụng các nguồn lực tài chính.

Đối với vốn cổ phần: Số liệu thống kê được ở bảng 3.12 cho thấy có 5/23 số DNTP NY không có sự thay đổi về vốn cổ phần trong giai đoạn 2013 đến 2019.

18/23 số DNTP NY tăng vốn cổ phần với tổng giá trị vốn tăng lên 20.881 tỷ đồng nâng tổng số vốn cổ phần năm 2019 gấp 1,96 lần so với cùng kỳ năm 2013.

Việc tăng vốn cổ phần chủ yếu rơi vào các DN thuộc nhóm có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng. Như vậy các DN có quy mô lớn hơn, thông tin minh bạch nên thường phát hành cổ phiếu mới nhiều hơn để huy động vốn.

Bảng 3.12. Tình hình tăng vốn cổ phần của các DNTP NY*ĐVT: Tỷ đồng*

TT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	KDC	77	890	-	-	-	-	-
2	VNM		1.667	2.000	2.508		2.902	
3	TAC	-	-	-	-	149	-	-
4	LSS	-	200	-	-	-	-	-
5	SBT	66		371	675	3,038		
6	MSN	476	9	109	214	3.893	58	58
7	LAF	-	-	-	-	-	-	-
8	CAN	-	-	-	-	-	-	-
9	BBC	-	-	-	-	-	-	-
10	TNA				21	25	175	45
11	SGC	-	-	-	-	-	-	-
12	SAF	-	14	-	20	-	-	-
13	HNM	-	75	-	-	-	-	-
14	HHC	-	-	-	82	-	-	-
15	KTS	12	-	-	-	-	-	-
16	MCF	-	-	-	-	-	28	-
17	SLS	-	-	-	14	-	16	-
18	AGM	-	-	-	-	-	-	-
19	NDF	10	44	22	-	-79	-	-
20	HKB	20	112	43	316	-	-	-
21	TFC	-	30	60	58	-	-	-
22	SGO	1	99	100	-	-	-	-
23	HSL	-	-	12	114	-	32	-
Mẫu		661	3.140	2.718	4.022	7.027	3.211	103

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Qua phân tích CCNV theo quan hệ sở hữu của các DNTP NY có thể nhận thấy:

Thứ nhất, quy mô nợ phải trả tăng lên trong giai đoạn nghiên cứu; hệ số nợ tăng lên trong giai đoạn 2013-2017, sau đó giảm và ổn định trong 2 năm 2018 và 2019. Sự biến động hệ số nợ có sự tương đồng với sự biến động của lãi suất cho vay bình quân cho thấy các DN đã có sự điều chỉnh hệ số nợ cho phù hợp với sự biến động của lãi suất. Quy mô vốn CSH không ngừng tăng lên trong giai đoạn 2013-2019 cũng thể hiện sự độc lập, tự chủ tài chính ngày càng tăng lên của các DNTP NY.

Thứ hai, tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ phải trả của các DNTP NY bình quân giai đoạn nghiên cứu là 58,26%, trong đó các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng và các DNTP NY có SHNN, tỷ trọng nợ ngắn hạn rất cao, bình quân chiếm trên 90% trong giai đoạn 2013-2019. Điều đó cho thấy, các DN này phụ thuộc lớn vào nợ ngắn hạn, áp lực trả nợ trong ngắn hạn cao dẫn đến khả năng rủi ro thanh toán cao. Tuy nhiên, việc sử dụng nhiều nợ ngắn hạn giúp các DN này tiết kiệm một phần chi phí sử dụng vốn.

Thứ ba, trong cấu trúc vốn chủ sở hữu, tỷ trọng lợi nhuận giữ lại và vốn cổ phần thường đều có sự gia tăng cho thấy kết quả kinh doanh của các DN có hiệu quả cao, giúp các DN gia tăng tính tự chủ tài chính đối với quyết định kinh doanh. Lý thuyết trật tự phân hạng trong quyết định về thứ tự ưu tiên lựa chọn huy động nguồn vốn phản ánh việc huy động nguồn tài trợ từ lợi nhuận giữ lại sẽ giúp DN truyền tải một tín hiệu rất tích cực đến các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán về tình hình tài chính và năng lực sản xuất kinh doanh của DN. Qua đó quy mô vốn góp của các chủ sở hữu cũng tăng lên, giúp các DN tận dụng được ưu thế của thị trường chứng khoán trong việc phát hành cổ phiếu nhằm gia tăng nguồn vốn của DN. Tuy nhiên việc gia tăng tỷ trọng lợi nhuận giữ lại hay việc gia tăng vốn góp của các chủ sở hữu bằng phát hành cổ phiếu cũng làm gia tăng chi phí sử dụng vốn bình quân của các DN.

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

Để đánh giá CCNV theo thời gian huy động vốn và sử dụng vốn, tác giả sử dụng các chỉ tiêu: (i) Quy mô và tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn; (ii) Quy mô và tỷ trọng nguồn vốn dài hạn.

Bảng 3.13. CCNV theo thời gian huy động và sử dụng vốn của các DNTP NY

ĐVT: tỷ đồng

Năm Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. NVNH	20.837	23.803	29.222	33.384	40.859	43.582	61.334
2. NVDH	66.029	74.329	92.960	96.354	99.085	101.088	123.330
3. Tổng NV	86.866	98.132	122.182	129.738	139.944	144.670	184.664
4. NVNH/Tổng NV	23,99%	24,26%	23,92%	25,73%	29,20%	30,12%	33,21%
5. NVDH/Tổng NV	76,01%	75,74%	76,08%	74,27%	70,80%	69,87%	66,79%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Bảng 3.13 cho thấy quy mô nguồn vốn ngắn hạn và quy mô nguồn vốn dài hạn có xu hướng tăng trong giai đoạn nghiên cứu, CCNV của các DNTP NY thiên về nguồn vốn dài hạn với tỷ trọng nguồn vốn dài hạn bình quân giai đoạn nghiên cứu là 72,80%. Tuy nhiên, các DN đang có xu hướng tăng sử dụng nguồn vốn ngắn hạn trong giai đoạn 2013-2019, năm 2013 tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn là 23,99% thì đến năm 2019 là 33,21%. Đồng thời cũng có sự khác biệt trong CCNV theo thời gian huy động và sử dụng vốn giữa các NDN.

Theo quy mô vốn (Phụ lục 11): các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng sử dụng ít nguồn vốn ngắn hạn hơn so với các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng và tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn có xu hướng gia tăng trong tổng nguồn vốn của các DN này. Như vậy các DN có lợi thế về quy mô lại có xu hướng sử dụng ít nguồn vốn ngắn hạn hơn do các DN có khả năng huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu tốt hơn những DN có quy mô nhỏ hơn.

Theo yếu tố sở hữu Nhà nước (Phụ lục 11): CCNV của các DNTP NY cũng cho thấy yếu tố sở hữu nhà nước có ảnh hưởng lớn đến CCNV theo thời gian. NDN có vốn nhà nước sử dụng nhiều nguồn vốn ngắn hạn hơn NDN không có vốn nhà nước trong giai đoạn từ 2013 – 2018. Sang năm 2019, nguồn vốn ngắn hạn của các DNTP NY có vốn nhà nước giảm hẳn, chỉ còn 10,72% và thấp hơn nhiều so với các DNTP NY không có vốn nhà nước.

Qua phân tích CCNV theo thời gian huy động và sử dụng vốn của các DNTP NY có thể nhận thấy: Nguồn vốn dài hạn chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng nguồn vốn (bình quân là 72,80%). So sánh với mức bình quân tài sản dài hạn là 40,88% cho thấy nguồn vốn dài hạn không chỉ tài trợ cho toàn bộ TSDH mà còn tài trợ cho một phần TSNH. Điều này sẽ tạo ra một mức độ an toàn cao về khả năng thanh toán cho các DNTP NY, ổn định về sự cân bằng tài chính. Tuy nhiên, mức tỷ trọng khá cao về nguồn vốn dài hạn cũng gây ra áp lực về sự gia tăng chi phí sử dụng vốn cao hơn so với nguồn vốn ngắn hạn. Ngoài ra, việc sử dụng nguồn vốn dài hạn ở mức độ khá cao sẽ làm giảm tính linh hoạt trong CCNV khi DN phải điều chỉnh CCNV hướng đến mức mục tiêu.

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

Căn cứ theo phạm vi huy động vốn, CCNV của các DNTP NY bao gồm nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài. Nguồn vốn bên trong được hình thành từ kết quả hoạt động kinh doanh của DN, đó chính là lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư. Nguồn vốn bên ngoài được hình thành ngoài kết quả kết quả hoạt động kinh doanh của DN. Để phân tích CCNV theo phạm vi huy động vốn, tác giả sử dụng các chỉ tiêu sau: (i) Quy mô và tỷ trọng nguồn vốn bên trong; (ii) Quy mô và tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài.

Bảng 3.14. CCNV theo phạm vi huy động vốn của các DNTP NY

ĐVT: tỷ đồng

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Chỉ tiêu							
1. NVBT	14.093	15.840	16.286	15.653	22.097	26.437	39.070
2. NVBN	72.773	82.292	105.896	114.085	117.847	118.233	145.594
3. Tổng NV	86.866	98.132	122.182	129.738	139.944	144.670	184.664
4. NVBT/Tổng NV	16,22%	16,14%	13,33%	12,06%	15,79%	18,27%	21,16%
5. NVBN/Tổng NV	83,78%	83,86%	86,67%	87,93%	84,21%	81,73%	78,84%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Số liệu Bảng 3.14 cho thấy: Quy mô NVBT và quy mô NVBN đều tăng lên trong giai đoạn nghiên cứu. Quy mô NVBT tăng 2,72 lần từ 14.093 triệu đồng năm 2013 lên 39.070 triệu đồng năm 2019; Quy mô NVBH năm 2019 tăng gấp 2 lần so với năm 2013 từ 72.773 triệu đồng năm 2013 lên 145.594 triệu đồng năm 2019. NVBT của các DNTP NY chiếm tỷ trọng khá cao, chiếm từ 12,06% đến 21,16% trong tổng nguồn vốn và có xu hướng giảm đi trong giai đoạn 2013-2016, nhưng sau đó lại tăng trở lại trong giai đoạn 2017-2019 do ảnh hưởng tích cực từ nền kinh tế, kết quả kinh doanh của các DNTP NY tốt hơn nên dành một phần lợi nhuận chưa phân phối nhiều hơn để tiếp tục tái đầu tư.

Xét theo quy mô vốn (Phụ lục 12): có thể thấy NDN có quy mô trên 1.000 tỷ đồng có khả năng tự tài trợ cao hơn hẳn so với NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ

đồng. Điều này cũng dễ hiểu do các DN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng có tiềm lực tài chính mạnh, khả năng tạo lợi nhuận tốt hơn nhiều, vì thế các DN này có thể chủ động sử dụng nguồn LNGL để tái đầu tư. Đối với NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng, trong 2 năm 2018 và 2019 có một số DN hoạt động không hiệu quả và dẫn đến bị hủy niêm yết (cổ phiếu của CTCP nông sản xuất khẩu Nam Định và cổ phiếu của CTCP Dầu thực vật Sài Gòn) đã làm cho tỷ lệ LNGL của hai năm này giảm hẳn. Thêm vào đó, có một số DN hoạt động kinh doanh gặp khó khăn (CTCP sữa Hà Nội và CTCP Chế biến hàng xuất khẩu Long An) dẫn đến lợi nhuận chưa phân phối liên tục âm qua các năm, vì vậy không có khả năng tự tài trợ từ LNGL.

Xét theo yếu tố sở hữu (Phụ lục 12): các DN có SHNN chủ động hơn trong việc sử dụng lợi nhuận để tái đầu tư mà không bị phụ thuộc vào Nhà nước; các DN không có SHNN cũng khá chủ động trong việc sử dụng lợi nhuận để lại do không có hỗ trợ từ phía Nhà nước. Điều đó không chỉ giúp DN chủ động đáp ứng được nhu cầu vốn và còn giúp các DN có trách nhiệm hơn trong việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

Bên cạnh cơ hội tăng trưởng của ngành và khả năng tạo lợi nhuận, tác giả cho rằng chính sách chi trả cổ tức của công ty là nhân tố bên trong quan trọng ảnh hưởng đến CCNV của các DNTP NY. Để có nhận định chính xác hơn tác giả xem xét chính sách trả cổ tức của các DNTP NY giai đoạn từ 2013 đến 2019.

Bảng 3.15. Tình hình chi trả cổ tức hàng năm của các DNTP NY

TT	MCP	Tỷ lệ chi trả cổ tức								Hình thức
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
1	MSN	-	-	-	-	-	30%	-	-	1
2	VNM	20%	8% 20% 18%	20%	40%	40% 20%	15% 20%	10% 20% 15%	10% 20% 15%	1
3	KDC	12%	10%	10%	200% 10%	14% 10%	16%	16%	10%	1
4	SBT	15% 20%	5% 10%	5%	7%			4%	4%	1
5	LSS	10% 15%		5,5% 4,5%	1,5%	4% 6%	8%	2%	7%	1
6	TAC	16%	16%	16%	8% 7% 16%	12%	16%	24%	24%	1
7	AGM	10%	15%	10%	5%	20%		5%	5%	1
8	BBC	12%	18%	6%	12%	6% 12%	10% 6%	2%	-	1
9	TNA	10%	10%	10%	10%	10%	10%	15%	4%	1
10	MCF	15,9% 4,96%	4,1%	16,13%	16%	10,6%	11,44%	1,05% 9%	6,68%	1
11	HHC	15% 3%	15%	15%	15%	10%	5%	-	-	1
12	SLS	10%	10% 15%	20% 25%	40% 10% 15%	10% 40%	55%	30% 5%	50%	1
13	CAN	20%	15%	15%	15%	15%	5%	10%	5%	1
14	KTS	30%	20%	15%	15%	40%	-	-	-	1
15	SAF	25%	34,5%	25%	30%	28%	27%	30%	30%	1
16	SGC	10%	10% 3% 12%	10% 14% 15%	15%	13% 15%	20% 12%	15% 20%	10% 15%	1
17	HNM	-	-	-	2%	-	-	-	-	1
18	LAF	-	-	-	-	-	-	-	-	1
19	NDF	-	-	-	-	-	-	-	-	
20	HKB	-	-	-	-	-	-	-	-	
21	SGO	-	-	-	-	-	-	-	-	
22	TFC	-	-	-	-	-	-	3%	4%	1
23	HSL						-	6%	-	1

(Nguồn: Chi tiết thuyết minh BCTC các DNTP NY các năm)

Chú thích: (1): cổ tức bằng tiền; (2) cổ tức bằng cổ phiếu

Hầu hết các DNTP NY đều lựa chọn hình thức trả cổ tức bằng tiền mặt, tuy nhiên mức cổ tức chi trả phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của từng năm. Có những DN tiến hành chi trả cổ tức nhiều đợt trong năm. Một số DN như CTCP sữa Hà Nội, CTCP chế

biển hàng xuất khẩu Long An, trong giai đoạn từ 2013-2019 đều không tiến hành trả cổ tức cho các cổ đông.

Qua phân tích CCNV theo phạm vi huy động vốn của các DNTP NY, nhận thấy: cả NVBT và NVBN đều có sự gia tăng mạnh trong giai đoạn 2013-2019. CCNV cho thấy các sự độc lập trong quyết định sản xuất kinh doanh của các DNTP NY có sự gia tăng, tuy nhiên các DNTP NY vẫn phụ thuộc rất lớn vào NVBN đặc biệt là các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng. Việc các DN tiếp tục gia tăng tỷ lệ NVBT để độc lập trong kinh doanh là hoàn toàn phù hợp với quy luật khách quan.

3.2.3. Đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các DNTP NY ở Việt Nam

3.2.3.1. Mẫu nghiên cứu và quy trình thực hiện

Để đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam bằng mô hình định lượng tác giả sử dụng số liệu dạng bảng theo chuỗi thời gian trong giai đoạn 2013 - 2019. Vì vậy tác giả chỉ giữ lại trong mẫu nghiên cứu 18 DNTP NY ở Việt Nam trước năm 2013 (*Chi tiết phụ lục số 13*); các DNTP NY sau năm 2013 tác giả loại bỏ khỏi mô hình để đảm bảo tính liên tục về thời gian, đó là 5 DN có mã cổ phiếu NDF (NY năm 2014); HKB, SGO, TFC (NY năm 2015) và HSL (NY năm 2018).

Sau khi xác định mẫu nghiên cứu, với giả thuyết và các biến đề xuất trong mô hình như đã trình bày ở chương 1, quy trình thực hiện các bước như sau:

- Bước 1: Thống kê mô tả các biến, đánh giá hệ số tương quan giữa các biến và lựa chọn biến cho mô hình hồi quy thông qua phần mềm STATA .
- Bước 2: Hồi quy mô hình theo phương pháp ước lượng OLS và xác định khiếm khuyết của mô hình: tự tương quan, phương sai sai số thay đổi, đa cộng tuyến, hiện tượng nội sinh.
- Bước 3: Xác định mô hình phù hợp và phân tích kết quả nghiên cứu.

Trong trường hợp mô hình nghiên cứu tồn tại các khiếm khuyết như đã chỉ ra ở bước 2, đặc biệt là hiện tượng nội sinh thì phương pháp hồi quy thích hợp nhất là GMM. Phương pháp GMM sẽ khắc phục được các khiếm khuyết của mô hình. Để kiểm tra xem mô hình hồi quy đã khắc phục được khiếm khuyết hay chưa. Tác giả tiến

hành hồi quy tác động của các biến độc lập tới biến phụ thuộc bằng phương pháp GMM sau đó kiểm tra các chỉ số AR(1), AR(2), Hansen test. Nếu $AR(1) > 0.05$ mô hình nghiên cứu không có hiện tượng tự tương quan bậc 1; $AR(2) > 0.05$ mô hình nghiên cứu không có hiện tượng tự tương quan bậc 2; Hansen test > 0.05 mô hình nghiên cứu không có hiện tượng nội sinh.

3.2.3.2. Kết quả của mô hình

* Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Kết quả mô tả dữ liệu các biến nghiên cứu được mô tả chi tiết trong bảng thống kê mô tả các biến nghiên cứu (bảng 3.16). Cụ thể như sau:

Bảng 3.16. Mô tả thống kê các biến được sử dụng trong mô hình

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Phụ thuộc				
LEV	0,434206	0,155396	0,140000	0,750000
Độc lập				
ROA	14,228650	1,498988	11,890000	17,850000
TANG	0,555556	0,498888	0,000000	1,000000
SIZE	0,258983	0,135947	0,025100	0,639000
OWN	0,125405	0,272598	-0,531700	1,444400
GROW	0,086907	0,104636	-0,297800	0,783700
LIQ	1,810635	0,712620	0,000000	4,440000

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ phần mềm STATA

Thống kê tóm tắt các biến phụ thuộc và biến độc lập sử dụng trong phân tích, bảng thống kê báo cáo số trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, và giá trị nhỏ nhất:

- Hệ số nợ trung bình của các DNTP NY là 0.434. Những con số này bước đầu cho thấy mức độ phụ thuộc vào nợ vay trong cơ cấu nguồn tài trợ của các DBTP NY là không cao. Tuy nhiên, hệ số nợ của các DNTP NY trong mẫu lại khá khác biệt thể hiện ở giá trị nhỏ nhất của hệ số nợ là 14% và giá trị cao nhất là 75%.

* Hệ số tương quan giữa các biến

Ma trận hệ số tương quan chỉ ra mối tương quan hai chiều giữa từng cặp biến với nhau. Trong đó, nếu hệ số tương quan dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa hai biến. Hệ số tương quan âm chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa hai biến

nghiên cứu. Đồng thời hệ số tương quan càng lớn cho thấy hai biến có quan hệ chặt chẽ với nhau.

Bảng 3.17. Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	LEV	ROA	TANG	SIZE	OWN	GROWTH	LIQ
LEV	1						
ROA	-0,4186	1					
TANG	-0,3464	0,0376	1				
SIZE	0,1798	0,1749	0,0735	1			
OWN	-0,018	0,1013	-0,0547	-0,0584	1		
GROWTH	0,2693	0,0526	-0,0967	0,0861	-0,1722	1	
LIQ	-0,7569	0,4688	-0,0656	-0,1737	0,008	-0,1253	1

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ phần mềm STATA

Căn cứ vào bảng hệ số tương quan cho thấy, các biến trong mô hình nghiên cứu tương quan với nhau. Các biến độc lập được xem xét trong mô hình đều có tác động tới biến phụ thuộc. Trong đó, biến ROA, TANG, OWN, LIQ có tác động ngược chiều tới LEV. Biến SIZE, GROWTH có tác động thuận chiều tới LEV. Trong số các biến độc lập, biến LIQ có ảnh hưởng mạnh nhất tới sự biến động của LEV. Thông qua bảng hệ số tương quan cho biết mối quan hệ tác động qua lại giữa các biến. Tuy nhiên, mức độ tác động và chiều tác động của các biến độc lập tới biến phụ thuộc có thể sẽ thay đổi nếu mô hình tồn tại những khiếm khuyết. Chính vì vậy, để biết được chính xác mối quan hệ tương quan cần thực hiện hồi quy dữ liệu nghiên cứu và loại bỏ những khiếm khuyết của mô hình nghiên cứu theo các bước cụ thể dưới đây.

** Phân tích hồi quy*

Bước 1: Kiểm tra tính đa cộng tuyến bằng lệnh VIF

Bảng 3.18. Kiểm tra tính đa cộng tuyến của các biến nghiên cứu

Variable	VIF	1/VIF
size	12,5	0,080006
liq	8,13	0,122953
tang	4,68	0,213763
own	2,29	0,437047
roa	2,18	0,458995
growth	1,31	0,764296
Mean VIF	5,18	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ phần mềm Stata 14

Kết quả cho thấy biến SIZE có $VIF = 12,5$, có khả năng đa cộng tuyến, các biến còn lại đều có $VIF < 10$ nên không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bước 2: Kiểm tra hiện tượng tự tương quan

Sử dụng câu lệnh xtserial để thực hiện kiểm định Wooldridge cho hiện tượng tự tương quan trong mô hình ta thu được kết quả sau:

Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
H0: no first-order autocorrelation	
F(1, 17) =	24,698
Prob > F =	0,0001

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Stata 14

$Prob > chi2 < 0,05$, kết luận mô hình có hiện tượng tự tương quan

Bước 3: Kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi bằng các lệnh sau:

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i	
chi2 (18) =	8021,85
Prob>chi2 =	0,0000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên phần mềm Stata 14

Kết quả cho thấy $Prob > chi2 < 0,05$, kết luận mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Như vậy kết quả kiểm tra cho thấy mô hình tồn tại những khiếm khuyết: (i) Đa cộng tuyến; (ii) Phương sai sai số thay đổi; (iii) Tự tương quan

Ngoài ra, tác giả còn nhận thấy trong mô hình xuất hiện biến nội sinh, tức biến này có quan hệ hai chiều với biến phụ thuộc. Một biến nội sinh dễ nhận thấy, trong các hồi quy với CCNV là khả năng sinh lời, cụ thể trong nghiên cứu này là nhân tố ROA. Để khắc phục hiện tượng nội sinh, nghiên cứu sử dụng mô hình ước lượng GMM, kết quả như sau:

Bảng 3.19. Kết quả ước lượng bằng mô hình GMM

Group variable: name1				Number of obs = 126		
Time variable : year				Number of groups = 18		
Number of instruments = 18				Obs per group: min = 7		
Wald chi2(6) = 2535,22				avg = 7		
Prob > chi2 = 0,000				max = 7		
lev	Coef,	Std, Err,	z	P> z	[95% Conf, Interval]	
size	0,00907	0,00911	1,00	0,319	-0,00878	0,02692
own	0,08296	0,02026	4,09	0,000	0,04325	0,12267
tang	-0,35438	0,03558	-9,96	0,000	-0,42412	-0,28464
growth	0,11691	0,00520	22,50	0,000	0,10673	0,12709
roa	-0,08136	0,01017	-8,00	0,000	-0,10129	-0,06143
liq	-0,10900	0,00962	-11,34	0,000	-0,12784	-0,09015
_cons	0,54625	0,12443	4,39	0,000	0,30236	0,79013
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -0,75 Pr > z=0,453						
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0,3 Pr > z=0,766						
Sargan test of overid, restrictions: chi2(11) = 9,27					Prob >chi2=0,404	
Hansen test of overid, restrictions: chi2(11) = 6,16					Prob>chi2=0,535	

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ phần mềm Stata 14

Như vậy, kết quả hồi quy mô hình tác động của các biến nghiên cứu tới LEV là hoàn toàn đáng tin cậy do đã khắc phục được các khiếm khuyết của mô hình: (i) hiện tượng đa cộng tuyến, (ii) hiện tượng phương sai sai số thay đổi, (iii) hiện tượng tự tương quan và (iv) hiện tượng nội sinh.

Các biến có tương quan thuận với LEV và có ý nghĩa thống kê gồm: OWN, GROWTH, Các biến có tương quan nghịch với LEV và có ý nghĩa thống kê gồm: TANG, ROA, LIQ, Biến SIZE có tương quan thuận với LEV nhưng không có ý nghĩa thống kê.

3.2.3.3 Kết luận chung về các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của các DNTP NY

Căn cứ vào các giả thuyết và kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu, tác giả đưa ra bảng tóm tắt tác động của các nhân tố tới LEV của các DNTP NY ở Việt Nam giai đoạn 2013-2019 như sau :

Bảng 3.20. Tóm tắt kết quả mô hình tác động của nhân tố tới LEV

Biến	Kỳ vọng về dấu	Dấu thực tế	Mức ý nghĩa	Kiểm định giả thuyết
Quy mô DN (SIZE)	+/-	+	Không có ý nghĩa	Bác bỏ H1.1
Khả năng sinh lời (ROA)	-	-	1%	Chấp nhận H1.5
Khả năng tăng trưởng (GROWTH)	+	+	1%	Chấp nhận H1.2
Cơ cấu tài sản (TANG)	-	-	1%	Chấp nhận H1.3
Tính thanh khoản (LIQ)	-	-	1%	Chấp nhận H1.4
Yếu tố sở hữu (OWN)	+	+	1%	Chấp nhận H1.6

Nguồn : Tác giả tự tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Kết quả thực nghiệm cho thấy, nhân tố khả năng sinh lời có ảnh hưởng ngược chiều đến CCNV của doanh nghiệp. Điều này có thể được giải thích rằng, doanh nghiệp càng có khả năng sinh lời tốt thì họ lại có xu hướng giảm tỷ trọng nợ trên tổng nguồn vốn chứ không có xu hướng vay nợ nhiều hơn để tận dụng lợi ích của lá chắn thuế, bởi vì các doanh nghiệp này sẽ có xu hướng sử dụng nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận để lại.

Về tính thanh khoản của tài sản, kết quả thực nghiệm cho thấy, nhân tố này tác động ngược chiều lên CCNV của doanh nghiệp. Kết hợp với thực trạng rằng trong cơ cấu nợ của các DNTP NY ở Việt Nam, tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm đến $\frac{3}{4}$ tổng nợ phải trả thì kết quả thực nghiệm này là hoàn toàn dễ hiểu. Có thể thấy ngay là với TSNH không đổi, thì doanh nghiệp giảm vay nợ sẽ làm tính thanh khoản của doanh nghiệp tăng lên.

Về tốc độ tăng trưởng, kết quả mô hình GMM cho kết quả tin cậy cao, với p -value $< 0,05$ và hệ số beta dương, điều này có nghĩa, DN càng có tốc độ tăng trưởng cao càng có xu hướng sử dụng nhiều nợ.

Về tính chất sở hữu nhà nước, mô hình GMM cho kết quả đáng tin cậy rằng nhân tố này tác động cùng chiều và có mức ý nghĩa thống kê cao lên CCNV của doanh

nghiệp. Điều này cho thấy, trong giai đoạn 2013-2019, các DNTP NY có yếu tố SHNN mặc dù đang có hệ số nợ thấp hơn so với các DNTP NY không có yếu tố SHNN, song các DNTP NY có yếu tố SHNN đang có xu hướng tăng việc sử dụng nợ vay.

Về tính chất hữu hình của tài sản, kết quả thực nghiệm cho kết quả khá bất ngờ, khi nhân tố này lại tác động ngược chiều lên CCNV của DN. Thông thường DN có tăng trưởng về tài sản cố định, sẽ gia tăng vay nợ do gia tăng nguồn tài sản đảm bảo cho các khoản vay, nhưng thực tế kết quả cho thấy, DN đầu tư tài sản cố định chủ yếu bằng lợi nhuận giữ lại hoặc gia tăng vốn chủ sở hữu, chứ không ưu tiên sử dụng từ những khoản vay.

Kết quả thực nghiệm về ảnh hưởng của nhân tố quy mô lên CCNV của DN cho thấy hệ số beta của biến SIZE dương nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Điều đó có nghĩa là quy mô DN có tác động cùng chiều với LEV nhưng một số trường hợp lại không như vậy hay nói cách khác là không theo quy luật. Và thực tế ở các DNTP VN cho thấy, những DN có quy mô lớn hơn (quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng) sử dụng ít nợ vay hơn. Điều này khác hẳn với thực trạng chung về CCNV của các DN Việt Nam vì hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam đều chỉ ra quy mô vốn có quan hệ cùng chiều với hệ số nợ.

3.2.4. Tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hoạt động của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam

3.2.4.1. Tác động của CCNV tới chi phí sử dụng vốn bình quân của các DNTP NY

Các nghiên cứu đã đề cập đến WACC là chỉ tiêu bình quân có trọng số của chi phí sử dụng VCSH và chi phí sử dụng nợ vay và được xác định theo công thức sau:

$$WACC = \frac{D \times r_d \times (1-t)}{D+E} \times r_d + \frac{E}{D+E} \times r_e$$

Trong đó: D (Debt) là nợ vay; E (Equity) là VCSH; t là thuế suất thuế TNDN; r_d là chi phí sử dụng nợ vay; r_e là chi phí sử dụng VCSH.

Chi phí sử dụng vốn bình quân của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 được thể hiện qua bảng số liệu 3.21 sau đây:

Bảng 3.21. WACC của các nhóm DNTP NY giai đoạn 2013-2019*ĐVT: tỷ đồng*

Năm Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Vốn vay	24.474	31.084	46.004	54.031	53.474	42.033	47.550
2. Vốn chủ sở hữu	51.656	54.305	61.360	58.152	65.594	80.951	104.278
3. Tỷ trọng vốn vay	32,15%	36,40%	42,85%	48,16%	44,91%	34,18%	31,32%
4. Tỷ trọng VCSH	67,85%	63,60%	57,15%	51,84%	55,09%	65,82%	68,68%
5. $r_d(1-T)^{10}$	7,70%	6,53%	5,35%	5,35%	5,92%	5,85%	6,17%
6. r_e^{11}	9,25%	4,56%	23,62%	18,35%	12,49%	9,82%	8,39%
7. WACC	8,75%	5,87%	16,37%	12,73%	10,20%	8,96%	8,18%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Qua bảng số liệu 3.21, cho thấy chi phí sử dụng vốn bình quân của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 thấp nhất là 5,87% vào năm 2014 và cao nhất là 16,37% vào năm 2014 và chi phí sử dụng nợ vay luôn thấp hơn WACC, còn chi phí sử dụng vốn CSH luôn cao hơn chi phí sử dụng vốn bình quân.

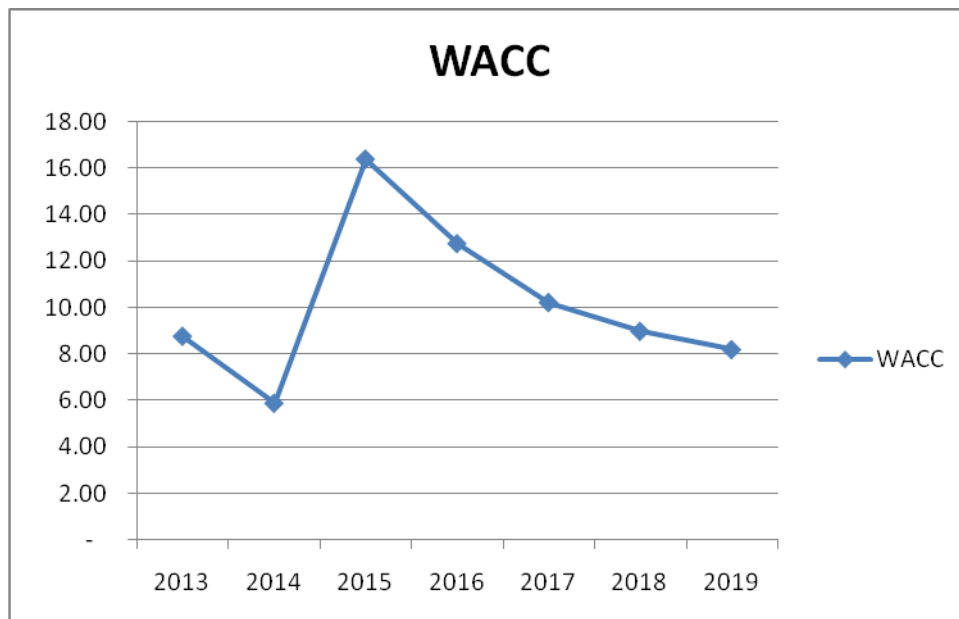
Về xu hướng biến động: Quan sát biểu đồ 3.5 ta thấy, chi phí sử dụng vốn bình quân của các DNTP NY có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2013-2015, sau đó giảm dần trong giai đoạn 2016-2019. Trong giai đoạn 2013-2015, lãi suất cho vay bình quân của ngân hàng giảm, các DNTP NY có xu hướng tăng quy mô sử dụng nợ vay, hệ số nợ tăng lên song CCNV vẫn nghiêng về vốn CSH, hơn nữa chi phí sử dụng VCSH lại tăng lên, nên WACC của các DNTP NY vẫn tăng lên trong giai đoạn này. Lãi suất cho vay bình quân của ngân hàng giữ ổn định ở năm 2016, sau đó điều chỉnh tăng trong giai đoạn 2017-2019, do đó các DNTP NY cắt giảm quy mô sử dụng vốn vay và tăng quy mô sử dụng vốn CSH, CCNV vẫn nghiêng về vốn CSH, xong chi phí sử dụng vốn CSH lại giảm trong giai đoạn 2016-2019. Vì vậy, WACC của các DNTP NY cũng giảm đi trong giai đoạn 2016-2019. Giai đoạn 2016-2019, mặc dù quy mô vốn CSH tăng lên nhưng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu lại có xu hướng giảm, nguyên nhân là do trong giai đoạn này, một số DNTP NY thay vì trả cổ tức bằng tiền mặt đã lựa chọn hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu, có thể kể đến trường hợp của công ty cổ phần sữa

¹⁰ $r_d(1-T)$: chi phí sử dụng vốn vay sau thuế

¹¹ r_e : chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xác định là tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt

Việt Nam Vinamilk, bên cạnh việc trả cổ tức bằng tiền, thì DN này nhiều lần tiến hành trả cổ tức bằng cổ phiếu vào các năm 2014, 2016, 2018 hay những đợt trả cổ tức bằng cổ phiếu của một số DN mía đường như công ty cổ phần mía đường Thành Thành Công năm 2016, Công ty mía đường Sơn La năm 2018, Công ty thực phẩm SAFACO năm 2019. Việc công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu vừa đảm bảo quyền và lợi ích của các cổ đông, giúp công ty giải quyết khó khăn tạm thời về tiền mặt đồng thời cũng giúp các DN tiết kiệm được chi phí của việc sử dụng vốn CSH.

Biểu đồ 3.5: WACC của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019



(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Qua nghiên cứu tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn bình quân của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 có thể rút ra kết luận sau:

Một là, mặc dù về mặt lý thuyết chi phí sử dụng nợ vay luôn thấp hơn WACC nhưng không phải lúc nào tăng vay nợ cũng giúp DN giảm chi phí sử dụng vốn bình quân, điều đó còn phụ thuộc vào việc CCNV của DN nghiêng về nợ hay vốn chủ CSH.

Hai là, DN vẫn có thể tăng nguồn vốn CSH mà vẫn giảm được chi phí sử dụng vốn bình quân bằng cách lựa chọn hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu thay vì trả cổ tức bằng tiền mặt để giảm chi phí sử dụng vốn CSH.

3.2.4.2. Tác động của CCNV vốn tới rủi ro tài chính của các DNTP NY

CCNV tác động tới rủi ro tài chính của các DNTP NY ở Việt Nam thể hiện trên các khía cạnh sau:

*** CCNV tác động khuếch đại sự biến thiên của ROE của các DNTP NY**

Để đánh giá mức độ ảnh hưởng của CCNV tới sự biến thiên của ROE ta đi xem xét cụ thể DFL của từng nhóm doanh nghiệp:

Bảng 3.22. DFL của các nhóm DNTP NY giai đoạn 2013-2019

NDN	Năm Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Quy mô vốn > 1.000 tỷ	Hd	40,51%	44,95%	50,14%	55,77%	53,43%	44,07%	43,54%
	DFL	1,06	1,15	1,13	1,20	1,24	1,19	1,14
Quy mô vốn < 1.000 tỷ	Hd	40,99%	37,18%	39,40%	40,71%	44,59%	43,33%	43,16%
	DFL	1,14	1,19	1,14	1,14	1,50	4,50	1,26

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Qua bảng số liệu 3.22: DFL của các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ có giá trị từ 1,06 – 1,24, DFL của các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng có giá trị từ 1,13 – 1,30, cho thấy: mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các DN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng ở mức thấp, (ii) CCNV của các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng tác động đến sự biến thiên của ROE lớn hơn so với NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng. Điều đó có nghĩa là NDN có quy mô dưới 1.000 tỷ đồng có rủi ro tài chính lớn hơn khi sử dụng nhiều nợ.

