

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

PHẠM MINH ĐỨC

**CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP
NIÊM YẾT TRONG NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG
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 - 2022

Công trình được hoàn thành tại : Học viện Tài chính

Người hướng dẫn khoa học:

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính vào hồi giờ.... .. ngày.....tháng... . năm 2022.

Có thể tìm hiểu luận án tại:

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

PHẦN MỞ ĐẦU

1. Lý do chọn đề tài nghiên cứu

Quyết định cơ cấu nguồn vốn (CCNV) là một trong ba quyết định tài chính chiến lược của doanh nghiệp (DN), đảm bảo nguồn lực tài chính để thực hiện hoạt động đầu tư dài hạn, tạo ra giá trị kinh tế gia tăng cho DN và chủ sở hữu, duy trì sự an toàn tài chính cũng như đảm bảo sự phát triển bền vững của DN. Nghiên cứu về CCNV hiện đại chính thức được thúc đẩy sau khi Modigliani & Miller (1958) đưa ra mệnh đề về tác động của CCNV đến giá trị DN. Trải qua hơn sáu thập kỷ, CCNV tiếp tục là chủ đề nhận được sự quan tâm sâu sắc của nhiều nhà nghiên cứu về cả khung lý thuyết nền tảng cũng như bằng chứng thực nghiệm. Các nghiên cứu đã làm sáng tỏ những lý thuyết liên quan đến CCNV trong những bối cảnh nghiên cứu khác nhau. Các nghiên cứu cũng vận dụng các lý thuyết nền tảng để làm rõ hành vi của các nhà quản trị khi ra quyết định về CCNV. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy sự đa dạng của CCNV ở các quốc gia, các thị trường, các ngành nghề, các đặc điểm thể chế, các giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Những kết quả này, không những khẳng định tính đặc thù của CCNV, mà còn cho thấy sự cần thiết phải có thêm những nghiên cứu về CCNV trong những điều kiện, bối cảnh, ngành nghề khác nhau nhằm cung cấp cái nhìn đa diện về CCNV của doanh nghiệp.

Trong suốt tiến trình xây dựng và đổi mới diện mạo đất nước, ngành vật liệu xây dựng (VLXD) đóng vai trò xương sống, quyết định chất lượng, giá thành và thời gian thi công các công trình xây dựng. Ngành cũng có những đóng góp đáng kể vào nền kinh tế với mức đóng góp bình quân 7%-8% GDP hàng năm, là ngành công nghiệp mũi nhọn trong nền kinh tế Việt Nam.

Khủng hoảng kinh tế thế giới 2008 gây những tác động nghiêm trọng đến hoạt động của DN ngành VLXD. Giai đoạn 2009-2015, hàng loạt DN sụt giảm lợi nhuận và thua lỗ kéo dài; giảm sức cạnh tranh dẫn đến phải đóng cửa, dừng sản xuất hoặc sản xuất cầm chừng; thực hiện sáp nhập, tái cơ cấu. Hệ số nợ của các DN xi măng tăng từ 57,96% (2009) lên mức 70,4% (2014); tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên sụt giảm từ 69,02% (2009) xuống 57,84% (2014) cho thấy sự mất cân bằng tài chính của các DN này. Nguyên nhân chính đến từ việc các DN ngành VLXD thiếu chiến lược huy động vốn dài hạn. Hoạt động huy động vốn của các DN còn mang tính chủ quan, nặng về ứng phó và thiếu tính bền vững. Sau một thời gian đầu tư ồ ạt, các DN NY trong ngành VLXD có hệ số nợ vay quá cao, mô hình tài trợ thiếu an toàn tài chính, gánh nặng lãi vay lớn, và nguy phá sản cao.

Ngày 18 tháng 8 năm 2020, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 1266/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược phát triển vật liệu xây dựng Việt Nam thời kỳ 2021-2030, định hướng đến năm 2050, có hiệu lực thi hành kể

từ ngày 01 tháng 01 năm 2021. Sau khi Quyết định 1266/QĐ-TTg được ban hành, các địa phương đã lần lượt ban hành các quyết định quy hoạch phát triển vật liệu xây dựng. Trong bối cảnh đầu tư công giai đoạn 2021-2025 tăng mạnh, nhu cầu về VLXD để triển khai các dự án đầu tư công là rất lớn. Điều này đòi hỏi các DN ngành VLXD phải có những chiến lược và chính sách huy động vốn phù hợp, hiệu quả nhằm đảm bảo hoạt động kinh doanh bền vững. Do đó, vận dụng những lý thuyết về CCNV để nhận diện, đánh giá; từ đó, đưa ra một số giải pháp nhằm hoàn thiện CCNV cho các DN ngành VLXD là một đòi hỏi cấp thiết về mặt lý luận cũng như thực tiễn. Xuất phát từ đòi hỏi này, tác giả đã lựa chọn đề tài “*Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành vật liệu xây dựng ở Việt Nam*” làm chủ đề nghiên cứu trong luận án tiến sĩ của mình.

