

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**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số: 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội - Năm 2021

Công trình được hoàn thành tại: Học viện tài chính

Người hướng dẫn khoa học: PGS,TS. Hoàng Văn Quỳnh

TS. Chu Văn Tuấn

Phản biện 1:

Phản biện 2:

Phản biện 3:

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án tại
vào hồi.....giờ ... ngày ... tháng... năm 20...

DANH MỤC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

1. Trần Thị Hoa (2020), “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. Trần Thị Hoa (2020), “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. Bùi Thị Thu Loan, Thân Thanh Sơn, Đỗ Hải Hưng, Trần Thị Hoa (2020), “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. Mai Thị Diệu Hằng, Trần Thị Hoa (2019), “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. Mai Thị Diệu Hằng, Trần Thị Hoa (2019), “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. Trần Thị Hoa, Nguyễn Minh Phương (2018), “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.

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 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 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 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) 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.

(4) 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.

(5) 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

Đối tượng nghiên cứu của luận án là CCNV của doanh nghiệp.

Phạm vi nghiên cứu

- *Về không gian nghiên cứu:* Các DNTP NY trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

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

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 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.

(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 ở 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

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

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

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

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.

1.2. Khoảng trống nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

1.2.1. Khoảng trống nghiên cứu

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 thị trường 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 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 tồn tại trên để xác định hướng tác động của các nhân tố đến CCNV và tác động của CCNV đến ROE của các DNTP NY thông qua mẫu nghiên cứu gồm 18 DNTP NY ở 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

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)

TT	Nội dung giả thuyết	Kỳ vọng về dấu	Cơ sở trích dẫn
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

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)

TT	Nội dung giả thuyết	Kỳ vọng về dấu	Cơ sở trích dẫn
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

*** Mô hình kiểm tra các nhân 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.

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; (ii) GROWTH: Tốc độ tăng trưởng; (iii) TANG: Cơ cấu tài sản; (iv) LIQ: Tính thanh khoản; (v) ROA: Khả năng sinh lời; (vi) OWN: Cấu trúc sở hữu được xác định là một biến giả

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.

*** 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

- *Biến độc lập*: Biến độc lập là hệ số nợ (LEV) có tính đến thời gian đáo hạn, có nghĩa là bao gồm cả nợ ngắn hạn (SLEV) và nợ dài hạn (LLEV).

Nghiên cứu cũng đưa vào mô hình các biến kiểm soát gồm: (i) TANG: Cơ cấu tài sản; (ii) SIZE: Quy mô doanh nghiệp; (iii) OWN: Cấu trúc sở hữu được xác định là một biến giả.

- 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

1.3.3.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng

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”.

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

2.1.2. Phân loại nguồn vốn

2.1.2.1. Phân loại theo quan hệ sở hữu

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

2.1.2.3. Phân loại theo phạm vi huy động 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 phạm vi của luận án, tác giả cho rằng “*CCNV của DN là thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn riêng biệt trong tổng nguồn vốn mà DN huy động và sử dụng cho hoạt động kinh doanh*”.

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

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

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

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

2.2.2. Hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

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

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

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

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 doanh nghiệp thực phẩm 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

2.3.1.2. Kinh nghiệm của các DNTP NY ở Thái Lan

2.3.1.3. Kinh nghiệm của các DNTP NY ở Hoa Kỳ

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

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

3.1.2.1. Đặc điểm sản phẩm thực phẩm

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

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

Các đặc điểm trong 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.

Thứ hai, CCNV của các DNTP nghiêng về nguồn vốn ngắn hạn.

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.

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 DNTP 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	
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: Tác giả tổng hợp

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. Phân tích khái quát về kết quả kinh doanh của các DNTP NY cho thấy, 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.

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.

3.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNTP niêm yết ở Việt Nam

3.2.1. Thực trạng về vốn và nguồn vốn của các DNTP 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: 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. CTCP Kinh Đô.

*** Cơ cấu tài sản:**

Giai đoạn 2013-2019, cơ cấu tài sản của các DNTP NY có xu hướng nghiêng về TSNH với tỷ trọng TSNH bình quân trong giai đoạn nghiên cứu là 59,12%.

*** 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.

3.2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNTP niêm yết Việt Nam

3.2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu

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 LNGL 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. 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

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.

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

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.

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

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.