*** CCNV tác động đến sự cân bằng tài chính của DN**

Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích trong hoàn thiện CCNV đặt ra yêu cầu về sự tương thích giữa thời gian đáo hạn của nguồn tài trợ và thời gian đem lại lợi ích kinh tế của các tài sản tương đồng. Theo đó, nguồn vốn thường xuyên chủ yếu được DN sử dụng để tài trợ cho tài sản dài hạn, một bộ phận của nguồn vốn thường xuyên và nguồn vốn tạm thời được sử dụng để tài trợ đầu tư hình thành tài sản ngắn hạn. Như vậy, một bộ phận chênh lệch lớn hơn giữa nguồn vốn thường xuyên và tài sản dài hạn sẽ tạo ra sự cân bằng tài chính hay “tầm đệm an toàn” đối với các DN trong đáp ứng nghĩa vụ nợ giảm thiểu rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Để đánh giá tác động của CCNV đến sự cân bằng tài chính tác giả xem xét mô hình tài trợ thể hiện mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và cơ cấu tài sản thông qua chỉ tiêu nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC)

Bảng 3.23. NWC của các DNTP NY các năm*ĐVT: tỷ đồng*

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. TSNH	34.050	43.281	47.487	58.038	58.438	56.053	71.483
2. Nợ ngắn hạn	20.837	23.803	29.222	33.384	40.859	43.582	61.334
3. NWC=(1)-(2)	13.212	19.478	18.266	24.654	17.579	12.471	10.149

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Các DNTP NY có NWC > 0, tương ứng với mô hình tài trợ an toàn, sự cân bằng tài chính của các DNTP NY được cải thiện đáng kể trong giai đoạn nghiên cứu: Quy mô NWC của các DNTP NY tăng từ mức 13.212 tỷ năm 2013 lên 24.654 tỷ đồng năm 2016 sau đó giảm dần trong giai đoạn 2017 – 2019. Điều này thể hiện sự tương thích giữa chính sách tài trợ và chính sách đầu tư, bởi vì tỷ trọng TSNH của các DNTP NY cũng có xu hướng tăng trong giai đoạn 2013-2016 và giảm trong giai đoạn 2017-2019.

*** CCNV tác động đến khả năng thanh toán của DN**

Khả năng thanh toán phản ánh năng lực tài chính của DN để đáp ứng nghĩa vụ trả nợ tới hạn. Để phân tích tác động của CCNV đến khả năng thanh toán, tác giả đi xem các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán của các DNTP NY qua bảng số liệu 3.24:

Bảng 3.24: Hệ số khả năng thanh toán của các DNTP NY*ĐVT: tỷ đồng*

Chỉ tiêu \ Năm	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Năm 2017	Năm 2018	Năm 2019
1. TSNH	34.050	43.281	47.487	58.038	58.438	56.053	71.483
2. Hàng tồn kho	6.935	8.491	11.441	14.623	15.129	17.266	20.791
3. Tiền và CKTĐT	3.284	11.008	11.032	11.705	16.119	16.177	21.715
4. Nợ ngắn hạn	20.837	23.803	29.222	33.384	40.859	43.582	61.334
5. Lãi vay (I)	732	1.769	2.687	3.579	4.341	3.790	3.071
6. EBIT	12.197	13.382	22.972	22.008	22.677	23.132	24.600
7. KNTT hiện thời=(1)/4	1,63	1,82	1,63	1,74	1,43	1,29	1,17
8. KNTT nhanh=(1-2)/4	1,30	1,46	1,23	1,30	1,06	0,89	0,83
9. KNTT tức thời=(3)/(4)	0,58	0,44	0,43	0,52	0,29	0,19	0,19
10. KNTT lãi vay=(5)/(6)	16,67	7,57	8,55	6,15	5,22	6,10	8,01

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

Qua bảng số liệu 3.24 ta thấy, các DNTP NY có hệ số KNTT hiện thời và KNTT nhanh đảm bảo (đều lớn hơn 1) nhưng lại có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013 – 2019. Điều này là do tốc độ tăng của nợ ngắn hạn lớn hơn tốc độ tăng của TSNH. Riêng 2 năm 2018 và 2019, hệ số khả năng thanh toán nhanh còn nhỏ hơn 1 (bằng 0,89 và 0,83), chứng tỏ các DNTP NY không đảm bảo khả năng thanh toán nhanh. Nguyên nhân của tình trạng này là do trong năm 2018 và năm 2019, HTK tăng cao. Lượng hàng tồn kho năm 2018 và 2019 tăng cao trước tiên phải nói đến tồn kho của các DN đường, điển hình là KTS, hàng tồn kho năm 2018 tăng 184,69%. Năm 2018 là một năm khó khăn đối với các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sản phẩm đường với bất cập về tính cạnh tranh, hàng nhập lậu, dư cung đi kèm tình trạng tồn kho ứ đọng.

Khả năng thanh toán tức thời của các DNTP NY trong giai đoạn 2017-2019 có sự giảm sút đáng kể so với giai đoạn 2013-2016. Nguyên nhân là do NNH vẫn tăng lên trong giai đoạn từ 2013-2019, nhưng bắt đầu từ năm 2017, các DNTP NY có xu hướng giảm tiền và các khoản tương đương tiền do các DN này tích cực đầu tư nhằm giảm thiểu lượng tiền tồn quỹ không cần thiết.

Khả năng thanh toán lãi vay của các DNTP NY tuy vẫn đảm bảo nhưng lại có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013 – 2019. Nợ vay của các DNTP NY chiếm từ 37,64% - 48,5% trong tổng nợ phải trả và có xu hướng tăng trong giai đoạn 2013 – 2019. Việc tăng sử dụng nợ vay trong giai đoạn này, kết hợp với tốc độ tăng của EBIT giảm đã làm cho khả năng thanh toán lãi vay của các DNTP NY giảm xuống.

Để xem xét chi tiết ảnh hưởng của CCNV đến khả năng thanh toán lãi vay, tác giả đi tìm hiểu thêm về gánh nặng lãi vay ($I/EBIT$) của các nhóm DNTP NY giai đoạn 2013-2019.

Bảng 3.25: Hệ số $I/EBIT$ của các nhóm DNTP NY giai đoạn 2013-2019

ĐVT: tỷ đồng

Nhóm DN \ Năm		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng								
1. Lãi vay (I)		680	1.722	2.635	3.521	4.285	3.705	3.003
2. EBIT		11.781	13.082	22.539	21.536	22.508	23.022	24.266
3. $I/EBIT$		0,06	0,13	0,12	0,16	0,19	0,16	0,12
NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng								
4. Lãi vay (I)		51	47	52	57	56	85	68
5. EBIT		416	300	433	472	169	110	334
6. $I/EBIT$		0,12	0,16	0,12	0,12	0,33	0,78	0,20

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

CCNV đem lại rủi ro cho chủ nợ khi gánh nặng lãi vay lớn khiến DN đối mặt với nguy cơ mất khả năng thanh toán lãi vay. Gánh nặng lãi vay của các DNTP NY cũng phụ thuộc vào khả năng tạo EBIT của các DN. Các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng có lợi thế về quy mô vốn, khả năng tạo EBIT tốt hơn nên có gánh nặng lãi vay và rủi ro mất khả năng thanh toán lãi vay thấp hơn so với NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng.

Qua phân tích tác động của CCNV đến rủi ro tài chính của các DNTP NY có thể nhận thấy rủi ro tài chính của các DN ở mức thấp, điều này được phản ánh qua các nhận định sau:

Thứ nhất, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các DNTP NY ở mức thấp tuy nhiên NDN có quy mô dưới 1.000 tỷ đồng có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn so với các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng, điều đó cũng có nghĩa các DN này sẽ có rủi ro tài chính lớn hơn khi sử dụng nhiều nợ hơn.

Thứ hai, sự cân bằng về mặt tài chính của các DN được đảm bảo, nguồn vốn thường xuyên không những tài trợ hoàn toàn cho tài sản dài hạn mà còn dùng để tài trợ cho TSNH, tạo ra “một tấm đệm an toàn” đối với khả năng thanh toán của các DN. Sự gia tăng quy mô NWC do sự gia tăng quy mô nguồn vốn thường xuyên mà chủ yếu từ nguồn vốn chủ sở hữu.

Thứ ba, CCNV tác động làm cho khả năng thanh toán lãi vay của các DN luôn ở mức cao. Một mặt, điều này sẽ giúp các DN gặp thuận lợi trong việc đáp ứng nghĩa vụ nợ vay; truyền tải tín hiệu tích cực đối với các nhà đầu tư trên thị trường tài chính và gặp nhiều thuận lợi trong việc tiếp cận đối với nguồn tài trợ từ nợ vay. Mặt khác, khả năng thanh toán lãi vay của các DN ở mức cao cũng là cơ sở nâng cao mức độ xếp hạng tín nhiệm DN trên thị trường chứng khoán, giúp các DN gặp thuận lợi khi tiếp cận đối với các nguồn vốn huy động vốn từ thị trường tài chính như phát hành cổ phiếu hay phát hành trái phiếu.

3.2.4.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn tới tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của DNTP NY

Để thấy rõ tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY, tác giả đi nghiên cứu định lượng về sự tác động này.

* Mẫu nghiên cứu

Tương tự như phần nghiên cứu định lượng về các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam, tác giả cũng nghiên cứu về tác động của CCNV đến

ROE bằng mô hình định lượng với số liệu dạng bảng theo chuỗi thời gian trong giai đoạn 2013 – 2019. Vì vậy mẫu nghiên cứu vẫn bao gồm 18 DNTP NY ở Việt Nam trước năm 2013 để đảm bảo số liệu liên tục theo chuỗi thời gian. Quy trình các bước cũng tiến hành tương tự với kết quả đạt được từng bước như sau:

** Mô tả dữ liệu nghiên cứu*

Kết quả mô tả dữ liệu các biến nghiên cứu được mô tả chi tiết trong bảng thống kê mô tả các biến nghiên cứu (bảng 3.26). Cụ thể như sau:

Bảng 3.26. Mô tả thống kê các biến được sử dụng trong mô hình

Biến	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Phụ thuộc				
ROE	0,1465905	0,147995	-0,5459	0,9821
Độc lập				
OWN	0,5555556	0,498888	0	1
SIZE	14,22865	1,498988	11,89	17,85
TANG	0,2589825	0,135947	0,0251	0,639
LEV	0,4342064	0,155396	0,14	0,75
SLEV	0,8912698	0,164822	0,34	1
LLEV	0,1089937	0,165051	0	0,6646

Nguồn: Tổng hợp của tác giả phần mềm STATA

Thống kê tóm tắt các biến phụ thuộc và biến độc lập sử dụng trong phân tích, bảng thống kê báo cáo số trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, và giá trị nhỏ nhất:

- Tỷ suất sinh lời VCSH của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 trung bình khá cao 14,6%, và có sự khác biệt lớn của các DN trong mẫu, với giá trị nhỏ nhất của ROE là -54,29% và giá trị cao nhất là 98,21%.

- Hệ số nợ trung bình của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 là 0,434, trong đó nợ ngắn hạn trung bình chiếm 89,12%, thậm chí có những DN sử dụng 100% nợ ngắn hạn; nợ dài hạn trung bình chiếm tỷ trọng 10,89% phải trả, tuy nhiên cũng có những DN có tỷ trọng nợ dài hạn cao, lên tới 63,9% phải trả. Như vậy CCNV của các DNTP NY giai đoạn này nghiêng về VCSH và cơ cấu nợ phải trả nghiêng về nợ ngắn hạn.

- Tài sản cố định của các DNTP NY trung bình chiếm tỷ trọng 25,89% tổng tài

sản, trong đó có sự khác biệt lớn giữa các DN khi trong mẫu có những DN mà TSCĐ chỉ chiếm 2,51% tổng tài sản thì vẫn tồn tại những DN có tỷ trọng TSCĐ khá cao (63,9%).

** Hệ số tương quan giữa các biến*

Ma trận hệ số tương quan chỉ ra mối tương quan hai chiều giữa từng cặp biến với nhau. Trong đó, nếu hệ số tương quan dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa hai biến. Hệ số tương quan âm chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa hai biến nghiên cứu. Đồng thời hệ số tương quan càng lớn cho thấy hai biến có quan hệ chặt chẽ với nhau.

Ma trận hệ số tương quan giữa các nhân tố ảnh hưởng với CCNV của các DNTP NY (bảng 3.27) cho thấy:

Bảng 3.27. Hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	ROE	OWN	SIZE	TANG	LEV	SLEV	LLEV
ROE	1						
OWN	-0,0642	1					
SIZE	-0,0537	-0,0584	1				
TANG	-0,1523	-0,0547	0,0735	1			
LEV	0,0926	-0,018	0,1798	-0,3464	1		
SLEV	-0,1289	0,4379	-0,4077	-0,3727	-0,2989	1	
LLEV	0,1306	-0,4365	0,4065	0,37	0,2999	-0,9999	1

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ phần mềm STATA

Căn cứ vào bảng hệ số tương quan cho thấy, các biến trong mô hình nghiên cứu tương quan với nhau. Các biến độc lập được xem xét trong mô hình đều có tác động tới biến phụ thuộc. Trong đó, biến SIZE, TANG, OWN, SLEV có tác động ngược chiều tới ROE. Biến LEV, LLEV có tác động thuận chiều tới LEV. Trong số các biến độc lập, biến TANG và LLEV có ảnh hưởng mạnh nhất tới sự biến động của ROE. Điều đó có nghĩa là nếu DN đầu giảm đầu TSCĐ và tăng vay dài hạn sẽ giúp DN tăng được khả năng sinh lời. Thông qua bảng hệ số tương quan cho biết mối quan hệ tác động qua lại giữa các biến. Tuy nhiên, mức độ tác động và chiều tác động của các biến độc lập tới biến phụ thuộc có thể sẽ thay đổi nếu mô hình tồn tại những khiếm khuyết. Chính vì vậy, để biết được chính xác mối quan hệ tương quan cần thực hiện hồi quy dữ liệu nghiên cứu và loại bỏ những khiếm khuyết của mô hình nghiên cứu theo các bước cụ thể dưới đây.

** Phân tích hồi quy*

Kết quả phân tích hồi quy đạt được như sau:

Bước 1: Kiểm tra tính đa cộng tuyến

Nghiên cứu tiến hành kiểm tra tính đa cộng tuyến bằng lệnh VIF:

Bảng 3.28. Kiểm tra tính đa cộng tuyến của các biến nghiên cứu

Variable	VIF	1/VIF
slev	112,98	0,008851
llev	105,3	0,009496
own	14,02	0,071311
tang	12,28	0,081413
size	7,81	0,128092
lev	3,06	0,326842

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA

Kết quả cho thấy các biến SLEV, LLEV, OWN, TANG có khả năng đa cộng tuyến cao vì $VIF > 10$, Các biến còn lại có VIF đều nhỏ hơn 5, nên không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bước 2: Kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi**Bảng 3.29. Kiểm tra hiện tượng phương sai sai số**

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$roa[name1,t] = Xb + u[name1] + e[name1,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	0,021902	0,1479947
e	0,014565	0,120684
u	0,010018	0,1000887

Test: $Var(u) = 0$

$$chibar2(01) = 30,50$$

$$Prob > chibar2 = 0,0000$$

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm STATA

Kết quả cho thấy $Prob > chi2 = 0,0000 < 0,01$; bác bỏ H_0 , vậy mô hình tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Bước 3: Kiểm tra hiện tượng tự tương quan

Sử dụng câu lệnh xtserial để thực hiện kiểm định Wooldridge cho hiện tượng tự tương quan trong mô hình ta thu được kết quả sau:

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

$F(1, 17) = 0,582$

$\text{Prob} > F = 0,4561$

Như vậy, $\text{Prob} > \chi^2 = 0,4561 > 0,05$; chấp nhận H0, nên mô hình không tồn tại hiện tượng tự tương quan.

Như vậy kết quả kiểm tra cho thấy mô hình tồn tại những khiếm khuyết: (i) Đa cộng tuyến; (ii) Phương sai sai số thay đổi. Ngoài ra, tác giả còn nhận thấy trong mô hình xuất hiện biến nội sinh, tức biến này có quan hệ hai chiều với biến phụ thuộc. Một biến nội sinh dễ nhận thấy trong nghiên cứu này là nhân tố LEV, có nghĩa là giữa khả năng sinh lời và CCNV là mối quan hệ tác động hai chiều. Để khắc phục hiện tượng nội sinh, nghiên cứu sử dụng mô hình ước lượng GMM, kết quả như sau:

Bảng 3.30. Kết quả ước lượng bằng mô hình GMM

Group variable: name1				Number of obs =	126	
Time variable : year				Number of groups =	18	
Number of instruments = 18				Obs per group: min =	7	
Wald chi2(6) = 131,83				avg =	7	
Prob > chi2 = 0,000				max =	7	
roe	Coef,	Std, Err,	z	P> z	[95%Conf,Interval]	
size	-0,04277	0,014058	-3,04	0,002	-0,07033	-0,01522
own	-0,12525	0,062146	-2,02	0,044	-0,24705	-0,00344
tang	-0,23887	0,202381	-1,18	0,238	-0,63553	0,157785
lev	0,234501	0,129962	1,8	0,071	-0,02022	0,489222
slev	13,60232	4,752651	2,86	0,004	4,287295	22,91735
llev	13,43733	4,710534	2,85	0,004	4,20485	22,66981
_cons	-12,7745	4,720167	-2,71	0,007	-22,0258	-3,52312
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1,53				Pr>z =0,127		
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1,28				Pr>z =0,2		
Sargan test of overid, restrictions: chi2(11) = 10,65 Prob > chi2=0,053						
Hansen test of overid, restrictions: chi2(11) = 9,56 Prob > chi2=0,605						

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ phần mềm STATA

Như vậy, kết quả hồi quy mô hình tác động của các biến nghiên cứu tới ROE là hoàn toàn đáng tin cậy do đã khắc phục được các khiếm khuyết của mô hình: (i) hiện tượng đa cộng tuyến, (ii) hiện tượng phương sai sai số thay đổi, (iii) hiện tượng nội sinh.

Các biến có tương quan thuận với ROE và có ý nghĩa thống kê gồm: LEV, SLEV và LLEV, Các biến có tương quan nghịch với ROE và có ý nghĩa thống kê gồm: SIZE, OWN. Biến TANG có tương quan nghịch nhưng không có ý nghĩa thống kê.

** Kết luận chung về tác động của CCNV tới ROE*

Căn cứ vào các giả thuyết và kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu, tác giả đưa ra bảng tóm tắt tác động của CCNV tới ROE của các DNTP NY ở Việt Nam giai đoạn 2013-2019 như sau :

Bảng 3.31. Tóm tắt kết quả mô hình tác động của CCNV tới ROE

Biến	Kỳ vọng về dấu	Dấu thực tế	Mức ý Nghĩa	Kiểm định giả thuyết
Hệ số nợ (LEV)	+	+	10%	Chấp nhận H2.1
Hệ số NNH (SLEV)	+	+	1%	Chấp nhận H2.1
Hệ số NDH (LLEV)	+	+	1%	Chấp nhận H2.1
Quy mô DN (SIZE)	-	-	1%	Chấp nhận H2.2
Cơ cấu tài sản (TANG)	-	-	Không có ý nghĩa	Bác bỏ H2.3
Yếu tố sở hữu (OWN)	-	-	1%	Chấp nhận H2.4

Nguồn : Tác giả tự tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Kết quả thực nghiệm về nghiên cứu tác động của CCNV đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu cho thấy: Hệ số nợ có quan hệ cùng chiều đến ROE. Điều đó có nghĩa là việc sử dụng nợ sẽ làm tăng ROE của doanh nghiệp và ROE sẽ tăng nhiều hơn khi doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ dài hạn.

Các biến quy mô doanh nghiệp (SIZE), yếu tố sở hữu (OWN) đều có ý nghĩa thống kê. Điều này có nghĩa là ngoài nhân tố hệ số nợ, thì các nhân tố như quy mô doanh nghiệp, yếu tố sở hữu cũng có tác động nhất định tới ROE, Cụ thể:

Biến quy mô doanh nghiệp (SIZE): có tác động ngược chiều tới ROE, tức là khi quy mô của các DNTP NY tăng 1% thì lại có tác động giảm ROE tương ứng là

(0,04277). Điều này được lý giải như sau: khi các DNTP NY liên tục tăng vốn mở rộng quy mô khiến các DN này phải tìm nguồn tài trợ. Mà thực tế cho thấy, nguồn vốn của các DNTP được tài trợ chủ yếu từ vốn chủ sở hữu, việc sử dụng nợ không gia tăng sẽ không có tác dụng khuếch đại tăng ROE mà ngược lại tăng vốn chủ sở hữu còn làm giảm đi lợi ích của các chủ sở hữu.

Biến yếu tố sở hữu: Các DNTP NY có yếu tố SHNN sẽ có tác động làm giảm ROE. Điều đó có nghĩa là các DNTP NY có yếu tố SHNN sử dụng ít nợ vay hơn (đã trình bày trong kết quả nghiên cứu định lượng các nhân tố ảnh hưởng tới CCNV) do đó không tác dụng làm khuếch đại ROE.

Biến tỷ trọng TSCĐ trong tổng tài sản (TANG): có quan hệ ngược chiều tới ROE, nhưng lại không có ý nghĩa thống kê. Điều này có nghĩa là trên thực tế tồn tại những DNTP NY có tỷ trọng TSCĐ cao và gia tăng được ROE. Điều này được giải thích như sau: khi các DNTP NY tăng đầu tư vào TSCĐ tức là đang theo đuổi chiến lược đầu tư theo chiều sâu bằng cách đầu tư vào những trang thiết bị và dây chuyền công nghệ sản xuất hiện đại. Điều đó giúp tăng năng suất và nâng cao hiệu quả hoạt động, nên tỷ suất sinh lời của các chủ sở hữu cũng tăng lên.

3.2.5. Thảo luận những kết quả nghiên cứu định tính và định lượng về cơ cấu nguồn vốn của các DNTP NY ở Việt Nam

Thông qua việc phân tích và đánh giá thực trạng CCNV cũng như kết quả của các mô hình định lượng về các nhân tố tác động đến CCNV và tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY, có thể rút ra một số đặc điểm của CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam như sau:

Thứ nhất, vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng cao hơn nợ phải trả trong CCNV. Hệ số nợ trung bình của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 là 0,434, trong đó nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trong NPT. CCNV có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu, tuy nhiên nghiên cứu định lượng cho thấy, hệ số nợ dài hạn có tác động thuận chiều mạnh hơn tới ROE, trong khi đó nợ dài hạn chỉ chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 10% tổng nợ phải trả.

Thứ hai, yếu tố quy mô DN vừa có tác động đến CCNV vừa tác động đến ROE của các DNTP NY. Đối với CCNV thì quy mô DN được coi là có quan hệ đa chiều. Tuy

nhiên hầu hết các nghiên cứu từ trước đến nay đều có kết luận về mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô DN và CCNV. Trong khi đó nghiên cứu định lượng về tác động của quy mô DN đến CCNV của các DNTP NY cho kết quả ngược lại khi kết luận rằng các quy mô của các DNTP NY có quan hệ ngược chiều với hệ số nợ. Điều này cũng được chứng minh trên thực tế khi các DNTP NY có quy mô vốn lớn hơn (quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng) lại có xu hướng sử dụng ít nợ hơn. Kết quả nghiên cứu cũng đi đến kết luận quy mô DN cũng có mối quan hệ ngược chiều với ROE, khi thực tế cũng chứng minh ROE của các DNTP NY có quy mô lớn hơn lại không cao.

Thứ ba, cơ cấu tài sản cũng là nhân tố có tác động đến CCNV và ROE của các DNTP NY. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, các DNTP NY tài trợ cho TSCĐ đảm bảo sự tương thích về thời gian, có nghĩa là việc tài trợ đó là nhờ gia tăng vốn CSH chứ không phải tăng vay nợ, hệ số nợ không cao dẫn đến kết quả là không khuếch đại được ROE.

Thứ tư, các DNTP NY có khả năng sinh lời cao thường có xu hướng sử dụng ít nợ. Thực tế cho thấy nguồn vốn nội sinh của các DNTP NY khá cao, chiếm 12,06% đến 21,16% nguồn vốn kinh doanh. Song năng lực tự tài trợ giảm dần trong giai đoạn 2013-2017 và có sự gia tăng trở lại trong 2 năm 2018-2019. Tuy nhiên, việc sử dụng nợ cao mới có tác động tích cực đến khả năng sinh lời, đặc biệt là khả năng sinh lời của chủ sở hữu, song tồn tại sự khác biệt khá lớn giữa các nhóm doanh nghiệp. Như vậy tồn tại mối quan hệ tác động qua lại giữa khả năng sinh lời và CCNV của các DNTP NY.

Thứ năm, tính thanh khoản là một yếu tố có quan hệ ngược chiều đến CCNV. Trong khi đó nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng nợ phải trả. Do đó với một lượng TSNH không thay đổi, muốn tính thanh khoản tốt thì các DNTP NY cần phải cắt giảm nợ ngắn hạn.

Thứ sáu, yếu tố SHNN cũng là một nhân tố vừa tác động đến CCNV, vừa tác động đến ROE. Kết quả nghiên cứu định lượng với mẫu là 18 DNTP NY trong giai đoạn 2013-2019 cho thấy các DN có SHNN có xu hướng tăng sử dụng nhiều nợ hơn và nhưng do tỷ lệ nợ vay thấp hơn so với các DNTP NY không có SHNN.

3.3. Đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNTP NY ở Việt Nam

3.3.1. Những kết quả đạt được

Nghiên cứu CCNV của các DNTP NY giai đoạn 2013 – 2019 cho thấy CCNV của các DNTP NY đạt được những kết quả sau:

Thứ nhất, CCNV của các DNTP NY có hệ số nợ ở ngưỡng an toàn và được điều chỉnh theo hướng phù hợp với những biến động kinh tế vĩ mô cũng như mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp.

Qua phân tích CCNV của các DNTP NY theo quan hệ sở hữu cho thấy: Hệ số nợ có xu hướng gia tăng từ 0,41 lên 0,55 trong giai đoạn 2013-2016 khi lãi suất cho vay trên thị trường giảm xuống, và khi lãi suất cho vay có xu hướng tăng lên vào năm 2017 thì hệ số nợ của các DNTP NY cũng giảm từ 0,55 xuống còn 0,53 năm 2017 và duy trì mức 0,44 trong 2 năm 2018 và 2019. Với những DN điều chỉnh chiến lược kinh doanh, CCNV cũng có sự điều chỉnh phù hợp với mục tiêu dài hạn mà DN hướng đến, hay một số DNTP NY có quy mô lớn hơn 1.000 tỷ nhờ có lợi thế về quy mô, thuận lợi hơn khi tiếp cận các khoản vay nên hệ số nợ của các DN này dao động từ 0,41 đến 0,56, cao hơn so với các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng (dao động từ 0,39 đến 0,45). Các DNTP NY cũng nhờ lợi thế về thông tin minh bạch nên đã phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần nên CCNV phần lớn nghiêng về vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2013-2019 (trừ 2 năm 2016 và 2017, hệ số nợ lần lượt là 0,55 và 0,53). Điều đó cho thấy các DNTP NY có CCNV linh hoạt, lúc nghiêng về vốn CSH, lúc nghiêng về NPT, song sự dao động không quá lớn, với hệ số nợ dao động từ 0,41 đến 0,53, được coi là nằm trong ngưỡng an toàn.

Thứ hai, CCNV tác động làm cho rủi ro tài chính của các DNTP NY ở mức thấp

Qua phân tích tác động của CCNV đến rủi ro tài chính được thể hiện trên các góc độ sự biến thiên của ROE, sự cân bằng về mặt tài chính và khả năng thanh toán cho thấy CCNV hiện hành đang tác động làm cho rủi ro tài chính của các DN ở mức thấp.

Phân tích tác động của CCNV đến sự biến thiên ROE cho thấy DFL của các DNTP NY có quy mô trên 1.000 tỷ đồng dao động từ 1,06 -1,24, như vậy mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các DN không cao, điều đó cũng có nghĩa là rủi ro tài chính của các DN khi sử dụng nợ vay không quá lớn.

Phân tích tác động của CCNV đến sự cân bằng về mặt tài chính nhận thấy sự cân bằng về mặt tài chính của các DN được cải thiện đáng kể trong giai đoạn nghiên cứu. Phân tích cơ cấu tài sản cho thấy NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng, cơ cấu tài sản nghiêng về tài sản dài hạn (với tỷ trọng TSNH chiếm 37,95 đến 44,05% trong tổng tài sản) thì CCNV cũng nghiêng về nguồn dài hạn (tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn chiếm từ 23,3 đến 33,04% tổng nguồn vốn). Đối với các DN có quy mô dưới 1.000 tỷ đồng thì ngược lại, cơ cấu tài sản nghiêng về TSNH (tỷ trọng TSNH chiếm 57,87 đến 70,56% trong tổng tài sản) nên CCNV cũng nghiêng về nguồn ngắn hạn (tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn chiếm 34,75 đến 41,12% tổng nguồn vốn). Tuy nhiên các DN thuộc nhóm này đang có xu hướng tăng đầu tư vào TSDH để phát triển theo chiều sâu nhằm hướng tới sự phát triển bền vững. Điều đó cho thấy các DNTP NY có sự tương thích giữa chính sách đầu tư và chính sách tài trợ.

Phân tích tác động của CCNV đến khả năng thanh toán lãi vay cho thấy: CCNV tác động làm cho khả năng thanh toán lãi vay của các DNTP NY ở mức cao, bình quân giai đoạn nghiên cứu là 8,32 lần. Như vậy, CCNV hiện hay đã làm cho khả năng đáp ứng nghĩa vụ các khoản nợ vay của các DN được đảm bảo, nguy cơ kiệt quệ tài chính và rủi ro phá sản ở mức thấp. Không những vậy, với mức khả năng thanh toán lãi vay cao sẽ là tiền đề cơ sở cho các DN khi huy động vốn đối với các khoản vay mới trên thị trường tài chính.

Thứ ba, CCNV tác động làm cho tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu của các DN tăng mạnh.

Qua phân tích khả năng sinh lời của các DNTP NY cho thấy ROE của các DN tăng mạnh trong giai đoạn 2013-2016. Cụ thể, ROE gia tăng từ mức 18,63% năm 2013 lên đến 30,29% năm 2015 và năm 2016 là 25,8%. Điều này xuất phát từ nguyên nhân, lãi suất cho vay bình quân giảm mạnh trong 2 năm 2013 và 2014 từ 13,47% năm 2012 xuống còn 9,63% (năm 2013) và 8,16% (năm 2014) sau đó suy trì ổn định trong 2 năm 2015 và 2016 là 6,69%; cho nên các DNTP NY đã gia tăng việc sử dụng trong CCNV và điều đó đã làm khuếch đại tăng ROE trong giai đoạn này. Tuy nhiên bước sang giai đoạn 2017 – 2019, các DNTP NY có xu hướng điều chỉnh giảm hệ số nợ từ 0,53 xuống còn 0,44 cũng đã làm cho ROE giảm từ 24,92% xuống còn 19,58%.

Thứ tư, các DNTP NY có nguồn vốn bên trong chiếm tỷ trọng khá cao

Qua phân tích CCNV theo phạm vi huy động vốn cho thấy các DNTP NY có tỷ trọng nguồn vốn bên trong dao động từ 12,06% đến 21,16%, trong đó NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng có khả năng tự tài trợ rất tốt (tỷ lệ lợi nhuận giữ lại chiếm từ 13,51 đến 21,56% tổng nguồn vốn). Các DNTP NY có SHNN đã chủ động hơn trong việc sử dụng lợi nhuận để lại để tái đầu tư mà không còn phụ thuộc quá nhiều vào Nhà nước (tỷ lệ lợi nhuận giữ lại có thể lên đến 23,25% tổng nguồn vốn). Điều đó cũng giúp cho các DN này nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

3.3.2. Những hạn chế và nguyên nhân của hạn chế

3.3.2.1. Những hạn chế

Thứ nhất, CCNV của các DNTP NY dịch chuyển theo hướng tăng sự phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn bên ngoài.

Kết quả nghiên cứu thực trạng CCNV theo phạm vi huy động vốn cho thấy có đến 18/23 DNTP NY tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu thường mới với tổng giá trị vốn tăng lên 20.881 tỷ đồng nâng số vốn cổ phần năm 2019 gấp 1,96 lần so với cùng kỳ năm 2013. Tuy nhiên việc tăng vốn cổ phần với số lượng lớn chủ yếu rơi vào NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng.

Thứ hai, CCNV chưa phát huy được tác động tích cực của đòn bẩy tài chính

Qua phân tích khả năng sinh lời của các DNTP NY, tác giả nhận thấy mặc dù CCNV tác động làm cho tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu tăng mạnh trong giai đoạn 2013-2015 nhưng lại giảm sút trong giai đoạn 2016-2019. Cụ thể, ROE tăng mạnh trong giai đoạn 2013-2015 từ mức 18,63% đến 30,29%; giảm sút từ mức 30,29% năm 2015 xuống còn 19,58% năm 2019.

Qua phân tích tác động của CCNV đến sự biến thiên ROE của các DNTP NY, cho thấy DFL của các DN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng dao động từ 1.06 đến 1.24, còn DFL của các DN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng dao động từ 1.14 đến 4.5. Điều đó cho thấy các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng chưa phát huy được tác động tích cực của đòn bẩy tài chính.

Qua phân tích CCNV của các nhóm DNTP NY theo yếu tố sở hữu cho thấy các DNTP NY có SHNN đang duy trì hệ số nợ thấp hơn so với các DNTP NY không có

SHNN. Kết quả nghiên cứu định lượng cũng cho thấy, trong giai đoạn 2013-2019, yếu tố SHNN đang có tác động ngược chiều đến ROE, cho thấy chưa phát huy được tác động của đòn bẩy tài chính.

Thứ ba, cơ cấu nợ vay của các DN thiếu đa dạng

Hiện nay, phương thức huy động nợ vay của các DN tập trung từ nguồn chính là vay các NHTM. Các nguồn tài trợ nợ vay khác từ phát hành trái phiếu DN và cho thuê tài chính vẫn chưa được các DN quan tâm.

Thứ tư, rủi ro tài chính gia tăng đối với các DN có quy mô nhỏ hơn

Hệ số nợ của các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng tuy không quá cao, trung bình giai đoạn nghiên cứu là 41,34%, nhưng lại phụ thuộc rất lớn vào nợ ngắn hạn, với tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ phải trả bình quân là 91,86% làm tăng áp lực trả nợ trong ngắn hạn cho các DN này. Qua phân tích tác động của CCNV đến khả năng thanh toán của DN, cho thấy khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của các DNTP NY tuy vẫn được đảm bảo (khả năng thanh toán qua các năm đều lớn hơn 1) nhưng lại có xu hướng giảm trong giai đoạn nghiên cứu, với khả năng thanh toán nợ ngắn hạn cao nhất là 1,82 năm 2014 và thấp nhất là 1,17 năm 2019. Điều này sẽ tiềm ẩn gia tăng rủi ro tài chính cho các DN.

Thứ năm, chi phí sử dụng vốn bình quân có xu hướng tăng lên

Qua phân tích tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn bình quân, cho thấy WACC của các DN TP NY tăng lên trong giai đoạn 2013 – 2015 từ 8,75% năm 2013 lên 16,37% năm 2015, sau đó giảm xuống 12,73% năm 2016 và đến năm 2019 là 8,18%.

Thứ sáu, các DN chưa xây dựng được CCNV mục tiêu

Hiện nay, CCNV của các DN chưa được xác lập một cách khoa học, các DN chưa thực hiện xây dựng CCNV mục tiêu, quy mô vốn chủ sở hữu và nợ vay huy động chủ yếu căn cứ trên nhu cầu sử dụng vốn của DN. Thực tiễn cho thấy, khi nhu cầu vốn nảy sinh trong quá trình kinh doanh, DN sẽ chủ động sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu trước qua phương thức sử dụng từ lợi nhuận giữ lại hay huy động từ vốn góp qua phát hành cổ phiếu, sau đó khi nhu cầu vốn chưa đáp ứng đủ, các DN huy động qua phương

thức vay nợ. Các DN không tiến hành xây dựng CCNV mục tiêu nhằm xác định đúng và đủ chi phí sử dụng vốn để tối đa hóa giá trị DN.

3.3.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

*** Nguyên nhân chủ quan**

Những hạn chế trong CCNV của các DNTP NY xuất phát từ những nguyên nhân chủ quan sau đây:

Một là, các DNTP có quy mô lớn (trên 1.000 tỷ đồng), thông tin minh bạch nên có lợi thế hơn khi phát hành cổ phiếu để huy động vốn trên thị trường tài chính. Việc tăng vốn cổ phần từ phát hành cổ phiếu thường giúp cho các DN gia tăng được quy mô vốn chủ sở hữu song lại phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn bên ngoài.

Hai là, các DNTP NY vẫn chưa thực sự hiểu được cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính: trong quá trình kinh doanh để phục vụ cho nhu cầu vốn thiếu hụt các DN không thể chỉ sử dụng nguyên nguồn vốn chủ sở hữu mà phải kết hợp giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu dẫn đến các DNTP NY có quy mô vốn khác nhau đưa ra các quyết định tài trợ khác nhau. Cụ thể, các DNTP NY có quy mô lớn hơn (quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng) thường có khả năng tự tài trợ tốt, vì vậy các doanh nghiệp này duy trì CCNV với hệ số nợ thấp, do đó không thai thác và phát huy được hiệu quả của đòn bẩy tài chính. Trong khi đó những DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng lại có xu hướng vay nợ nhiều, độ bẩy của đòn bẩy tài chính cao hơn các nhưng điều đó cũng có nghĩa là rủi ro tài chính tiềm ẩn của các DNTP NY này sẽ cao hơn so với NDN có quy mô trên 1.000 tỷ đồng.

Ba là, do sự khác biệt trong chiến lược đầu tư và chiến lược tài trợ của các NDN theo quy mô vốn. Chiến lược đầu tư và chiến lược tài trợ của các DNTP về cơ bản có sự tương thích, song việc đầu tư phát triển theo chiều sâu mới chỉ được chú trọng ở các DNTP NY có quy mô trên 1.000 tỷ đồng, các DN này tập trung đầu tư cho TSDH nhằm tạo ra các sản phẩm thực phẩm chất lượng và có năng lực cạnh tranh ở thị trường trong nước và xuất khẩu. Để đầu tư cho TSDH các DN này đã sử dụng nguồn dài hạn để tài trợ và việc tăng nguồn tài trợ dài hạn lại chủ yếu là từ tăng vốn chủ sở hữu, tỷ trọng nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn trong giai đoạn nghiên cứu chỉ chiếm trung bình 20,06%. Phân tích tác động của CCNV đến ROE cũng cho thấy hệ số nợ có quan hệ cùng chiều với

ROE và ROE sẽ được gia tăng mạnh hơn khi sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn. Do đó việc sử dụng ít nợ dài hạn trong CCNV đã khiến cho các DNTP NY chưa thực sự phát huy tác động tích cực của đòn bẩy tài chính.

Bốn là, một nguyên nhân dẫn đến việc chưa phát huy tính tích cực của đòn bẩy tài chính là do tâm lý lo sợ rủi ro và cần một sự an toàn cao trong kinh doanh của các nhà quản lý làm cho các khoản nợ vay đặc biệt là các khoản nợ vay dài hạn chiếm tỷ trọng không cao.

Năm là, các DNTP NY có SHNN ngày càng khó khăn trong việc huy động vốn từ chủ sở hữu song các DN này lại chưa tận dụng uy tín từ CSH là Nhà nước để tiếp cận với các khoản vay nhằm tăng quy mô và tỷ trọng của nợ vay để khuếch đại ROE. Vì vậy, trong thời gian tới các DNTP NY có SHNN cần gia tăng sử dụng nợ để có thể tận dụng được lợi thế của mình trong việc huy động vốn, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính.