2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu của luận án

Mục tiêu nghiên cứu tổng quát của luận án là làm rõ cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam; từ đó, đưa ra những đánh giá về CCNV và đề xuất những giải pháp nhằm hoàn thiện CCNV cho các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Luận án nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. *Về không gian*: Luận án giới hạn mẫu nghiên cứu gồm 30 DNNY trong ngành VLXD trên HNX và HOSE. Đây là 30 DN có quy mô vốn và thị phần lớn trong ngành VLXD tại Việt Nam. *Về thời gian*: Luận án nghiên cứu CCNV của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam giai đoạn 2009-2020.

4. Phương pháp nghiên cứu của luận án

Luận án sử dụng kết hợp nhiều phương pháp nghiên cứu để thực hiện các nhiệm vụ nghiên cứu. Cụ thể:

+ *Làm rõ những vấn đề lý luận về nguồn vốn và cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp*: Phương pháp phân tích, so sánh, tổng hợp. Dựa trên những nghiên cứu trước đó về nguồn vốn và cơ cấu nguồn vốn, hệ thống hoá cơ sở lý luận về nguồn vốn, CCNV, các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV, tác động của CCNV đến hoạt động của DN, hoạch định cơ cấu nguồn vốn.

+ *Làm rõ kinh nghiệm hoạch định cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD trên thế giới và rút ra bài học kinh nghiệm cho các DN vật liệu xây dựng Việt Nam*: Phương pháp nghiên cứu tình huống. Luận án lựa chọn hai doanh nghiệp VLXD điển hình, làm rõ đặc điểm CCNV và hoạch định CCNV ở những DN này. Từ đó khái quát hoá và rút ra bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp VLXD tại Việt Nam.

+ *Làm rõ thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD, những nhân tố ảnh hưởng đến CCNV, tác động của CCNV đến hoạt động của các DNNY trong ngành VLXD*: Phương pháp thống kê mô tả, đánh giá sự biến động và xu hướng biến động làm rõ đặc điểm CCNV của các DNNY

ngành VLXD, chi phí sử dụng vốn bình quân, tác động của CCNV đến rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lời của DN; Phương pháp hồi quy đa biến (POOL OLS, REM, FEM, GMM) làm rõ nhân tố ảnh hưởng đến CCNV của các DNNY ngành VLXD; tác động của CCNV đến hiệu quả hoạt động của các DNNY ngành VLXD.

5. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của luận án

Những đóng góp về mặt lý thuyết: Luận án cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm về CCNV của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam. Thông qua việc làm rõ những nhân tố tác động đến CCNV của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam cũng như tác động của CCNV đến WACC, rủi ro và TSSL, luận án kiểm định các lý thuyết về CCNV của DN gắn với một ngành đặc thù (VLXD) tại thị trường Việt Nam. Luận án cũng đưa ra quan điểm tiếp cận CCNV của doanh nghiệp từ góc độ hoạch định và ra quyết định quản trị tài chính DN.

Những đóng góp về mặt thực tiễn: Những kết luận của luận án là căn cứ để các nhà quản trị tài chính DN tại các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam xây dựng CCNV mục tiêu phù hợp nhằm tối đa hoá giá trị của DN và lợi ích của các chủ sở hữu. Đồng thời, luận án là nguồn tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách, các nhà đầu tư, các tổ chức tài chính trung gian trong việc ra các quyết định đối với các các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam, phù hợp với bối cảnh KT-XH của Việt Nam và chiến lược phát triển ngành VLXD đến năm 2030.

6. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài của luận án

6.1. Về cơ cấu nguồn vốn tối ưu

Cho đến nay, hệ thống các lý thuyết về CCNV đã phát triển tương đối đầy đủ và liên tục được hoàn thiện. Tuy nhiên, giữa các lý thuyết chưa có sự thống nhất quan điểm về việc tồn tại hay không tồn tại một CCNV tối ưu. Theo M&M (1958), trong những điều kiện giả định cụ thể về thị trường vốn hoàn hảo và không có thuế, CCNV độc lập với giá trị DN. Lý thuyết trật tự phân hạng và thuyết định thời điểm thị trường có cùng quan điểm M&M khi phủ nhận sự tồn tại của CCNV tối ưu. Graham & Harvey (2001) cho rằng CCNV là kết quả của quyết định tài trợ, nhà quản trị tùy thời điểm thị trường để ra quyết định nhằm tối đa hoá giá trị DN. Một số nghiên cứu thực nghiệm gần đây ủng hộ quan điểm không tồn tại CCNV tối ưu gồm: Lin (2007), Zeitun và cộng sự (2007), Nieh và cộng sự (2008), Talberg và cộng sự (2008), Cheng và cộng sự (2010), Onalapo và 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 thừa nhận sự tồn tại CCNV tối ưu. Kraus và Litzenberger (1973), Myers (1977) cho rằng DN sẽ thiết lập một hệ số nợ mục tiêu và sẽ dịch chuyển dần dần về phía đó. Hệ số nợ mục tiêu là điểm mà tại đó lợi ích