3.2.3.2. Kết quả của mô hình

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 DN. 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 TSCĐ, 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 TSCĐ chủ yếu bằng LNGL hoặc gia tăng vốn CSH, 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 doanh nghiệp có quy mô lớn hơn sử dụng ít nợ vay hơn. Điều này khác hẳn với thực trạng chung về CCNV của các doanh nghiệp 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 DNTP niêm yết

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

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

Thứ nhất, mức độ sử dụng ĐBTC của các DNTP NY ở mức thấp tuy nhiên NDN có quy mô dưới 1.000 tỷ đồng có mức độ sử dụng ĐBTC 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 TSDH mà còn dùng để tài trợ cho TSNH, tạo ra “một tấm đệm an toàn” đối với khả năng thanh toán của các DN.

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. 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 chứng khoán như phát hành cổ phiếu hay phát hành trái phiếu.

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

** 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, mẫu nghiên cứu vẫn bao gồm 18 DNTP NY ở Việt Nam trước năm 2013 và quy trình các bước cũng tiến hành tương tự.

** Kết luận chung về tác động của CCNV tới ROE*

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 CSH cho thấy:

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 CSH, việc sử dụng nợ không gia tăng sẽ không có tác dụng khuếch đại tăng ROE mà ngược lại tăng vốn CSH còn làm giảm đi lợi ích của các CSH.

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

Thứ nhất, vốn CSH 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 CSH, 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.

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 DN. 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 gia tăng sử dụng nợ.

3.3. Đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNTP NY

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. *Thứ hai*, CCNV tác động làm cho rủi ro tài chính của các DNTP NY ở mức thấp. *Thứ ba*, CCNV tác động làm cho tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu của các DN tăng mạnh trong giai đoạn. *Thứ tư*, các DNTP NY có NVBT chiếm tỷ trọng khá cao

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. *Thứ hai*, CCNV chưa phát huy được tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. *Thứ ba*, cơ cấu nợ vay thiếu sự đa dạng. *Thứ tư*, rủi ro tài chính gia tăng đối với các DN có quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng. *Thứ năm*, chi phí sử dụng vốn bình quân có xu hướng tăng lên. *Thứ sáu*, các DN chưa xây dựng được CCNV mục tiêu

3.3.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

*** Nguyên nhân chủ quan**

Một là, các DN có quy mô lớn hơn, thông tin minh bạch nên có lợi thế hơn khi phát hành cổ phiếu để huy động vốn trên thị trường tài chính. *Hai là*, các DN vẫn chưa thực sự hiểu được cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính. *Ba là*, sự khác biệt trong chiến lược đầu tư và chiến lược tài trợ của các NDN theo quy mô vốn. *Bốn là*, 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 quy mô vốn dưới 1.000 tỷ đồng có kết quả kinh doanh không cao, nên khả năng tự tài trợ của thấp nên các DN này duy trì tỷ lệ nợ vay khá cao, trên 60% nợ phải trả. *Sáu 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. *Bảy là*, hiện nay, các DNTP NY chưa thực hiện xây dựng CCNV mục tiêu, quy mô vốn CSH và nợ vay huy động chủ yếu căn cứ trên nhu cầu sử dụng vốn của DN.

*** Nguyên nhân khách quan**

Thứ nhất, do đặc điểm kinh tế kỹ thuật của ngành thực phẩm. *Thứ hai*, do thị hiếu và thói quen tiêu dùng các sản phẩm thực phẩm của người Việt có sự thay đổi. *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.

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. Tuy nhiên, những tín hiệu tích cực đang thấp lên hy vọng về việc kinh tế thế giới sẽ phục hồi khả quan hơn trong năm 2021.

4.1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam

Năm 2020, mặc dù nền kinh tế chịu ảnh hưởng khá nặng nề của dịch bệnh Covid-19, nhưng Việt Nam là một trong số ít những nền kinh tế ở châu Á tăng trưởng dương. 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.

Hai là, năm 2021, kinh tế thế giới tiếp tục phải đối mặt với nhiều rủi ro, thách thức. 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.

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.

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

Thứ nhất, Bảo đảm ATTP 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 ATTP, chú trọng công tác thanh tra, kiểm tra, đẩy mạnh việc áp dụng các biện pháp tiên tiến trong quản lý ATTP.

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 ATTP.