Sáu là, các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng có kết quả kinh doanh không cao, nên khả năng tự tài trợ của thấp. Vì vậy các DN này duy trì tỷ lệ nợ vay khá cao, trên 60% nợ phải trả, là một trong những nguyên nhân làm cho các DN này tăng áp lực trả nợ trước khi rơi vào khó khăn và khủng hoảng. Điển hình là 2 DN bị hủy niêm yết (CTCP xuất khẩu nông sản Nam Định và CTPC Dầu thực vật Sài Gòn) có tỷ lệ nợ vay cao, trên 60% NPT, cho thấy sự phụ thuộc vào vốn vay cũng là một trong những nguyên nhân khiến các DN nay lâm vào tình trạng khó khăn.

Bảy là, các DNTP NY có mô hình tài trợ an toàn, việc sử dụng phần lớn VCSH để tài trợ khiến cho chi phí sử dụng vốn của các DN này tăng lên.

Tám là, trong giai đoạn 2013-2015, lãi suất cho vay bình quân của ngân hàng giảm, các DNTP NY có xu hướng tăng quy mô sử dụng nợ vay, hệ số nợ tăng lên song CCNV vẫn nghiêng về vốn CSH, hơn nữa chi phí sử dụng VCSH lại tăng lên, nên WACC của các DNTP NY vẫn tăng lên trong giai đoạn này. Lãi suất cho vay bình quân của ngân hàng giữ ổn định ở năm 2016, sau đó điều chỉnh tăng trong giai đoạn 2017-2019, do đó hệ số nợ của các DN giảm trong giai đoạn 2016-2019, dẫn đến WACC của các DN cũng giảm trong giai đoạn này. Cũng trong giai 2016-2019, một số DNTP NY thay vì trả cổ tức bằng tiền mặt đã lựa chọn hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu. Việc

công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu vừa đảm bảo quyền và lợi ích của các cổ đông, giúp công ty giải quyết khó khăn tạm thời về tiền mặt đồng thời cũng giúp các DN tiết kiệm được chi phí của việc sử dụng vốn CSH.

Chín là, nhận thức của nhà quản lý DN về CCNV mục tiêu trong quản lý tài chính còn hạn chế, ưu điểm của việc sử dụng nợ vay từ “khoản lợi thuế” chưa được nhận thức đầy đủ. Lý thuyết CCNV tối ưu cho rằng trong DN tồn tại một mức CCNV mà làm cân bằng giữa rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lời dành cho chủ sở hữu, qua đó tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân và tối đa hóa giá trị DN. Như vậy, yêu cầu đặt ra đối với các DNTP NY là phải đi tìm mức CCNV được coi là tối ưu này. Tuy nhiên, trong thực tế việc hoạch định CCNV 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 DN, mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời trong điều kiện, hoàn cảnh kinh doanh cụ thể để hoạch định CCNV mục tiêu của DN. Khi điều kiện, hoàn cảnh kinh doanh theo thời gian có thể thay đổi căn bản, CCNV mục tiêu cũng phải thay đổi. Nhưng DN luôn cần có CCNV mục tiêu nhất định và việc huy động vốn phải luôn hướng đến mức CCNV mục tiêu.

Mười là, nguồn tài trợ nợ vay của các DN thiếu sự đa dạng xuất phát từ tâm lý, thói quen của các DN Việt Nam. Các DN khi huy động nguồn tài trợ nợ vay sẽ tiến hành tìm kiếm từ nguồn có chi phí huy động thấp, an toàn và được nhiều DN áp dụng đó chính là nguồn vốn vay từ các NHTM.

*** Nguyên nhân khách quan**

Nguyên nhân của những hạn chế trong CCNV của các DNTP NY ngoài những nguyên nhân chủ quan như đã phân tích ở trên, còn có những nguyên nhân khách quan khác. Cụ thể:

Thứ nhất, do đặc điểm kinh tế kỹ thuật của ngành thực phẩm. Là một ngành kinh doanh có rủi ro cao do kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh phụ thuộc lớn vào điều kiện khí hậu thời tiết, dịch bệnh, và các yếu tố tự nhiên khác vì đầu vào của ngành thực phẩm chủ yếu là sản phẩm từ nông nghiệp điều đó cũng làm gia tăng rủi ro tài chính đối với các DNTP NY khi các DN đó hoạt động chưa thực sự hiệu quả.

Thứ hai, do thị hiếu và thói quen tiêu dùng các sản phẩm thực phẩm của người Việt có sự thay đổi, họ ưa chuộng những sản phẩm thực phẩm nhập ngoại với chất lượng tốt và giá cả không quá đắt. Sản phẩm thực phẩm ở thị trường nội địa phải cạnh tranh gay gắt với những sản phẩm thực phẩm nhập khẩu, trong khi đó sản phẩm thực phẩm Việt Nam khi xuất khẩu cũng gặp phải những rào cản về an toàn thực phẩm và chất lượng sản phẩm. Những lý do đó làm cho hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp thực phẩm Việt Nam chưa thực sự như mong muốn mặc dù đã có rất nhiều nỗ lực.

Thứ ba, do thị trường tài chính chưa thực sự hoàn thiện để trở thành một kênh huy động vốn cho các DN, đặc biệt là thị trường trái phiếu DN. Phần lớn các nhà đầu tư là cá nhân với mục tiêu chủ yếu là đầu tư ngắn hạn để đạt được lợi nhuận từ sự chênh lệch giá và điều này làm cho việc huy động nguồn vốn dài hạn đối với các DN gặp khó khăn. Ngoài ra, thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn sơ khai và sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư còn thấp nên chưa tạo ra một kênh huy động vốn trung và dài hạn cho các DN thông qua phát hành các công cụ nợ.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong nội dung chương 3 tác giả đã đi tìm hiểu và phân tích thực trạng nguồn vốn và CCNV của các DNTP NY trong giai đoạn 2013-2019. Kết quả nghiên cứu định tính và định lượng về các nhân tố tác động đến CCNV và tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn bình quân, rủi ro tài chính và tỷ suất lợi nhuận đã đi đến những kết luận quan trọng về CCNV của các DNTP NY. Tác giả cũng đã chỉ ra được những kết quả đạt được, điểm hạn chế và nguyên nhân của những hạn chế trong CCNV của các DNTP NY. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng CCNV của các DNTP NY có xu hướng nghiêng về vốn CSH. Song CCNV của các DNTP NY có sự khác biệt theo quy mô, cơ cấu tài sản, và cấu trúc sở hữu. Các DN có quy mô lớn cũng như tỷ trọng TSCĐ cao trong tổng tài sản lại có xu hướng sử dụng ít nợ hơn. Hệ số nợ, đặc biệt là hệ số nợ ngắn hạn ở những doanh nghiệp không có SHNN có xu hướng cao hơn các doanh nghiệp có SHNN. Trên cơ sở luận giải nguyên nhân của những tồn tại trong CCNV của các DNTP NY sẽ là tiền đề để tác giả đề xuất bộ giải pháp hoàn thiện CCNV của các DNTP NY trong chương 4 dựa trên bối cảnh kinh tế thế giới và Việt Nam, định hướng phát triển ngành thực phẩm cũng như những quan điểm hoàn thiện CCNV của các DNTP NY đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2030.

Chương 4: GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP THỰC PHẨM NIÊM YẾT VIỆT NAM

4.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội và định hướng phát triển ngành thực phẩm ở Việt Nam trong những năm tới

4.1.1. Bối cảnh kinh tế thế giới

Năm 2020 đã qua đi với nhiều khó khăn: thiên tai, dịch bệnh, thảm họa, xung đột, bạo động bao trùm nhiều nhiều nơi. Đặc biệt, dịch bệnh COVID-19 đã làm đảo lộn cuộc sống và khiến nền kinh tế toàn cầu chao đảo.

Nếu như đầu năm 2020, các chuyên gia đã từng lạc quan đưa ra dự báo về những gam màu sáng trong bức tranh triển vọng kinh tế thế giới như sự thịnh vượng toàn cầu tăng lên, các quốc gia đều cải thiện điều kiện sống... thì đại dịch COVID-19 đã trở thành một cú sốc với sức tàn phá ghê gớm giáng vào nền kinh tế thế giới năm 2020. Đại dịch COVID-19 xuất hiện ngay đầu năm 2020 đã đẩy nền kinh tế toàn cầu vốn đang trong giai đoạn phục hồi mong manh sa lầy vào đợt suy thoái tồi tệ nhất kể từ Chiến tranh Thế giới thứ II. Chưa bao giờ mọi hoạt động kinh tế-xã hội từ công nghiệp, giao thông vận tải đến các lĩnh vực dịch vụ, vui chơi giải trí... kéo theo lực lượng lao động ước tính hơn 3 tỷ người đồng loạt bị ảnh hưởng. Kinh tế thế giới bỗng chốc “bốc hơi” hàng nghìn tỷ USD, kéo theo là nhiều thành quả gây dựng trong nhiều năm qua đã bị tiêu tan. Có thể thấy khủng hoảng kinh tế do dịch bệnh COVID-19 gây ra phần lớn là do sự suy giảm nhu cầu, khi không có nhiều người tiêu dùng mua hàng hóa và dịch vụ. Sự suy giảm này thể hiện rõ ở một số ngành và lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng nề, như vận tải và du lịch. Nhằm ngăn chặn sự lây lan của dịch bệnh COVID-19, nhiều nước đã hạn chế sự lưu thông trong nước cũng như mở cửa biên giới theo đường hàng không. Sự suy giảm nhu cầu tiêu dùng này khiến ngành hàng không bị ảnh hưởng nặng nề. Nhiều hãng hàng không phải sa thải nhân công để cắt giảm chi phí. Hiệp hội Vận tải Hàng không quốc tế (IATA) gọi 2020 là năm tồi tệ nhất của ngành hàng không thế giới khi lưu lượng hành khách đi lại cả năm ước tính giảm 66% so với năm ngoái, khiến doanh thu giảm hơn 60%.

Ngoài hàng không, các ngành công nghiệp khác cũng chịu sự tác động tương tự, như sự suy giảm nhu cầu dầu mỏ và sản xuất ô tô. Do các công ty phải cắt giảm

nhân sự để bù đắp cho khoản doanh thu bị sụt giảm nên sẽ tạo ra một vòng xoáy suy giảm kinh tế, khi những người lao động rơi vào tình trạng thất nghiệp, không có khả năng tài chính để duy trì cuộc sống, thậm chí có khả năng rớt xuống dưới chuẩn nghèo. Ví dụ trong lĩnh vực bán lẻ, tỷ lệ thất nghiệp tăng lên do các cửa hàng phải đóng cửa, chuyển sang bán hàng trên mạng. Đây là một nguyên nhân khiến các nhà kinh tế từng dự báo dịch bệnh COVID-19 có thể dẫn suy thoái toàn cầu đến quy mô “Đại suy thoái”. Trong khi đó, đối với những nước mà du lịch là một nguồn thu nhập then chốt, sự suy giảm của nhu cầu dịch vụ đã ảnh hưởng đáng kể đến nền kinh tế. Điều đáng nói là trong những tháng tiếp theo sẽ tác động lớn đến các doanh nghiệp nhỏ khi các chương trình hỗ trợ của các chính phủ có thể chấm dứt. Tỷ lệ phá sản có thể tăng lên gấp 3 lần, lên đến 12% trong năm 2020 từ mức trung bình 4% của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên thế giới trước đại dịch COVID-19.

Nhìn tổng thể, nhiều định chế tài chính đã ước tính, 12.000 tỷ USD là mức thiệt hại mà nền kinh tế phải gánh chịu nếu GDP giảm từ 4,4-4,9% trong năm 2020. Còn nếu rơi vào suy thoái lâu dài, con số này có thể lên 82.000 tỷ USD trong vòng 5 năm tới. Dù chưa phải là tính toán cuối cùng nhưng đây vẫn là mức tổn thất lớn chưa từng có đối với kinh tế toàn cầu kể từ Chiến tranh Thế giới thứ II. Còn thực tế, chưa một con số nào được đếm được chính xác tác động khi mà khoảng 35% số doanh nghiệp toàn cầu bên bờ vực phá sản và hàng trăm triệu người mất việc do COVID-19. Thương mại toàn cầu đình trệ, làn sóng doanh nghiệp phá sản lan khắp thế giới, dẫn tới tình trạng thất nghiệp tăng vọt. Lao động giảm, thu nhập của người lao động cũng giảm mạnh, dẫn đến giảm nhu cầu đối với hàng hóa và dịch vụ, kích hoạt làn sóng vỡ nợ trên phạm vi toàn cầu do nợ vay tiêu dùng quá hạn thanh toán tăng vọt tại một số nước khi tỷ lệ thất nghiệp tăng mạnh. Trước cú sốc mang tên COVID-19, năm 2020 đã ghi nhận lần đầu tiên hàng chục nền kinh tế trên thế giới đồng loạt rơi vào suy thoái như Mỹ, Anh, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Pháp, Đức, Italy, Australia, Brazil, Canada, Nhật Bản, Hàn Quốc, Indonesia, Singapore, Philippines, Thái Lan, Indonesia... Danh sách này chắc chắn chưa dừng lại. Để đối phó với tác động xấu do COVID-19, các nước đã đồng loạt tung ra các gói kích thích cùng nhiều biện pháp tiền tệ và cho vay khẩn cấp để giải cứu nền kinh tế. Tổng trị giá các gói hỗ trợ của Mỹ hay Nhật Bản

thậm chí lên tới 20% GDP. Không thể phủ nhận tác dụng của những gói kích thích từ chính phủ trên đã phần nào nâng thể trạng của nền kinh tế toàn cầu, tăng sức chống chịu và kiểm soát tình trạng thất nghiệp ngay trong quý II/2020. Tuy nhiên, cũng có một thực tế là việc tung ra hàng loạt gói kích thích kinh tế mà không tính hết những tác dụng phụ, lại đang đẩy nhiều nước vào tình thế khó khăn mới. Xu hướng nói lỏng tài chính tiền tệ thông qua các gói hỗ trợ tài chính lên tới hàng nghìn tỷ USD này cùng với chính sách cắt giảm lãi suất đã khiến nợ công và thâm hụt ngân sách của các quốc gia bị đe dọa nghiêm trọng.

Vào tháng cuối năm 2020, một số nền kinh tế khu vực châu Á-Thái Bình Dương, bao gồm cả nền kinh tế Mỹ, đang xuất hiện những tín hiệu cho thấy sự phục hồi. Những tín hiệu này được xem là “điểm sáng hy vọng” trong bối cảnh bức tranh kinh tế toàn cầu vẫn đang u ám bởi tác động tiêu cực từ đại dịch COVID-19.

Số liệu thống kê và các đánh giá mới nhất của giới chuyên gia cho thấy kinh tế toàn cầu nói chung, khu vực châu Á-Thái Bình Dương nói riêng đã xuất hiện những điểm sáng tích cực. Tín hiệu phục hồi cũng xuất hiện rõ nét hơn tại một số nền kinh tế Đông Nam Á như Singapore, Indonesia hay Thái Lan sau một thời kỳ suy giảm nghiêm trọng.

Tại một số nước phát triển như Anh, Mỹ, bức tranh kinh tế cũng đã bớt u ám. Kinh tế Anh dự báo sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ kể từ quý II/2021, khi các biện pháp hạn chế để phòng dịch được nói lỏng và nhu cầu tiêu dùng được phục hồi. Nền kinh tế Mỹ cũng đã xuất hiện một số tín hiệu tích cực. Sau khi Chính phủ Mỹ bắt đầu triển khai chương trình tiêm vaccine phòng COVID-19, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đánh giá rằng, kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng 4,2% trong năm 2021 và 3,2% trong năm 2022. Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ cũng được điều chỉnh giảm xuống 5% vào năm 2021 và 4,2% trong năm 2022, cải thiện so với các mức dự báo trước đó. Hiện Quốc hội Mỹ đã đồng ý thông qua gói cứu trợ trị giá 900 tỷ USD. Gói hỗ trợ kinh tế 900 tỷ USD được nhận định là hết sức cần thiết đối với doanh nghiệp và người thất nghiệp, đồng thời sẽ là “liều thuốc tăng lực” để đưa nền kinh tế Mỹ trở về quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2021.

Những tín hiệu tích cực nêu trên đang thấp lên hy vọng về việc kinh tế thế giới sẽ phục hồi khả quan hơn trong năm 2021, đồng thời củng cố nhận định của Tổ chức

Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) đầu tháng 12 vừa qua rằng, nền kinh tế toàn cầu có thể trở lại mức trước đại dịch COVID-19 vào cuối năm sau.

Tuy nhiên, bên cạnh những điểm sáng hy vọng ở châu Á-Thái Bình Dương, nghiên cứu của Oxford Economics cho thấy nhiều khu vực khác như Trung Đông, châu Phi và Mỹ Latinh là những khu vực có triển vọng hồi phục kém nhất. Bắc Mỹ là khu vực chịu ít tổn thương nhất với sự sụt giảm GDP trong năm 2020 được cho là thấp, bên cạnh đó còn nhờ có các gói kích thích tài khóa mạnh mẽ.

Ngoài ra, các nước châu Âu được đánh giá là khu vực có tốc độ hồi phục nhanh nhất. Tuy nhiên sự phục hồi giữa các nước châu Âu cũng có sự chênh lệch đáng kể. Trong khi Pháp được xếp hạng là một trong những quốc gia dễ bị tổn thương trong dài hạn vì tốc độ sụt giảm GDP lớn và sự mất niềm tin của người tiêu dùng, thì Đức lại được đánh giá cao trên cả hai phương diện này...

Nhìn chung, hầu hết các nhà phân tích đều cho rằng, dịch bệnh COVID-19 đã và đang gây hậu quả tiêu cực đối với các nước và đang góp phần định hình lại hoạt động của các ngành kinh tế trên cấp độ toàn cầu. COVID-19 và ảnh hưởng tiêu cực của nó đối với kinh tế thế giới là một vấn đề mang tính toàn cầu, không một quốc gia nào có thể đứng ngoài và không nước nào có thể tự giải quyết. Tất cả các nước cần chung sức mới có thể vượt qua được khó khăn và khủng hoảng hiện nay.

4.1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam

Theo Báo cáo tình hình thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội (KT-XH) năm 2020 và 5 năm (2016-2020); dự kiến kế hoạch năm 2021 và phương hướng, nhiệm vụ 5 năm (2021-2025) của Chính phủ trình Quốc hội, kinh tế vĩ mô của Việt Nam duy trì ổn định, lạm phát được kiểm soát ở mức thấp, chất lượng tăng trưởng được nâng lên, các cân đối lớn của nền kinh tế được cải thiện. Theo đó, tốc độ tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2016-2019 đạt khá cao, bình quân 6,8%/năm. Năm 2020, mặc dù nền kinh tế chịu ảnh hưởng khá nặng nề của dịch bệnh Covid-19, song kinh tế vẫn tăng trưởng, quý 1 tăng 3,68%, quý 2 tăng 0,39%, quý 3 tăng 2,69%, quý 4 tăng 4,48%. Với mức tăng trưởng này được coi là một trong những quốc gia tăng trưởng cao nhất trong khu vực và trên thế giới, nhờ nội lực và tận dụng tốt các cơ hội và khả năng đa dạng hoá, thích ứng linh hoạt của nền kinh tế. Việt Nam nằm trong số ít

những nền kinh tế ở châu Á tăng trưởng dương năm 2020, bất kể ảnh hưởng của làn sóng Covid-19. Đầu tư vào cơ sở hạ tầng và tăng trưởng của lĩnh vực dịch vụ được cải thiện sẽ giúp Việt Nam đạt được tốc độ tăng trưởng vượt trội hơn so với các nền kinh tế khác tại châu Á.

Bên cạnh kết quả đạt được, Việt Nam vẫn đang phải đối diện với không ít khó khăn, thách thức. Cụ thể:

Một là, Đại dịch Covid-19 kéo dài trên toàn cầu sẽ là nguy cơ lớn nhất; căng thẳng thương mại toàn cầu, dẫn tới gia tăng bảo hộ thương mại và các rủi ro tài chính có thể trầm trọng thêm bởi đại dịch kéo dài. Tiêu dùng nội địa tiếp tục ở mức thấp bởi thu nhập hộ gia đình và DN giảm, tỷ lệ thất nghiệp gia tăng và thêm nhiều DN tạm ngừng hoạt động. Triển vọng đầu tư không đồng đều, đầu tư tư nhân còn yếu và đầu tư nước ngoài liên quan đến thương mại tiếp tục giảm (ADO, 2020).

Hai là, trong năm 2021, kinh tế thế giới tiếp tục phải đối mặt với 4 rủi ro, thách thức chính: (i) Dịch Covid-19 diễn biến phức tạp, khó lường, luôn tiềm ẩn nguy cơ bùng phát làn sóng tiếp theo; (ii) Căng thẳng thương mại, công nghệ Mỹ-Trung và giữa các nước lớn khác; (iii) Rủi ro địa chính trị tại các nước, khu vực (gồm cả kết quả bầu cử Tổng thống Mỹ, đàm phán Brexit, quan hệ Trung - Ấn, vấn đề Biển Đông...); (iv) Rủi ro bất ổn tài chính toàn cầu (Viện Đào tạo & Nghiên cứu BIDV, 2020). Việt Nam cũng không nằm ngoài tác động chung này bởi hiện nay nền kinh tế đã hội nhập sâu và có độ mở lớn.

Ba là, Vấn đề của nền kinh tế hiện tại nằm ở việc thiếu nhu cầu vay vốn trong bối cảnh kinh tế bất ổn chứ không phải lãi suất, bởi vậy, giải pháp cắt giảm lãi suất cũng khó có thể hỗ trợ nền kinh tế. Hơn nữa, việc cố ép tín dụng với nền kinh tế rất có thể sẽ gây ra tình trạng đầu tư quá mức dẫn tới rủi ro hệ thống (Fitch Solutions, 2020).

Bốn là, Việc phụ thuộc quá nhiều vào xuất nhập khẩu làm cho nền kinh tế trở nên mong manh trước các cú sốc đến từ bên ngoài. Trước thực tế này đòi hỏi Việt Nam cần phải đa dạng hóa hơn nữa các đối tác thương mại, từ đó giảm thiểu những cú sốc đến từ một đối tác thương mại cụ thể (Market Line, 2020).

Năm 2021 có ý nghĩa đặc biệt quan trọng, là năm đầu tiên thực hiện Kế hoạch phát triển KT – XH 5 năm (2021-2025) và Chiến lược phát triển KT-XH 10 năm

(2021-2030). Dự báo, tình hình thế giới, khu vực tiếp tục diễn biến phức tạp, khó lường. Xung đột thương mại gia tăng và những tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19 có thể kéo dài, tiềm ẩn nhiều nguy cơ khủng hoảng về tài chính, tiền tệ, nợ công trên phạm vi toàn cầu và những thách thức lớn đối với thương mại, đầu tư, tăng trưởng, bất bình đẳng, nghèo đói và các vấn đề xã hội. Chính phủ đã trình Quốc hội mục tiêu GDP tăng khoảng 6% năm 2021 và GDP bình quân tăng khoảng 6,5-7% trong giai đoạn 2021-2025.

4.1.3. Định hướng phát triển ngành thực phẩm ở Việt Nam trong thời gian tới

4.1.3.1. Quan điểm phát triển ngành thực phẩm

Căn cứ quyết định số 20/QĐ-TTg về việc phê duyệt Chiến lược quốc gia An toàn thực phẩm giai đoạn 2011-2020 và tầm nhìn 2030, quan điểm phát triển ngành thực phẩm với các nội dung chính sau:

Thứ nhất, Bảo đảm an toàn thực phẩm chính là bảo đảm quyền lợi người tiêu dùng và sức khỏe nhân dân, là một nhiệm vụ thường xuyên cần tập trung chỉ đạo của các cấp ủy đảng, chính quyền, là trách nhiệm và quyền lợi của các tổ chức, cá nhân sản xuất, kinh doanh thực phẩm và của mỗi người dân.

Thứ hai, Tổ chức thực hiện đồng bộ các quy định pháp luật về an toàn thực phẩm, chú trọng công tác thanh tra, kiểm tra, đẩy mạnh việc áp dụng các biện pháp tiên tiến trong quản lý an toàn thực phẩm.

Thứ ba, Tăng cường công tác thông tin, truyền thông nhằm tạo sự chuyển biến sâu sắc trong nhận thức của người sản xuất, người tiêu dùng và toàn xã hội về giữ gìn vệ sinh, bảo đảm an toàn thực phẩm.

4.1.3.2. Định hướng phát triển ngành thực phẩm

Định hướng phát triển đối với từng sản phẩm thực phẩm đến năm 2030 cụ thể như sau:

Đối với sản phẩm sữa:

- ✓ Phát triển sản phẩm theo hướng hiện đại, bền vững, sản xuất sạch hơn, xử lý chất thải triệt để, bảo đảm vệ sinh an toàn thực phẩm.
- ✓ Tiếp tục đầu tư mới và mở rộng các cơ sở sản xuất sẵn có nhằm đáp ứng nhu

cầu tiêu dùng trong nước dành một phần xuất khẩu. Tập trung phát triển sữa thanh trùng và tiệt trùng, sữa bột và sữa chua. Các nhà máy xây dựng mới phải áp dụng công nghệ tiên tiến, hiện đại để sản xuất sản phẩm đạt tiêu chuẩn chất lượng cao, đa dạng về chủng loại và mẫu mã.

✓ Phát triển công nghiệp chế biến sữa theo hướng tăng dần tỷ lệ sử dụng nguyên liệu sữa tươi trong nước và giảm dần tỷ lệ nguyên liệu sữa bột nhập ngoại. Phát triển công nghiệp chế biến sữa gắn chặt với việc phát triển đàn bò sữa trong nước. Các cơ sở chế biến sữa phải có chương trình đầu tư cụ thể phát triển đàn bò sữa. Bố trí địa điểm xây dựng các nhà máy chế biến sữa gắn với các trung tâm tiêu thụ sản phẩm và vùng chăn nuôi bò sữa tập trung.

Đối với sản phẩm mía đường:

✓ Sản xuất mía nguyên liệu: Giữ ổn định diện tích mía nguyên liệu tập trung khoảng 300.000 ha; năng suất mía bình quân đạt 75-80 tấn/ha; chữ đường bình quân 12-13 CCS; sản lượng mía đạt khoảng 24.0 triệu tấn; năng suất đường đạt khoảng 8,5 tấn đường/ha.

✓ Sản xuất đường: Tổng công suất thiết kế của các nhà máy khoảng 230.000 tấn mía/ngày; sản lượng đường khoảng 2,5 triệu tấn, trong đó đường tinh luyện là 1,6 triệu tấn, đường trắng và các loại đường khác 0,9 triệu tấn. Có trên 90% nhà máy (cụm nhà máy) đạt công suất từ 4.0 tấn mía/ngày trở lên.

✓ Sử dụng phế phụ phẩm: Khối lượng bã mía được tái sử dụng để sản xuất điện khoảng 7 triệu tấn/năm (chiếm 91% tổng khối lượng bã mía từ sản xuất đường), sản xuất được khoảng 1.500-1.600 triệu kWh điện/năm; trong đó sản lượng điện lên lưới đạt 300.000 kWh/năm. Mở rộng các cụm công nghiệp mía đường và điện năng. Lượng mật rỉ được sử dụng để sản xuất cồn khoảng 330.000 tấn/năm (chiếm khoảng 29% tổng lượng mật rỉ từ sản xuất đường). Tổng sản lượng cồn 100% đạt 80.000 kg/năm, tương ứng 100.000 lít/năm. Lượng bã bùn được sử dụng để sản xuất phân bón là 770.000 tấn/năm (chiếm khoảng 67% tổng lượng bã bùn từ sản xuất đường). Sản lượng phân hữu cơ vi sinh đạt khoảng 500.000 tấn/năm.

Đối với sản phẩm gạo xuất khẩu:

✓ Thị trường Đông Nam Á: củng cố, giữ thị phần gạo có chất lượng trung bình trở lên tại các thị trường truyền thống trọng điểm (Philipin, Indonexia, Malaixia), đẩy

mạnh xuất khẩu gạo trắng chất lượng cao, gạo thơm, gạo nếp.

✓ Thị trường Trung Quốc: thúc đẩy quan hệ thương mại gạo theo hướng ổn định, bền vững và hiệu quả; đưa sản phẩm gạo có chất lượng, thương hiệu, giá trị cao vào kênh phân phối chính thức, trực tiếp. Củng cố, duy trì thị phần gạo Việt Nam trong cơ cấu nhập khẩu gạo của Trung Quốc ở mức cao.

✓ Thị trường Đông Bắc Á: phấn đấu thị phần gạo của Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu gạo của Hàn Quốc và Nhật Bản từ dưới 2% năm 2015 lên khoảng 3% vào năm 2020 và đạt 4-5% vào năm 2030.

✓ Thị trường châu Phi, Trung Đông: Khai thác các kênh xuất khẩu gạo trắng chất lượng cao vào thị trường Ả Rập Xê Út, Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất; Phấn đấu tăng thị phần gạo Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu gạo của các thị trường này từ dưới 2% năm 2015 lên 3% năm 2020 và đạt 5% vào năm 2030. Phấn đấu tăng thị phần gạo Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu gạo của thị trường Nam Phi từ dưới 4% năm 2015 lên 5-6% vào năm 2020 và ổn định ở mức này đến năm 2030; duy trì ổn định thị phần tại thị trường Gha – na và bờ biển Ngà.

✓ Thị trường châu Âu: Phấn đấu tăng thị phần gạo Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu gạo của Liên minh kinh tế Á – Âu: Thị phần tại thị trường Liên Bang Nga tăng từ 17% năm 2015 lên khoảng 19% vào năm 2020 và 20% vào năm 2030; Thị phần tại thị trường Bê-la-rút ổn định ở mức 13-14%. Phấn đấu tăng thị phần tại một số nước châu Âu (Pháp, Đức, Cộng hòa Séc) từ dưới 2% năm 2015 lên 4% năm 2020 và 6% năm 2030.

✓ Thị trường châu Mỹ, châu Đại Dương: Tập trung vào các phân khúc gạo chất lượng cao. Tăng cường xúc tiến thương mại, khai thác cơ hội thị trường các nước châu Mỹ Latinh. Phấn đấu tăng thị phần tại thị trường Hoa Kỳ từ khoảng 3,7% vào năm 2015 lên 5% vào năm 2020 và 6-7% vào năm 2030. Phấn đấu tăng thị phần tại thị trường Mê-hi-cô từ dưới 1% vào năm 2015 lên 3% vào năm 2020 và 5-6% vào năm 2030; tại thị trường Hai-ti từ khoảng 7% năm 2015 lên 9% năm 2020 và 11-12% vào năm 2030. Phấn đấu tăng thị phần tại thị trường Ôt-xtrây-lia từ 3,6% vào năm 2015 lên 4% vào năm 2020 và đạt mức 5-6% vào năm 2030.

Đối với sản phẩm điều:

✓ Phát triển diện tích Điều trên những địa bàn có điều kiện, nhất là các vùng đất xám ở Tây Nguyên, Đông Nam Bộ, Duyên hải nam Trung Bộ; tập trung thâm canh và thay thế giống Điều cũ bằng giống mới có năng suất, chất lượng cao; đổi mới thiết bị và công nghệ chế biến theo hướng hiện đại hoá, chế biến sâu để nâng cao giá trị và hiệu quả sản xuất.

✓ Diện tích trồng Điều ổn định khoảng 400.000 ha.

✓ Kim ngạch xuất khẩu khoảng 820 triệu USD.

4.1.3.3. Xu hướng phát triển của ngành thực phẩm trong thời gian tới

Để có thể tạo dựng được uy tín và chinh phục các thị trường không chỉ trong nước và quốc tế, các doanh nghiệp trong ngành cũng cần nắm bắt tốt sự chuyển động của các xu hướng lớn trong ngành, để có sự chuẩn bị tốt về sản phẩm và cách tiếp cận phù hợp. Kết quả nghiên cứu và khảo sát của Vietnam Report¹² chỉ ra có 3 xu hướng chính nổi lên trong năm thời gian tới của ngành.

Một là, sự bùng nổ của các sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên và thân thiện môi trường

Trong bối cảnh khi mà thu nhập khả dụng của người dân tăng lên, tỷ lệ dân số trẻ cao và tầng lớp trung lưu phát triển, người tiêu dùng dần trở thành những người tiêu dùng thông minh và hướng đến một lối sống xanh và lành mạnh thông qua việc sử dụng các thực phẩm có nguồn gốc hữu cơ và nguyên liệu sạch. Trong ít nhất 3 năm tới đây, dự báo sẽ là thời điểm đột phá của các thực phẩm hữu cơ và sử dụng các nguyên liệu, bao bì bảo vệ môi trường.

Hai là, sự trỗi dậy của niềm tin, của những giá trị thật và câu chuyện thật về sản phẩm và thương hiệu doanh nghiệp

Người tiêu dùng không chỉ sử dụng các sản phẩm mang tính đại chúng của các tập đoàn lớn sản xuất mà họ cũng sẽ bắt đầu quan tâm đến nguồn gốc sản phẩm, câu chuyện về sản phẩm. Những đặc tính như vậy làm tiêu dùng trở nên cá nhân hóa hơn, chịu ảnh hưởng chi phối của cảm xúc và giá trị nhân văn giữa người mua và người

¹² Công ty Cổ phần Báo cáo Đánh giá Việt Nam (Vietnam Report JSC. - VNR) là một công ty tiên phong trong lĩnh vực báo cáo đánh giá xếp hạng doanh nghiệp, sản phẩm và dịch vụ.

bán. Với xu hướng như vậy, người tiêu dùng sẽ đặt niềm tin vào thương hiệu của sản phẩm, của doanh nghiệp và điều này được đánh giá bằng tính trung thực của thương hiệu trong việc cung cấp thông tin minh bạch và truy xuất thông tin dễ dàng.

Ba là, khả năng sáng tạo từ dữ liệu lớn

Dữ liệu lớn và trí tuệ nhân tạo đã được nhắc đến nhiều trong thời gian qua, các ứng dụng của Big Data và AI cũng đã được sử dụng trong một số doanh nghiệp thực phẩm ở Việt Nam như ứng dụng VinMart Scan & Go đó với khả năng thanh toán siêu tốc, giúp tiết kiệm tới 90% thời gian xếp hàng chờ đợi hay việc sử dụng rộng rãi Robot trong các khâu chế biến, xử lý và vận hành của Vinamilk. Tuy nhiên, theo nhận định của các chuyên gia trong ngành trong khảo sát của Vietnam Report cho thấy xu hướng tiềm năng nhất mà Big Data mang lại cho ngành thực phẩm đó là khả năng cá nhân hóa từ dữ liệu đã thu thập, chia sẻ dữ liệu và hỗ trợ tự động hóa, và do đó, sản phẩm sẽ có khả năng đáp ứng nhu cầu dinh dưỡng và sở thích khác nhau của mỗi cá nhân. Đây là xu hướng mới nhưng sẽ khả năng sẽ trở thành xu hướng phát triển mạnh nhất nhất trong nhiều năm tới.

4.2. Quan điểm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam

4.2.1. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn phải đảm bảo an toàn về mặt tài chính

Hệ số nợ được coi là mấu chốt trong lựa chọn CCNV của DN. Vì vậy việc duy trì hệ số nợ ở mức hợp lý giúp các DN cân bằng được giữa rủi ro tài chính và mức độ tác động của đòn bẩy tài chính, đồng thời DN còn được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế của lãi tiền vay. Các lý thuyết về cơ cấu vốn cơ bản có những cách nhìn nhận khác nhau về hiệu quả sử dụng vốn vay. Lý thuyết M&M (do 2 nhà kinh tế học Franco Modigliani và Merton Howard Miller khởi xướng) cho rằng vốn vay với chi phí lãi vay được khấu trừ thuế làm tăng giá trị của DN; giá trị DN đạt mức tối đa nếu sử dụng 100% vốn vay. Thực tế, sẽ không có DN nào sử dụng 100% vốn vay, bởi vốn vay, ngoài gánh nặng lãi vay, còn tiềm ẩn nhiều rủi ro tài chính. Đó là nguy cơ phá sản nếu gánh nặng lãi vay quá lớn (đặc biệt khi lãi suất thị trường biến động và doanh nghiệp không có một đệm đỡ đó là vốn cổ phần). Một lý thuyết được áp dụng rộng rãi và có tính thực tiễn là lý

thuyết cân bằng tĩnh (static trade-off theory). Theo đó, các DN phải tự quyết định về đòn bẩy tài chính trên cơ sở cân bằng lợi ích thu được từ vốn vay và những rủi ro tài chính. Giá trị của DN dùng vốn vay sẽ được tăng thêm nhờ nguồn giảm trừ thuế, nhưng sẽ gánh rủi ro tài chính, mà rủi ro này sẽ tăng theo tỉ lệ nợ. Giá trị của DN sẽ tăng đến một ngưỡng nhất định, rồi giảm dần do rủi ro tài chính tăng dần. Cơ cấu vốn tối ưu sẽ đạt được khi tại đó, giá trị DN là lớn nhất, tức chi phí vốn ở mức thấp nhất và do đó, tối đa hóa được lợi nhuận của doanh nghiệp.

Thực tế cho thấy, giai đoạn 2013-2019 hệ số nợ của các DNTP NY chưa cao, dao động trong khoảng từ 0,41 đến 0,55, trong đó nợ vay chiếm đến hơn 60% tổng nợ phải trả. Trong thời gian tới, các DNTP NY hoàn toàn có thể gia tăng hệ số nợ khi cần nhưng không phải thông qua tăng nợ vay, mà có thể tăng các khoản chiếm dụng không lãi suất, như chiếm dụng vốn của nhà cung cấp, chiếm dụng các khoản phải trả nhà người lao động hoặc nợ thuế đối với NSNN.

4.2.2. Hoàn thiện CCNV của các DNTP NY phải đa dạng hóa các hình thức huy động vốn trên thị trường tài chính.

Thị trường tài chính đặc biệt là thị trường chứng khoán hiện nay càng ngày càng phát triển, nó thực sự thể hiện là một kênh huy động vốn hiệu quả cho các doanh nghiệp, đồng thời giúp các DN quảng bá thương hiệu của mình. Sự phát triển của thị trường tài chính giúp các DN có thể đa dạng hóa các phương thức huy động vốn bên cạnh những kênh huy động vốn truyền thống. Đặc biệt việc phát hành trái phiếu và cổ phiếu để huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán thực sự mang lại cho các DN nhiều lợi thế cũng như giúp các DN có thể phát huy được thế mạnh của mình, giúp các DN có thể cơ cấu lại được nợ phải trả (qua phát hành trái phiếu) để giảm áp lực trả nợ trong ngắn hạn cũng như tăng vốn chủ sở hữu (qua phát hành cổ phiếu) để tăng tính độc lập về tài chính.