biên bằng chi phí biên khi DN sử dụng nợ. Các nghiên cứu tiêu biểu theo trường phái này gồm: Jensen và Meckling (1976), Kim (1978), Grossman và Hart (1982), Jensen (1986), Diamond (1989), Harris và Raviv (1990).

Tại Việt Nam, một số nghiên cứu đã chỉ ra sự tồn tại của cơ cấu nguồn vốn tối ưu của doanh nghiệp ở những ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh khác nhau như Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiệu (2010), Nguyễn Thành Cường & Nguyễn Thị Cành (2012), Trần Hùng Sơn (2013), Võ Xuân Vinh & Nguyễn Thành Phú (2014), Nguyễn Thành Cường (2015), Nguyễn Thu Hà (2019).

6.2. Những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Phần lớn các nghiên cứu tập trung vận dụng các lý thuyết về CCNV để lượng hoá tác động của các nhân tố bên trong và bên ngoài đến hệ số nợ của DN. Các nghiên cứu đã chỉ ra các nhân tố quan trọng tác động đến CCNV bao gồm: cơ cấu tài sản, quy mô hoạt động, tỷ suất sinh lời, tốc độ tăng trưởng, thuế suất thuế TNDN, số năm hoạt động, cơ cấu sở hữu, vòng đời của doanh nghiệp. Tại Việt Nam, nghiên cứu về những nhân tố tác động đến CCNV đã cung cấp những bằng chứng thực nghiệm đa dạng. Một số nghiên cứu tiêu biểu gồm có: Trần Đình Khôi Nguyên & Ramachandran (2006), Trương Đông Lộc và Võ Kiều Trang (2008), Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), Lê Thị Minh Nguyên (2016), Võ Xuân Vinh (2017), Thu Minh Thi VU và cộng sự (2020), An Thai (2013), Thi Phuong Vy Le và Kathy Tannous (2017).

6.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động của DN

Trên cơ sở các lý thuyết về CCNV, các nhà nghiên cứu đã xây dựng các lý thuyết về mối tương quan giữa CCNV và hiệu quả HĐKD của DN. Có thể phân các công trình này thành 4 nhóm dựa vào kết quả nghiên cứu: (1) CCNV không có tác động đến hiệu quả HĐKD của DN; (2) CCNV có tác động tuyến tính và thuận chiều đến hiệu quả HĐKD của DN; (3) CCNV có tác động tuyến tính và ngược chiều đến hiệu quả HĐKD của DN; (4) mối quan hệ giữa CCNV và hiệu quả HĐKD của DN là phi tuyến và tồn tại CCNV tối ưu cho mỗi DN.

Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam được tìm thấy trong nghiên cứu của Lê Thị Phương Vy và cộng sự (2013) trên 203 DNNY giai đoạn 2008-2011, Võ Minh Long (2017) trên các DNNY trên HOSE, Nguyễn Hữu Huân và cộng sự (2014) 517 DN phi tài chính NY giai đoạn 2010-2012, Cường và cộng sự (2012), Võ Xuân Vinh và cộng sự (2014).

6.4. Tổng kết các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn

Sau khi nghiên cứu tổng quan về cơ cấu nguồn vốn, có thể rút ra một số kết luận như sau: **(i)** 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; **(ii)** bằng chứng thực nghiệm để kiểm định các lý thuyết không cho ra một kết quả duy nhất là do: (1) các

lý thuyết dự đoán định tính hơn là định lượng; (2) khó khăn trong việc tìm kiếm đại diện cho các nhân tố ảnh hưởng đến CCNV; (iii) các nghiên cứu chỉ ra có 8 yếu tố cơ bản thuộc về DN (quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng, khả năng thanh toán, rủi ro kinh doanh, thuế thu nhập DN và tầm chắn thuế phi nợ), thể chế, pháp luật và thị trường tài chính tác động đến việc lựa chọn CCNV của DN. Sự tác động của các yếu tố trên đến CCNV khác nhau giữa các quốc gia, các ngành nghề lĩnh vực kinh doanh; (iv) bằng chứng thực nghiệm về tác động của CCNV đến giá trị DN và hiệu quả HĐKD không nhất quán do bối cảnh nghiên cứu, quy mô mẫu nghiên cứu, và phương pháp nghiên cứu. Một số nghiên cứu cho thấy sự tồn tại của cơ cấu nguồn vốn tối ưu, một số khác chỉ ra ngưỡng tác động của hệ số nợ lên giá trị doanh nghiệp song cũng có nhiều nghiên cứu không cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê của CCNV đến giá trị DN.