4.1.3.2. Định hướng phát triển ngành thực phẩm

4.1.3.3. Xu hướng phát triển của ngành thực phẩm trong thời gian 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 CCNV phải đảm bảo an toàn về mặt tài chính

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.

4.2.3. Hoàn thiện CCNV phải tăng giá trị của DN trong tương lai

4.2.4. Việc hoàn thiện CCNV phải đặt trong điều kiện cụ thể của từng DN

4.2.5. Hoàn thiện CCNV cần hướng tới CCNV mục tiêu

4.2.6. Hoàn thiện CCNV của DNTP NY phải dựa trên cơ sở các quyết định tài trợ

4.3. Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DNTP niêm yết 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

- Phát hành trái phiếu; Sử dụng các chứng khoán lai ghép trong huy động vốn; Thuê tài chính.

- Đa dạng nợ ngắn hạn bằng cách tăng nguồn vốn chiếm dụng

4.3.2. Đa dạng hóa nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu

- **Đối với nguồn từ lợi nhuận giữ lại:** 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.

- **Đối với phần vốn góp của chủ sở hữu:** Các DNTP NY có thể tăng vốn góp của các CSH thông qua phát hành cổ phiếu thường thông qua hình thức phát hành riêng lẻ, hướng tới một số nhóm nhà đầu tư nhất định. 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.

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

- Tích cực khai thác các khoản nợ vay dài hạn có chi phí sử dụng vốn rẻ hơn.

- 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.

4.3.4. Xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu đối với các DNTP NY

4.3.4.1. Phương pháp chi phí sử dụng vốn

Ưu điểm của phương pháp: Phương pháp này sẽ đưa ra kết quả chính xác và khách quan nhất về mức CCNV mục tiêu.

Hạn chế của phương pháp: 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

Ưu điểm của phương pháp: cho phép đánh giá riêng ảnh hưởng của nợ vay lên giá trị DN.

Hạn chế của phương pháp: Một là, Phương pháp này gặp khó khăn trong việc ước tính chi phí phá sản và xác suất phá sản. Hai là, 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.

4.3.4.3. Phương pháp phân tích so sánh

Ưu điểm của phương pháp: Đây là phương pháp trực quan và dễ hiểu.

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.

4.3.4.4. Phương pháp phân tích hồi quy

Ưu điểm của phương pháp: 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

Áp dụng chỉ số Z xác định giới hạn an toàn trong việc sử dụng nợ vay

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	HNH	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.

4.3.6. Đánh giá lại cơ cấu nguồn vốn định kỳ hàng năm

4.3.7. Hoàn thiện chính sách chi trả cổ tức đối với các doanh nghiệp thực phẩm

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

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 SXKD gia tăng quy mô vốn cho các DN cũng như tính tự chủ trong hoạt động SXKD.

- 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.

- Các DN nên kết hợp hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt và hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu.

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

4.3.9. Nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đối với các doanh nghiệp

4.4. Các giải pháp điều kiện và hỗ trợ

4.4.1. Hỗ trợ phát triển nông nghiệp

4.4.2. Khuyến khích phát triển kinh tế tuần hoàn để đảm bảo cho các DNTP phát triển bền vững

4.4.3. Hoàn thiện các chính sách về an toàn thực phẩm, chống hàng giả, hàng kém chất lượng

KẾT LUẬN

Cơ cấu nguồn vốn, nội dung trọng tâm của quyết định tài trợ, là vấn đề có tính chất chiến lược của DN. 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.

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. 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. 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. 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 hoàn thiện CCNV tại một số DNTP ở Nhật Bản, Thái Lan và Hoa Kỳ. Thông qua việc phân tích CCNV, 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.

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. 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 CSH, 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 NVDH trong tổng nguồn vốn tương đối cao, mô hình tài trợ an toàn tuy nhiên các hình thức tài trợ NVDH 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, tốc độ tăng trưởng, khả năng sinh lời, tính thanh khoản và yếu tố sở hữu Nhà nước. 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.

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 ĐBTC tại các DN này và cho thấy sự khác biệt giữa các nhóm DN trong việc sử dụng ĐBTC.

Thứ bảy, luận án đã lượng hoá sự tác động của hệ số nợ đến tỷ suất sinh lời của các DNTP NY thông qua kiểm định mối quan hệ giữa hệ số nợ và chỉ tiêu phản ánh tỷ suất sinh lời 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.

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.