Hiện nay, CCNV của các DNTP NY chủ yếu được huy động từ các nguồn chính: vay ngân hàng, lợi nhuận giữ lại hay phát hành cổ phiếu thường. Trong điều kiện thị trường tài chính ngày càng hoàn thiện và phát triển, các DNTP cần đa dạng các kênh huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu, hoặc sử dụng các hình thức thuê tài chính để đáp ứng cho nhu cầu đầu tư vào TSCĐ. Việc đa dạng các hình thức huy động

vốn giúp các DNTP đáp ứng nhu cầu về vốn, đồng thời giúp DN giải quyết linh hoạt hơn bài toán về tài chính trong việc tối thiểu hóa chi phí và tối đa hóa lợi nhuận.

4.2.3. Hoàn thiện CCNV phải tăng giá trị của DN trong tương lai

Trên thực tế, rất ít DN có tiềm lực tài chính đủ mạnh để tài trợ cho hoạt động kinh doanh hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu, nên nợ vay sẽ được sử dụng để bù đắp sự thiếu hụt vốn trong kinh doanh. Nợ vay được các DN sử dụng như một đòn bẩy nhằm gia tăng ROE, vì thế việc thay đổi tỷ lệ nợ vay sẽ có những tác động đến ROE và do đó sẽ tác động đến giá trị của DN trong tương lai. Tuy nhiên tác động đó có thể là tích cực hoặc tiêu cực.

Khi DN huy động vốn vay thì tiền lãi phải trả là một khoản chi phí tài chính cố định (bởi lãi suất vay vốn là cố định), nếu khoản lợi nhuận trước lãi vay và thuế do một đồng vốn tạo ra lớn hơn lãi tiền vay phải trả tính cho một đồng nợ vay thì sau khi trả lãi tiền vay, phần chênh lệch còn lại sẽ thuộc về chủ sở hữu. Cứ mỗi đồng vốn vay, CSH lại được hưởng một phần chênh lệch tương ứng. Trong trường hợp thuận lợi này, càng sử dụng vay nợ nhiều, CSH càng được hưởng lợi ích lớn hơn từ việc đi vay. CSH được hưởng cả phần lợi nhuận trước lãi vay và thuế do vốn CSH tạo ra và phần lợi nhuận trước lãi vay và thuế do vốn vay tạo ra. Vì vậy cơ cấu nguồn vốn góp phần làm tăng ROE cho CSH, theo đó làm tăng giá trị DN.

Ngược lại, trong trường hợp không thuận lợi, lợi nhuận do một đồng vốn tạo ra nhỏ hơn tiền lãi phải trả cho một đồng vốn vay, mà lãi tiền vay là nghĩa vụ tài chính cố định bắt buộc, không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh trong kỳ, thì khi đó DN sẽ phải lấy một phần lợi nhuận của vốn CSH tạo ra để trả lãi cho chủ nợ. Trong trường hợp này càng sử dụng nhiều vốn vay thì càng giảm lợi nhuận VCSH, theo đó làm ROE càng giảm và giá trị DN cũng giảm đi.

4.2.4. Việc hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn phải đặt trong điều kiện cụ thể của từng doanh nghiệp

Thực tiễn và lý thuyết khó xác định chính xác CCNV của một DN với tỷ trọng các loại là bao nhiêu thì hợp lý? Bởi vì nó còn phụ thuộc vào đặc điểm sản phẩm mà DN tạo ra, vào loại hình SXKD và phụ thuộc vào sự thay đổi nhanh chóng của thị trường. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở chương 3 cho thấy, CCNV của các DNTP

phụ thuộc vào đặc điểm riêng của từng DN như quy mô, khả năng sinh lời, cơ cấu tài sản, tốc độ tăng trưởng, tính thanh khoản hay yếu tố sở hữu. Vì vậy, CCNV cần được điều chỉnh hướng đến mục tiêu chiến lược của từng DN. Tùy thuộc vào chiến lược của DN trong từng giai đoạn cũng như kết quả hoạt động của DN qua từng thời kỳ để DN có sự điều chỉnh hệ số nợ và vốn chủ sở hữu, nguồn vốn ngắn hạn hay nguồn vốn dài hạn, nguồn vốn bên trong hay bên ngoài cho phù hợp. Ngoài những yếu tố trên, đặc điểm ngành nghề cũng cho thấy nhiều sự khác biệt. Chính vì vậy, việc CCNV của các DNTP NY cần được hoàn thiện trên cơ sở gắn liền với đặc điểm riêng có của ngành.

4.2.5. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn cần hướng tới cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

DN cần xác định CCNV mục tiêu, đồng thời biết tận dụng những cơ hội của thị trường để huy động được nguồn vốn rẻ nhất. CCNV mục tiêu là cơ cấu mà một doanh nghiệp thường xuyên sử dụng khi quyết định bổ sung nguồn vốn kinh doanh. Thực tế, CCNV của DN có thể dao động quanh CCNV mục tiêu. Ngoài ra, CCNV trong DN có ảnh hưởng quyết định đến khả năng thực thi các chiến lược kinh doanh, hiệu quả kinh tế và sự phát triển bền vững của doanh nghiệp. Một CCNV được coi là tối ưu khi CCNV đó tối thiểu hóa được chi phí sử dụng vốn đồng thời tối đa hóa được giá trị DN. Nhưng để tìm được một CCNV tối ưu không phải là chuyện dễ dàng đối với DN.

4.2.6. Hoàn thiện CCNV của DNTP NY phải dựa trên cơ sở các quyết định tài trợ

Trong quản trị tài chính DN 3 quyết định được coi là then chốt, bao gồm quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định phân phối lợi nhuận. Trong đó, quyết định nguồn tài trợ là một trong 3 quyết định quan trọng, gắn liền với quyết định lựa chọn loại nguồn vốn nào cung cấp cho việc mua sắm tài sản, nên sử dụng vốn chủ sở hữu hay vốn vay, nên dùng vốn vay ngắn hạn hay dài hạn. Ngoài ra quyết định về nguồn vốn còn xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận để lại tái đầu tư và lợi nhuận được phân chia cho các cổ đông dưới hình thức cổ tức. Tiếp theo nhà quản trị phải quyết định làm thế nào để huy động được các nguồn vốn đó. DN có thể lựa chọn huy động vốn ngắn hạn thông qua tín dụng ngân hàng, tín dụng thương mại hay sử dụng tín phiếu DN. Đối với nguồn dài hạn, DN có thể vay nợ dài hạn hay phát hành cổ phần, vay dài hạn ngân hàng hay phát hành trái phiếu DN, sử dụng vốn cổ phần phổ thông hay vốn cổ phần ưu đãi... Để có được một quyết định tài trợ đúng đắn là một thách thức không nhỏ đối với những người ra quyết định. Điều đó đòi hỏi người ra quyết

định phải có những hiểu biết về việc sử dụng các công cụ phân tích trước khi ra quyết định. Chính vì vậy, đối với các DN nói chung và các DNTP NY nói riêng, việc hoàn thiện CCNV phải dựa trên cơ sở quyết định giữa việc sử dụng nợ vay và vốn chủ sở hữu, giữa nguồn vốn ngắn hạn và nguồn dài hạn, nguồn vốn bên trong hay nguồn vốn bên ngoài. Nhưng quan trọng hơn cả, quyết định về CCNV phải dựa trên quyết định về đầu tư. Điều này thể hiện sự tương thích giữa chính sách đầu tư và chính sách tài trợ. DN sẽ lựa chọn một mô hình tài trợ đảm bảo sự tương thích về thời gian, đồng thời đảm bảo sự linh hoạt và không để rủi ro tài chính quá lớn. Có như vậy mới giúp DN tiết kiệm chi phí, tạo tâm đệm an toàn cho sự phát triển bền vững.

Một CCNV được coi là hợp lý khi đảm bảo sự tương thích giữa chính sách đầu tư và chính sách tài trợ, hay nói cách khác các tài sản trong DN cần được tài trợ trên nguyên tắc đảm bảo sự tương thích về thời gian. Kết quả nghiên cứu cho thấy cơ cấu tài sản của các DNTP NY giai đoạn 2013-2019 nghiêng về TSDH, song có sự khác biệt về cơ cấu tài sản của các DN theo quy mô. Các DNTP NY có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng, ngay từ ban đầu nhờ lợi thế về quy mô nên đã có sự đầu tư vào chiều sâu để nâng cao chất lượng sản phẩm thực phẩm. Các DNTP NY có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng cũng đã có sự thay đổi trong chiến lược đầu tư trong giai đoạn 2017-2019, nhằm tăng năng lực cạnh tranh cho các sản phẩm thực phẩm. Chiến lược đầu tư đó sẽ vẫn được coi là phù hợp đối với các DNTP NY trong thời gian tới, khi mà các sản phẩm thực phẩm cần phải đáp ứng nhu cầu ngày càng khắt khe của người tiêu dùng cũng như ngày càng cạnh tranh khốc liệt với sản phẩm nhập khẩu về chất lượng, an toàn thực phẩm. Theo đó chính sách tài trợ cũng cần hoàn thiện theo hướng phù hợp với kết cấu tài sản để đảm bảo sự tương thích, song cũng cần bám sát mục tiêu tối thiểu hóa chi phí mà vẫn đảm bảo an toàn và cân bằng tài chính.

4.3. Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết ở Việt Nam

4.3.1. Điều chỉnh hệ số nợ ở mức hợp lý, đồng thời đa dạng hóa công cụ và hình thức tài trợ nợ vay

Kết quả nghiên cứu cho thấy các DNTP NY có quy mô lớn đang có xu hướng tài trợ từ nguồn vốn CSH do đó chưa gia tăng được lợi ích cho các CSH. Vì vậy, các DN thuộc nhóm quy mô lớn cần tận dụng lợi thế của mình về quy mô để gia tăng việc sử

dụng nợ. Như vậy sẽ giúp các DN này giảm được chi phí sử dụng vốn đồng thời lại khuếch đại được ROE.

Qua phân tích thực trạng về cơ cấu nợ vay, tác giả nhận thấy hiện nay các DNTP NY vẫn chưa thực hiện đa dạng hóa các công cụ và hình thức tài trợ nợ vay. Đối với nguồn tài trợ từ nợ vay, các DN hiện tại chủ yếu phụ thuộc vào nguồn chính là vay các Ngân hàng thương mại. Việc thiếu đa dạng về công cụ và hình thức tài trợ sẽ làm gia tăng rủi ro đối với các DN trong việc sử dụng vốn vay. Bởi vậy, các DN cần phải đa dạng hóa công cụ và hình thức tài trợ để giảm thiểu rủi ro trong việc sử dụng nợ vay. Các DN có thể đa dạng hóa các nguồn tài trợ từ nợ vay như sau:

- **Phát hành trái phiếu:** Đây là nguồn tài trợ giúp các DN huy động nguồn vốn dài hạn trên thị trường vốn với quy mô lớn. Qua phân tích thực trạng, tác giả nhận thấy rằng, các DNTP NY có quy mô lớn có nhu cầu vốn để đầu tư TSCĐ thì đều lựa chọn hình thức tài trợ từ vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu. Nếu các nhà quản trị của các DN này không muốn chia sẻ quyền lợi cho các CSH mới thì phát hành trái phiếu được coi là lựa chọn phù hợp. Việc phát hành trái phiếu DN đem lại cho DN nhiều lợi thế như: (i) Sử dụng được nguồn vốn huy động với quy mô lớn do việc giải ngân về nguồn vốn này được thực hiện toàn bộ mà không phải theo tiến độ hoặc theo lộ trình như đối với việc huy động từ các NHTM; (ii) Giúp DN nâng cao tính chủ động trong hoạt động sản xuất kinh doanh so với huy động vốn từ NHTM bởi vì các NHTM phải có sự thẩm định về tình hình tài chính của DN và phải mất một khoảng thời gian nhất định để yêu cầu vay vốn của DN được NHTM chấp thuận và chính điều này sẽ làm cho các DN mất đi thời cơ trong việc đầu tư vào sản xuất kinh doanh. Ngoài ra, đây cũng là giải pháp giúp các DN giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bởi vì trong một số trường hợp khi lãi suất thị trường ở mức thấp, việc phát hành trái phiếu với lãi suất cố định, kỳ hạn dài, DN 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.

Phát hành trái phiếu là hình thức vay vốn phổ biến trên thế giới và nhiều quốc gia phát triển trong khu vực. Hiện nay nguồn vốn huy động được từ trái phiếu DN tại Việt Nam không đáng kể. Vì vậy, trong thời gian tới các DN ở Việt Nam, đặc biệt là những DN lớn nên cân nhắc việc huy động vốn bằng phát hành trái phiếu. Các DN nên chú ý

giới thiệu trái phiếu đến các nhà đầu tư nước ngoài, vì đây là nguồn vốn vô cùng tiềm năng mà các DN Việt Nam hầu như chưa khai thác được. Các nhà đầu tư nước ngoài, nhất là những nhà đầu tư lớn có tiềm lực tài chính mạnh rất thích đầu tư trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu DN của các nước đang phát triển như Việt Nam, vì tiềm năng tăng trưởng của các trái phiếu này là rất cao, lãi suất cũng hấp dẫn hơn so với trái phiếu của các quốc gia phát triển.

- **Thuê tài chính:** Đối với các DN có quy mô nhỏ muốn huy động vốn đầu tư thêm vào TSCĐ mà tiềm lực tài chính không đủ mạnh, việc phát hành trái phiếu gặp khó khăn hay chưa đủ điều kiện phát hành thì có thể lựa chọn hình thức thuê tài chính. Về bản chất thì thuê tài chính cũng là một hình thức tín dụng nhưng đối tượng của tín dụng là tài sản, doanh nghiệp đi thuê không những không cần ký quỹ đảm bảo hay thế chấp tài sản mà còn có thể được tài trợ đến 100% vốn đầu tư. Lãi suất dựa trên sự thỏa thuận của hai bên. DN hoàn toàn được chủ động trong việc lựa chọn máy móc, thiết bị, nhà cung cấp, cũng như mẫu mã, chủng loại theo yêu cầu. Như vậy DN vừa được sử dụng TSCĐ đáp ứng nhu cầu sản xuất kinh doanh, vừa đảm bảo vốn lưu động. Có thể thấy hình thức này phù hợp với các DNTP có quy mô nhỏ, tiềm lực tài chính yếu. Khi các DN vay vốn dài hạn bằng hình thức thuê tài chính sẽ gặp nhiều thuận lợi: Hạn chế được sự lạc hậu của máy móc, thiết bị; không bị ảnh hưởng bởi hạn mức tín dụng; bên đi thuê không bị ứ đọng vốn trong tài sản cố định; bên đi thuê được tài trợ nhanh chóng, kịp thời; đơn giản về thủ tục thiết lập hợp đồng; tiền thuê được thanh toán linh hoạt. Tuy nhiên, hình thức này có nhược điểm là chi phí sử dụng vốn cao hơn so với những hình thức tín dụng trung và dài hạn khác nhưng đây là kênh huy động vốn hữu hiệu, phù hợp cho các DN quy mô nhỏ hiện nay.

- **Sử dụng chứng khoán lai ghép trong huy động vốn:** Giải pháp này giúp các DN gia tăng tính hấp dẫn của hình thức phát hành trái phiếu DN trong việc huy động vốn. Theo đó, các DN nên phát hành các loại trái phiếu có những điều đi kèm để thu hút các nhà đầu tư, chẳng hạn như phát hành trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu có quyền mua cổ phần, trái phiếu có bảo đảm.

- **Huy động vốn qua các quỹ đầu tư hoặc công ty mạo hiểm:** Đây là hình thức huy động vốn mà các DN thuộc nhóm quy mô nhỏ có thể cân nhắc trong trường hợp gặp khó

khẩn trong việc huy động vốn đối với các kênh huy động vốn từ phát hành trái phiếu DN hoặc thuê tài chính. Đối với việc huy động bằng phương thức này, yêu cầu đặt ra đối với các DN là dự án đầu tư phải có đủ sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư và đem lại khả năng sinh lời cao. Việc huy động vốn thông qua phương thức này sẽ giúp các DN đa dạng hóa nguồn tài trợ, giảm thiểu chi phí sử dụng vốn và giảm thiểu rủi ro.

- ***Đa dạng nợ ngắn hạn bằng cách tăng nguồn vốn chiếm dụng:*** Trong cơ cấu nợ phải trả của các DNTP NY, nợ ngắn hạn chiếm hơn 80% nợ phải trả và chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn. Điều đó làm ảnh hưởng đến khả năng thanh toán và tính thanh khoản của các DN. Vì vậy, các DNTP NY có thể tranh thủ khai thác hơn nữa nguồn vốn chiếm dụng như: chiếm dụng của khách hàng, của người lao động, nợ thuế nhà nước, ... Trong điều kiện khó khăn chung của doanh nghiệp, mọi đối tượng kể cả người lao động cũng cần có trách nhiệm chung tay chung sức với doanh nghiệp. Đây là nguồn vốn về mặt lý thuyết các công ty được phép sử dụng hợp lý trong thời gian nhất định và không phải trả lãi, điều này phần nào làm giảm áp lực thanh toán trong ngắn hạn cho các công ty.

4.3.2. Đa dạng hóa nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu

Các DNTP NY có thể thực hiện đa dạng hóa nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu như sau:

- ***Đối với nguồn từ lợi nhuận giữ lại:*** Việc sử dụng nguồn tài trợ từ lợi nhuận giữ lại sẽ giúp các DN chủ động trong việc sử dụng nguồn vốn, gia tăng tính độc lập tài chính, giảm thiểu sự phụ thuộc vào các chủ thể bên ngoài. Nguồn tài trợ từ lợi nhuận giữ lại của các DN sẽ phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của các DN và chính sách phân phối lợi nhuận của các doanh nghiệp. Các DN có thể điều chỉnh giảm tỷ lệ chi trả cổ tức để ưu tiên giữ lại lợi nhuận tái đầu tư hoặc lựa chọn hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ phù hợp. Trong giai đoạn nghiên cứu, hầu hết các DNTP NY có tỷ lệ nguồn vốn nội sinh cũng khá cao nhưng vẫn chưa tận dụng được ưu thế của việc trả cổ tức bằng cổ phiếu, mà chỉ đang áp dụng hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Việc trả cổ tức bằng cổ phiếu giúp DN gia tăng phần vốn góp của chủ sở hữu. Phương thức này thể hiện ưu thế trong ngắn hạn giúp doanh nghiệp vừa gia tăng vốn chủ sở hữu vừa đảm bảo giúp DN giữ lại phần lợi nhuận để tái đầu tư.

- ***Đối với phần vốn góp của chủ sở hữu:*** Đây là phần vốn góp nhằm hình thành vốn điều lệ để đáp ứng nhu cầu vốn tăng thêm của DN chủ yếu phục vụ cho việc tài trợ đầu tư hình thành tài sản của DN. Việc gia tăng vốn góp của chủ sở hữu sẽ ảnh hưởng đến việc mở rộng quy mô và triển vọng tăng trưởng của các DN. Trong giai đoạn nghiên cứu, việc huy động tăng VCSH cho các DNTP NY bằng cách phát hành cổ phiếu thường rộng rãi trên TTCK sẽ làm tăng sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào nguồn vốn bên ngoài. Vì vậy, cũng là phát hành cổ phiếu thường nhưng thay vì phát hành rộng rãi ra công chúng, các DNTP NY có thể lựa chọn hình thức phát hành riêng lẻ, hướng tới một số nhóm nhà đầu tư nhất định. Trong điều kiện hội nhập kinh tế ngày càng sâu rộng, môi trường kinh doanh ở Việt Nam tương đối ổn định thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài, các DNTP NY có thể xem xét khai thác nguồn vốn từ các nhà đầu tư tiềm năng thông qua hình thức phát hành riêng lẻ nhằm thu hút vốn đầu tư của nước ngoài. Tuy nhiên các DNTP NY cũng cần cân nhắc kỹ lưỡng trong việc lựa chọn nhà đầu tư nước ngoài để không tạo ra sự mâu thuẫn và khác biệt với các cổ đông hiện tại, đảm bảo cho hoạt động của DN vẫn diễn ra bình thường.

Trong trường hợp, thị trường chứng khoán bị suy thoái thì việc phát hành cổ phiếu thường là không dễ dàng và các DN có thể gia tăng nguồn vốn CSH qua việc phát hành cổ phiếu ưu đãi. Phương thức này giúp các DN gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu mà không làm chia sẻ hay pha loãng quyền kiểm soát DN do cổ đông ưu đãi cổ tức không có quyền biểu quyết đến các quyết định sản xuất kinh doanh của DN.

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

Thực trạng phân tích CCNV của các DNTP NY cho thấy các DN này đang có CCNV nghiêng về nguồn dài hạn tuy nhiên nợ dài hạn chỉ chiếm tỷ trọng hơn 10% trong nợ phải trả. Các DNTP NY có quy mô lớn có nhu cầu vốn để đầu tư TSCĐ thì đều lựa chọn hình thức tài trợ từ vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu. Việc nợ dài hạn chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong nợ phải trả sẽ dẫn đến những hệ quả sau: (i) các DN sẽ gia tăng sự phụ thuộc vào các khoản lợi nhuận giữ lại hoặc gia tăng vốn chủ sở hữu đối với các quyết định đầu tư dài hạn; (ii) tỷ suất sinh lời vốn CSH sẽ bị suy giảm; (iii) không tận dụng được nguồn vốn có chi phí rẻ khi tình hình thị trường lãi suất khá ổn định kể từ năm 2013 trở về đây. Do đó, để chủ động hơn nữa đối nguồn cung

vốn đầu tư đặc biệt là nguồn vốn đầu tư từ nợ vay dài hạn, các doanh nghiệp có thể thực hiện một số biện pháp sau:

- Chủ động nắm bắt thông tin và tích cực khai thác các khoản nợ vay dài hạn có chi phí sử dụng vốn rẻ hơn: Các khoản nợ vay này hiện nay được cung cấp chủ yếu bởi Ngân hàng chính sách xã hội và Ngân hàng nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam, do đầu vào của các DN thực phẩm chủ yếu là sản phẩm nông nghiệp và đó cũng chính là lợi thế của các DNTP. Bởi vì, trên thực tế, Ngân hàng nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam cũng có những chính sách ưu đãi đối với khách hàng vay vốn để phát triển sản xuất nông nghiệp, đầu tư cơ sở chế biến, bảo quản và tiêu thụ nông sản được hỗ trợ 50% lãi suất tiền vay. Các DNTP tiếp cận được với những chính sách ưu đãi này sẽ giúp giảm được chi phí nợ vay dài hạn so với các khoản vay cùng kỳ hạn tại các NHTM khác. Tuy nhiên, đi kèm với việc sử dụng các khoản nợ vay dài hạn tại các ngân hàng này, các DN cũng cần có những biện pháp phòng ngừa rủi ro.

- Đối với nhóm DN quy mô lớn có uy tín trên thị trường thì phát hành trái phiếu để thay thế cho các khoản vay dài hạn với ngân hàng là một xu hướng rất phổ biến và hoàn toàn có thể sử dụng trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đặc biệt là phát hành trái phiếu cho các nhà đầu tư hoặc quỹ đầu tư nước ngoài. Đây là thị trường rất tiềm năng bởi lãi suất trái phiếu ở những nước đang phát triển như Việt Nam hấp dẫn hơn rất nhiều so với lãi suất trái phiếu ở các nước phát triển. Đối với những DN nhỏ hơn, việc kêu gọi đầu tư từ các quỹ đầu tư cũng là một giải pháp hoàn toàn khả thi.

4.3.4. Xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu đối với các DNTP NY

Qua phân tích thực trạng về CCNV của các DNTP NY cho thấy hiện nay các DN vẫn chưa thực hiện việc xác lập CCNV mục tiêu. Việc nhận thức về vai trò của CCNV và phương thức thiết lập CCNV mục tiêu chưa được các nhà quản trị tài chính quan tâm thiết thực. Việc xác lập CCNV mục tiêu là một nhiệm vụ quan trọng trong quá trình thiết lập kế hoạch tài chính của DN. Điều này sẽ giúp các DN nâng cao tính chủ động trong việc lựa chọn phương thức huy động vốn và lựa chọn dự án đầu tư. Bởi vậy, yêu cầu đặt ra đối với các DNTP NY là phải xây dựng CCNV mục tiêu cho các DN để tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân, qua đó tối hóa giá trị của các DN.

Việc xây dựng CCNV mục tiêu đối với các DN phải dựa trên cơ sở sự cân bằng

giữa lợi nhuận và rủi ro. Việc sử dụng nợ vay một mặt làm gia tăng nguy cơ rủi ro thanh toán nhưng mặt khác lại có khả năng làm gia tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Khi rủi ro tài chính gia tăng sẽ tác động làm suy giảm giá cổ phiếu của DN và ngược lại khi rủi ro tài chính giảm sẽ tác động làm gia tăng giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Mà giá cổ phiếu là biểu hiện của giá trị của DN nên việc sử dụng nợ vay có ảnh hưởng trọng yếu đến giá trị của DN. Bởi vậy, một CCNV mục tiêu là mức CCNV mà tại đó làm cân bằng được rủi ro và lợi nhuận để qua đó tác động gia tăng giá trị DN. Việc xây dựng CCNV mục tiêu xuất phát từ lý do trong thực tế việc xây dựng CCNV tối ưu là việc làm khó thực hiện mà các DN cần phải xây dựng một CCNV mục tiêu dựa trên các lý thuyết về CCNV tối ưu. Hiện nay, có các phương pháp chính sau thường được áp dụng để xây dựng CCNV mục tiêu: Phương pháp chi phí sử dụng vốn; phương pháp giá trị hiện tại được điều chỉnh; phương pháp phân tích so sánh và phương pháp hồi quy. Các phương pháp được tác giả trình bày dưới đây:

4.3.4.1. Phương pháp chi phí sử dụng vốn

Phương pháp chi phí sử dụng vốn (cost of capital approach – COC) là phương pháp tiếp cận theo khái niệm CCNV tối ưu – là mức CCNV mà tại đó tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và từ đó, tối đa hóa giá trị DN. Để thực hiện phương pháp này các DN cần thực hiện theo các bước như sau:

(1) Tính chi phí sử dụng nợ vay tại mỗi hệ số nợ: Việc tính chi phí sử dụng nợ vay tại mỗi mức hệ số nợ vay sẽ dựa trên hệ thống xếp hạng tín nhiệm.

(2) Tính chi phí sử dụng vốn cổ phần tại mỗi hệ số nợ: Việc tính chi phí sử dụng vốn cổ phần tại mỗi hệ số nợ sẽ bắt đầu bằng việc ước lượng hệ số bê ta khi tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần (β_U). Sau đó, ước lượng hệ số bê ta khi công ty sử dụng nợ vay (β_L) và áp dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để tính chi phí sử dụng vốn cổ phần tại mỗi hệ số nợ vay.

(3) Tính chi phí sử dụng vốn bình quân tại mỗi hệ số nợ vay và xác định hệ số nợ vay tối ưu: Áp dụng công thức để tính chi phí sử dụng vốn bình quân tại mỗi hệ số nợ. Hệ số nợ vay tối ưu là điểm có chi phí sử dụng vốn bình quân nhỏ nhất.

Ưu điểm của phương pháp: Đây là phương pháp dựa trên cơ sở khoa học của lý

thuyết về CCNV tối ưu trong việc xây dựng một mức CCNV nhằm tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và tối đa hóa giá trị DN. Phương pháp này sẽ đưa ra kết quả chính xác và khách quan nhất về mức CCNV mục tiêu dựa trên các nhân tố về lãi suất phi rủi ro, phân bù rủi ro, mức độ xếp hạng phân bù rủi ro phá sản.

Hạn chế của phương pháp: Phương pháp này xây dựng CCNV mục tiêu cần phải thu thập nhiều số liệu, phức tạp, đòi hỏi nhà phân tích phải có kỹ năng sàng lọc số liệu một cách phù hợp, hiệu quả.

4.3.4.2. Phương pháp giá trị hiện tại được điều chỉnh

Phương pháp giá trị hiện tại được điều chỉnh (adjusted present value approach – ACV) được phát triển dựa trên cơ sở của lý thuyết đánh đổi, theo đó, ảnh hưởng của việc sử dụng nợ vay vào giá trị DN sẽ được đánh giá bằng việc đo lường những khoản lợi thuế và chi phí phá sản kỳ vọng. Để thực hiện phương pháp này, chúng ta cần thực hiện các bước như sau:

(1) Tính giá trị hiện tại của các khoản lợi thuế tại mỗi hệ số nợ vay: Giá trị hiện tại của các khoản lợi thuế được tính bằng thuế suất thuế thu nhập DN nhân với giá trị của số tiền vay.

(2) Tính chi phí phá sản kỳ vọng tại mỗi hệ số nợ: Việc ước lượng chi phí phá sản kỳ vọng dựa trên việc ước lượng xác suất phá sản và chi phí phá sản tại mỗi hệ số nợ. Trong đó, xác suất phá sản được ước lượng bằng một hệ thống xếp hạng tín nhiệm. Chi phí phá sản kỳ vọng được xác định theo công thức:

$$\text{Chi phí phá sản kỳ vọng} = \frac{\text{Xác suất phá sản}}{\text{phá sản}} \times \frac{\text{Tỷ lệ chi phí phá sản trên giá trị DN}}{\text{giá trị DN}} \times \left[\frac{\text{Giá trị DN tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần}}{\text{vốn cổ phần}} + \frac{\text{Khoản lợi thuế}}{\text{lợi thuế}} \right]$$

(3) Xác định giá trị DN theo mô hình đánh đổi tại mỗi hệ số nợ vay, và hệ số nợ vay tối ưu là điểm tại đó có giá trị DN lớn nhất.

Phương pháp này có ưu điểm cho phép chúng ta đánh giá riêng ảnh hưởng của nợ vay lên giá trị DN. Tuy nhiên, phương pháp này có hai hạn chế:

Thứ nhất, phương pháp này xác định hệ số nợ tối ưu trong trạng thái tĩnh, tức là giả định công ty giữ nguyên cơ cấu tài sản và hoạt động kinh doanh, chỉ thay đổi CCNV. Phương pháp này gặp khó khăn trong việc ước tính chi phí phá sản và xác suất phá sản.

Thứ hai, phương pháp này chỉ giả định lợi ích chủ yếu của nợ vay là khoản lợi thuế và chi phí của nợ vay là chi phí phá sản mà chưa xét đến lợi ích khác của nợ vay là làm tăng kỷ luật của ban quản trị và chi phí khác của nợ vay là làm giảm tính linh hoạt tài chính và phát sinh chi phí đại diện. Do đó, khi xác định được CCNV theo phương pháp này, cần đặt trong việc phân tích định tính các yếu tố còn lại.

Nói chung, với những giả thuyết tương đồng, phương pháp giá trị hiện tại được điều chỉnh và phương pháp chi phí sử dụng vốn sẽ cho những kết quả tương tự nhau. Tuy nhiên, phương pháp APV thực tiễn hơn khi đánh giá nợ vay theo số tiền tuyệt đối, trong khi phương pháp COC dễ dàng hơn khi công ty phân tích hệ số nợ.

4.3.4.3. Phương pháp phân tích so sánh

Phương pháp thông dụng nhất để phân tích hệ số nợ của DN là so sánh với hệ số nợ của các DN có thể so sánh và hệ số nợ trung bình ngành. Theo quan điểm của các tổ chức cho vay và xếp hạng tín nhiệm thì hệ số nợ vay ở vị trí an toàn nhất đối với bất kỳ DN nào là gần với mức trung bình ngành. Các DN thường có xu hướng sử dụng mức CCNV căn cứ từ sự kết hợp giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu căn cứ vào cách thức kết hợp với các DN khác trong cùng ngành.

Ưu điểm của phương pháp: Đây là phương pháp trực quan và dễ hiểu. Nếu các DN trong cùng ngành có đặc điểm tương đồng, sẽ là phù hợp khi các DN chọn một CCNV tương đồng. Ngoài ra, chọn một hệ số nợ tương đồng với hệ số nợ của ngành là phù hợp khi các DN trong ngành là ở giai đoạn tương tự trong chu kỳ kinh doanh.

Hạn chế của phương pháp: Khi có biến động lớn trong tiềm năng tăng trưởng và rủi ro giữa các DN trong ngành. Khi đó chúng ta sẽ kỳ vọng các hệ số nợ sẽ khác nhau giữa các DN bởi vì các DN trong ngành đang ở các giai đoạn khác nhau trong chu kỳ sống. Ngoài ra, trong một ngành khi đang trong quá trình biến đổi lớn hoặc tái cơ cấu.

4.3.4.4. Phương pháp phân tích hồi quy

Các DN trong cùng ngành có thể có sự khác biệt về thuế suất, khả năng tạo lợi nhuận hoạt động và dòng tiền và phương sai trong lợi nhuận hoạt động. Do đó, có thể sẽ không hợp lý nếu chỉ dựa trên so sánh hệ số nợ của DN với mức trung bình ngành và đưa ra kết luận về hỗn hợp tài trợ tối ưu. Cách đơn giản nhất để kiểm soát những khác biệt giữa các DN là sử dụng phân tích hồi quy để xem xét sự tác động của các

biến số này đến hệ số nợ của các DN trong cùng ngành.

Ưu điểm của phương pháp: Phương pháp này cung cấp những thông tin quan trọng hơn nhiều so với chỉ so sánh hệ số nợ của DN với mức trung bình ngành. Một khi chạy mô hình hồi quy và các mối quan hệ cơ bản được thiết lập, hệ số nợ dự báo cho bất kỳ DN nào cũng có thể được tính toán nhanh chóng bằng cách sử dụng những đo lường biến độc lập của DN đó.

Hạn chế của phương pháp: Các hệ số của mô hình hồi quy có xu hướng thay đổi qua thời gian. Ngoài ra, các mô hình này có xu hướng chỉ giải thích được một phần những khác biệt trong hệ số nợ giữa các DN.

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

Việc xây dựng các chỉ tiêu cảnh báo sớm trong việc sử dụng nợ vay sẽ giúp các DN kịp thời phát hiện ra những tồn tại yếu kém trong CCNV của DN và từ đó đưa ra các biện pháp hoàn thiện kịp thời để tránh xảy ra rủi ro mất khả năng thanh toán, dẫn đến trường hợp kiệt quệ tài chính và thậm chí là nguy cơ phá sản. Để đánh giá tình hình quản trị nợ vay, các DN có thể sử dụng các chỉ tiêu sau đây:

* **Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC):** được sử dụng để đánh giá mức độ tạo ra lợi nhuận từ một đồng vốn đầu tư của DN. ROIC được đo lường bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) chia cho vốn đầu tư bao gồm: vốn chủ sở hữu và nợ vay.

Công thức:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Vốn đầu tư}}$$

Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư được sử dụng để đánh giá rủi ro từ việc sử dụng nợ vay. Bằng việc so sánh ROIC với lãi suất vay vốn bình quân của các DN sẽ giúp các DN nhận thấy việc sử dụng đòn bẩy tài chính có mang lại hiệu quả hay không. Nếu ROIC lớn hơn lãi suất vay vốn bình quân cho thấy các DN đang sử dụng tài sản và vốn hiệu quả nên việc sử dụng nợ vay sẽ giúp các DN gia tăng tỷ suất sinh lời vốn CSH. Ngược lại, nếu ROIC nhỏ hơn lãi suất vay vốn bình quân cho thấy việc sử dụng tài sản và vốn vay kém hiệu quả và yêu cầu đặt ra đối với các DN là đi tìm hiểu nguyên nhân của sự yếu kém trong việc sử dụng tài sản và vốn vay. Việc các DN thực hiện bán tài sản hoặc các bộ phận yếu kém để trả nợ thường được thực hiện trong

trường hợp ROIC nhỏ hơn lãi suất vay vốn bình quân.

* **Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư:** được đo lường bằng tỷ lệ giữa nợ vay có trả lãi trên tổng số vốn đầu tư vào DN.

Công thức:

$$\text{Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư} = \frac{\text{Nợ vay phải trả lãi}}{\text{Vốn đầu tư}}$$

Việc sử dụng hệ số này được thực hiện bằng cách so sánh với một ngưỡng an toàn đặc trưng của ngành. Nếu hệ số này vượt quá ngưỡng an toàn đặc trưng của ngành sẽ phản ánh mức độ rủi ro của DN là cao; ngược lại nếu hệ số này nằm dưới ngưỡng an toàn đặc trưng của ngành nó phản ánh mức độ rủi ro của các DN hiện đang trong tầm kiểm soát. Các DN có hệ số nợ vay trên vốn đầu tư quá cao vượt quá ngưỡng an toàn sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận với nguồn vốn vay để đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng và hiệu quả sử dụng vốn bị giảm sút. Như vậy, nếu một DN có hệ số nợ vay trên vốn đầu tư cao cần phải thực hiện hoàn thiện CCNV theo hướng gia tăng vốn điều lệ bằng cách phát hành cổ phiếu. Nếu việc tăng vốn điều lệ không khả thi thì DN cần phải bán bớt tài sản để trả nợ hoặc thoái vốn nhằm đảm bảo sự cân bằng tài chính.

* **Hệ số khả năng trả nợ:** hệ số này phản ánh khả năng DN trong việc thanh toán đối với các khoản nợ gốc và lãi vay.

Công thức:

$$\text{Hệ số khả năng trả nợ} = \frac{\text{EBIT} + \text{Khấu hao TSCĐ}}{\text{Nợ gốc} + \text{Lãi vay}}$$

Đây là hệ số mà các DN có thể căn cứ vào để đưa ra quyết định về CCNV đặc biệt là quyết định sử dụng nợ vay. Hệ số này được sử dụng hiệu quả hơn hệ số khả năng thanh toán lãi vay vì cho thấy lãi vay không phải là khoản chi phí tài chính cố định duy nhất mà các DN phải thanh toán mà còn bao gồm cả phần nợ gốc; ngoài ra hệ số này cho thấy khấu hao TSCĐ là một dòng tiền khả dụng mà DN có thể sử dụng để thanh toán nợ gốc và lãi vay đặc biệt đối với các DN có tỷ lệ khấu hao cao. Mặc dù mục đích của việc khấu hao TSCĐ để phục vụ cho công tác tái đầu tư vào các TSCĐ nhằm nâng cao năng lực hoạt động của các TSDH nhưng trong ngắn hạn khấu hao

TSCĐ vẫn được sử dụng để thanh toán cho các khoản nợ vay. Ngoài ra, đứng trên góc độ chủ nợ của DN, các Ngân hàng thương mại cũng dựa trên hệ số này để quyết định về hạn mức tín dụng cấp cho DN.