6.5. Khoảng trống trong nghiên cứu

Trong những năm gần đây, ngày càng có nhiều nghiên cứu về CCNV cũng như CCNV cho các DN NY trong ngành VLXD ở Việt Nam. Tuy nhiên, vẫn tồn tại những khoảng trống cần được tiếp tục nghiên cứu và làm rõ.

Về nội dung nghiên cứu: Ngành VLXD gồm nhiều phân ngành nhỏ như xi măng, thép, gạch ốp lát, đá xây dựng... Hiện nay, các nghiên cứu về CCNV cho ngành VLXD chủ yếu tập trung vào từng phân ngành cụ thể, chưa có một nghiên cứu bao trùm và toàn diện về CCNV cho toàn ngành VLXD. Mặt khác, các nghiên cứu tập trung làm rõ các nhân tố tác động đến CCNV và mối tương quan giữa CCNV với giá trị DN và hiệu quả hoạt động của DN. Một số nghiên cứu đã xem xét hành vi của nhà quản trị khi ra quyết định CCNV thông qua đối chứng kết quả mô hình hồi quy với kết quả phỏng vấn các nhà quản trị tài chính; thông qua làm rõ CCNV và hành vi điều chỉnh CCNV qua những giai đoạn phát triển của DN. Tuy nhiên, những nghiên cứu này không nhiều, đặc biệt ở Việt Nam.

Về phạm vi nghiên cứu: Các nghiên cứu trước đây về CCNV của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam được thực hiện trong khoảng thời gian từ 5 đến 7 năm, khi ngành đang ở trong một giai đoạn nhất định của chu kỳ kinh doanh. Điều này dẫn đến kết quả nghiên cứu không cho phép theo dõi sự hành vi điều chỉnh CCNV của nhà quản trị theo từng giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp và chu kỳ kinh doanh của ngành. Do vậy, luận án thực hiện nghiên cứu về CCNV của các DN NY trong ngành VLXD ở Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2009-2020. Đây là khoảng thời gian mà hoạt động sản xuất kinh doanh của các DNNY trong ngành VLXD trải qua những giai đoạn khác nhau. Việc mở rộng phạm vi nghiên cứu về mặt thời gian sẽ cung cấp kết quả nghiên cứu đa diện hơn về CCNV của các các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

Như vậy, luận án “**Cơ cấu nguồn vốn của các Doanh nghiệp niêm yết ngành vật liệu xây dựng ở Việt Nam**” là đề tài nghiên cứu có tính độc lập và hoàn toàn không trùng lặp với bất kỳ công trình nghiên cứu nào trước đây về đối tượng, phạm vi và nội dung nghiên cứu.

7. Kết quả đạt được và những đóng góp mới của luận án

Về cách tiếp cận: Luận án xem xét lý thuyết CCNV trong tương quan với chiến lược phát triển và vòng đời của DN. Do vậy, để xây dựng và hoàn thiện chính sách tài trợ, nhà quản trị tài chính DN phải xét đến CCNV hiện tại của DN cũng như việc điều chỉnh CCNV này trong mối tương quan với các mục tiêu kinh doanh chiến lược của từng giai đoạn trong vòng đời doanh nghiệp.

Về nội dung: Luận án cung cấp kết quả nghiên cứu toàn diện về cơ cấu nguồn vốn cũng như hành vi của nhà quản trị tài chính khi ra các quyết định về CCNV của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

Về bối cảnh: Luận án nghiên cứu CCNV của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam trong bối cảnh các doanh nghiệp này vừa trải qua giai đoạn khó khăn, cần có sự tái cơ cấu về cả sản xuất, tài chính lẫn bộ máy hoạt động. Các DN cần xây dựng được chiến lược tài chính, bao gồm cả chiến lược tài trợ nhằm đáp ứng những mục tiêu phát triển chiến lược của ngành VLXD đến năm 2030, tầm nhìn 2045.

8. Bố cục của luận án

Ngoài phần mở đầu và kết luận, hệ thống tài liệu tham khảo, danh mục các công trình đã công bố của tác giả và phần phụ lục, luận án gồm 3 chương:

Chương 1: Lý luận chung về cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp

Chương 2: Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành vật liệu xây dựng ở Việt Nam

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành vật liệu xây dựng ở Việt Nam

CHƯƠNG 1: LÝ LUẬN CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Nguồn vốn và phân loại nguồn vốn của doanh nghiệp

1.1.1. Khái niệm nguồn vốn của doanh nghiệp

1.1.2. Phân loại nguồn vốn

1.2. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

1.2.1. Khái niệm cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

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

1.2.3. Một số lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

1.2.4. Các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

1.2.5. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hoạt động kinh doanh của DN

1.3. Hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của doanh nghiệp

1.3.1. Khái niệm cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

1.3.2. Tầm quan trọng của việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

1.3.3. Các nguyên tắc cơ bản hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

1.3.4. Trình tự và các cách tiếp cận hoạch định CCNV mục tiêu cho DN

1.4. Kinh nghiệm hoạch định cơ cấu nguồn vốn của một số DN VLXD trên thế giới và bài học cho DN VLXD NY tại Việt Nam

1.4.1. Cơ cấu nguồn vốn của một số Tập đoàn VLXD lớn trên thế giới

1.4.2. Tổng hợp kinh nghiệm của các nhà quản trị về cơ cấu nguồn vốn và hoạch định cơ cấu nguồn vốn

1.4.3. Bài học kinh nghiệm dành cho các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam

Thứ nhất, sự điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD trên thế giới từ năm 2016 đến nay khá rõ nét, gắn với bối cảnh kinh tế vĩ mô, bối cảnh ngành, và hiệu quả sinh lời của doanh nghiệp.

Thứ hai, trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 diễn biến phức tạp và nền kinh tế Việt Nam tiếp tục nhận được đánh giá khả quan về tốc độ tăng trưởng, nợ vay ngân hàng là một sự lựa chọn phù hợp

Thứ ba, mô hình tài trợ thận trọng và ưu tiên sử dụng nguồn vốn dài hạn, đặc biệt là năng lực tự tài trợ bằng nguồn vốn nội sinh được các TD VLXD sử dụng nhằm đảm bảo an toàn tài chính, khả năng thanh toán, tính liên tục của hoạt động, và sự linh hoạt tài trợ.

Thứ tư, duy trì một chính sách cổ tức ổn định nhằm phát những tín hiệu tích cực đến các cổ đông hiện hành cũng như toàn bộ thị trường là một sự lựa chọn sáng suốt trong bối cảnh khủng hoảng như hiện nay.

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG Ở VIỆT NAM

2.1. Tổng quan về các các doanh nghiệp niêm yết trong ngành vật liệu xây dựng ở Việt Nam

2.1.1. Quá trình hình thành và phát triển của các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng ở Việt Nam

2.1.2. Đặc điểm hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành VLXD ở Việt Nam

2.1.3. Tổng quan về mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu của luận án gồm 30 doanh nghiệp. Mẫu nghiên cứu đảm bảo được một số tiêu chuẩn: (1) phù hợp với đối tượng nghiên cứu của luận án; (2) tính đại diện cho ngành VLXD Việt Nam khi mẫu gồm 27 DNNY trong VLXD có quy mô lớn theo từng phân ngành nhỏ là xi măng, thép, gạch – đá xây dựng; (3) tính nhất quán. Ngoài ra, các doanh nghiệp này đều có nguồn thông tin, dữ liệu tài chính được kiểm toán hàng năm, đảm bảo được tính minh bạch và chính

xác của dữ liệu. Mẫu nghiên cứu được phân loại theo (i) quy mô vốn, (ii) cơ cấu sở hữu, (iii) theo ngành hàng.

2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam

2.2.1. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD - Theo quan hệ sở hữu vốn

Trong giai đoạn 2009-2020, cùng với sự tăng trưởng về nguồn vốn thì VCSH và NPT của các DNNY trong ngành VLXD cũng có sự gia tăng đáng kể. Cuối năm 2009, quy mô NPT bình quân của các DNNY trong ngành VLXD là 34.747 tỷ đồng, chiếm 66,83% tổng nguồn vốn. Quy mô NPT cuối năm 2020 tăng lên mức 115.703 tỷ đồng song tỷ trọng nợ vay đã giảm xuống còn 54,95%. Điều này đồng nghĩa với sự gia tăng của VCSH. Quy mô VCSH bình quân của các DN NY trong ngành VLXD đã liên tục tăng trưởng, từ mức 17.245 tỷ đồng vào năm 2009 lên 94.865 tỷ đồng vào năm 2020, đưa hệ số VCSH lên mức 45% vào cuối năm 2020.