*** Áp dụng chỉ số Z xác định giới hạn an toàn trong việc sử dụng nợ vay:**

Để đảm bảo sự an toàn về mặt tài chính, việc xác định một giới hạn an toàn về nợ là việc làm cần thiết. Hiện nay, một trong các phương pháp xác định giới hạn an toàn về hệ số nợ vay là sử dụng chỉ số Z. Bằng việc sử dụng chỉ số Z, DN sẽ xem xét được giới hạn nợ nhất định để tránh nguy cơ lâm vào tình trạng phá sản.

Chỉ số Z là công cụ đo lường mức độ rủi ro khi sử dụng nợ vay và được phát minh bởi Giáo sư Edward I. Altman bằng việc nghiên cứu số lượng lớn các công ty lâm vào tình trạng phá sản và sử dụng phương pháp phân tích đa biệt thức hay còn gọi là phân tích phân biệt (Discriminant Analysis) để xây dựng hàm số nhằm mục tiêu phân biệt một cách chính xác và khách quan nhất DN có nguy cơ phá sản và DN không có nguy cơ phá sản. Đây là phương pháp thống kê được sử dụng trong việc xếp hạng tín nhiệm của các DN trên thị trường chứng khoán và có ý nghĩa khoa học cao trong việc dự báo nguy cơ phá sản của các DN. Hiện nay, việc ứng dụng chỉ số Z trong việc dự báo nguy cơ phá sản được thực hiện bởi nhiều quốc gia với độ tin cậy khá cao. Giáo sư Altman đã đưa ra hàm Z dự báo nguy cơ phá sản đối với các DN đã cổ phần hóa, ngành sản xuất. Sau đó, qua việc điều chỉnh, bổ sung ông đã ra hàm Z' ứng đối với các DN chưa cổ phần hóa, ngành sản xuất và hàm Z'' áp dụng đối với các DN khác.

Hàm số 1: Áp dụng đối với các DN đã cổ phần hóa, ngành sản xuất: $Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 0,99 X_5$. Trong đó: X_1 là tỷ trọng NWC trên tổng tài sản; X_2 là tỷ trọng lợi nhuận để lại trên tổng tài sản; X_3 là tỷ trọng lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản; X_4 là tỷ trọng vốn chủ sở hữu trên tổng nợ vay; X_5 là tỷ trọng DTT trên tổng tài sản.

Kết quả dự báo của hàm số 1: Nếu $Z > 2,99$: DN nằm trong vùng an toàn; Nếu $1,88 < Z < 2,99$: DN nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản. Nếu $Z < 1,88$: DN nằm trong vùng nguy hiểm, có nguy cơ phá sản cao.

Hàm số 2: Áp dụng đối với các DN chưa cổ phần hóa, ngành sản xuất: $Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,42 X_4 + 0,998 X_5$. Kết quả dự báo của hàm số 2: Nếu $Z' > 2,99$: DN nằm trong vùng an toàn; Nếu $1,23 < Z' < 2,99$: DN nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản. Nếu $Z' < 1,23$: DN nằm trong vùng nguy hiểm, có

nguy cơ phá sản cao.

Hàm số 3: Áp dụng đối với các DN thuộc các ngành nghề, lĩnh vực khác: $Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$. Kết quả dự báo của hàm số 3: Nếu $Z'' > 2,6$: DN nằm trong vùng an toàn; Nếu $1,2 < Z'' < 2,6$: DN nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản. Nếu $Z'' < 1,2$: DN nằm trong vùng nguy hiểm, có nguy cơ phá sản cao.

Các DN trong mẫu nghiên cứu, tất cả đều là các công ty cổ phần và có hoạt động sản xuất nên tác giả áp dụng hàm số 1 với các công ty đã cổ phần hóa, lĩnh vực sản xuất trong việc dự báo nguy cơ phá sản của các DN:

Bảng 4.1: Chỉ số Z của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết

Năm DN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LAF	3,63	3,73	3,84	3,73	3,34	1,80	3,09
CAN	9,56	14,18	5,84	3,94	2,94	2,71	3,32
BBC	185,32	35,88	24,03	23,99	3,93	3,74	34,23
TNA	3,34	2,22	2,91	3,61	4,04	2,82	3,81
KDC	5,97	7,66	23,18	3,58	2,78	2,40	2,93
VNM	22,11	9,76	9,51	10,88	4,58	4,40	5,76
SGC	*	7,83	6,71	5,18	4,67	3,40	5,64
SAF	291,75	323,95	*	*	8,62	7,74	*
TAC	4,67	4,83	4,24	4,91	3,97	2,97	4,20
HNH	4,16	2,96	3,03	1,72	0,65	0,82	1,05
HHC	217,52	190,98	173,14	227,13	3,55	2,51	2,12
LSS	2,16	2,54	2,11	2,88	1,58	1,43	2,57
SBT	2,11	1,92	1,37	1,60	1,13	1,13	3,48
MSN	0,94	1,21	1,30	1,43	1,74	2,15	1,95
KTS	7,66	6,91	7,77	6,46	2,14	2,69	2,37
MCF	3,45	9,00	16,42	5,87	5,12	4,75	5,09
SLS	30,47	9,39	17,17	3,59	2,40	2,22	2,61
AGM	2,51	3,30	4,06	3,64	3,97	5,51	4,58
NDF	**	4,02	3,86	3,35	**	**	**
HKB	**	4,04	2,44	3,13	1,06	-0,57	1,74
TFC	**	**	2,62	1,63	1,43	1,62	2,25
SGO	**	**	2,16	2,16	3,14	3,97	**
HSL	**	**	**	**	**	12,10	3,72

Nguồn: Tính toán của tác giả từ BCTC của các DNTP NY

(*: Đại diện cho hệ số Z của những DN không sử dụng nợ

(**: Những năm DN chưa NY hoặc đã bị hủy NY hoặc rơi vào diện cảnh báo)

Số liệu tính toán từ Bảng 4.1 cho thấy số DN nằm trong vùng cảnh báo có nguy cơ phá sản và nguy cơ phá sản cao có xu hướng tăng dần: cao nhất năm 2018 với 8 DN bị cảnh báo và 6 DN có nguy cơ phá sản cao.

Bảng 4.2: Số lượng DN tương ứng với các mức của chỉ số Z trong giai đoạn 2013-2019

Hệ số Z	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
$Z > 2,99$	13	15	14	15	11	8	11
$1,88 < Z < 2,99$	3	4	5	2	4	8	7
$Z < 1,88$	1	1	2	4	6	6	2

Nguồn: Tính toán của tác giả từ BCTC của các DNTP NY

Qua Bảng 4.2 tác giả nhận thấy số lượng các DN có nguy cơ phá sản và trong vùng cảnh báo có xu hướng tăng dần từ 4 DN năm 2013 lên 14 DN năm 2018, sau đó giảm xuống còn 9 DN năm 2019. Sự biến động này có sự tương đồng với sự biến động của sự gia tăng tỷ lệ nợ vay đối với các DN trong giai đoạn 2013-2017, năm 2018 số lượng DN có nguy cơ phá sản và trong vùng cảnh báo tăng cao nên các DNTP NY đã điều chỉnh giảm hệ số nợ, do đó số lượng các DN có nguy cơ phá sản và trung vùng cảnh báo cũng được cải thiện giảm. Tuy nhiên, năm 2019 vẫn có một số DN có nguy cơ phá sản cao theo tính toán của hệ số Z, bao gồm: HNM ($Z=1,05$) và HKB ($Z=1,74$). Thông qua số liệu của năm 2019, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu ở mức an toàn đối với các DN trên như sau:

Bảng 4.3: Hệ số nợ vay đề xuất đối với các DN có rủi ro cao

STT	DN	Chỉ số Z (2019)	Hệ số nợ vay đề xuất
1	HNM	1,05	43,16%
2	HKB	1,74	20,24%

Nguồn: Tính toán của tác giả từ BCTC của các DNTP NY

Như vậy, qua việc vận dụng chỉ số Z đã cho thấy được nguy cơ phá sản của các DN trong việc sử dụng nợ vay và từ đó đề xuất mức độ sử dụng nợ vay để giảm thiểu nguy cơ này. Điều này có ý nghĩa đặc biệt quan trọng trong bối cảnh nền kinh tế Việt

Nam đã trong giai đoạn hội nhập vào nền kinh tế thế giới khi mà áp lực cạnh tranh ngày càng cao đối với các DN, việc cảnh báo sớm nguy cơ phá sản sẽ giúp cho các DN có bước đi đúng đắn trong chiến lược huy động vốn hiệu quả.

4.3.6. Đánh giá lại cơ cấu nguồn vốn định kỳ hàng năm

Những căn cứ để xây dựng CCNV mục tiêu dựa trên sử dụng những kết quả đầu tư vào lãi suất, phân bù rủi ro cũng như thuế suất thuế thu nhập DN đều mang tính chất thời điểm. Bởi vậy, khi các nhân tố này thay đổi thì yêu cầu đối với các DN cần phải xem xét lại CCNV. Việc xem xét lại CCNV hàng năm sẽ giúp DNTP xác nhận xem CCNV mục tiêu hiện tại còn phù hợp về biên độ cho phép hay không và có cần thiết phải điều chỉnh lại hay không. Bởi vậy, các DNTP cần thiết phải đánh giá lại CCNV định kỳ đặc biệt khi có những thay đổi quan trọng như sau:

- Khi có sự thay đổi về chính sách thuế thu nhập DN: Lợi ích lớn nhất của việc sử dụng nợ vay so với vốn cổ phần là khoản lợi thuế đem lại. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế đã cho rằng việc sử dụng nợ vay mang lại cho các DN lợi thế hơn so với sử dụng vốn cổ phần từ “tấm lá chắn thuế” từ nợ vay. Điều này xuất phát từ việc chi phí sử dụng nợ vay được coi là khoản chi phí hợp lý được trừ đi khi tính thu nhập chịu thuế. Do đó, khi có sự thay đổi về thuế suất thuế thu nhập DN thì các DN cần phải có sự đánh giá lại về CCNV mục tiêu.

- Khi có sự thay đổi trong chính sách đầu tư: Nếu chính sách đầu tư của DN thay đổi theo hướng tập trung nguồn lực vào một lĩnh vực rủi ro hơn sẽ dẫn đến rủi ro kinh doanh tăng cao và từ đó cần hạn chế sử dụng nợ vay hơn so với trước đây. Nếu chính sách đầu tư chuyển hướng đầu tư vào lĩnh vực rủi ro thấp hơn thì DN nên gia tăng việc sử dụng nợ vay nhằm giảm thiểu chi phí sử dụng vốn, gia tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu.

- Khi có sự thay đổi trong hiệu quả hoạt động kinh doanh: Nếu như các khoản đầu tư có khả năng sinh lời tốt thì việc sử dụng nợ vay sẽ làm gia tăng thêm lợi ích cho cổ đông và ngược lại, nếu khả năng sinh lời thấp thì việc sử dụng nợ vay sẽ không những không tạo ra lợi ích mà còn có thể làm tổn hại lợi ích của cổ đông.

- Khi có sự thay đổi về chính sách tiền tệ và chính sách tín dụng của ngân hàng. Khi các chính sách tiền tệ và chính sách tín dụng có sự điều chỉnh làm cho xu hướng

lãi suất gia tăng thì chính sách tài trợ vốn của các DN cũng cần phải có sự điều chỉnh lại cho phù hợp.

- Khi có sự điều chỉnh về chính sách cổ tức trong dài hạn: Chính sách cổ tức sẽ chi phối đến số lợi nhuận giữ lại tái đầu tư, do đó, khi DN thay đổi chính sách cổ tức sẽ dẫn đến khả năng nguồn tài trợ bên trong sẽ bị thay đổi. Khi đó, DN sẽ phải tính đến ảnh hưởng của chính sách cổ tức tới nguồn lợi nhuận giữ lại tái đầu tư. Các DN có chính sách cổ tức chi trả cao đối với các cổ đông sẽ làm cho phần lợi nhuận giữ lại bị giảm sút và làm cho mức độ độc lập trong việc sử dụng nợ vay bị giảm sút; ngược lại một DN áp dụng chính sách chi trả cổ tức ổn định ở mức thấp cho cổ đông sẽ làm cho phần lợi nhuận giữ lại gia tăng và nâng cao mức độ độc lập cho DN trong việc sử dụng nợ vay. Tuy nhiên, việc duy trì chính sách cổ tức ổn định ở mức thấp trong trường hợp DN làm ăn hiệu quả sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn của DN gia tăng.

4.3.7. Hoàn thiện chính sách chi trả cổ tức đối với các doanh nghiệp thực phẩm

Chính sách cổ tức của các DN phản ánh quyết định của DN trong việc lựa chọn sử dụng phần lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông hay giữ lại phần lợi nhuận đó để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh. Chính sách cổ tức có ý nghĩa quan trọng đối với quyết định CCNV của các DN, có tác động trực tiếp đến lợi ích của các cổ đông và triển vọng tương lai đối quá trình sản xuất kinh doanh của các DN. Theo lý thuyết, giá trị ước tính đối với cổ phần thường được đo lường bằng tổng giá trị hiện tại đối với các khoản thu nhập mà cổ đông có khả năng nhận được trong tương lai; như vậy việc gia tăng chi trả cổ tức cho cổ đông sẽ làm gia tăng đối với giá cổ phiếu của các DN. Tuy nhiên, việc gia tăng đối với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại sẽ có tác động làm gia tăng mức độ tăng trưởng của DN gia tăng mức độ đối với việc chi trả cổ tức trong tương lai đối với các cổ đông. Như vậy, chính sách chi trả cổ tức hiệu quả phải hướng đến mục tiêu tạo ra sự cân bằng giữa phân phối lợi nhuận cho các cổ đông hiện tại và triển vọng phát triển tương lai của DN qua đó nhằm tối đa hóa giá trị cổ phần của DN.

Việc áp dụng chính sách cổ tức hợp lý phải căn cứ vào chiến lược sản xuất kinh doanh, điều kiện thực tế cũng như chu kỳ sống của DN. Theo tác giả, việc chi trả cổ tức đối với các DNTP NY được thực hiện theo chu kỳ sống của DN để có sự phù hợp

với việc hoạch định CCNV mục tiêu của DN. Đối với giai đoạn hình thành, đây là giai đoạn cần nhiều vốn để đáp ứng cho hoạt động sản xuất kinh doanh và trong giai đoạn này kết quả hoạt động kinh doanh của DN cũng chưa cao, uy tín của DN cũng thấp, do đó chính sách cổ tức nên được thực hiện theo mô hình chi trả cổ tức với tỷ lệ thấp. Đối với giai đoạn tăng trưởng, đây là giai đoạn sự gia tăng của nhu cầu vốn kinh doanh càng cao, DN cần đầu tư vào những dự án quy mô lớn và trong giai đoạn này, DN đã bắt đầu có lợi nhuận, bởi vậy chính sách cổ tức nên thực hiện theo mô hình chi trả cổ tức ổn định với tỷ lệ thấp. Đối với giai đoạn ổn định, khi mà các hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN đã đi vào ổn định, lợi nhuận kinh doanh ở mức cao thì các DN nên áp dụng mô hình chi trả cổ tức ổn định ở mức cao. Đối với giai đoạn suy thoái, khi mà các hoạt động sản xuất kinh doanh của DN đang có chiều hướng giảm sút mạnh, các cơ hội cũng như triển vọng kinh doanh của các DN ở mức thấp hoặc không còn tồn tại thì các DN sử dụng vốn trong giai đoạn này không hiệu quả nên áp dụng mô hình chi trả cổ tức cao đối với các cổ đông.

Bảng 4.4: Tỷ lệ chi trả cổ tức đối với DNTP NY

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cổ tức CPT (tr.đ)	4.776.252	2.474.665	14.495.901	10.668.733	8.194.915	7.945.535	8.753.716
LNST (tr.đ)	9.016.048	9.172.814	16.437.653	15.434.723	15.439.296	16.615.889	18.134.620
Tỷ lệ chi trả cổ tức	52,98%	26,98%	88,19%	69,12%	53,08%	47,82%	48,27%

Nguồn: Tính toán của tác giả từ BCTC của các DNTP NY

Hiện nay các DNTP NY đang được đánh giá là đang hoạt động kinh doanh trong giai đoạn tăng trưởng. Trong giai đoạn này, các DNTP cần phải đáp ứng nhu cầu vốn cao để đầu tư vào các dây chuyền công nghệ hiện đại nhằm sản xuất ra những sản phẩm thực phẩm đảm bảo tiêu chuẩn chất lượng và cạnh tranh được với các sản phẩm thực phẩm nước ngoài. Như vậy, đây là giai đoạn các DNTP cần phải thực hiện chính sách cổ tức ổn định ở mức thấp để có nguồn tái đầu tư, gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu cho các DN, nâng cao mức độ độc lập và tự chủ trong các quyết định tài chính. Số liệu bảng 4.4 cho thấy trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ chi trả cổ tức ở một số năm còn khá cao, chẳng hạn năm 2015 tỷ lệ chi trả cổ tức lên tới 88,19%, năm 2016 là 69,12%. Việc chi trả cổ tức ở mức cao như vậy, sẽ có tác động trước mắt làm tăng giá cổ phiếu của các DN tuy nhiên về dài hạn lại làm giảm khả năng tăng trưởng của các DN cũng như khả

năng chi trả cổ tức đối với các cổ đông trong tương lai. Chính vì vậy, trong giai đoạn 2017-2019, các DNTP NY đã có sự điều chỉnh giảm tỷ lệ chi trả cổ tức để sử dụng nguồn lợi nhuận giữ lại tái đầu tư nhằm giảm bớt chi phí sử dụng vốn cũng như sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài.

Trong thời gian tới, các DNTP NY cần hoàn thiện chính sách cổ tức theo hướng như sau:

- Tiếp tục duy trì chính sách chi trả cổ tức theo mô hình ổn định cổ tức ở mức thấp nhằm gia tăng nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại đối với hoạt động sản xuất kinh doanh, gia tăng quy mô vốn cho các DN cũng như tính tự chủ trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

- Các DN cần phải định kỳ đánh giá lại chu kỳ sống của DN để có chiến lược chi trả cổ tức đúng đắn và hiệu quả theo từng giai đoạn phát triển của DN. Ngoài ra, việc hoạch định chính sách cổ tức cần được thực hiện một cách chặt chẽ gắn với việc hoạch định CCNV nhằm tạo ra sự thống nhất trong việc quản trị nguồn vốn theo chiến lược phát triển kinh doanh của các DN.

- Các DN nên kết hợp hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Việc kết hợp hai hình thức chi trả cổ tức này sẽ hạn chế được những bất lợi của từng hình thức và có tác dụng trong việc nâng cao khả năng huy động vốn cho DN và vẫn đảm bảo lợi ích cho các cổ đông của DN.

4.3.8. Một số giải pháp nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh nhằm tăng cường hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính

Hiệu quả sản xuất kinh doanh của các DN có sự ảnh hưởng đến CCNV của các DN. Thông thường, những DN có hiệu quả sản xuất kinh doanh cao sẽ có khả năng cao hơn trong việc huy động nguồn tài trợ trên thị trường tài chính bởi vì hiệu quả kinh doanh cao thường phản ánh triển vọng cao về khả năng tăng trưởng của DN và khi nhà đầu tư bỏ vốn vào doanh nghiệp sẽ có khả năng mang lại tỷ suất sinh lời cao trong tương lai. Do đó, các chỉ tiêu tỷ suất sinh lời được coi là một chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của các DN. Qua phân tích các chỉ tiêu tỷ suất sinh lời của các DNTP NY trong thời gian vừa qua cho thấy, tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu tăng lên trong giai đoạn 2013 – 2015, song lại có xu hướng giảm đi từ năm 2016 đến nay do các DNTP

NY đã có sự điều chỉnh giảm hệ số nợ, vì vậy không khai thác và phát huy được hiệu quả của đòn bẩy tài chính. Do đó, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh là giải pháp cần thiết để tăng cường hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính đối với các DNTP NY. Một số biện pháp mà các DN có thể thực hiện trong thời gian tới như sau:

4.3.8.1. Đa dạng hoá thị trường tiêu thụ sản phẩm

- **Đối với thị trường trong nước**, sản phẩm thực phẩm là nhu cầu thiết yếu của con người trong cuộc sống hàng ngày, vì vậy, từ trước đến nay các DNTP NY đã mở rộng và tổ chức thị trường theo hướng hình thành các kênh phân phối sản phẩm thực phẩm đa dạng từ bán buôn, bán lẻ, từ chợ truyền thống tới hệ thống siêu thị và các cửa hàng tiện ích với sản phẩm đa dạng phù hợp thị hiếu người tiêu dùng Việt. Tuy nhiên trong điều kiện hiện nay, khi mà thói quen tiêu dùng thực phẩm của người Việt đã có nhiều thay đổi, nhu cầu đối với những sản phẩm mang tính hưởng thụ tại nhà đã khuyến khích kênh bán hàng trực tuyến. Các DNTP cần ra mắt các website bán hàng trực tuyến nhằm phục vụ nhu cầu mua sắm online của khách hàng. Đồng thời, người tiêu dùng cũng có thể đặt mua định kỳ sản phẩm tại các đại lý của công ty thực và được giao hàng định kỳ tận nơi, vừa tiết kiệm thời gian vừa phù hợp với sở thích và nhu cầu dinh dưỡng của từng cá nhân, hộ gia đình ở từng địa phương khác nhau.

Việc thay đổi dịch vụ và phương thức bán hàng sẽ giúp các doanh nghiệp tiếp cận tốt hơn với từng nhóm đối tượng, qua đó tăng doanh số bán hàng và mức độ hài lòng của khách hàng đối với sản phẩm, dịch vụ của DN.

- **Đối với thị trường nước ngoài**, đối với các sản phẩm thừa phẩm có thể mạnh xuất khẩu như gạo, hạt điều...các DNTP NY cần giữ vững và phát triển các thị trường truyền thống (Philippin, Indonexia, Malaixia, Trung Quốc...) đồng thời mở rộng và phát triển các thị trường tiềm năng khác (Hàn Quốc, Nhật Bản Pháp, Đức, Cộng hòa Séc, Hoa Kỳ, Nam Phi, Mỹ la tinh...). Để đạt được mục tiêu này, các giải pháp cụ thể như sau:

Thứ nhất, hiểu rõ về môi trường kinh doanh của các thị trường xuất khẩu mục tiêu. Các DNTP cần nắm bắt rõ không chỉ các thông tin về thị trường, chính sách, pháp luật của nước sở tại và thường xuyên cập nhật chính sách, qui định, tiêu chuẩn kỹ thuật của các nước; qui định tiêu chuẩn kỹ thuật tham chiếu quốc tế đảm bảo cung ứng

đúng sản phẩm với chất lượng cao, đáp ứng đầy đủ được các tiêu chuẩn kỹ thuật ngày càng khắt khe.

Thứ hai, có biện pháp vượt qua hàng rào kỹ thuật của các thị trường xuất khẩu trọng điểm. Hiện nay, vấn đề rào cản kỹ thuật vào các thị trường rất tiềm năng như Mỹ, EU, Nhật Bản là bài toán khó nhất cho các DNTP ở Việt Nam. Để vượt qua rào cản này, các công ty buộc phải đáp ứng được các tiêu chuẩn của thương hiệu. Đó là đảm bảo an toàn thực phẩm, cụ thể: đáp ứng các tiêu chuẩn, quy chuẩn, quy định bắt buộc áp dụng (quản lý theo quá trình theo HACCP, GMP, SSOP, GAP); được cơ quan thẩm quyền Việt Nam kiểm tra, giám sát; được cơ quan thẩm quyền các nước nhập khẩu công nhận cho phép xuất khẩu; sản phẩm được kiểm tra, chứng nhận phù hợp Tiêu chuẩn, Quy chuẩn, Quy định về chất lượng, an toàn vệ sinh thực phẩm. Theo đó, bắt buộc các cơ sở sản xuất – kinh doanh áp dụng hệ thống quản lý chất lượng an toàn thực phẩm theo HACCP, GMP, GAP... yêu cầu thiết lập hệ thống truy xuất nguồn gốc sản phẩm; đưa ra hệ thống luật lệ, tiêu chuẩn, quy chuẩn về an toàn vệ sinh thực phẩm ngày càng khắt khe. Để tiếp cận các thông tin này, các công ty cần chủ động nắm bắt và tìm kiếm thông tin qua nhiều kênh: tham gia cuộc hội thảo chuyên môn, thực hiện xúc tiến thương mại, tham khảo đối tác, phối kết hợp với các nhà phân phối nước ngoài, Thị trường EU có những yêu cầu đặc thù, quy định chặt chẽ về chất lượng, vệ sinh an toàn thực phẩm, có chính sách chung về yêu cầu mặt hàng gạo nhập khẩu, nhưng mỗi một nước lại có một yêu cầu riêng phù hợp với đặc thù thị trường của các nước, nên rất đa dạng, chính vì thế, các DN cần tìm hiểu riêng từng quốc gia.

Thứ ba, đẩy mạnh mạng lưới phân phối. Các công ty cần chủ động thực hiện hoạt động xúc tiến thương mại, phát triển hình thức xuất khẩu trực tiếp cho các hệ thống phân phối, trung tâm thương mại và siêu thị thay vì xuất khẩu qua trung gian để giảm chi phí. DNTP NY xuất khẩu cần lựa chọn và hình thành hệ thống đại lý chuyên cung ứng với số lượng lớn, đáng tin cậy; thiết lập quan hệ làm ăn lâu năm để giữ ổn định thị trường. Các DNTP nên ưu tiên các đối tác nước ngoài có cơ sở lưu giữ, phương tiện chuyên chở, phương pháp bảo quản tốt đảm bảo giữ chất lượng hàng. Qua đó trực tiếp ký kết hợp đồng với các tổ chức cung ứng thực phẩm của các thị trường lớn, từng bước xây dựng mạng lưới phân phối thị trường quốc tế. Bên cạnh kênh phân

phối qua các đại lý, các DNTP NY cũng có thể nghĩ đến việc trực tiếp phân phối sản phẩm tới người tiêu dùng bằng cách thông qua trung gian là cộng đồng người Việt ở nước ngoài. Các DNTPNY xuất khẩu cần xây dựng mối quan hệ với cộng đồng người Việt ở nước ngoài để giới thiệu sản phẩm, quảng bá sản phẩm, từ đó phân phối sản phẩm trực tiếp tới người tiêu dùng.

4.3.8.2. Điều chỉnh cơ cấu sản phẩm, thực hiện đa dạng hoá sản phẩm, chế biến sản phẩm thực phẩm hữu cơ, sản phẩm có giá trị và sản phẩm thực phẩm đóng gói tiện lợi phù hợp với xu thế của người tiêu dùng hiện đại.

Trong bối cảnh thu nhập đầu người tăng lên, người tiêu dùng có xu hướng lựa chọn các thực phẩm sạch, có nguồn gốc hữu cơ và thân thiện với môi trường. Họ cũng sẵn sàng chi trả khoản tiền cao hơn cho bữa ăn hàng ngày. Hiện nay có đến 86% người tiêu dùng Việt Nam ưu tiên lựa chọn sản phẩm hữu cơ cho những bữa ăn hàng ngày bởi tính an toàn, giàu dinh dưỡng và hương vị thơm ngon. Vì vậy các DNTP cần mạnh dạn đầu tư vào lĩnh vực thực phẩm hữu cơ để có chiến lược đa dạng hóa sản phẩm, nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Bên cạnh đó, trong cuộc sống hiện đại, quan điểm về gia đình, đặc biệt là ở khu vực thành thị đã có sự thay đổi: số lượng người trong một gia đình thường chỉ có 4-5 người, tỷ lệ người sống độc thân tăng..., do đó nhu cầu đối với nhóm hàng hóa tiêu dùng nhanh cũng có sự khác biệt so với trước đây. Để phục vụ cho các đối tượng này, các DNTP cần thay đổi quy cách và trọng lượng hàng hóa đóng gói sản phẩm nhỏ, sử dụng phù hợp với nhu cầu của cá nhân và dễ dàng mang theo sử dụng trên đường đi. Ngoài ra, các DNTP cũng cần hướng tới cung cấp các bữa ăn tươi nhằm mang đến cho người tiêu dùng không chỉ là những sản phẩm đóng gói/ăn liền khô mà còn là những sản phẩm tươi, ngon, bổ dưỡng, an toàn và tiện lợi.

Ngoài ra, giới trẻ Việt Nam đa phần là những bạn trẻ năng động, thích trải nghiệm và sẵn sàng chi trả để được thưởng thức các loại thực phẩm ngon và lạ. Cùng với sự phát triển của công nghệ, họ có thể dễ dàng truy cập các xu thế ẩm thực mới nhất qua mạng xã hội và đặt hàng thông qua các ứng dụng cho phép tìm kiếm địa điểm ăn uống, giao đồ ăn và đặt bàn...khiến thị trường ẩm thực trở nên sôi động hơn. Các DNTP cần nắm bắt được xu thế tiêu dùng thực phẩm để đa dạng hóa và cải thiện các

dòng sản phẩm sao cho phù hợp với khẩu vị của người tiêu dùng hiện đại.

4.3.8.3. Đầu tư máy móc công nghệ tiên tiến, hiện đại; đẩy mạnh ứng dụng khoa học công nghệ nâng cao năng suất và chất lượng sản phẩm

Năng suất và chất lượng là vấn đề sống còn quyết định đến khả năng cạnh tranh của các DN nói chung và của các DNTP nói riêng. Đầu tư máy móc, công nghệ tiên tiến hiện đại nhằm đẩy mạnh ứng dụng khoa học công nghệ và khai thác, sản xuất, chế biến là hướng đi tốt để thành công trong điều kiện cạnh tranh hiện nay.

Để áp dụng và cải tiến công nghệ, thay vì hình thức đầu tư toàn bộ DNTP NY cũng xem xét lựa chọn hình thức liên doanh, liên kết với các DN nước ngoài để thực hiện chuyển giao công nghệ. Khi liên kết cần tìm hiểu về thủ tục chuyển giao công nghệ như trong việc ký hợp đồng, chuyển giao, lắp đặt để tránh tình trạng bị áp đặt những điều kiện bất lợi cho doanh nghiệp. Đồng thời, thực hiện phối kết hợp chặt chẽ với các cơ quan bộ phận nghiên cứu khoa học, các nhà khoa học hoặc DN thành lập bộ phận chuyên nghiên cứu để liên tục đổi mới công nghệ để đưa vào sản xuất những phương pháp mới nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm, giảm chi phí sản xuất, hạ giá thành sản phẩm.

Để đảm bảo hiệu quả sản xuất, bên cạnh việc đầu tư đẩy mạnh ứng dụng khoa học công nghệ tiên tiến, để nâng cao chất lượng sản phẩm cần có sự kiểm soát chặt chẽ ở từng khâu trong chuỗi sản xuất.

Để đảm bảo các yêu cầu khắt khe về chất lượng sản phẩm ở lĩnh vực chế biến xuất khẩu, ngành chế biến cần thực hiện tốt việc đầu tư nâng cấp máy móc, thiết bị hiện đại; Gắn kết nhà máy chế biến với các vùng nguyên liệu và trung tâm công nghiệp chế biến ở từng địa phương, tạo điều kiện thuận lợi cho việc vận chuyển và đầu tư kho lạnh thương mại để đảm bảo chất lượng thủy sản. Đồng thời, đa dạng hóa các sản phẩm chế biến, chú trọng việc sản xuất các sản phẩm giá trị gia tăng, hạn chế xuất khẩu nguyên liệu thô...

4.3.8.4. Chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào để đảm bảo cho quá trình sản xuất diễn ra liên tục, nâng cao chất lượng nguồn nguyên liệu để nâng cao chất lượng giá trị sản phẩm thực phẩm

Mặc dù Việt Nam có nguồn nguyên liệu rất dồi dào, sản lượng xuất khẩu lớn nhưng nguyên liệu phục vụ sản xuất trong nước không ổn định cả về chất lượng và số lượng. Nhiều doanh nghiệp chế biến thực phẩm phải nhập khẩu nguyên liệu. Điều này khiến doanh nghiệp không chủ động được số lượng, chất lượng và đơn giá sản phẩm ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Điển hình như ngành chế biến sữa, Việt Nam hiện phải nhập khẩu đến 60% nguyên liệu; hay trên 90% nguyên liệu của ngành chế biến dầu ăn phải nhập khẩu...

Thực phẩm sẽ là ngành công nghiệp mũi nhọn của Việt Nam nhưng hiện nay công nghiệp chế biến ngành hàng này còn manh mún, nhỏ lẻ, chưa tập trung tạo ra các sản phẩm có chất lượng cao. Ngành nông nghiệp là ngành trực tiếp cung cấp nguyên liệu cho chế biến thực phẩm nhưng sản xuất nông nghiệp tại Việt Nam chậm thay đổi, chưa thích nghi với các phương thức sản xuất mới để có thể cạnh tranh trên quy mô lớn trong dài hạn. Đặc biệt, việc sử dụng hóa chất và thuốc bảo vệ thực vật đã được kiểm soát nhưng vẫn chưa đáp ứng các tiêu chuẩn được quốc tế công nhận. Diện tích sản xuất nông sản Việt Nam lớn nhưng diện tích thực hành sản xuất tốt, đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm lại rất ít. Trong khi muốn sản xuất thực phẩm có chất lượng tốt phải bắt nguồn từ nguồn nguyên liệu có chất lượng tốt và an toàn.

Vì vậy, để duy trì tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế nói chung và phát triển ngành thực phẩm một cách bền vững, các cơ quan quản lý và doanh nghiệp phải phát triển thị trường thông qua việc nâng cao chất lượng sản phẩm, xây dựng và phát triển thương hiệu, từng bước gia tăng giá trị xuất khẩu của thực phẩm Việt Nam trên thị trường thế giới. Một trong những tiêu chí đầu tiên quyết định sự phát triển và bền vững của ngành thực phẩm là phải đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm. Điều này đòi hỏi phải có một quy trình kiểm soát chất lượng của toàn bộ chuỗi sản xuất từ người sản xuất nguyên liệu đến đơn vị vận chuyển, bảo quản, sơ chế, bán lẻ và cả người tiêu dùng. Vì vậy, muốn có sản phẩm thực phẩm an toàn, doanh nghiệp không thể thực hiện phương thức “mua đứt bán đoạn” mà phải tham gia xây dựng chuỗi sản xuất nhằm ***“nâng cao giá trị chuỗi sản phẩm”***

Theo dự báo của FAO, từ nay đến năm 2025, nhu cầu về thực phẩm của thế giới không có sự gia tăng đột biến do quy mô dân số thế giới vẫn ở mức ổn định. Tuy nhiên, cơ cấu nhu cầu sản phẩm thực phẩm sẽ thay đổi rõ nét từ việc tiêu dùng thực

phẩm cơ bản sang sử dụng phân khúc thực phẩm có chất lượng cao. Vì vậy, doanh nghiệp thực phẩm không nhất thiết phải gia tăng công suất, sản lượng mà cần tập trung vào việc nâng cao chất lượng sản phẩm. Tuy nhiên ***“Nâng cao chuỗi giá trị thực phẩm”*** không chỉ là vấn đề riêng của Việt Nam, mà ngay cả tại các nước phát triển ở Châu Âu cũng phải thường cải tiến thường xuyên. Trong đó, các doanh nghiệp trong chuỗi sản xuất thực phẩm phải chú trọng đến việc nâng cao giá trị lợi nhuận cho nông dân, giúp họ ý thức được trách nhiệm của mình trong việc đảm bảo chất lượng sản phẩm. Ở các khâu trung gian từ vận chuyển, bảo quản, sơ chế, chế biến đều phải áp dụng quy trình quản lý chất lượng, đảm bảo sự an toàn cho người tiêu dùng.

4.3.9. Nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đối với các doanh nghiệp

Qua phân tích tác động của CCNV tới hoạt động của DN, tác giả nhận thấy CCNV hiện tác động làm cho tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu của các DN biến động trong giai đoạn nghiên cứu. Để giải quyết vấn đề này, ngoài việc các DN cần phải xây dựng một CCNV mục tiêu để giảm thiểu chi phí sử dụng vốn, nâng cao giá trị và hiệu quả hoạt động của các DN thì việc các DN cần phải nâng cao hiệu quả sử dụng vốn có ý nghĩa quan trọng. Để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đối với các DN, một số biện pháp được đề xuất như sau:

- Các DNTP cần phải xây dựng phương thức quản trị vốn kinh doanh. Việc quản trị vốn kinh doanh phải được thực hiện từ các khâu huy động, quản lý vốn và sử dụng tài sản tại DN. Các DNTP cần phải xây dựng kế hoạch tài chính và thực hiện xác định chi phí sử dụng vốn đối với từng nguồn vốn khác nhau và nâng cao công tác theo dõi, đánh giá, giám sát định kỳ thường xuyên tình hình sử dụng vốn và tài sản.

- Các DNTP cần phải thực hiện xây dựng chiến lược tăng vốn điều lệ, bảo toàn vốn kinh doanh. Các DN cần phải thực hiện đánh giá lại hiệu quả sử dụng vốn đầu tư để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đối với các nguồn vốn khác nhau: nguồn vốn DN, nguồn vốn ngân sách. Các DNTP cần xây dựng chiến lược tăng vốn điều lệ căn cứ vào hoạch định sản xuất kinh doanh đối với các dự án đầu tư và phải xây dựng phương án trả nợ theo tiến độ hợp lý.

- Các DNTP cần phải dự báo nhu cầu về vốn và dự báo chi phí sử dụng vốn. Các DNTP cần phải dự báo nhu cầu vốn dựa trên căn cứ vào các chỉ tiêu tăng trưởng đối với sản lượng, doanh thu; cần phải xây dựng kế hoạch tài chính hàng năm, dự báo vòng quay vốn, lưu chuyển tiền thuần trong kỳ để làm cơ sở xác định nhu cầu vốn và

nguồn tài trợ. Các nhà quản trị DN cũng phải căn cứ vào bảng tiến độ thực hiện các dự án để xây dựng kế hoạch theo dõi tiến độ sử dụng vốn.

4.4. Các giải pháp điều kiện và hỗ trợ

4.4.1. Hỗ trợ phát triển nông nghiệp

Như ở trên đã phân tích, nguồn nguyên liệu đầu vào chủ yếu của ngành thực phẩm là các sản phẩm nông nghiệp. Vì vậy, để có thể phát triển bền vững các DNTP cần phải có các giải pháp hỗ trợ phát triển nông nghiệp, nông thôn.

Trải qua hơn 35 năm đổi mới toàn diện đất nước, nông nghiệp Việt Nam đã đạt được những kết quả tích cực như: (i) nông nghiệp phát triển với nhịp độ khá cao theo hướng tăng năng suất, chất lượng và hiệu quả, kim ngạch xuất khẩu nông, lâm, thủy sản tăng nhanh; (ii) chuyển dịch cơ cấu kinh tế nông nghiệp theo hướng sản xuất hàng hóa lớn, gắn với công nghiệp chế biến và thị trường; (iii) kết cấu hạ tầng kinh tế - xã hội ở nông thôn được quan tâm xây dựng, ứng dụng các thành tựu khoa học, công nghệ nhằm nâng cao năng suất, chất lượng, hiệu quả, sức cạnh tranh của nông sản hàng hóa trên thị trường trong nước và quốc tế; (iv) công nghiệp hóa, hiện đại hóa nông nghiệp, nông thôn góp phần nâng cao đời sống vật chất và tinh thần của người dân ở nông thôn.