Hệ số nợ bình quân của các DNNY trong ngành VLXD ở giai đoạn 2009-2020 dao động trong khoảng từ 0,55 - 0,67. Hệ số nợ bình quân tăng đều trong giai đoạn 2009 – 2012, đạt đỉnh vào năm 2013, sau đó giảm dần đến cuối năm 2017. Giai đoạn 2017-2020, hệ số nợ bình quân có xu hướng tăng trở lại do nhiều DN có nhu cầu vay nợ dài hạn để mở rộng đầu tư hoặc nâng cao công nghệ sản xuất. Hệ số nợ của các DN có sự khác biệt theo quy mô, cơ cấu sở hữu và ngành hàng.

Theo quy mô: DN lớn có hệ số nợ cao hơn các DN nhỏ trong toàn giai đoạn nghiên cứu. DN lớn đã tận dụng lợi thế về quy mô và vị thế thị trường để huy động nợ. Xu hướng biến động hệ số nợ của 2 nhóm DN trong toàn giai đoạn là khá tương đồng nhau, tăng mạnh trong giai đoạn 2009-2013 sau đó sụt giảm dần từ năm 2014.

Theo cơ cấu sở hữu: Với những ưu đãi trong việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng, bảo lãnh tín dụng của Nhà nước thì nhóm DN có sở hữu Nhà nước sử dụng nhiều nợ hơn so với nhóm DN không có sở hữu Nhà nước. Tuy nhiên từ năm 2012, khi việc thoái vốn Nhà nước được đẩy mạnh, đồng thời Nhà nước cũng cắt giảm một số ưu đãi trong việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng đã làm cho hệ số nợ của nhóm DN có sở hữu Nhà nước giảm liên tục từ mức 76,45% vào năm 2009 xuống còn 47,22% vào năm 2020. Trái ngược với xu hướng giảm hệ số nợ của nhóm DN có sở hữu Nhà nước, nhóm DN không có sở hữu Nhà nước đã tăng dần hệ số nợ từ năm 2017.

Theo ngành hàng: Trong giai đoạn 2009-2013, DN xi măng có hệ số nợ cao nhất trong 3 phân ngành, luôn duy trì quanh mức 80%. Tuy nhiên, hệ số nợ của các DN xi măng sụt giảm liên tục và giảm về mức dưới 50% vào cuối năm 2020. Hệ số nợ của các DN gạch – đá cũng có chiều hướng biến động tương tự song thấp hơn các DN xi măng đáng kể. DN thép giảm bớt sử dụng nợ vay trong

giai đoạn 2009-2015 song từ cuối năm 2016 trở lại đây đang có xu hướng tăng trở lại.

-Theo thời gian huy động và sử dụng nguồn vốn

Nhìn chung, trong giai đoạn 2009-2020, các DNNY trong ngành VLXD phụ thuộc lớn vào nợ ngắn hạn (NNH), với tỉ trọng dao động từ 55% đến 84% tổng NPT. Xu hướng này duy trì khá ổn định từ năm 2014 trở đi, khi NNH chiếm từ 77% đến 84% NPT. DN nhỏ có mức độ phụ thuộc vào nợ ngắn hạn cao hơn so với các DN lớn. Tỷ trọng NNH của các DN nhỏ tăng liên tục từ 66,93% lên đến 90,87% vào năm 2020 do phần lớn các DN nhỏ không đầu tư mở rộng TSCĐ mà chỉ duy trì năng lực sản xuất hiện tại, các DN này chủ yếu sử dụng nguồn vốn tạm thời để tài trợ cho hoạt động thường xuyên của mình. Tỷ trọng NNH của nhóm DN lớn giảm từ mức 84,16% (2016) xuống 57,87% (2020). Nhìn chung các DNNY trong ngành VLXD chủ yếu sử dụng nợ vay ngân hàng với tỷ lệ từ 65% đến 85%.

Theo cơ cấu sở hữu, DN có sở hữu nhà nước cho thấy mức độ sử dụng NNH tăng liên tục, từ 30% (2009) lên mức 90% (2020). DN tư nhân có mức độ sử dụng nợ ngắn hạn trong giai đoạn 2009-2016 cao hơn DN có sở hữu nhà nước. Tuy nhiên, từ năm 2017 đến nay, các DN tư nhân có xu hướng giảm bớt sự phụ thuộc vào NNH so với các DN có sở hữu nhà nước.

Theo phân ngành, DN ở ba phân ngành đều có xu hướng gia tăng sử dụng NNH trong giai đoạn 2009-2020 song ở mỗi phân ngành, mức độ sử dụng NNH có sự khác biệt. DN xi măng cho thấy sự phụ thuộc lớn vào NNH khi tỷ trọng NNH tăng liên tục từ 27,68% vào năm 2009 lên đến 98,16% vào năm 2020. DN gạch – đá do đặc thù sản xuất kinh doanh nên duy trì lượng vốn ngắn hạn lớn và ổn định so với DN thuộc các phân ngành khác. Mặc dù có sự điều chỉnh giảm nhẹ vào giai đoạn 2010-2012, NNH vẫn chiếm đến 90,33% trong tổng nợ phải trả.

Đối với các DN thép, để giảm bớt áp lực thanh toán, trong giai đoạn 2010-2012, tỷ trọng nợ ngắn hạn có xu hướng giảm. Cuối năm 2012, tỷ trọng nợ ngắn hạn của nhóm DN thép là 76,52%. Giai đoạn 2013-2017, các DN thép tăng cường sử dụng NNH; song từ năm 2017 đến nay, do nhu cầu đầu tư dài hạn tăng, các DN thép giảm bớt sử dụng NNH và tăng cường sử dụng nguồn vốn dài hạn. Cuối năm 2020, tỷ trọng nợ ngắn hạn trong tổng nợ phải trả của nhóm DN thép là 75,58%, thấp hơn rất nhiều so với 2 nhóm DN còn lại.

Nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC) của các DNNY ngành VLXD giảm mạnh trong giai đoạn 2010-2015; liên tục từ 2011 đến 2015, NWC của các DN này âm. An toàn tài chính của các DN đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi tình hình SXKD. Một số DN như Xi măng Bỉm Sơn, Xi măng Bút Sơn, Xi măng Hà Tiên, Viglacera Tiên Sơn có NWC âm trong toàn giai đoạn. Từ năm 2016, NWC của các DN đã có sự cải thiện. Cuối năm 2017, NWC của các DN đã đạt 16.131 tỷ đồng. Tuy nhiên trong các năm từ 2018-2020, một số DN lớn tăng

manh nhu cau dau tur vao TSDH khien NWC cua toan nganh sut giam, song van dam bao nguyen tac an toan tai chinh.

- Theo phạm vi huy động vốn

LNST chưa phân phối và các quỹ sau giai đoạn sụt giảm từ 2009-2012, đã tăng trở lại từ năm 2013 cho đến 2020. Năm 2013, LNST chưa phân phối đạt 3.589 tỷ đồng tăng 143% so với năm 2012. Sự phục hồi mạnh mẽ này đã giúp cho tỷ trọng LNST chưa phân phối trong tổng VCSH tăng từ 9,2% lên 12,1%. Đến năm 2020, LNST chưa phân phối đạt 29.047 tỷ đồng, tương ứng tỷ trọng trong VCSH đạt 20,5%. Điều này cho thấy hoạt động kinh doanh của các DN NY trong ngành VLXD vẫn được duy trì ổn định. Tuy nhiên có 3/30 DN NY trong ngành VLXD (bao gồm VIS, DXV, HLY) những năm gần đây có LNST chưa phân phối đạt giá trị âm, làm giảm giá trị VCSH.

Vốn cổ phần liên tục gia tăng từ mức 11.085 tỷ đồng năm 2009 lên đến 56.275 tỷ đồng vào năm 2020. Đặc biệt, tốc độ tăng trưởng của vốn cổ phần tăng nhanh trong những năm từ 2016-2020, với tốc độ tăng trưởng bình quân là 22,68%/năm. Với sự tăng trưởng về quy mô như vậy, tỷ trọng vốn cổ phần trong tổng vốn chủ sở hữu luôn chiếm trên 50%.

Có 24/30 DN có sự điều chỉnh tăng vốn cổ phần. Tiêu biểu như năm 2020, vốn cổ phần của HPG tăng 1.687%, NKG tăng 1.213%, VCS tăng 1.067% so với năm 2009. Trong đó, 73,77% số vốn cổ phần tăng do phát hành cổ phiếu trả cổ tức; 25,71% do số vốn mới tăng thêm và 0,53% do chuyển đổi nợ. Tổng số vốn cổ phần thường mới các DN huy động được trong toàn giai đoạn đạt 12.190 tỷ đồng với các hình thức phát hành đa dạng. Điển hình là phát hành cổ phiếu thưởng (ESOP) như NKG năm 2016; phát hành cổ phiếu dành quyền ưu tiên mua cho cổ đông hiện hành của VIT năm 2017, hay như HPG năm 2015 đã chọn đúng thời điểm phát hành cổ phiếu rộng rãi ra công chúng và thu về nguồn thặng dư vốn cổ phần lớn.