Những thành tựu phát triển nông nghiệp, nông thôn là rất quan trọng và ấn tượng. Năng suất các cây trồng, vật nuôi không ngừng tăng lên, trong đó có trên 10 loại cây trồng, vật nuôi có năng suất sinh học thuộc nhóm cao nhất thế giới; sản lượng của nhiều sản phẩm như gạo, hồ tiêu, hạt điều, cà-phê, cao-su, chè, cá, tôm tăng nhanh, trong đó có 6 loại sản phẩm xuất khẩu đứng vào top 5 nước xuất khẩu lớn nhất thế giới.

Tuy nhiên, bên cạnh những kết quả tích cực, vẫn còn những khó khăn, hạn chế, bất cập, nghịch lý trong quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa, tái cơ cấu nông nghiệp, nông thôn: *Một là*, tình trạng “được mùa rớt giá” vẫn còn xảy ra do chúng ta chưa thực sự làm chủ thị trường đầu ra. Số lượng và giá nông sản xuất khẩu không ổn định. *Hai là*, khó tiếp cận vốn đầu tư đối với hầu hết các hộ nông dân, mặc dù đã có những chính sách hỗ trợ của Nhà nước. *Ba là*, thu nhập bình quân của người nông dân thấp hơn đáng kể so với lao động trong lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ. Nông nghiệp chiếm khoảng 47% số lao động, nhưng chỉ đóng góp 19% giá trị vào tổng sản phẩm

nội địa, tức là năng suất lao động hay thu nhập bình quân của người nông dân chưa bằng 1/3 thu nhập bình quân của người lao động trong lĩnh vực công nghiệp và dịch vụ.

Ngoài ra, vẫn còn những vấn đề bất cập trong điều hành vĩ mô, đó là: *Thứ nhất*, một số văn bản pháp luật chậm được ban hành, sửa đổi, bổ sung nên chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của ngành nông nghiệp. Các chính sách để giải quyết tình trạng ô nhiễm môi trường, biến đổi khí hậu, nước biển dâng, xâm nhập mặn chưa đồng bộ, chưa đầy đủ; chưa có cơ chế, chính sách cụ thể để hỗ trợ doanh nghiệp xây dựng, đào tạo và duy trì đội ngũ cán bộ kỹ thuật. *Thứ hai*, cơ cấu sản xuất nông nghiệp và kinh tế nông thôn ở nhiều nơi chuyển dịch chậm; ngành, nghề, dịch vụ ở nông thôn phát triển chưa tương xứng với tiềm năng; cơ cấu lao động nông thôn chiếm tỷ lệ lớn là lao động thuần nông. *Thứ ba*, năng suất, chất lượng và khả năng cạnh tranh của một số nông phẩm còn thấp. Việc nghiên cứu, ứng dụng khoa học, công nghệ vào sản xuất nông nghiệp, cũng như kinh phí đầu tư cho khoa học, công nghệ trong lĩnh vực này vẫn còn hạn chế. *Thứ tư*, chất lượng quy hoạch chưa thực sự hợp lý, thiếu sự liên kết, thống nhất giữa các loại quy hoạch, chưa gắn kết chặt chẽ với nguồn lực thực hiện. Do đó, nguồn lực đầu tư cho nông nghiệp, nông dân, nông thôn chưa đáp ứng được nhu cầu. *Thứ năm*, việc triển khai thực hiện các mô hình “Cánh đồng mẫu lớn”, “Chuỗi sản xuất, thương mại, chế biến và phân phối sản phẩm khép kín”, “Nông dân góp cổ phần với doanh nghiệp bằng giá trị quyền sử dụng đất”, “Các hợp tác xã, tổ hợp tác kiểu mới, mô hình liên kết theo hợp đồng”, “Doanh nghiệp công nghệ cao trong nông nghiệp” được đánh giá là những nhân tố mới. Tuy nhiên, còn nhiều vấn đề cần được tiếp tục hoàn thiện, giải quyết, như mối liên kết giữa doanh nghiệp và người dân chưa thật sự chặt chẽ; việc chuyển đổi sản xuất hàng hóa quy mô lớn còn gặp nhiều khó khăn, ở cả đầu vào lẫn khâu tiêu thụ. Các mô hình hợp tác xã, tổ hợp tác khó tiếp cận các chính sách của Nhà nước, nhất là các chính sách ưu đãi về tín dụng, đầu tư kết cấu hạ tầng, ưu đãi đất đai...

Những bất cập trong nền nông nghiệp nước ta, nguyên nhân cơ bản nhất là do sự không tương thích của quan hệ sản xuất và tổ chức sản xuất trong nông nghiệp với điều kiện kinh tế thị trường và hội nhập quốc tế hiện nay. Nhận thức về xây dựng nông thôn mới và tái cơ cấu nông nghiệp chưa đúng tầm. Đa số người dân chưa thực sự chủ

động, làm chủ, thiếu quyết tâm trong tham gia tái cơ cấu phát triển nông nghiệp. Đa số hộ nông dân - những đơn vị sản xuất cơ bản trong nông nghiệp - có tiềm lực kinh tế rất nhỏ, sản xuất đơn lẻ và thiếu khả năng tương thích với kinh tế thị trường và hội nhập quốc tế. Nếu canh tác độc lập, riêng lẻ thì sức mạnh kinh tế của hộ nông dân rất nhỏ bé, khả năng chịu đựng rủi ro rất thấp, tình trạng tái nghèo rất dễ xảy ra. Để liên kết các hộ nhỏ lẻ thành các đơn vị kinh tế lớn hơn, từ lâu chúng ta đã có chủ trương và chỉ đạo hình thành các hợp tác xã. Tuy nhiên, nhận thức về bản chất và vai trò của hợp tác xã trong nông nghiệp, nông thôn chưa phù hợp với quy luật phát triển, do đó, tác dụng và hiệu quả của nó còn hạn chế. Hiện nay, cả nước có hơn 10.000 hợp tác xã nông nghiệp, thu hút khoảng 45% số lao động nông nghiệp. Đa số các hợp tác xã chỉ cung cấp một số sản phẩm đầu vào cho xã viên, như giống, phân bón, thức ăn, nhưng không quan tâm đến vấn đề mà xã viên quan tâm nhất, đó là tiêu thụ sản phẩm của họ...

Để thúc đẩy xây dựng nông thôn mới, tái cơ cấu nông nghiệp theo hướng phát triển bền vững, cần tiếp tục triển khai hiệu quả Nghị quyết số 26-NQ/TW, của Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa X, *"Về nông nghiệp, nông thôn, nông dân"*; Kết luận số 56-KL/TW, ngày 21-2-2013, của Bộ Chính trị, về *"Đẩy mạnh thực hiện Nghị quyết Hội nghị Trung ương lần thứ năm khóa IX về tiếp tục đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả kinh tế tập thể"*; Kết luận số 97-KL/TW, ngày 9-5-2014, của Bộ Chính trị, về *"Một số chủ trương, giải pháp tiếp tục thực hiện Nghị quyết Hội nghị Trung ương lần thứ bảy khóa X về nông nghiệp, nông dân, nông thôn"*; đồng thời triển khai có hiệu quả Luật Hợp tác xã, hoàn thiện cơ chế, chính sách hỗ trợ phát triển kinh tế tập thể. Theo đó, phát triển nông nghiệp toàn diện theo hướng hiện đại, bền vững, sản xuất hàng hóa lớn trên cơ sở tái cơ cấu ngành, cơ cấu sản phẩm gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, nâng cao sức cạnh tranh của sản phẩm nông nghiệp. Thực hiện tái cơ cấu nông nghiệp vừa phải theo cơ chế thị trường, vừa phải bảo đảm các mục tiêu cơ bản về phúc lợi cho nông dân và người tiêu dùng, chuyển mạnh từ phát triển theo chiều rộng sang nâng cao chất lượng, hiệu quả, tăng giá trị, lợi nhuận.

Để thực hiện thành công những chủ trương, định hướng quan trọng đó, cần có sự vào cuộc với quyết tâm cao và nỗ lực to lớn của các cấp ủy, chính quyền, các bộ, ngành cùng với nông dân và các doanh nghiệp. Trước hết, tăng cường tuyên truyền

nhằm nâng cao nhận thức của các cơ quan, bộ, ngành, bà con nông dân, các thành phần kinh tế khác trong chuỗi liên kết sản xuất và tiêu thụ. Đồng thời, trong giai đoạn tới, cần tập trung triển khai đồng bộ các giải pháp sau:

Thứ nhất, nâng cao chất lượng công tác quy hoạch và quản lý quy hoạch sản xuất. Tiến hành rà soát, điều chỉnh, bổ sung quy hoạch sản xuất nông nghiệp (trồng trọt, chăn nuôi, nuôi trồng thủy sản) trên cơ sở phát huy lợi thế sản phẩm và lợi thế vùng, miền. Rà soát, kiểm soát chặt chẽ quy hoạch sử dụng đất nông nghiệp, đất quy hoạch cho sản xuất các mặt hàng nông sản chiến lược, mặt hàng xuất khẩu chủ lực, cho chăn nuôi và nuôi trồng thủy sản. Cơ cấu lại ngành nông nghiệp, gắn sản xuất với chế biến và thị trường. Phát triển sản xuất các loại nông sản hàng hóa xuất khẩu có lợi thế, nông sản thay thế nhập khẩu với quy mô hợp lý. Nghiên cứu, phát triển chăn nuôi theo hướng chăn nuôi công nghiệp và bán công nghiệp; phát triển thức ăn chăn nuôi với quy mô lớn để phục vụ nhu cầu chăn nuôi trong nước. Tổ chức liên kết chặt chẽ giữa các cơ sở, hộ gia đình chăn nuôi và các cơ sở chế biến.

Thứ hai, hỗ trợ tiêu thụ sản phẩm và phát triển thị trường. Tái cơ cấu thị trường nội địa, phát triển hệ thống bán buôn, bán lẻ; chú trọng hơn nữa vào phát triển thị trường vùng sâu, vùng xa, vùng đồng bào dân tộc thiểu số và miền núi theo hướng khuyến khích phát triển doanh nghiệp xã hội, bảo đảm lợi ích người sản xuất trực tiếp. Đối với thị trường xuất khẩu, duy trì thị trường truyền thống, phát triển thị trường mới, chú trọng xây dựng thương hiệu sản phẩm, nâng cao chất lượng sản phẩm, giảm giá thành để tăng sức cạnh tranh. Điều tra, khảo sát, nghiên cứu thị trường tiêu thụ sản phẩm nông, lâm, thủy, hải sản để nắm bắt thị hiếu tiêu dùng, cơ cấu sản phẩm, giá cả, tập quán buôn bán của các thị trường. Xây dựng đội ngũ chuyên gia có năng lực về phân tích, nghiên cứu, dự báo thị trường để tham mưu, đề xuất chính sách có hiệu quả. Nâng cao vai trò của các hiệp hội ngành hàng trong việc cung cấp thông tin, chiến lược phát triển sản xuất, liên kết trong kinh doanh, đàm phán ký kết hợp đồng.

Thứ ba, đẩy mạnh nghiên cứu, ứng dụng, chuyển giao khoa học, công nghệ nhằm nâng cao chất lượng giống cây trồng, vật nuôi, nâng cao năng suất, chất lượng, hiệu quả và sức cạnh tranh của nông sản; ứng dụng công nghệ sinh học và xây dựng các khu nông nghiệp công nghệ cao; nâng cao khả năng phòng ngừa và khắc phục dịch

bệnh đối với cây trồng, vật nuôi. Tiếp tục thúc đẩy ứng dụng khoa học, công nghệ thông qua các doanh nghiệp xây dựng mô hình ứng dụng khoa học, công nghệ gắn với tập huấn kỹ thuật cho bà con nông dân, góp phần thay đổi phương thức sản xuất nông nghiệp, nâng cao thu nhập cho người nông dân. Khuyến khích và tạo điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp và hợp tác xã đầu tư phát triển công nghiệp bảo quản, chế biến nông, lâm, thủy sản.

Thứ tư, thúc đẩy phát triển các mô hình liên kết. Tiếp tục tiến hành tổng kết, đổi mới và xây dựng các mô hình kinh tế, hình thức tổ chức sản xuất có hiệu quả ở nông thôn. Có chính sách khuyến khích phát triển các mối liên kết giữa hộ nông dân với các doanh nghiệp, hợp tác xã, tổ chức khoa học, hiệp hội ngành hàng và thị trường tiêu thụ sản phẩm để hỗ trợ kinh tế hộ phát triển theo hướng gia trại, trang trại có quy mô phù hợp, sản xuất hàng hóa lớn. Hình thành các hình thức tổ chức sản xuất, kinh doanh hiện đại và chuyên nghiệp, phát triển các loại hình kinh tế hợp tác, liên kết dọc sản xuất, chế biến, kinh doanh sản phẩm nông nghiệp, liên kết nông nghiệp với công nghiệp và kinh tế đô thị.

Thứ năm, phát triển đồng bộ kết cấu hạ tầng kinh tế - xã hội nông thôn. Mở rộng diện tích tưới tiêu cho rau màu, cây công nghiệp, cấp thoát nước chủ động cho diện tích nuôi trồng thủy sản, làm muối; bảo đảm giao thông thông suốt bốn mùa tới hầu hết các xã, đáp ứng cơ bản có đường ô-tô tới các thôn, bản. Xây dựng cảng cá, khu neo đậu tàu thuyền và hạ tầng nghề cá; cấp điện sinh hoạt cho hầu hết dân cư, các cơ sở công nghiệp và dịch vụ ở nông thôn. Bảo đảm cơ bản điều kiện học tập, chữa bệnh, sinh hoạt văn hóa, thể dục, thể thao ở hầu hết các vùng nông thôn, tiến gần tới mức các đô thị trung bình. Nâng cao năng lực phòng, chống, giảm nhẹ thiên tai, nhất là hoàn chỉnh hệ thống đê sông, đê biển và rừng phòng hộ ven biển, hệ thống kết cấu hạ tầng giao thông, thủy lợi, cụm dân cư, đáp ứng yêu cầu phòng, chống bão, lũ, ngăn mặn và chống nước biển dâng. Bảo đảm điều kiện sản xuất và sống an toàn cho nhân dân vùng đồng bằng sông Cửu Long, miền Trung và các vùng thường xuyên bị thiên tai. Chủ động triển khai các biện pháp thích ứng và đối phó với biến đổi khí hậu toàn cầu.

Thứ sáu, có chính sách huy động vốn và hỗ trợ tài chính thích hợp. Đa dạng hóa các nguồn vốn và đơn giản hóa, tối ưu hóa thủ tục tiếp cận vốn. Đầu tư phát triển

mạnh hơn kết cấu hạ tầng kinh tế, xã hội nông thôn; tiếp tục đầu tư phát triển giao thông nông thôn; đầu tư để bảo đảm cung cấp đủ điện sinh hoạt và nước sạch cho cư dân nông thôn. Có chính sách cho doanh nghiệp tham gia mô hình liên kết doanh nghiệp - nông dân được vay vốn trung, dài hạn với lãi suất ưu đãi để triển khai thực hiện mô hình liên kết.

Thứ bảy, chú trọng đào tạo, phát triển nguồn nhân lực. Xây dựng, hoàn thiện chế độ, chính sách thu hút các nhà khoa học trong lĩnh vực công nghệ cao vào làm việc trong ngành nông nghiệp, đội ngũ cán bộ trẻ có năng lực, trình độ đến công tác ở nông thôn. Chú trọng đào tạo, bồi dưỡng đội ngũ cán bộ làm nhiệm vụ xây dựng nông thôn mới, đặc biệt là những cán bộ trực tiếp làm nhiệm vụ này ở cơ sở.

4.4.2. Khuyến khích phát triển kinh tế tuần để đảm bảo cho các DNTP NY phát triển bền vững

Kinh tế tuần hoàn là cơ hội lớn để phát triển nhanh và bền vững, không chỉ đạt mục tiêu kinh tế, xã hội, môi trường mà còn giúp ứng phó với biến đổi khí hậu đang diễn biến ngày một phức tạp như hiện nay. Đây là xu thế tất yếu và là nội dung đang được Việt Nam đặc biệt quan tâm, định hướng phát triển.

Kinh tế tuần hoàn là một mô hình kinh tế trong đó các hoạt động thiết kế, sản xuất và dịch vụ đặt ra mục tiêu kéo dài tuổi thọ của vật chất, và loại bỏ tác động tiêu cực đến môi trường. Nếu như mô hình kinh tế tuyến tính chỉ quan tâm đến việc khai thác tài nguyên, sản xuất, và vất bỏ sau tiêu thụ, dẫn đến việc tạo ra một lượng phế thải khổng lồ thì mô hình kinh tế tuần hoàn chú trọng việc quản lý và tái tạo tài nguyên theo một vòng khép kín nhằm tránh tạo ra phế thải. Việc tận dụng tài nguyên được thực hiện bằng nhiều hình thức như sửa chữa, tái sử dụng, tái chế và thay vì sở hữu vật chất thì hướng đến chia sẻ, hoặc cho thuê.

Một trong những định nghĩa về kinh tế tuần hoàn được nhiều quốc gia và các tổ chức quốc tế thừa nhận rộng rãi hiện nay là “một hệ thống có tính khôi phục và tái tạo thông qua các kế hoạch và thiết kế chủ động. Nó thay thế khái niệm “kết thúc vòng đời” của vật liệu bằng khái niệm khôi phục, chuyển dịch theo hướng sử dụng năng lượng tái tạo, không dùng các hóa chất độc hại gây tổn hại tới việc tái sử dụng và hướng tới giảm thiểu chất thải thông qua việc thiết kế vật liệu, sản phẩm, hệ thống kỹ

thuật và cả các mô hình kinh doanh trong phạm vi của hệ thống đó” (Ellen MacArthur Foundation, 2012).

Như vậy, có thể thấy, kinh tế tuần hoàn là một hệ thống, trong đó các tài nguyên được tận dụng lại hoặc tái sử dụng, các dòng phế liệu được biến thành đầu vào để tiếp tục sản xuất. Hoạt động này đã được thúc đẩy bởi quá trình đô thị hóa nhanh chóng, biến đổi khí hậu, tiến bộ công nghệ và nhu cầu ngày càng tăng đối với các nguồn tài nguyên thiên nhiên có hạn. Kinh tế tuần hoàn thường được gắn với phát triển bền vững, có ý nghĩa quan trọng đối với quản lý môi trường, giúp các DN tiết kiệm năng lượng, tiền bạc và bảo vệ môi trường. Phát triển bền vững và kinh tế tuần hoàn hơn mang lại những lợi ích sau ở cấp độ toàn cầu: tối ưu hóa nguyên vật liệu, nguồn doanh nhập mới và sáng tạo, nâng cao mối quan hệ giữa các bên liên quan và uy tín thương hiệu, giảm thiểu rủi ro.

Trên thế giới, hiện nay kinh tế tuần hoàn được coi là mô hình kinh tế đáp ứng yêu cầu về giải quyết ô nhiễm môi trường, ứng phó với biến đổi khí hậu phục vụ mục tiêu phát triển bền vững. Đây là mô hình kinh tế trong đó các hoạt động thiết kế, sản xuất và dịch vụ đặt ra mục tiêu kéo dài tuổi thọ của vật chất và loại bỏ tác động tiêu cực đến môi trường. Trong xu thế chung đó, Việt Nam đang nỗ lực phát triển kinh tế theo hướng bền vững, giảm thiểu những tác động xấu đến môi trường và nền kinh tế tuần hoàn là mô hình được quan tâm, định hướng phát triển. Việt Nam đang trong quá trình điều chỉnh cơ chế chính sách theo hướng chú trọng tăng trưởng kinh tế gắn liền với phát triển bền vững. Phát triển kinh tế tuần hoàn là một trong những hướng đi được ưu tiên lựa chọn để góp phần đạt được mục tiêu phát triển bền vững, đặt yếu tố bảo vệ môi trường lên hàng đầu. Trong quá trình phát triển nền kinh tế tuần hoàn, Việt Nam cũng phải đối mặt với nhiều cơ hội và thách thức cần giải quyết.

Việt Nam đang là một quốc gia có tốc độ hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế mạnh mẽ, đặc biệt là tham gia vào các hiệp định thương mại tự do song phương, đa phương, các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới. Hầu hết, các Hiệp định này, đều có các quy định, thỏa thuận về phát triển bền vững, bảo vệ môi trường, ứng phó với biến đổi khí hậu và phải tuân thủ các tiêu chuẩn phát thải chất thải, khí thải. Đây sẽ là tiền đề để thúc đẩy Việt Nam tăng tốc chuyển đổi sang mô hình kinh tế tuần hoàn.

Áp dụng mô hình kinh tế tuần hoàn, Việt Nam có thuận lợi trong việc học tập kinh nghiệm thực tiễn về phát triển mô hình kinh tế của các quốc gia phát triển trên thế giới, tận dụng các cơ hội hợp tác về tiếp nhận chuyển giao các công nghệ về thiết kế, chế tạo, công nghệ thông tin hiện đại. Thực tế hiện nay, Việt Nam đã có một số mô hình tiếp cận của kinh tế tuần hoàn như mô hình thu gom tái chế sắt vụn, thu gom tái chế giấy... trong nông nghiệp có mô hình vườn - ao - chuồng, vườn - rừng - ao - chuồng, thu hồi gas từ chất thải vật nuôi... các mô hình sản xuất sạch hơn trong sản xuất công nghiệp quy mô vừa, nhỏ và siêu nhỏ... Bên cạnh đó, vấn đề quản lý, sử dụng bền vững tài nguyên, bảo vệ môi trường và ứng phó với biến đổi khí hậu đã được toàn xã hội nhận thức đầy đủ hơn. Các chiến dịch về bảo vệ môi trường như chống rác thải nhựa đã được cộng đồng DN và người dân trên cả nước tích cực hưởng ứng và tham gia.

Cùng với lợi thế này, trong những năm qua, Nhà nước đã ban hành nhiều chủ trương chính sách về chuyển đổi mô hình tăng trưởng theo hướng bền vững; tăng cường quản lý tài nguyên, bảo vệ môi trường ứng phó với biến đổi khí hậu; tăng cường tái chế, tái sử dụng. Việt Nam đang trong quá trình hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa nhằm mục tiêu phát triển nền kinh tế nhanh và bền vững. Trong khi đó, mô hình kinh tế tuần hoàn có thể đáp ứng được mục tiêu trên trong chủ trương chính sách của nước ta. Cùng với đó, các chính sách khuyến khích và tạo cơ chế cho kinh tế tư nhân phát triển trong bối cảnh thị trường cạnh tranh sẽ có nhiều cơ hội cho đầu tư của khu vực tư nhân vào thực hiện phát triển kinh tế tuần hoàn trong thời gian tới.

Trong bối cảnh Cách mạng công nghiệp 4.0 đang diễn ra mạnh mẽ, tác động đến mọi lĩnh vực đời sống xã hội, việc nghiên cứu đẩy mạnh đổi mới công nghệ, chuyển từ thế giới thực sang thế giới số sẽ là cơ hội lớn để thực hiện phát triển kinh tế tuần hoàn, mang lại hiệu quả tăng trưởng cao hơn so với cách thức tăng trưởng trước đây. Đây là động lực và là cơ hội lớn để Việt Nam đẩy nhanh phát triển nền kinh tế tuần hoàn.

Để thúc đẩy phát triển nền kinh tế tuần hoàn ở Việt Nam nói chung và ngành thực phẩm nói riêng cần thực hiện đồng bộ các giải pháp từ nâng cao nhận thức đến hoàn thiện thể chế và tổ chức thực hiện, cụ thể:

Thứ nhất, hoàn thiện hành lang pháp lý phục vụ cho phát triển nền kinh tế tuần hoàn. Theo đó, cần sửa đổi, bổ sung Luật Bảo vệ môi trường, quy định trách nhiệm cụ thể của nhà sản xuất, nhà phân phối trong việc thu hồi, phân loại và tái chế hoặc chi trả chi phí xử lý các sản phẩm thải bỏ dựa trên số lượng sản phẩm bán ra trên thị trường; quản lý dự án theo vòng đời, thiết lập lộ trình xây dựng và áp dụng quy chuẩn, tiêu chuẩn về môi trường tương đương với nhóm các nước tiên tiến trong khu vực. Song hành cùng với đó, đẩy nhanh việc hoàn thiện và ban hành các cơ chế chính sách ưu đãi, hỗ trợ thúc đẩy công nghiệp môi trường, trong đó có công nghiệp tái chế. Ban hành các quy chuẩn, tiêu chuẩn về công nghệ, thúc đẩy phát triển thị trường trao đổi sản phẩm phụ, sản phẩm thải bỏ để kết nối chuỗi giữa thải bỏ - tái chế - tái sử dụng để rác thải, chất thải trở thành tài nguyên thứ cấp trong hệ thống vòng kín của chu trình sản xuất mới.

Cần có hành lang pháp lý rõ ràng cho hình thành, phát triển các mô hình kinh tế tuần hoàn. DN là động lực trung tâm, Nhà nước đóng vai trò kiến tạo, các tổ chức và từng người dân tham gia thực hiện. Vai trò kiến tạo của Nhà nước thể hiện trong việc tạo ra một môi trường để kinh tế tuần hoàn phát triển. Việt Nam có thể cân nhắc đưa cả hai cách tiếp cận thực hiện kinh tế tuần hoàn của quốc tế vào lộ trình của mình.

Thứ hai, xây dựng mô hình tăng trưởng kinh tế chiều sâu, sử dụng hiệu quả các nguồn lực đầu vào, áp dụng khoa học công nghệ vào các ngành, đặc biệt là xử lý rác thải để tái tạo nguyên liệu mới. Quy định lộ trình thay thế các nhiên liệu, sản phẩm sử dụng nguyên liệu nguy hại, sản phẩm sử dụng một lần bằng các nhiên liệu, nguyên liệu thân thiện với môi trường, sản phẩm sử dụng nhiều lần, kéo dài thời gian sử dụng hữu ích của sản phẩm.

Thứ ba, điều chỉnh quy hoạch năng lượng, giảm dần sự phụ thuộc vào các dạng năng lượng từ nhiên liệu hóa thạch, thủy điện; kiểm soát, thu hút có chọn lọc dự án đầu tư trên cơ sở xem xét các yếu tố về quy mô sản xuất, công nghệ sản xuất, kỹ thuật môi trường và vị trí thực hiện dự án. Xây dựng lộ trình chuyển đổi công nghệ dựa trên các tiêu chí tiết kiệm và hiệu quả năng lượng, giảm thiểu chất thải.

Thứ tư, thực hiện kinh tế tuần hoàn cần gắn liền với phát triển công nghệ, kinh tế số và cách mạng công nghiệp 4.0. Đổi mới công nghệ là cốt lõi, là yếu tố quan trọng

quyết định thành công khi áp dụng mô hình kinh tế tuần hoàn. Công nghệ mới sẽ giúp việc thực hiện mô hình kinh tế tuần hoàn hiệu quả, giảm thải ô nhiễm, bảo tồn thiên nhiên và đa dạng sinh học, tránh khai thác quá mức tài nguyên, đồng thời tạo được cơ hội việc làm mới... đảm bảo mục tiêu của mô hình này.

Thứ năm, để mở rộng nền kinh tế tuần hoàn, các nhà sản xuất cần phải xác định rõ đâu là ưu tiên hàng đầu của DN. Thay vì sản xuất sản phẩm càng nhanh, càng rẻ càng tốt, thì độ bền của sản phẩm và quy trình sản xuất bền vững mới là yếu tố then chốt. Sản phẩm cần được thiết kế sao cho dễ dàng tái chế nếu muốn chúng không phải kết thúc số phận ở các bãi chôn rác. Ngoài ra, DN cần nỗ lực phát triển các chuỗi cung ứng thân thiện với môi trường. Đặc biệt, phần khó khăn nhất trong sứ mệnh mở rộng nền kinh tế tuần hoàn sẽ là thuyết phục người tiêu dùng thay đổi thói quen mua sắm.

Thứ sáu, xây dựng Chiến lược truyền thông về kinh tế tuần hoàn nhằm nâng cao nhận thức của các nhà sản xuất và công chúng về trách nhiệm của họ đối với các sản phẩm trong suốt vòng đời của chúng. Tuyên truyền, giáo dục nâng cao ý thức của người dân về việc phân loại rác thải tại nguồn, tạo điều kiện cho công tác thu gom, vận chuyển đưa vào tái sử dụng, tái chế được thuận lợi và dễ dàng hơn.

4.4.3. Hoàn thiện các chính sách về an toàn thực phẩm, chống hàng giả, hàng kém chất lượng

*** Các tiêu chuẩn về an toàn thực phẩm**

Ngày nay, với sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế, người tiêu dùng không chỉ còn quan tâm đến vị ngon thực phẩm mà còn quan tâm đến thực phẩm họ đang dùng có an toàn cho sức khỏe của họ không? Có chứa những chất ảnh hưởng đến sức khỏe của họ không? Có hợp vệ sinh không?...

Người tiêu dùng ngày càng trở nên hiểu biết hơn, được thông tin tốt hơn và rất quan tâm đến ATTP. Cho dù là về vấn đề giá trị dinh dưỡng, hay thực phẩm biến đổi gen, hay ô nhiễm thực phẩm, người tiêu dùng ngày càng biết nhiều hơn đến những vấn đề này. Điều này rất khác với quá khứ khi mà mối bận tâm của người tiêu dùng và doanh nghiệp sản xuất chỉ là việc đóng gói, trình bày, mùi vị, màu sắc, thành phần và tất nhiên là giá cả. Vấn đề sức khỏe và ATTP đang ngày càng trở nên phức tạp và vì vậy ngày càng có nhiều những tiêu chuẩn quy định về vấn đề an toàn vệ sinh thực

phẩm, trong đó có thể kể đến các chuẩn như là GMP, HACCP, BRC, ISO 22000, Global Gap, ...

Tiêu chuẩn GMP, HACCP, BRC, IFS, Global Gap và ISO 22000 là các tiêu chuẩn dựa trên những nguyên tắc cơ bản về kiểm soát sản xuất liên quan đến an toàn vệ sinh thực phẩm. Các tiêu chuẩn này cũng đưa ra những quy định cho những hoạt động khác như kiểm soát lưu trữ, vận chuyển, kiểm tra và phương pháp bán lẻ sản phẩm hiệu quả.

- ISO 22000: Hệ thống quản lý ATTP.
- GMP: Nguyên tắc thực hành sản xuất tốt
- HACCP: Phân tích rủi ro và các điểm kiểm soát tới hạn
- BRC: Tiêu chuẩn thực phẩm toàn cầu
- IFS: Tiêu chuẩn thực phẩm quốc tế
- Global Gap: Tiêu chuẩn về thực hành nông nghiệp tốt toàn cầu

Điểm khác biệt giữa GMP, HACCP, BRC, IFS và ISO 22000:

- GMP dựa trên quá trình thực hành sản xuất
- HACCP tập trung vào những điểm quan trọng của quá trình sản xuất để giảm thiểu và kiểm soát các rủi ro về mất an toàn và vệ sinh thực phẩm.

- BRC (do nước Anh ban hành) và IFS (khởi xướng từ Đức và Pháp) là những tiêu chuẩn được phát triển bởi các tập đoàn bán lẻ của Châu Âu, các tiêu chuẩn này cũng bao gồm phần lớn yêu cầu giống như của tiêu chuẩn HACCP và GMP.

- ISO 22000 là tiêu chuẩn do tổ chức Quốc tế về Tiêu chuẩn hóa (ISO) ban hành, tiêu chuẩn kết hợp 7 nguyên tắc và 12 bước kiểm soát môi nguy an toàn thực phẩm của HACCP với các nguyên tắc quản lý hệ thống.

- Global Gap: Tiêu chuẩn về thực hành nông nghiệp tốt toàn cầu do tổ chức phi lợi nhuận FoodPlus là đại diện pháp nhân. Tiêu chuẩn GlobalGap ra đời nhằm bổ sung và thay thế cho Eurep Gap bởi phạm vi của EurepGap chỉ trên sản phẩm trồng trọt còn GlobalGap mở rộng ra cả sản phẩm trồng trọt, chăn nuôi và thủy sản. Đến nay GlobalGap đã xây dựng các tiêu chuẩn cho rau và quả, cây tổng hợp, hoa và cây cảnh, cà phê, chè, thịt lợn, gia cầm, gia súc và cừu, bơ sữa và cá hồi, tôm, các sản phẩm khác đang được nghiên cứu và xây dựng.

Lợi ích chủ yếu của các tiêu chuẩn GMP, HACCP, BRC, ISO 22000

- Nâng cao niềm tin của khách hàng đối với sản phẩm của doanh nghiệp
- Các quy trình ATTP được triển khai sẽ giúp tìm ra những vấn đề tiềm ẩn một cách hiệu quả.
- Việc theo dõi thường xuyên và nghiên cứu cập nhật sẽ giúp cải tiến liên tục độ an toàn của sản phẩm.
- Giảm bớt tăng suất kiểm định khắt khe từ khách hàng hay tổ chức khác.
- Giảm thiểu những rào cản thương mại và giúp mở rộng khả năng thâm nhập vào những thị trường khác.
- Cải tiến những tiêu chuẩn về sản xuất và vấn đề kiểm soát của tổ chức.
- Xây dựng lực lượng lao động chủ lực có được nhận thức mới về an toàn thực phẩm.
- Hướng dẫn cho tổ chức theo sát những luật lệ đúng về vệ sinh, sức khỏe và an toàn thực phẩm.
- Trong trường hợp các sản phẩm vướng vào những vấn đề về ATTP các tiêu chuẩn này sẽ giúp tổ chức có thể xử lý vấn đề theo cách hiệu quả nhất.

Như vậy, thực phẩm là một trong những nhu cầu thiết yếu cho sự tồn tại của con người. Xã hội ngày càng phát triển, nhu cầu tiêu dùng thực phẩm cũng ngày càng đa dạng và phong phú. ATTP là vấn đề có tầm quan trọng đặc biệt, được tiếp cận với thực phẩm an toàn đang trở thành quyền cơ bản đối với mỗi con người. Thực phẩm an toàn đóng góp to lớn trong việc cải thiện sức khỏe con người, chất lượng cuộc sống và chất lượng giống nòi. Ngộ độc thực phẩm và các bệnh do thực phẩm gây ra không chỉ gây ảnh hưởng trực tiếp tới sức khỏe và cuộc sống của mỗi người, mà còn gây thiệt hại lớn về kinh tế, là gánh nặng chi phí cho chăm sóc sức khỏe. ATTP không chỉ ảnh hưởng trực tiếp, thường xuyên đến sức khỏe mà còn liên quan chặt chẽ đến năng suất, hiệu quả phát triển kinh tế, thương mại, du lịch và an sinh xã hội. Đảm bảo ATTP góp phần quan trọng thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội, xoá đói giảm nghèo và hội nhập quốc tế. Tuy nhiên, công tác bảo đảm ATTP ở nước ta còn nhiều khó khăn, thách thức. Tình trạng ngộ độc thực phẩm có xu hướng tăng và ảnh hưởng không nhỏ tới sức khỏe cộng đồng. Sản xuất, kinh doanh thực phẩm ở nước ta cơ bản vẫn là nhỏ lẻ, quy mô hộ gia

đình nên việc kiểm soát an toàn vệ sinh rất khó khăn. Mặc dù Việt Nam đã có những tiến bộ rõ rệt trong bảo đảm an toàn vệ sinh thực phẩm trong thời gian qua song công tác quản lý ATTP còn nhiều yếu kém, bất cập, hạn chế về nguồn lực và đầu tư kinh phí và chưa đáp ứng được yêu cầu của thực tiễn.

Công tác bảo đảm vệ sinh ATTP những năm qua đã có nhiều tiến bộ, được lãnh đạo các cấp quan tâm và coi đây là một trong những nhiệm vụ hết sức quan trọng trong sự nghiệp chăm sóc và bảo vệ sức khỏe nhân dân. Việc Nhà nước ban hành Luật Bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng và Luật An toàn thực phẩm đã nâng cao vai trò quản lý nhà nước từ Trung ương đến địa phương, đặc biệt là vai trò của UBND các cấp. Công tác quản lý nhà nước về ATTP được chú trọng hơn; kiến thức, sự hiểu biết của người dân về vấn đề bảo đảm sức khỏe cũng được nâng lên; các nhà sản xuất, kinh doanh cũng hiểu rõ hơn trách nhiệm của mình trong việc tuân thủ các điều kiện bảo đảm ATTP đối với sản phẩm làm ra...

Tuy nhiên, vì những mục đích khác nhau, các nhà sản xuất và kinh doanh thực phẩm vẫn sử dụng những biện pháp bảo quản, kích thích tăng trưởng không hợp lý. Đối với người tiêu dùng, việc nhận biết, phân biệt giữa thực phẩm đảm bảo an toàn với thực phẩm không an toàn là vấn đề hết sức khó khăn. Theo tài liệu của Cục Quản lý chất lượng vệ sinh ATTP của Bộ Y tế, số lượng các vụ ngộ độc thực phẩm cũng như số người bị nhiễm độc thực phẩm còn khá cao, đặc biệt là các trường hợp mắc bệnh nhiễm trùng bởi thực phẩm. Theo số liệu thống kê, trên địa bàn cả nước, các vụ ngộ độc thực phẩm đang diễn biến phức tạp, có nhiều người tử vong... Các hóa chất độc hại như thuốc bảo vệ thực vật (thuốc trừ sâu, trừ bệnh và thuốc trừ cỏ đại...), thuốc kích thích tăng trưởng, kim loại nặng, các vi sinh vật gây bệnh có trong các loại rau quả hoặc các chất kháng sinh, chất tăng trọng có trong thịt cá sẽ tích lũy dần trong các mô mỡ, tủy sống... của con người là tiền đề để phát sinh các loại bệnh tật như ung thư, loãng xương, suy giảm trí nhớ và thoái hóa xương khớp. Đáng chú ý, nhiều người trồng rau vẫn hay sử dụng bừa bãi các hoá chất bảo vệ thực vật như các loại thuốc cấm, thuốc có độ độc cao, thuốc ngoài danh mục được phép sử dụng để phun trừ các loại sâu bệnh trên các loại rau quả, tiêm thuốc kích thích cho quả mau chín, ngâm ủ giá

đồng bằng các hóa chất tăng trưởng độc hại... đã làm tích lũy một dư lượng nitrat rất lớn tồn dư trong rau, củ, quả.

Ngoài ra, nhiều người trồng rau đã dùng nước thải sinh hoạt và nước thải chăn nuôi để tưới rau làm cho hàm lượng kim loại nặng và vi sinh vật gây bệnh trong rau quả cao hơn nhiều so với qui định của Bộ Y tế... Đó chính là nguyên nhân làm phát sinh các bệnh cấp tính, là mầm mống gây ra nhiều loại bệnh đặc biệt nguy hiểm. Thêm vào đó, các thực phẩm từ gia súc, gia cầm như: lợn, bò, gà, vịt... không ít người chăn nuôi cũng sử dụng những loại cám tăng trọng không rõ nguồn gốc để kích thích tăng trưởng, thậm chí những người kinh doanh thực phẩm còn sử dụng nhiều loại chất tẩy rửa thịt cá ôi thối để che mắt khách hàng...

Nguyên nhân của thực trạng trên có thể kể đến, hệ thống văn bản quy phạm pháp luật về ATTP chưa được hệ thống hóa, một số quy định còn chưa rõ ràng, còn thiếu cụ thể về phân công trách nhiệm giữa các bộ, ngành và địa phương. Bên cạnh đó, tiêu chuẩn, quy chuẩn kỹ thuật còn thiếu; công tác chỉ đạo, điều hành, tổ chức thực hiện và cơ chế phối hợp của các cấp, các ngành chưa theo kịp tình hình thực tế, hiệu quả hoạt động của hệ thống cơ quan quản lý nhà nước chưa cao... Có một thực tế là tại một số địa phương, tình trạng vi phạm pháp luật về ATTP còn khá phổ biến; sử dụng chất cấm trong sản xuất, kinh doanh thực phẩm vẫn diễn ra ở nhiều nơi; một lượng lớn thực phẩm không rõ nguồn gốc, xuất xứ, không bảo đảm an toàn vẫn lưu thông trên thị trường; thực phẩm nhập lậu vẫn diễn ra. Mặt khác, điều kiện chăn nuôi, hạ tầng chợ, cơ sở kinh doanh dịch vụ ăn uống, cơ sở giết mổ còn nhiều yếu kém; sản xuất, kinh doanh thực phẩm nhỏ lẻ không kiểm soát được an toàn vẫn còn chiếm tỷ trọng lớn; công nghệ chế biến lạc hậu; việc truy xuất nguồn gốc thực phẩm còn nhiều khó khăn. Trong khi đó, công tác thu hồi, xử lý thực phẩm không an toàn thực hiện chưa nghiêm; tình hình ngộ độc thực phẩm và các bệnh truyền qua thực phẩm diễn ra khá nghiêm trọng; yếu tố môi trường tự nhiên, môi trường sản xuất, kinh doanh thực phẩm chưa được quan tâm đúng mức. Việc quy hoạch vùng sản xuất thực phẩm an toàn chưa gắn với thị trường tiêu thụ, xây dựng thương hiệu, xuất xứ của sản phẩm.

Hơn nữa, việc thanh tra, kiểm tra, giải quyết khiếu nại về ATTP còn thụ động, xử lý vi phạm chưa kiên quyết, còn có biểu hiện nể nang, né tránh; chế tài xử lý các hành

vi phạm pháp luật chưa bảo đảm tính răn đe. Công tác vận động, tuyên truyền, giáo dục về ATTP còn hạn chế. Hoạt động bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng còn chưa được chú trọng đúng mức.

Mặc dù nhà nước và các cơ quan chức năng đã có nhiều giải pháp nhằm nâng cao VSATTP, cũng như tạo ra hành lang pháp lý để bảo vệ sức khỏe người tiêu dùng. Tuy nhiên, vấn đề kiểm tra, kiểm soát vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn cả về mặt con người lẫn phương tiện giám định đồng bộ thực phẩm. Vì vậy, để nâng cao chất lượng thì phải không ngừng mở rộng và nâng cao chất lượng thực phẩm, cũng như công tác tuyên truyền cho mọi tầng lớp nhân dân.

Hơn nữa, phải tập trung ngăn chặn các sản phẩm thực phẩm nguy hại từ bên ngoài vào nước ta, làm ảnh hưởng tới sức khỏe người dân. Về phía quản lý nhà nước, cần khắc phục tình trạng chùng chể, đùn đẩy trách nhiệm, làm giảm hiệu lực quản lý nhà nước về các văn bản pháp luật liên quan đến ATTP; hướng dẫn cặn kẽ, đầy đủ, kịp thời giúp các cơ sở sản xuất, kinh doanh phát triển đúng định hướng, tuân thủ nghiêm quy trình và các quy định về an toàn vệ sinh thực phẩm khi đi vào hoạt động.

Đồng thời, tăng cường, nâng cao hiệu quả thanh tra, kiểm tra, giám sát ATTP nhất là ở cấp huyện, xã; xử lý nghiêm khắc những đối tượng vi phạm, có như vậy mới sàng lọc, giúp những cơ sở thực sự có chất lượng tồn tại và phát triển, những cơ sở thiếu ý thức, điều kiện cần thiết buộc phải dừng hoạt động.

Đặc biệt, về phía người tiêu dùng, cần quan tâm nhiều hơn đến chất lượng hàng hóa, đặc biệt chất lượng thực phẩm; chặt chẽ và thận trọng trong lựa chọn sản phẩm, chỉ mua sản phẩm rõ nguồn gốc; kịp thời phát hiện, cung cấp thông tin, lên án, tẩy chay những cơ sở sản xuất, kinh doanh không bảo đảm ATTP, tạo sức ép đến nhà sản xuất, kinh doanh cũng như nhà quản lý nhằm đảm bảo sự ATTP cho cộng đồng.

Ngoài ra, cần tạo điều kiện thuận lợi nhất để công nghiệp sản xuất sạch phát triển; trong đó, chú trọng phát triển và nhân rộng các mô hình sản xuất thịt sạch, rau sạch, phụ gia thực phẩm... bảo đảm an toàn theo đúng tiêu chuẩn được các cơ quan chức năng đánh giá, chứng nhận. Các cơ quan nhà nước cần có sự giám sát chặt chẽ, khắt khe chất lượng nông thủy sản, thực phẩm đảm bảo đạt yêu cầu; đồng thời khuyến khích người sản xuất tự công bố chất lượng mặt hàng, đề cao đạo đức trong sản xuất,

kinh doanh, với phương châm vì sự an toàn cho người tiêu dùng sẽ đóng vai trò chủ đạo trong quyết định chất lượng, thương hiệu hàng hóa.

Cuối cùng, điều quan trọng hơn cả để giải quyết triệt để vấn đề vệ sinh ATTP chính là xử lý tốt nguồn con, bắt đầu từ người sản xuất và người chế biến, bởi chỉ có họ mới biết rõ đâu là sản phẩm sạch và đâu là không sạch... Tạo các ưu đãi và siết chặt chế tài xử phạt nghiêm khắc sẽ là cách thức hiệu quả để động viên người sản xuất, chế biến tốt, hiệu quả cũng như răn đe các hành vi cố ý, cố tình vi phạm các quy định về vệ sinh ATTP của lực lượng này.

Tóm lại, ATTP là việc bảo đảm để thực phẩm không gây hại đến sức khỏe, tính mạng con người. Và vấn đề bảo đảm ATTP là trách nhiệm của mọi tổ chức, cá nhân sản xuất, kinh doanh thực phẩm. Cho nên hãy thực hiện những chính sách của Nhà nước về ATTP để đảm bảo được mọi mặt từ chất lượng đến sự an toàn cho người dùng. Thời gian tới, Nhà nước cần kiên quyết hơn nữa trong việc thực hiện những chính sách về ATTP:

Một là, Xây dựng chiến lược, quy hoạch tổng thể về bảo đảm ATTP, quy hoạch vùng sản xuất thực phẩm an toàn theo chuỗi cung cấp thực phẩm được xác định là nhiệm vụ trọng tâm ưu tiên.

Hai là, Sử dụng nguồn lực nhà nước và các nguồn lực khác đầu tư nghiên cứu khoa học và ứng dụng công nghệ phục vụ việc phân tích nguy cơ đối với ATTP; xây dựng mới, nâng cấp một số phòng thí nghiệm đạt tiêu chuẩn khu vực, quốc tế; nâng cao năng lực các phòng thí nghiệm phân tích hiện có; hỗ trợ đầu tư xây dựng các vùng sản xuất nguyên liệu thực phẩm an toàn, chợ đầu mối nông sản thực phẩm, cơ sở giết mổ gia súc, gia cầm quy mô công nghiệp.

Ba là, Khuyến khích các cơ sở sản xuất, kinh doanh thực phẩm đổi mới công nghệ, mở rộng quy mô sản xuất; sản xuất thực phẩm chất lượng cao, bảo đảm an toàn; bổ sung vi chất dinh dưỡng thiết yếu trong thực phẩm; xây dựng thương hiệu và phát triển hệ thống cung cấp thực phẩm an toàn.

Bốn là, Thiết lập khuôn khổ pháp lý và tổ chức thực hiện lộ trình bắt buộc áp dụng hệ thống Thực hành sản xuất tốt (GMP), Thực hành nông nghiệp tốt (GAP), Thực hành vệ sinh tốt (GHP), Phân tích nguy cơ và kiểm soát điểm tới hạn (HACCP)

và các hệ thống quản lý an toàn thực phẩm tiên tiến khác trong quá trình sản xuất, kinh doanh thực phẩm.

Năm là, Mở rộng hợp tác quốc tế, đẩy mạnh ký kết điều ước, thoả thuận quốc tế về công nhận, thừa nhận lẫn nhau trong lĩnh vực thực phẩm.

Sáu là, Khen thưởng kịp thời tổ chức, cá nhân sản xuất, kinh doanh thực phẩm an toàn.

Bảy là, Khuyến khích, tạo điều kiện cho hội, hiệp hội, tổ chức, cá nhân trong nước, tổ chức, cá nhân nước ngoài đầu tư, tham gia vào các hoạt động xây dựng tiêu chuẩn, quy chuẩn kỹ thuật, kiểm nghiệm an toàn thực phẩm.

Tám là, Tăng đầu tư, đa dạng các hình thức, phương thức tuyên truyền, giáo dục nâng cao nhận thức người dân về tiêu dùng thực phẩm an toàn, ý thức trách nhiệm và đạo đức kinh doanh của tổ chức, cá nhân sản xuất, kinh doanh thực phẩm đối với cộng đồng.

Bên cạnh đó, vấn đề chất lượng thực phẩm chưa bao giờ hết nóng trong xã hội hiện nay. Đặc biệt là thực trạng người tiêu dùng đang ngày ngày phải đối mặt với ma trận nguy cơ thực phẩm giả, thực phẩm kém chất lượng. Hệ lụy tiêu cực mà nó mang lại cho xã hội là không nhỏ như ảnh hưởng đến sức khỏe, tài chính của người tiêu dùng, làm suy giảm niềm tin của người tiêu dùng đến tính minh bạch của thị trường hàng hóa, làm giảm uy tín của các nhà sản xuất chân chính....

Thực tế cho thấy, hiện nay hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng có mặt ở rất nhiều phân khúc của thị trường, từ các “mẹ” hàng tạp hóa trên các phiên chợ vùng sâu, vùng xa đến hệ phố các đô thị, thậm chí len lỏi, trà trộn vào cả những siêu thị cao cấp ở những đô thị lớn như Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh. Hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng có những biểu hiện như đa dạng về mẫu mã, linh động về giá cả và đặc biệt nguy hiểm hơn là còn phong phú cả về chủng loại. Sự nguy hiểm thể hiện ở chỗ, bên cạnh việc gây thiệt hại về kinh tế, nó còn gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến sức khỏe của người tiêu dùng. Hầu hết các hãng có uy tín, có thương hiệu, được người tiêu dùng ưa chuộng đều có nguy cơ bị làm giả, làm nhái hàng hóa. Xét về góc độ kinh tế, hàng giả, hàng nhái gây ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận của những doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh chân chính. Tác động tiêu cực đầu tiên là hành vi nêu trên làm mất uy tín của những doanh nghiệp có sản phẩm bị làm giả, khiến người tiêu dùng

hiều lắm, dẫn đến việc quay lưng lại với sản phẩm. Mặt khác, vì có lợi thế về giá cả so với hàng chuẩn mà hàng giả, hàng nhái khiến những mặt hàng chính hãng, có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng lâm vào tình trạng ế ẩm, suy giảm doanh thu.

Lý giải về tình trạng hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng hiện nay nguyên nhân quan trọng nhất là do cơ chế phối hợp và chế tài xử lý đối với hành vi vi phạm còn nhẹ. Hiện nay, có tới năm cơ quan hành chính có chức năng và thẩm quyền xử lý vi phạm hành chính về sở hữu trí tuệ gồm cơ quan quản lý thị trường, thanh tra chuyên ngành Khoa học - Công nghệ, Văn hóa, Thể thao và Du lịch, công an kinh tế, UBND các cấp cùng cơ quan hải quan kiểm soát hàng nhập khẩu. Lực lượng quản lý, kiểm tra này tuy đông nhưng không mạnh. Do hoạt động rời rạc, thiếu sự đồng bộ về chất lượng cũng như số lượng, chức năng nhiệm vụ giữa các cơ quan lại chồng chéo nên dù chịu sự kiểm tra của năm cơ quan nêu trên nhưng nạn hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng vẫn tràn ngập trên thị trường. Phát hiện hàng giả, hàng nhái trên thị trường không khó vì chúng được bày bán khá công khai tại những nơi công cộng, nhiều loại chỉ cần nhìn mắt thường cũng biết là hàng giả, nhưng để khẳng định đó là hàng giả trước khi xử lý lại không dễ chút nào. Theo quy định của pháp luật, để xử lý được hàng giả thì bắt buộc phải có giám định kết luận hàng giả. Nhiều mặt hàng giả, hàng kém chất lượng, chi phí giám định rất đắt, khi đưa đi giám định buộc lực lượng thực thi phải tạm ứng kinh phí giám định, nếu đúng là hàng giả thì phải tiêu hủy. Theo quy định của pháp luật thì chính đương sự vi phạm phải nộp khoản tiền giám định đó nhưng hầu như không có đương sự nào tự nguyện chịu nộp và việc cưỡng chế thi hành cũng khó khăn.

Nguyên nhân thứ hai, người tiêu dùng không có nhiều thông tin về mặt hàng mình đang mua mà chỉ dựa vào những gì được in trên bao bì hoặc nhận thông tin từ người bán hàng trực tiếp. Bên cạnh một số người mua nhằm phải hàng giả do khó phân biệt được đâu là hàng thật, đâu là hàng giả thì vẫn có không ít người tiêu dùng biết mình đang mua bán hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng nhưng vẫn không có động thái phù hợp để giúp cơ quan chức năng, doanh nghiệp kịp thời xử lý đôi khi còn chấp nhận bởi loại hàng hóa này phù hợp với túi tiền của họ. Nhiều người đã gián tiếp

tiếp tay cho hàng giả, hàng nhái trong việc phân phối và tiêu thụ để rồi ngày càng chiếm thị phần trên thị trường.

Nguyên nhân thứ ba là người tiêu dùng ngại động chạm đến việc kiện cáo. Sở dĩ như vậy là bởi vì:

Thứ nhất: Do thói quen sử dụng tình cảm, niềm tin trong giao dịch nên phần nhiều người dân Việt Nam đều tiến hành giao mua bán hàng hóa theo kiểu thấy ưng là mặc cả, mặc cả xong là mua. Mua xong là... xong. Với phương thức giao dịch kiểu “tiền trao - cháo múc” trên, người tiêu dùng hầu như không có bất kỳ giấy tờ, hóa đơn nào để chứng minh quá trình giao dịch. Nếu có đi chăng nữa (ví dụ như mua hàng ở siêu thị) thì họ cũng chỉ có tờ hóa đơn là tờ giấy liệt kê hàng hóa, giá cả và thường bỏ đi trước khi sử dụng hàng hóa. Do thói quen đó nên khi có mua phải hàng giả, hàng kém chất họ cũng chỉ biết rút kinh nghiệm vì không có cơ sở để kiện tụng.

Thứ hai: Do xuất phát từ gốc của nền văn minh nông nghiệp và văn hóa trọng tình truyền thống nên người Việt Nam có quan niệm “Một bồ cái lý không bằng một tý cái tình”. Bởi vậy mà ngay cả những người “cầm cân nảy mực” ở nhiều nơi vẫn có tư tưởng thiên về khuyến khích các đương sự “tự dàn xếp”. Và cuối cùng họ tự giải quyết mâu thuẫn trong hòa bình bằng cách “tự thỏa thuận, hòa giải”.

Thứ ba: Do vẫn mang nặng tâm lý tiểu nông *chỉ thấy lợi ích trước mắt, không thấy lợi ích lâu dài. Chỉ thấy lợi ích cá nhân, không thấy lợi ích tập thể, cộng đồng* nên người tiêu dùng rất dễ bị “bị miệng” bằng vật chất, bằng vũ lực của những kẻ sản xuất, buôn bán hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng. Chính điều này gây khó khăn rất lớn trong quá trình xử lý hành vi vi phạm của những đối tượng sản xuất, buôn bán hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng.

Thứ tư: Do phần đông người dân hiểu và nắm luật rất hạn chế nên có muốn kiện họ cũng không biết nên bắt đầu từ đâu, thủ tục thế nào, kiện tụng thì không biết kiện ai, vừa mất thời gian, tiền bạc mà không biết kết quả sẽ thế nào.

Thứ năm: Đi khiếu nại đồng nghĩa với mất công, mất buổi, mất chi phí đi lại, công việc tồn đọng...Do đó, đối với những mặt hàng có giá trị không lớn (vài trăm ngàn) thì dù có thắng kiện đi chăng nữa có khi vẫn lỗ.

Thứ sáu: Những người thực sự có tâm huyết, muốn đấu tranh đến cùng với vấn nạn hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng thì bị cản trở rất nhiều bởi nạn tham ô, tham nhũng; từ các thế lực của “xã hội đen” đe dọa và đặc biệt là từ sự khó khăn về nguồn tài chính để thuê các dịch vụ pháp lý, thuê luật sư theo đuổi vụ kiện...

Nguyên nhân quan trọng nhất là do ý thức tự bảo vệ mình từ phía doanh nghiệp. Các doanh nghiệp chưa có các biện pháp bảo vệ chính mình và người tiêu dùng trước các nguy cơ bị làm giả hàng hóa trong lúc các cơ quan chức năng chưa thể hiện hết vai trò của mình. Các doanh nghiệp chưa triển khai cầu nối xác thực hàng hóa với người tiêu dùng để đưa đầy đủ thông tin của doanh nghiệp lên hàng hóa, ghi nhận phản ánh của người tiêu dùng đối với doanh nghiệp. Doanh nghiệp chân chính hiện tại chỉ có thể cầu cứu các cơ quan chức năng có thẩm quyền mà chưa có nhiều biện pháp giúp khách hàng phân biệt được hàng hóa do mình sản xuất và hàng hóa bị làm giả. Chưa có nhiều giải pháp giảm chi phí nguồn lực để giải quyết các vấn đề liên quan đến hàng giả, hàng nhái, dẫn đến mất tính cạnh tranh của sản phẩm. Trên hàng hóa của doanh nghiệp chưa thể cung cấp đầy đủ thông tin của hàng hóa cùng với doanh nghiệp sản xuất một cách bảo mật chống sai lệch.

Xuất phát từ thực trạng và những nguyên nhân đó, cần có một số giải pháp nhằm hạn chế nạn hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng. Theo kinh nghiệm từ các nước cho thấy vai trò tham gia của doanh nghiệp - chủ sở hữu quyền sở hữu trí tuệ trong thực thi là rất quan trọng. Luật Sở hữu trí tuệ của Việt Nam cũng đã quy định đây không chỉ là quyền mà còn là trách nhiệm của các doanh nghiệp trong công tác phối hợp và hợp tác với các cơ quan thực thi pháp luật. Sự liên minh giữa các nhà sản xuất trong đấu tranh chống hàng giả cần tích cực hơn nữa. Doanh nghiệp không được buông lỏng trong quản lý, giám sát tiêu thụ hàng hoá của mình, không nên coi việc chống hàng giả là của các cơ quan thực thi pháp luật. Khi bị xâm phạm nhãn hiệu, chủ sở hữu cần chủ động gửi đơn khiếu nại hoặc thông qua văn phòng luật sư để khiếu nại lên Cục Sở hữu Trí tuệ.

Đối với người tiêu dùng, cần nâng cao tinh thần cảnh giác khi mua hàng và phải nhận thức rõ nhiệm vụ của mình trong việc chống hàng nhái, hàng giả, hàng kém chất lượng. Việc này không chỉ là bảo vệ quyền lợi của mình mà còn chống lại hành vi phá

hoại sản xuất, kìm hãm sự phát triển nền kinh tế đất nước. Việt Nam hiện nay cần phải thiết lập một cầu nối giữa người sản xuất và người tiêu dùng. Theo đó, nhà sản xuất cần bỏ kinh phí để thông báo đến người tiêu dùng nhằm phân biệt hàng thật của mình với hàng giả và có chính sách khen thưởng kịp thời cho những người tiêu dùng phát hiện ra hàng nhái, hàng giả. Hơn nữa, cũng nên có một hành lang pháp lý do Hội bảo vệ người tiêu dùng lập ra để bảo vệ người tiêu dùng sau khi mua hàng. Sử dụng các giải pháp chứng thực hàng hóa để bảo vệ doanh nghiệp cũng như người tiêu dùng trước mối đe dọa từ hàng giả, hàng nhái. Doanh nghiệp và người tiêu dùng cần tạo liên kết chặt chẽ hơn đưa ra thông tin hai chiều liên tục tránh kẻ xấu lợi dụng làm ảnh hưởng đến quyền lợi chung.

Tóm lại, cuộc đấu tranh đối với vấn nạn hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng là công việc không chỉ của riêng một tổ chức hay cá nhân mà phải là công việc của toàn xã hội mà trước hết doanh nghiệp cần bảo vệ chính mình, người tiêu dùng cần thông thái hơn trong đánh giá và lựa chọn sản phẩm, có động thái phù hợp. Cần hoàn thiện các quy định của pháp luật, phối kết hợp chặt chẽ hơn nữa giữa các cơ quan thực thi pháp luật, nâng cao ý thức của tổ chức và cá nhân. Có làm được như vậy thì mới từng bước đẩy lùi được vấn nạn hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng đang tràn lan hiện nay. Vì vậy, trước hết là doanh nghiệp hãy là doanh nghiệp thông minh và có trách nhiệm, là người tiêu dùng hãy là người tiêu dùng thông thái.

KẾT LUẬN

Cơ cấu nguồn vốn, nội dung trọng tâm của quyết định tài trợ, là vấn đề có tính chất chiến lược của doanh nghiệp. Việc lựa chọn một CCNV phù hợp không những giúp DN đảm bảo an toàn tài chính mà còn làm gia tăng giá trị DN cũng như lợi ích cho CSH. Tuy nhiên, ra quyết định về CCNV không phải là một công việc dễ dàng đối với các nhà quản trị tài chính bởi đó là kết quả của việc xem xét những nhân tố bên trong cũng như những nhân tố bên ngoài, kết hợp hoạt động hiện tại của DN với mục tiêu chiến lược dài hạn. Do vậy, CCNV không chỉ là vấn đề lý thuyết mà còn là nền tảng giúp các nhà quản trị tài chính DN đưa ra quyết định tài trợ hợp lý.

Luận án lựa chọn nghiên cứu CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam với mục tiêu làm sáng tỏ những vấn đề lý thuyết về CCNV trong phạm vi một ngành nghiên cứu cũng như làm phong phú thêm những nghiên cứu thực nghiệm về CCNV. Nội dung của luận án gồm bốn chương. Trên cơ sở tổng quan các công trình nghiên cứu về CCNV và hệ thống hoá các lý thuyết về CCNV, luận án tiến hành phân tích thực trạng CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam theo các tiêu thức nhất định. Cuối cùng, luận án đưa ra một số đề xuất nhằm giúp các DNTP NY ở Việt Nam hoàn thiện CCNV. Những kết luận chính về luận án bao gồm:

Thứ nhất, luận án đã hệ thống và tổng hợp lại những công trình nghiên cứu về CCNV trong và ngoài nước trên 3 góc độ cơ bản: CCNV tối ưu, các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV và tác động của CCNV đến hoạt động của DN. Từ đó tác giả chỉ ra khoảng trống nghiên cứu để giải thích cho sự cần thiết nghiên cứu của luận án.

Thứ hai, luận án đã tổng hợp và hệ thống lại những lý thuyết về CCNV của DN. Những nghiên cứu về CCNV đang còn tồn tại những quan điểm trái chiều, chưa thống nhất song nó cung cấp nền móng để các nhà quản trị có thể ra được quyết định CCNV phù hợp. Tác giả luận án cho rằng việc ra quyết định về CCNV cần có sự gắn kết với các quyết định quản trị tài chính khác nhằm giúp DN đạt được mục tiêu chiến lược của mình.

Thứ ba, luận án đã lựa chọn và làm sáng tỏ bài học kinh nghiệm về việc xây dựng và lựa chọn CCNV tại một số DNTP ở Nhật Bản, Thái Lan và Hoa Kỳ. Thông qua việc phân tích CCNV, tình hình tài chính, chiến lược phát triển của các DN, luận án cho thấy (i) việc lựa chọn CCNV phải phù hợp với các chính sách tài chính còn lại

cũng như định hướng phát triển của DN trong từng giai đoạn; (ii) đánh giá CCNV phải xem xét nó trong một tổng thể, đặc biệt là những nhân tố như đặc điểm của thị trường vốn, triết lý kinh doanh, và vị thế cạnh tranh. Với thị trường Thái Lan, một thị trường có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam, tính linh hoạt là một trong những tiêu thức được ưu tiên khi hoạch định CCNV.

Thứ tư, luận án đã phân tích và làm sáng tỏ thực trạng CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam giai đoạn 2013-2019 thông qua kết hợp phương pháp phân tích định tính và phương pháp phân tích định lượng. Trên cơ sở phân tích CCNV theo quan hệ sở hữu, theo thời gian sử dụng, theo phạm vi huy động, luận án làm rõ thực trạng CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam với những đặc điểm nổi bật sau: (i) CCNV thiên về vốn chủ sở hữu, hệ số nợ trung bình giai đoạn này là 0.434; (ii) Các DNTP NY có tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng nợ phải trả cao, chiếm khoảng hơn 80% (iii) Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn trong tổng nguồn vốn tương đối cao, mô hình tài trợ an toàn tuy nhiên các hình thức tài trợ nguồn vốn dài hạn chưa đa dạng, chủ yếu là tài trợ từ vốn chủ sở hữu nên chưa phát huy được tác động của ĐBTC;

Thứ năm, luận án đã làm rõ những nhân tố tác động đến CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam thông qua mô hình định lượng. Các biến giải thích bao gồm quy mô công ty, cơ cấu tài sản, cấu trúc sở hữu, tốc độ tăng trưởng, khả năng sinh lời và tính thanh khoản. Những DN có quy mô lớn và khả năng sinh lời cao có xu hướng sử dụng ít nợ; những công ty có tỷ trọng TSDH cao có xu hướng tài trợ từ vốn CSH. Đồng thời, những DN có sở hữu Nhà nước có hệ số nợ cao hơn các DN còn lại. Đối với tốc độ tăng trưởng, các DNTP NY có xu hướng sử dụng nhiều nợ để tài trợ cho cơ hội tăng trưởng trong tương lai.

Thứ sáu, luận án làm rõ tác động của CCNV hoạt động của DN bao gồm tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn bình quân, đến rủi ro tài chính và khả năng sinh lời của vốn CSH. Luận án đã phân tích và đánh giá việc sử dụng đòn bẩy tài chính tại các DN này và cho thấy sự khác biệt giữa các nhóm DN trong việc sử dụng ĐBTC. Các DNTP NY có xu hướng sử dụng ít nợ do đó chưa phát huy được tác động của đòn ĐBTC.

Thứ bảy, luận án đã lượng hoá sự tác động của hệ số nợ đến TSSL của các DNTP NY trên TTCK thông qua kiểm định mối quan hệ giữa hệ số nợ và chỉ tiêu phản ánh TSSL của vốn CSH (ROE) . Kết quả cho thấy hệ số nợ có mối quan hệ tích cực đến ROE đặc biệt là nợ dài hạn.

Thứ tám, trên cơ sở phân tích và làm rõ thực trạng CCNV của các DNTP NY ở Việt Nam giai đoạn 2013-2019, đồng thời căn cứ vào quan điểm hoàn thiện CCNV của các DNTP NY luận án đã đề ra một số giải pháp nhằm hoàn thiện CCNV cho các DNTP NY ở Việt Nam trong thời gian tới. Luận án đề xuất một số giải pháp nhằm đa dạng hóa hình thức tài trợ nợ vay và nguồn tài trợ từ vốn CSH; gia tăng quy mô và tỷ trọng nợ vay dài hạn; các phương pháp xây dựng CCNV mục tiêu; giải pháp áp dụng chỉ số Z để xác định giới hạn an toàn trong việc sử dụng nợ vay; hoàn thiện chính sách chi trả cổ tức đối với các DN; đánh giá lại CCNV định kỳ hàng năm; nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của các DN và một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng ĐBTC cũng như một số giải pháp điều kiện, hỗ trợ nhằm hướng tới sự phát triển bền vững của các DNTP NY.

Mặc dù đã rất nỗ lực trong nghiên cứu, luận án cũng không tránh khỏi những sai sót và hạn chế. Luận án hiện chưa làm sáng tỏ được một số nội dung liên quan đến CCNV như: tác động của CCNV đến chi phí sử dụng vốn còn chưa sâu và chưa đề cập đến tác động của CCNV đối với dòng tiền của DN, chưa xây dựng được CCNV mục tiêu đối với một DN cụ thể... Tác giả luận án rất mong nhận được những ý kiến đóng góp của các nhà nghiên cứu để hoàn thiện luận án và có định hướng cho những nghiên cứu tiếp theo.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

I. Bài báo khoa học:

1. “Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương*, Số 575 – tháng 10 năm 2020, trang 66-68.
2. “Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp thực phẩm tại một số nước trên thế giới và bài học kinh nghiệm cho doanh nghiệp thực phẩm ở Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương*, Số 571 – tháng 8 năm 2020, trang 31-33.
3. “Study on the Effect of Entrepreneurship on the Business Performance of small and Medium: A Case study in Vietnam”, *Advances in Economics and Business Vol.8 No 4*, pp205-213
4. “Phát triển bền vững các doanh nghiệp thực phẩm niêm yết”, *Kỷ yếu hội thảo quốc gia- Cách mạng Công nghiệp lần thứ tư: Khởi nghiệp và phát triển doanh nghiệp Việt Nam*, NXB Lao động – xã hội, trang 343-349
5. “Cơ cấu vốn của các doanh nghiệp thủy sản ở Việt Nam và vấn đề đặt ra”, *Tạp chí tài chính*, Bộ tài chính, Số kỳ 2 – tháng 6/2019 (707), trang 58-60.
6. “Ngành thực phẩm, đồ uống hướng tới phát triển bền vững”, *Tạp chí Kinh tế Châu Á – Thái Bình Dương*, Số 518 – tháng 6 năm 2018, trang 49-51.

II. Đề tài khoa học đã tham gia

1. (2019), *Nghiên cứu ảnh hưởng của tinh thần doanh nhân, cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Hà Nội*. Đề tài nghiên cứu cấp trường, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội.

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 01: Các DNTP NY trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến thời điểm ngày 31/12/2019

TT	Tên công ty	MCP	Sàn NY lần đầu	Năm NY	Số lượng CPNY lần đầu
1	Chế biến Hàng XK Long An	LAF	HOSE	2000	3.819.680
2	Đồ hộp Hạ Long	CAN	HNX	2001	5.600.000
3	Bánh kẹo BIBICA	BBC	HOSE	2001	5.000.000
4	XNK Thiên Nam	TNA	HOSE	2005	1.300.000
5	Tập đoàn KIDO	KDC	HOSE	2005	25.000.000
6	VINAMILK	VNM	HOSE	2006	159.000.000
7	Bánh phồng tôm Sa Giang	SGC	HNX	2006	4.088.700
8	Thực Phẩm SAFOCO	SAF	HNX	2006	2.706.000
9	Dầu Tường An	TAC	HOSE	2006	18.980.200
10	HANOIMILK	HNM	HNX	2006	7.049.500
11	Bánh kẹo Hải Hà	HHC	HNX	2007	5.475.000
12	Mía đường Lam Sơn	LSS	HOSE	2008	30.000.000
13	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT	HOSE	2008	44.824.172
14	Tập đoàn Masan	MSN	HOSE	2009	476.399.820
15	Đường Kon Tum	KTS	HNX	2010	3.000.000
16	MECOFOOD	MCF	HNX	2011	10.77.838
17	Mía đường Sơn La	SLS	HNX	2012	6.800.000
18	XNK An Giang	AGM	HOSE	2012	18.200.000
19	Nông sản xuất khẩu Nam Định	NDF	HNX	2014	5.653.800
20	Thực phẩm Hà Nội – Kinh Bắc	HKB	HNX	2014	20.000.000
21	Trang Corp	TFC	HNX	2015	11.000.000
22	Dầu thực vật Sài Gòn	SGO	HNX	2015	20.000.000
23	CB Nông sản Hồng Hà Sơn La	HSL	HOSE	2018	12.600.000

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ báo cáo thường niên của các DNTP NY)

*** Phân loại các DNTP NY theo quy mô vốn**

NDN có quy mô trên 1.000 tỷ đồng			
Năm	Mã CP	Số lượng	Tỷ trọng
2013	MSN, VNM, KDC, SBT, LSS, TAC, AGM	7	38,89%
2014	MSN, VNM, KDC, SBT, LSS, TAC, TNA	7	36,84%
2015	MSN, VNM, KDC, SBT, LSS, TAC, TNA, BBC	8	36,36%
2016	MSN, VNM, KDC, SBT, LSS, TNA, TAC	8	36,36%
2017	MSN, VNM, SBT, KDC, LSS, TAC, TNA, BBC, SLS	9	42,86%
2018	MSN, VNM, SBT, KDC, LSS, TAC, TNA, BBC, SLS	9	40,91%
2019	MSN, VNM, SBT, KDC, LSS, TAC, TNA, BBC, HHC, SLS	10	47,62%
NDN có quy mô dưới 1.000 tỷ đồng			
2013	BBC, TNA, MCF, HHC, SLS, HNM, LAF, CAN, KTS, SAF, SGC	11	61,11%
2014	BBC, AGM, HNM, HHC, SLS, LAF, CAN, MCF, SAF, KTS, SGC, NDF	12	63,16%
2015	AGM, TFC, HKB, HHC, HNM, LAF, SLS, SGO, CAN, MCF, KTS, SGC, SAF, NDF,	14	63,64%
2016	HKB, AGM, SLS, HHC, TFC, HNM, LAF, SGO, CAN, MCF, KTS, SGC, SAF, NDF	14	63,64%
2017	HKB, AGM, TFC, HHC, HNM, LAF, KTS, SGO, CAN, SAF, SGC, MCF.	12	57,14%
2018	HHC, HKB, AGM, TFC, HNM, KTS, SGO, CAN, LAF, HSL, SAF, MCF, SGC.	13	59,09%
2019	AGM, HKB, HNM, TFC, KTS, CAN, LAF, HSL, SAF, MCF, SGC	11	52,38%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

*** Phân loại các DNTP NY theo yếu tố SHNN**

STT	Tên công ty	Mã CP	Sàn NY	Năm NY	%SHNN
NDN có SHNN					
1	Chế biến Hàng XK Long An	LAF	HOSE	2000	23,74%
2	Đồ hộp Hạ Long	CAN	HNX	2001	27,75%
3	XNK Thiên Nam	TNA	HOSE	2005	20,68%
4	VINAMILK	VNM	HOSE	2006	47,6%
5	Bánh phồng tôm Sa Giang	SGC	HNX	2006	49,88%
6	Thực Phẩm SAFOCO	SAF	HNX	2006	51,29%
7	Dầu Tường An	TAC	HOSE	2006	51%
8	Bánh kẹo Hải Hà	HHC	HNX	2007	51%
9	Mía đường Lam Sơn	LSS	HOSE	2008	12,14%
10	MECOFOOD	MCF	HNX	2011	51%
NDN không có SHNN					
1	Bánh kẹo BIBICA	BBC	HOSE	2001	0%
2	Tập đoàn KIDO	KDC	HOSE	2005	0%
3	HANOIMILK	HNM	HNX	2006	0%
4	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT	HOSE	2008	0%
5	Tập đoàn Masan	MSN	HOSE	2009	0%
6	Đường Kon Tum	KTS	HNX	2010	0%
7	Mía đường Sơn La	SLS	HNX	2012	0%
8	XNK An Giang	AGM	HOSE	2012	0%
9	Nông sản XK Nam Định	NDF	HNX	2014	0%
10	Thực phẩm Hà Nội – Kinh Bắc	HKB	HNX	2015	0%
11	Trang Corp	TFC	HNX	2015	0%
12	Dầu thực vật Sài Gòn	SGO	HNX	2015	0%
13	Chế biến nông sản Hồng Hà Sơn La	, HSL	HNX	2018	0%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

PHỤ LỤC 02: Tổng tài sản của các DNTP NY giai đoạn 2013 đến 2019*Đơn vị: triệu đồng*

TT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	188,794	240,187	305,095	346,005	455,761	213,430	253,085
2	CAN	179,336	196,221	234,129	223,086	220,123	239,572	293,395
3	BBC	808,294	893,127	1,006,902	1,041,148	1,119,459	1,253,233	1,570,448
4	TNA	706,651	1,080,006	1,130,310	1,363,956	1,364,551	1,789,783	1,748,427
5	KDC	6,378,246	7,875,877	6,724,109	8,849,020	11,307,175	12,522,200	11,932,154
6	VNM	22,875,414	25,770,138	27,478,176	29,378,656	34,667,319	37,366,109	44,699,873
7	SGC	130,189	127,325	143,578	167,258	161,032	162,465	177,374
8	SAF	134,213	144,473	138,679	166,139	166,350	198,107	211,772
9	TAC	1,222,589	1,209,437	1,225,982	1,193,883	1,568,036	2,035,582	1,731,239
10	HNM	227,732	339,686	340,823	444,156	458,986	502,592	496,021
11	HHC	315,210	337,344	384,295	505,377	510,472	811,904	1,149,796
12	LSS	2,182,939	2,241,396	2,409,721	2,461,541	2,687,486	2,383,809	2,219,231
13	SBT	3,250,051	3,319,762	6,269,622	7,303,678	17,853,010	16,902,711	17,233,289
14	MSN	46,502,141	52,965,100	71,849,700	73,039,038	63,528,522	64,578,613	97,297,251
15	KTS	164,323	139,802	154,171	167,727	390,057	342,080	316,959
16	MCF	327,347	195,845	155,105	168,609	148,954	175,126	181,107
17	SLS	253,630	243,175	262,720	542,075	1,046,477	1,087,008	1,129,719
18	AGM	1,018,593	733,823	791,635	741,348	719,049	551,853	772,062
19	NDF		79,397	102,257	95,346			
20	HKB			397,171	832,547	739,024	565,798	517,610
21	TFC			426,726	473,319	548,971	518,451	487,153
22	SGO			251,159	233,680	283,148	266,326	
23	HSL						203,561	246,075
Mẫu		86,865,691	98,132,121	122,182,067	129,737,591	139,943,962	144,670,310	184,664,040

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 03: Tỷ trọng TSNH trong tổng tài sản của các DNTP NY
giai đoạn 2013 đến 2019

STT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	56,24%	63,40%	75,64%	80,55%	86,61%	68,41%	72,46%
2	CAN	67,89%	69,64%	72,63%	70,78%	70,80%	73,93%	81,05%
3	BBC	55,75%	64,15%	71,81%	75,81%	73,02%	59,37%	53,59%
4	TNA	89,78%	76,92%	79,07%	81,33%	86,80%	86,10%	85,59%
5	KDC	50,31%	54,90%	60,88%	57,13%	47,82%	40,29%	41,17%
6	VNM	56,91%	59,98%	60,89%	63,56%	58,58%	55,02%	55,31%
7	SGC	54,20%	55,60%	57,13%	61,28%	56,83%	54,01%	61,66%
8	SAF	85,15%	87,38%	89,93%	78,56%	78,82%	77,18%	79,46%
9	TAC	82,77%	84,21%	85,62%	86,73%	90,75%	92,87%	92,46%
10	HNM	51,55%	67,14%	67,95%	67,72%	71,31%	78,10%	77,28%
11	HHC	65,91%	67,45%	70,36%	71,67%	45,43%	68,35%	74,10%
12	LSS	32,41%	35,76%	30,65%	34,81%	45,24%	38,36%	29,52%
13	SBT	55,29%	60,70%	58,43%	61,58%	53,32%	57,31%	55,98%
14	MSN	24,08%	31,02%	23,26%	31,32%	23,84%	19,36%	24,94%
15	KTS	71,09%	69,36%	70,81%	62,66%	56,42%	30,21%	21,14%
16	MCF	89,07%	80,38%	72,23%	70,15%	59,46%	67,36%	71,71%
17	SLS	62,81%	65,36%	61,91%	46,10%	55,78%	38,86%	0,00%
18	AGM	70,30%	59,16%	77,20%	76,17%	76,58%	73,26%	76,55%
19	NDF	-	53,61%	55,15%	59,45%			
20	HKB			61,75%	30,43%	24,74%	10,19%	11,07%
21	TFC			81,25%	69,46%	67,41%	64,17%	80,71%
22	SGO			52,35%	57,82%	32,12%	27,84%	
23	HSL						72,91%	70,02%
Mẫu		39,20%	44,10%	38,87%	44,74%	41,76%	38,75%	38,71%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 04: Hệ số nợ của các DNTP NY giai đoạn 2013 đến 2019

STT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	39,03%	47,23%	50,46%	49,16%	60,51%	45,44%	46,93%
2	CAN	40,47%	41,07%	48,37%	49,47%	47,60%	54,01%	59,09%
3	BBC	26,40%	28,21%	29,92%	27,69%	26,80%	26,83%	36,08%
4	TNA	62,97%	74,21%	73,62%	72,38%	69,46%	75,37%	68,02%
5	KDC	23,44%	20,17%	20,20%	29,87%	30,86%	33,13%	31,65%
6	VNM	23,20%	23,17%	23,85%	23,73%	31,14%	29,69%	33,49%
7	SGC	14,30%	22,52%	23,58%	30,24%	26,40%	37,35%	32,29%
8	SAF	36,29%	34,17%	27,49%	33,62%	30,05%	36,02%	35,03%
9	TAC	66,51%	63,79%	63,49%	59,26%	61,44%	69,21%	60,94%
10	HNH	41,16%	37,51%	38,31%	52,70%	58,70%	63,12%	62,34%
11	HHC	38,11%	37,94%	42,25%	35,25%	30,98%	51,63%	62,48%
12	LSS	40,42%	34,55%	35,99%	33,53%	39,69%	37,24%	32,55%
13	SBT	43,36%	45,70%	60,28%	59,64%	60,03%	67,01%	55,89%
14	MSN	49,98%	58,60%	62,27%	72,19%	68,16%	47,23%	46,67%
15	KTS	22,30%	17,67%	15,95%	29,85%	62,76%	54,69%	50,23%
16	MCF	64,86%	39,20%	25,29%	30,03%	21,40%	32,82%	34,38%
17	SLS	29,05%	31,81%	24,58%	46,71%	59,87%	56,11%	56,86%
18	AGM	64,15%	52,88%	51,59%	52,80%	49,92%	31,64%	42,83%
19	NDF		23,19%	19,03%	21,06%			
20	HKB			44,26%	28,57%	28,64%	32,01%	25,31%
21	TFC			52,02%	57,38%	61,81%	60,46%	57,23%
22	SGO			9,63%	2,17%	19,04%	14,06%	
23	HSL						6,26%	4,56%
Mẫu		40,53%	44,66%	49,78%	55,18%	53,13%	44,04%	43,53%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 05: Hệ số nợ của các DNTP NY theo nhóm các DN*** Hệ số nợ của các nhóm DNTP NY theo quy mô vốn***ĐVT: tỷ đồng*

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nhóm DN							
NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng							
1. Nợ phải trả	33.801	42.463	59.212	69.507	72.209	61.660	78.680
2. Tổng nguồn vốn	83.430	94.462	118.095	124.631	135.142	139.919	180.711
3. Hệ số nợ=(1)/(2)	40,51%	44,95%	50,14%	55,77%	53,43%	44,07%	43,54%
NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng							
4. Nợ phải trả	1.408	1.365	1.610	2.079	2.141	2.059	1.706
5. Tổng nguồn vốn	3.436	3.670	4.088	5.107	4.802	4.751	3.953
6. Hệ số nợ=(4)/(5)	40,99%	37,18%	39,40%	40,71%	44,59%	43,33%	43,16%

*(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)**** Hệ số nợ của các nhóm DNTP NY theo yếu tố sở hữu***ĐVT: tỷ đồng*

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nhóm DN							
NDN có SHNN							
1. Nợ phải trả	7.994	8.794	9.573	10.108	14.435	15.575	19.077
2. Tổng nguồn vốn	28.263	31.542	33.605	35.975	41.950	45.376	169.415
3. Hệ số nợ=(1)/(2)	28,28%	27,88%	28,49%	28,10%	34,41%	34,33%	11,26%
NDN không có SHNN							
4. Nợ phải trả	27.216	35.033	51.250	61.478	59.915	48.144	61.246
5. Tổng nguồn vốn	58.603	66.590	88.577	93.763	97.994	99.294	193.874
6. Hệ số nợ=(4)/(5)	46,44%	52,61%	57,86%	65,57%	61,14%	48,49%	31,59%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 06: Tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY giai đoạn 2013 đến 2019

STT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	99,97%	99,97%	97,00%	97,02%	98,71%	97,24%	97,80%
2	CAN	99,63%	99,66%	99,76%	99,74%	93,93%	95,00%	97,72%
3	BBC	99,31%	95,48%	93,58%	92,81%	93,04%	94,49%	96,75%
4	TNA	98,77%	91,16%	90,88%	93,02%	93,46%	95,92%	95,64%
5	KDC	84,65%	96,71%	95,85%	60,73%	65,95%	59,97%	71,10%
6	VNM	93,39%	91,35%	91,61%	92,61%	94,45%	95,90%	96,49%
7	SGC	100,00%	100,00%	96,10%	90,66%	89,11%	92,50%	92,29%
8	SAF	99,63%	99,64%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
9	TAC	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	98,24%	98,87%	96,85%
10	HNM	100,00%	95,36%	96,55%	91,92%	96,63%	95,12%	96,94%
11	HHC	99,76%	99,68%	99,67%	99,65%	99,64%	70,55%	66,75%
12	LSS	71,75%	92,46%	84,05%	86,12%	92,26%	91,70%	92,26%
13	SBT	94,44%	96,30%	76,04%	69,89%	69,70%	77,67%	80,88%
14	MSN	42,10%	38,01%	33,54%	33,95%	35,87%	51,79%	67,15%
15	KTS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	71,31%	51,99%	69,96%
16	MCF	99,98%	99,97%	100,00%	100,00%	100,00%	98,91%	99,42%
17	SLS	100,00%	100,00%	93,16%	45,92%	57,94%	52,88%	69,26%
18	AGM	100,00%	98,27%	98,21%	97,60%	98,32%	96,89%	98,43%
19	NDF		89,91%	92,38%	96,73%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
20	HKB			67,26%	78,17%	76,78%	99,87%	99,09%
21	TFC			82,93%	72,02%	73,11%	71,58%	97,95%
22	SGO			100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	
23	HSL						100,00%	100,00%
Mẫu		59,18%	54,31%	48,04%	46,64%	54,96%	68,40%	76,30%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm

PHỤ LỤC 07: Tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY
theo nhóm các DN

*** Tỷ trọng NNH trên tổng NPT của các nhóm DNTP NY theo quy mô vốn**

ĐVT: tỷ đồng

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nhóm DN							
NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng							
1. Nợ ngắn hạn	19.437	22.465	27.731	31.610	38.959	41.861	59.708
2. Nợ phải trả	33.801	42.463	59.212	69.507	72.209	61.660	78.680
3. NNH/NPT	57,50%	52,91%	46,83%	45,48%	53,95%	67,89%	75,89%
NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng							
4. Nợ ngắn hạn	1.401	1.338	1.490	1.775	1.900	1.721	1.625
5. Nợ phải trả	1.408	1.365	1.610	2.079	2.141	2.059	1.706
6. NNH/NPT	99,45%	98,04%	92,55%	85,35%	88,75%	83,59%	95,27%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

*** Tỷ trọng NNH trên tổng NPT các nhóm DNTP NY theo yếu tố sở hữu**

ĐVT: tỷ đồng

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nhóm DN							
NDN có SHNN							
1. Nợ ngắn hạn	7.387	8.147	8.802	9.399	13.660	14.838	18.161
2. Nợ phải trả	7.994	8.794	9.573	10.108	14.435	15.575	19.077
3. NNH/NPT	92,42%	92,65%	91,95%	92,98%	94,63%	95,27%	95,20%
NDN không có SHNN							
4. Nợ ngắn hạn	13.450	15.656	20.420	23.985	27.199	28.744	43.111
5. Nợ phải trả	27.216	35.033	51.250	61.478	59.915	48.144	61.246
6. NNH/NPT	49,42%	44,69%	39,84%	39,01%	45,40%	59,70%	70,39%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 08: Tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY giai đoạn 2013 đến 2019

STT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	69,11%	65,26%	86,98%	85,83%	93,17%	88,13%	76,56%
2	CAN	15,92%	7,68%	19,47%	37,25%	42,45%	49,79%	55,32%
3	BBC	0,91%	4,52%	6,42%	7,19%	6,96%	5,51%	3,25%
4	TNA	83,69%	81,34%	80,74%	74,47%	83,85%	75,93%	82,76%
5	KDC	42,16%	38,13%	12,71%	71,19%	71,05%	78,24%	73,63%
6	VNM	9,98%	30,09%	30,90%	26,50%	8,03%	13,66%	39,26%
7	SGC	0,00%	40,11%	50,55%	61,56%	38,07%	62,57%	51,63%
8	SAF	0,37%	0,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
9	TAC	36,65%	40,42%	50,80%	49,54%	35,03%	40,25%	46,64%
10	HNM	53,59%	54,29%	53,62%	59,19%	71,90%	64,42%	69,23%
11	HHC	0,45%	0,52%	0,48%	0,49%	0,52%	57,81%	64,67%
12	LSS	73,20%	73,60%	78,10%	75,04%	84,45%	74,37%	73,04%
13	SBT	76,63%	85,32%	78,34%	86,35%	85,54%	81,91%	19,12%
14	MSN	86,45%	81,46%	85,16%	82,40%	85,30%	78,52%	73,24%
15	KTS	0,00%	0,00%	0,00%	39,79%	93,54%	78,42%	30,04%
16	MCF	54,29%	24,79%	14,34%	57,55%	20,94%	45,11%	58,15%
17	SLS	5,43%	19,39%	14,01%	63,95%	76,72%	81,00%	30,74%
18	AGM	90,30%	89,34%	87,63%	86,20%	83,72%	55,97%	83,06%
19	NDF		79,39%	92,68%	82,71%			
20	HKB			92,53%	89,56%	77,45%	66,31%	79,97%
21	TFC			82,07%	85,19%	81,28%	82,30%	77,34%
22	SGO			0,00%	0,00%	0,00%	1,34%	
23	HSL						0,00%	0,00%
Mẫu		69,51%	70,92%	75,64%	75,48%	71,92%	65,97%	59,15%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 09: Tỷ trọng nợ vay trên tổng nợ phải trả của các DNTP NY theo nhóm các DN

*** Tỷ trọng nợ vay trên tổng NPT của các nhóm DNTP NY theo quy mô vốn**

ĐVT: tỷ đồng

Năm Nhóm DN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng							
1. Nợ vay	23.867	30.515	45.025	52.664	51.986	40.750	46.441
2. Nợ phải trả	33.801	42.463	59.212	69.507	72.209	61.660	78.680
3. Nợ vay/NPT	70,61%	71,86%	76,04%	75,77%	71,99%	66,09%	59,02%
NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng							
4. Nợ vay	607	568	979	1.367	1.488	1.284	1.110
5. Nợ phải trả	1.408	1.365	1.610	2.079	2.141	2.059	1.706
6. Nợ vay/NPT	43,10%	41,66%	60,81%	65,76%	69,50%	62,34%	65,04%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

*** Tỷ trọng nợ vay trên tổng NPT của các nhóm DNTP NY theo yếu tố sở hữu**

ĐVT: tỷ đồng

Năm Nhóm DN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NDN có SHNN							
1. Nợ vay	2.024	3.442	3.949	3.801	3.225	4.223	10.711
2. NPT	7.994	8.794	9.573	10.108	14.435	15.575	19.077
3. Nợ vay/NPT	25,33%	39,13%	41,26%	37,60%	22,34%	27,11%	56,14%
NDN không có SHNN							
4. Nợ vay	22.449	27.642	42.055	50.229	50.249	37.810	40.762
5. NPT	27.216	35.033	51.250	61.478	59.915	48.144	61.246
6. Nợ vay/NPT	82,49%	78,90%	82,06%	81,70%	83,87%	78,54%	66,55%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 10: Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn trong tổng nguồn vốn của các DNTP
NY giai đoạn 2013 đến 2019

STT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	39,01%	47,22%	48,95%	47,70%	59,72%	44,19%	45,90%
2	CAN	40,32%	40,93%	48,26%	49,34%	44,72%	51,31%	57,74%
3	BBC	26,22%	26,94%	28,00%	25,70%	24,94%	25,35%	34,90%
4	TNA	62,20%	67,66%	66,91%	67,33%	64,92%	72,30%	65,05%
5	KDC	19,84%	19,50%	19,37%	18,14%	20,36%	19,87%	22,50%
6	VNM	21,67%	21,16%	21,85%	21,98%	29,41%	28,47%	32,31%
7	SGC	14,30%	22,52%	22,66%	27,42%	23,52%	34,55%	29,80%
8	SAF	36,16%	34,05%	27,49%	33,62%	30,05%	36,02%	35,03%
9	TAC	66,51%	63,79%	63,49%	59,26%	60,36%	68,43%	59,02%
10	HNM	41,16%	35,77%	36,98%	48,44%	56,73%	60,04%	60,43%
11	HHC	38,01%	37,81%	42,11%	35,12%	30,87%	36,42%	41,71%
12	LSS	29,01%	31,94%	30,25%	28,88%	36,62%	34,15%	30,04%
13	SBT	40,95%	44,01%	45,84%	41,68%	41,84%	52,04%	45,20%
14	MSN	21,04%	22,27%	20,88%	24,51%	24,45%	24,46%	31,34%
15	KTS	22,30%	17,67%	15,95%	29,85%	44,75%	28,43%	35,14%
16	MCF	64,84%	39,19%	25,29%	30,03%	21,40%	32,46%	34,18%
17	SLS	29,05%	31,81%	22,90%	21,45%	34,69%	29,67%	39,38%
18	AGM	64,15%	51,96%	50,66%	51,53%	49,08%	30,65%	42,16%
19	NDF		20,85%	17,58%	20,37%			
20	HKB			29,77%	22,33%	21,99%	31,97%	25,08%
21	TFC			43,14%	41,33%	45,19%	43,28%	56,06%
22	SGO			9,63%	2,17%	19,04%	14,06%	
23	HSL						6,26%	4,56%
Mẫu		23,99%	24,26%	23,92%	25,73%	29,20%	30,12%	33,21%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

**PHỤ LỤC 11: Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn trong tổng nguồn vốn của các DNTP
NY theo nhóm DN**

*** Tỷ trọng NVNH trong tổng NV của các nhóm DNTP NY theo quy mô vốn**

ĐVT: tỷ đồng

Năm Nhóm DN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng							
1. NVNH	19.437	22.465	27.731	31.610	38.959	41.861	59.708
2. Tổng NV	83.430	94.462	118.095	124.631	135.142	139.919	180.711
3. NVNH/Tổng NV	23,30%	23,78%	23,48%	25,36%	28,83%	29,92%	33,04%
NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng							
4. NVNH	1.401	1.338	1.490	1.775	1.900	1.721	1.625
5. Tổng NV	3.436	3.670	4.088	5.107	4.802	4.751	3.953
6. NVNH/Tổng NV	40,77%	36,45%	36,46%	34,75%	39,57%	36,22%	41,12%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

*** Tỷ trọng NVNH trong tổng NV của các nhóm DNTP NY theo yếu tố sở hữu**

ĐVT: tỷ đồng

Năm Nhóm DN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NDN có SHNN							
1. NVNH	7.387	8.147	8.802	9.399	13.660	14.838	18.161
2. Tổng NV	28.263	31.542	33.605	35.975	41.950	45.376	169.415
3. NVNH/Tổng NV	26,14%	25,83%	26,19%	26,13%	32,56%	32,70%	10,72%
NDN không có SHNN							
4. NVNH	13.450	15.656	20.420	23.985	27.199	28.744	43.111
5. Tổng NV	58.603	66.590	88.577	93.763	97.994	99.294	193.874
6. NVNH/Tổng NV	22,95%	23,51%	23,05%	25,58%	27,76%	28,95%	22,24%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 12: CCNV theo phạm vi huy động vốn của các DNTP NY
theo nhóm DN

*** CCNV theo phạm vi huy động vốn của nhóm các DNTP NY theo quy mô vốn**

ĐVT: tỷ đồng

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Chỉ tiêu							
NDN có quy mô vốn trên 1.000 tỷ đồng							
1. LNGL	13.897	15.643	15.957	15.271	21.890	26.377	38.962
2. Tổng NV	83.430	94.462	118.095	124.631	135.142	139.919	180.711
3. LNGL/Tổng NV	16,66%	16,56%	13,51%	12,25%	16,20%	18,85%	21,56%
NDN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng							
4. LNGL	197	197	329	382	207	60	108
5. Tổng NV	3.436	3.670	4.088	5.107	4.802	4.751	3.953
6. LNGL/Tổng NV	5,73%	5,36%	8,04%	7,48%	4,32%	1,26%	2,73%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

***CCNV theo phạm vi huy động vốn của nhóm DNTP NY theo yếu tố sở hữu**

ĐVT: tỷ đồng

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nhóm DN							
NDN có SHNN							
1. LNGL	6.323	7.335	5.673	6.047	6.278	7.408	8.479
2. Tổng NV	28.263	31.542	33.605	35.975	41.950	45.376	169.415
3. LNGL/Tổng NV	22,37%	23,25%	16,88%	16,81%	14,97%	16,33%	5,00%
NDN không có SHNN							
4. LNGL	7.770	8.505	10.613	9.606	15.819	19.029	30.591
5. Tổng NV	58.603	66.590	88.577	93.763	97.994	99.294	193.874
6. LNGL/Tổng NV	13,26%	12,77%	11,98%	10,25%	16,14%	19,16%	15,78%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC SỐ 13: 18 DNTP NY trong mẫu nghiên cứu định lượng

STT	Tên công ty	Mã CP	Sàn NY	Năm NY	%SHNN
1	Chế biến Hàng XK Long An	LAF	HOSE	2000	23,74%
2	Đồ hộp Hạ Long	CAN	HNX	2001	27,75%
3	Bánh kẹo BIBICA	BBC	HOSE	2001	0%
4	XNK Thiên Nam	TNA	HOSE	2005	20,68%
5	Tập đoàn KIDO	KDC	HOSE	2005	0%
6	VINAMILK	VNM	HOSE	2006	47,6%
7	Bánh phồng tôm Sa Giang	SGC	HNX	2006	49,88%
8	Thực Phẩm SAFOCO	SAF	HNX	2006	51,29%
9	Dầu Tường An	TAC	HOSE	2006	51%
10	HANOIMILK	HNM	HNX	2006	0%
11	Bánh kẹo Hải Hà	HHC	HNX	2007	51%
12	Mía đường Lam Sơn	LSS	HOSE	2008	12,14%
13	Mía đường Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT	HOSE	2008	0%
14	Tập đoàn Masan	MSN	HOSE	2009	0%
15	Đường Kon Tum	KTS	HNX	2010	0%
16	MECOFOOD	MCF	HNX	2011	51%
17	Mía đường Sơn La	SLS	HNX	2012	0%
18	XNK An Giang	AGM	HOSE	2012	0%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

PHỤ LỤC 14: Hệ số nợ của 18 DNTP NY trong mẫu nghiên cứu định lượng theo yếu tố SHNN giai đoạn 2013-2019

NDN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NDN có SHNN							
1. NPT	7.994	8.794	9.573	10.108	14.435	15.575	7.994
2. Tổng NV	28.263	31.542	33.605	35.975	41.950	45.376	28.263
3. Hệ số nợ=(1)/(2)	28,28%	27,88%	28,49%	28,10%	34,41%	34,33%	28,28%
NDN không có SHNN							
4. NPT	27.216	35.015	50.808	60.943	59.310	47.599	27.216
5. Tổng NV	58.603	66.510	87.400	92.128	96.423	97.740	58.603
6. Hệ số nợ=(1)/(2)	46,44%	52,65%	58,13%	66,15%	61,51%	48,70%	46,44%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 15: NWC của các DNTP NY các năm*Đơn vị: triệu đồng*

TT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	32.521	38.862	81.440	113.681	122.533	51.697	67.221
2	CAN	49.448	56.340	57.058	47.824	57.413	54.183	68.390
3	BBC	238.655	332.371	441.089	521.759	538.271	426.348	293.370
4	TNA	194.905	100.066	137.506	190.917	298.560	246.925	359.213
5	KDC	1.943.361	2.788.250	2.791.237	3.450.440	3.105.070	2.557.679	2.228.009
6	VNM	8.062.533	10.004.709	10.727.559	12.216.330	10.111.872	9.920.165	10.278.713
7	SGC	51.938	42.113	49.488	56.643	53.633	31.617	56.505
8	SAF	65.755	77.059	86.592	74.648	81.136	81.545	94.102
9	TAC	198.750	247.002	271.348	327.950	476.550	497.422	578.843
10	HNM	23.669	106.579	105.543	85.619	66.930	90.796	83.571
11	HHC	87.925	99.984	108.546	184.680	74.329	259.161	372.504
12	LSS	74.372	85.494	9.605	145.956	231.539	100.493	-11.349
13	SBT	465.882	553.969	789.247	1.453.157	2.048.855	889.478	1.857.362
14	MSN	1.414.738	4.631.571	1.704.277	4.977.763	-388.050	-3.295.897	-6.230.299
15	KTS	80.174	72.263	84.575	55.036	45.496	6.059	-44.374
16	MCF	79.313	80.668	72.796	67.643	56.699	61.127	67.970
17	SLS	85.619	81.599	102.478	133.640	220.751	99.979	10.234
18	AGM	62.719	52.816	210.073	182.695	197.687	235.147	265.502
19	NDF		26.010	38.423	37.255			
20	HKB			127.004	67.410	20.310	-123.222	-72.522
21	TFC			162.612	133.154	122.019	108.342	120.108
22	SGO			107.296	130.038	37.045	36.684	
23	HSL						135.671	161.075
Mẫu		13.212.279	19.477.725	18.265.791	24.654.238	17.578.646	12.471.399	10.148.993

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

PHỤ LỤC 16: Tỷ trọng LNCPP trong tổng nguồn vốn của các DNTP NY
giai đoạn 2013-2019

STT	MCP	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	LAF	-56,51%	-39,57%	-23,16%	-13,26%	-9,17%	-49,36%	-18,05%
2	CAN	9,99%	12,68%	11,73%	8,05%	9,34%	6,43%	8,61%
3	BBC	4,33%	6,40%	8,46%	6,85%	7,26%	8,64%	6,03%
4	TNA	7,51%	6,10%	8,23%	11,01%	10,95%	5,76%	10,53%
5	KDC	14,84%	13,77%	20,80%	21,57%	21,03%	16,52%	15,92%
6	VNM	26,88%	27,78%	19,62%	19,03%	16,55%	19,15%	17,62%
7	SGC	19,39%	8,81%	15,52%	17,48%	19,30%	8,83%	18,41%
8	SAF	15,25%	16,82%	19,71%	18,21%	20,05%	20,42%	22,32%
9	TAC	7,07%	8,98%	9,65%	12,57%	13,92%	6,14%	16,36%
10	HNH	1,77%	0,79%	0,20%	0,11%	-4,36%	-4,82%	-4,59%
11	HHC	0,63%	1,11%	0,92%	2,27%	7,15%	5,53%	3,80%
12	LSS	2,48%	0,56%	1,90%	3,96%	3,08%	0,21%	1,02%
13	SBT	6,70%	4,28%	4,19%	3,91%	3,42%	1,75%	0,00%
14	MSN	13,67%	13,35%	11,92%	9,61%	19,44%	25,08%	29,35%
15	KTS	31,83%	27,53%	34,36%	24,17%	17,47%	22,76%	0,00%
16	MCF	6,27%	10,61%	8,89%	8,27%	7,41%	5,66%	5,59%
17	SLS	28,75%	24,18%	33,70%	28,57%	26,94%	29,70%	0,00%
18	AGM	8,28%	6,39%	10,57%	6,16%	7,31%	12,64%	17,29%
19	NDF		3,73%	1,58%	-6,20%			
20	HKB			5,17%	7,29%	-2,26%	-26,35%	-28,40%
21	TFC			7,45%	0,44%	0,99%	1,37%	0,00%
22	SGO			10,01%	11,46%	9,62%	10,09%	
23	HSL						15,79%	30,24%
Mẫu		16,22%	16,14%	13,33%	12,06%	15,79%	18,27%	21,16%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC các DNTP NY các năm)

TÀI LIỆU THAM KHẢO

TIẾNG VIỆT

1. Bộ tài chính (2014), *Thông tư số 78/2013/NĐ-CP ngày 18/6/2014 hướng dẫn thi hành luật thuế thu nhập doanh nghiệp*.
2. Chính phủ (2012), *Nghị định 58/2012/NĐ-CP ngày 20/07/2012 quy định về hủy NY bắt buộc và tự nguyện*
3. Chính phủ (2013), *Nghị định 218/2013/NĐ-CP ngày 20/07/2012 về thuế thu nhập doanh nghiệp*.
4. Nguyễn Thành Cường (2015), *Tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp chế biến thủy sản Nam Trung Bộ*. Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế- Luật, Đại học Quốc gia thành phố Hồ Chí Minh.
5. Nguyễn Việt Dũng (2016), *Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
6. Võ Hồng Đức, Võ Tường Luân (2014), "Bằng chứng thực nghiệm về hạn mức sử dụng nợ tối ưu trong các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam", *Tạp chí Phát triển Kinh tế* 2014, số 280: 43-60.
7. Hoàng Trung Đức (2019), *Cơ cấu nguồn vốn của các công ty cổ phần ngành điện niêm yết ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện tài chính
8. Dương Thị Thúy Hà (2016), *Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
9. Nguyễn Thu Hà (2019), *Cơ cấu nguồn vốn của các công ty thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
10. Lê Đức Hoàng (2015), *Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
11. Phan Thanh Hiệp (2016), "Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp công nghiệp nhìn từ mô hình GMM", *Tạp chí Tài chính*, kỳ 1 tháng 6

năm 2016: 50-55.

12. Nguyễn Hữu Huân, Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014), "Cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam", *Tạp Chí Công Nghệ Ngân Hàng Số 101*
13. Lưu Thị Hương, Vũ Duy Hào (2011), *Tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân
14. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), (2014), (2015), (2016), (2017), (2018), (2019), *Báo cáo thường niên*
15. Nguyễn Đình Kiệm, Bạch Đức Hiền (2010), "Giáo trình tài chính doanh nghiệp", NXB Tài chính.
16. Nguyễn Thị Tuyết Lan (2019), *Cơ cấu vốn mục tiêu cho các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Học viện ngân hàng, Hà Nội.
17. Vũ Thị Ngọc Lan (2013), "Các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các doanh nghiệp tại tập đoàn dầu khí Việt Nam" - Tạp chí kinh tế phát triển.
18. Vũ Thị Ngọc Lan (2014), *Tái cấu trúc vốn tại Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
19. Đặng Phương Mai (2016), *Giải pháp tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp trong ngành thép ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà nội.
20. Nguyễn Đăng Nam (2014), *Các giải pháp xử lý nợ phải trả trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp Học viện, Học viện Tài chính, Hà Nội.
21. Đỗ Hồng Nhung (2014), *Quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc Dân.
22. Quốc hội (2013), *Luật số 32/2013/QH13 về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật thuế thu nhập doanh nghiệp*.
23. Đoàn Hương Quỳnh (2014), *Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà nội.

24. Ngô Thị Quyên (2016), *Các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức tại các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc Dân.
25. Nguyễn Thu Thủy (2005), "Các cơ sở lý luận cơ bản để nghiên cứu và lựa chọn cơ cấu vốn doanh nghiệp", *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*.
26. Nguyễn Thu Thủy (2005), "Các nhân tố quyết định sự lựa chọn cơ cấu vốn tại một số nước ASEAN", *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế, Viện kinh tế học*
27. Tổng cục thống kê (2018), (2019), *Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội*
28. Trần Thị Thanh Tú (2006), *Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam hiện nay*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
29. Vũ Công Ty (2012), *Tái cấu trúc tại các Tổng công ty xây dựng Việt Nam: bài học kinh nghiệm và giải pháp*, Đề tài khoa học cấp Học viện, Học viện Tài chính, Hà Nội.
30. Bùi Văn Vân, Vũ Văn Ninh (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính, Học viện Tài chính.
31. Bùi Văn Vân (2014), *Đổi mới cơ cấu tài chính của các doanh nghiệp may thuộc Tập đoàn Dệt May Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp Học viện, Học viện Tài chính.
32. Dương Thị Hồng Vân (2014), *Nghiên cứu về các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc Dân.B23
33. Lê Hoàng Vinh (2014), *Cơ cấu nguồn vốn và rủi ro tài chính trong doanh nghiệp*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Ngân hàng Thành phố Hồ Chí Minh.
34. Lê Thị Phương Vy, Phùng Đức Nam (2012), *Nghiên cứu ảnh hưởng của nhân tố sở hữu nước ngoài đến cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tại các công ty cổ phần Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học.

TIẾNG ANH

35. Agarwal, A., Nagarajan, N.J. (1990), “Corporate Capital Structure: Agency Costs and Ownership Control: The Case of All Equity Firms”, *Journal of Finance*, 45(4) : 1325-1331.
36. Ahmad, A. H., & Abdullah, N. A. H. (2013), "Investigation of optimal capital structure in Malaysia: a panel threshold estimation", *Studies in economics and finance*, 30(2), pp.108-117.
37. Alhassan Andani, Seidu Al-hasan (2012), "The Determinants of The Financing decisions of listed and non listed firms in Ghana", *Asian Economic and Financial Review* 2(7): 751-771.
38. Barclay, M. J., Smith, C.W. (1996), "On Financial Architecture: Leverage, maturity and priority”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(4): 4-17.
39. Bartholdy, J. and C.Mateus (2008), "Taxes and Corporate Debt Policy: Evidence for unlisted firms of sixteen European Countries", *Working paper, Aarhus*.
40. Bevan, A.A., Danbolt, J. (2002), “Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom-A decompositional Analysis”, *Applied Financial Economics*, 12(3): 159-170.
41. Bhaduri, S.N. (2002). “Determinants of corporate borrowings: Some evidence from the Indian corporate”, *Journal of Economics and Finance*, 26: 200-215.
42. Booth LV, Aivazian V, Demircuc-Kunt A, Maksimovic V(2001), "Capital structure in developing countries". *The Journal of Finance*, Vol. LVI, No.1: 87-130.
43. Bowman, E.H. and H.Singh (1993), "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm", *Strategic Management Journal*, (14): 5-14.
44. Bradley, M., Jarrel, G., Kim, E.H. (1984), “On the Existence of and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, 39: 857-878.
45. Colin Firer, Stephen A.Ross, Randolph W.Westerfield and Bradford D.Jordan (2012), *Fundamentals of Corporate Finance*, 5th edition, McGraw-Hill/Irwin.

46. Constantinos C. Markides (1995), "Diversification, Restructuring and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, Volume 16, Issue 2: 101-118.
47. Chen, J.J. (2004), "Determinants of capital structure of Chinese- listed companies", *Journal of Business Research*, Vol.57 (13): 41-51.
48. Chien-Chung Nieh, Hwey-Yun Yau, and Wen-Chien Liu(2008), "Investigation of Target Capital Structure for Electronic Listed Firms in Taiwan", *Emerging Markets Finance & Trade* 2008, Vol. 44, No. 4, pp.75–87.
49. Chittenden, F., H. Hall and P. Hutchinson [1996], "Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and Empirical Investigation", *Small Business Economics*, no 8, pp. 59-67.
50. Diamond DW (1991), "Debt maturity structure and liquidity risk". *Quarterly Journal of Economics*, Vol.106, No.3, pp.709-738.
51. Diamond DW (1993). "Seniority and maturity of debt contracts". *Journal of financial Economics*, Vol.33, No.3, pp. 341-368.
52. Ebaid., E. I. (2009), "The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt", *Journal of risk Finance*, Vol.7, pag, 477-487.
53. Eugene F.Brigham, Joel F. Houston (2010), *Fundamentals of Financial Management*, seventh edition, South- Western Cengage Learning
54. Fama, E. F., Jensen, M. (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26(2): 327-349.
55. Fan,J.P.H., Titman, S. & Twite, G. 2003, "An international comparison of capital structure and debt maturity choices", working paper, Australian Graduate School of Management.
56. Friend, I., Larry, H. P., Lang (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 43(2): 271-281.
57. Ghosh,C., Nag,R&Sirman,C. (2000), "The pricing seasoned equity offerings: evidence from REITs", *Real Estate Economics*.28,363-84.

58. Gul, F. A., 1999. "Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China". *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 157-172.
59. Harris, M. and Raviv, A., "The Theory of capital structure". *Journal of Finance*. 46. March., 1991, pp. 297-355.
60. John R Graham, Campbell R Harvey (2001) "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, Volume 60, pages 187-243.
61. Joshua Abor (2005), "The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana". *Journal of Risk Finance*, Vol.6 No. 5, 2005, pp. 438-445.
62. Kester, C. W. (1986), "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Corporation", 5-16: 97-113.
63. Lewis W.W (1990), "Strategic restructuring: A critical requirement in the search for corporate potential". In M.L.Rock and R.H.Rock, *Corporate Restructuring*, McGraw-Hill, New York, pp.43-55.
64. Maran Marimuthu (2009), "Corporate Restructuring, Firm Characteristics and Implications on Capital Structure: an Academic View", *International Journal of Business and Management*, Vol.4, No.1, 123-131.
65. Marsh, P., 1982, "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study," *The Journal of Finance*, March, 121-144
66. Michael J. Barclay and Clifford W. Smith (2005) "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 17, issue1, pages 8-17
67. Michael Pomerleano, William Shaw, "Corporate Restructuring: lessons from experience", the World Bank
68. Micheal Blaze, Karl-J.Kraus, Sascha Haghani (2006), *Corporate restructuring - Finance in Time of Crisis*, Roland Berger Strategy Consultants, Springer
69. Mitani, Hidetaka (2014). "Capital structure and competitive position in product market". *International Review of Economics and Finance* 29, 358–371

70. Modigliani F., & Miller M.H (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" *The American Review*, 48, pp.261-297.
71. Modigliani F., & Miller M.H (1963) "Corporate income tax and the cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, Vol.53, June, pp.443-53.
72. Muller,D.C.(1987) "The Corporation: Growth, Diversification and Mergers". Harwood Academic Publishers, London.
73. Myer,S. (1984), "The capital structure puzzle" , *Journal of Finance*.39, pp.575-592
74. Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). "Corporate financing and investment Decisions: When firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*,12,187-221.
75. Myres,S.C. (1977) "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*,5(2), 147-175
76. Nahum Biger, Nam V.Nguyen and Quyen X.Hoang (2008), "The determinants of capital structure: evidence from Vietnam". *Asia-Pacific Financial Markets: Integration, Innovation and Challenges International Finance Review*, Volume 8,pp.307-326.
77. Nour Abu-Rub (2012), "Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Palestine Stock Exchange", *Journal of Money, Investment and Banking*, Issue 23 (2012), pp. 109-117
78. Ogbulu, Onyemachi Maxwell, EMENI, Francis Kehinde (2012), "Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Nigeria", *International Journal of Business and Social Science* Vol. 3 No. 19; October 2012.
79. Ooi,J.(1999), "The determinant of capital structure: Evidence on UK property companies", *Journal of Property Investment and Finance*, 17(5), 464-80.
80. Phillips, P.A. & Sipahioglu (2004), "Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests", *Service Industries Journal*, vol. 24, no. 5, pp. 31-51.
81. R. Zeitun, G.G.Tian (2007), "Capital structure and corporate performance:

- evidence from Jordan", *The Australasian Accounting Business & Finance Journal*, Vol. 1, No. 4, (December, 2007), pp. 40-61.
82. Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-60.
 83. Roden,D.,& Lewellen,W.(1995), "*Corporate capital structure decision: Evidence from leverage buyouts*", *Financial Management*,24,76-78.
 84. Ross, S.A (1977), "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", *Bell Journal of Economics*, Vol.8,pp.23-40.
 85. Titman; S. and Wessels; R. (1988) "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*, Vol.41, 1988, pp.1-19.
 86. Zuraidah Ahmad et al. (2012), "Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms", *International Review of Business Research Papers* Vol. 8. No.5.