2.2.2. Đánh giá tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hoạt động của các DNNY trong ngành VLXD

- Tác động đến WACC

Chi phí sử dụng nợ vay của cả 2 nhóm DN thép có hệ số nợ cao và hệ số nợ thấp đều có xu hướng giảm trong giai đoạn 2010 – 2016. Từ năm 2017, chi phí sử dụng nợ vay của cả 2 nhóm DN lại có xu hướng tăng trở lại. Chiều hướng biến động của hai nhóm DN là khá tương đồng, đặc biệt trong giai đoạn 2012-2017. Giai đoạn 2018-2020, chênh lệch về chi phí sử dụng nợ vay của 2 nhóm DN trở nên rõ ràng hơn. Nhóm DN có hệ số nợ cao, chi phí sử dụng nợ vay đã giảm từ 4,18% vào năm 2010 xuống còn 3,77% vào năm 2016, sau đó tăng lên mức 8,74% vào năm 2020. Đối với nhóm DN vay nợ thấp, chi phí sử dụng nợ vay đã giảm từ 9,16% vào năm 2010 xuống còn 4,87% vào năm 2016, sau đó tăng lên mức 5,11% vào năm 2020.

Chi phí sử dụng nợ vay của cả 2 nhóm DN xi măng đều có xu hướng giảm trong giai đoạn 2010-2020. Đối với nhóm DN hệ số nợ thấp, chi phí sử dụng vốn vay đã giảm từ 7,41% vào năm 2010 xuống còn 3,02% vào năm 2020. Ngoại trừ năm 2015, DXV đã có chi phí sử dụng vốn vay tăng đột biến lên đến 65% làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân của nhóm tăng lên mức 14,62%. Đối với nhóm DN hệ số nợ cao, chi phí sử dụng vốn vay sau khi tăng từ 2,76% năm 2010 lên 7,89% vào năm 2011 thì đã giảm xuống còn 5,87% vào năm 2020. Chi phí sử dụng vốn vay của các DN xi măng cũng đã có sự phân hoá theo nhóm nợ, trong đó nhóm DN có mức độ vay nợ cao hơn thì có chi phí sử dụng vốn vay cũng cao hơn. Tuy nhiên mức độ cách biệt không quá lớn, chỉ ở mức 1% đến 3%.

Chi phí sử dụng nợ vay của các DN gạch – đá có xu hướng sụt giảm trong giai đoạn 2010-2017, tăng dần trong giai đoạn 2017-2019 và giảm đi vào năm 2020. Chu kỳ biến động này là khá tương đồng ở cả 2 nhóm DN hệ số nợ cao và nhóm DN hệ số nợ thấp. Riêng năm 2011, chi phí sử dụng vốn vay của MCC trong nhóm DN hệ số nợ thấp tăng vọt lên 140% đã khiến cho chi phí sử dụng vốn vay bình quân của nhóm tăng lên 32,36%. Ngoài trường hợp cá biệt của MCC vào năm 2011 thì sự phân hoá về chi phí sử dụng vốn vay giữa 2 nhóm DN có hệ số nợ cao và hệ số nợ thấp là khá rõ rệt. Nhóm DN có hệ số nợ thấp có chi phí sử dụng vốn vay nhỏ hơn so với nhóm DN hệ số nợ cao. Chênh lệch về chi phí sử dụng vốn vay giữa 2 nhóm DN dao động trong khoảng 1% đến 4%.

- Tác động của CCNV đến rủi ro tài chính của các DNNY trong ngành VLXD

- + Tác động của CCNV đến Khả năng thanh toán
- + Tác động của CCNV đến Khả năng trả lãi vay
- + CCNV và mức độ tác động của ĐBTC

- Tác động đến tỷ suất sinh lời

Đối với nhóm DN thép, nhóm DN hệ số nợ thấp có BEP bình quân lớn hơn nhóm DN hệ số nợ cao; đồng thời, duy trì được BEP cao hơn chi phí sử dụng vốn vay. Điều này đồng nghĩa với việc nhóm DN có hệ số nợ thấp đã sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả, tạo điều kiện gia tăng ROE. Tuy sự khuếch đại ROE qua các năm là không lớn (DFL dao động trong khoảng từ 1,08 đến 1,61) nhưng các DN có hệ số nợ thấp vẫn đạt được mức ROE tương đối cao dao động trong khoảng từ 11,88% đến 37,85%. Ngược lại, nhóm DN hệ số nợ cao thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính là chưa hiệu quả, BEP của nhóm DN hệ số cao thường nhỏ hơn BEP của nhóm DN hệ số nợ thấp. Một số năm như 2012, 2013, 2018, 2019, BEP của nhóm DN hệ số nợ cao thấp hơn rd, làm cho ROE của nhóm DN hệ số nợ cao giảm mạnh. Cụ thể ROE của nhóm DN này năm 2012 là 4,56%, giảm 8,6% so với năm 2011; ROE năm 2018 là -1,39% giảm 7,72% so với năm 2017.

Đối với nhóm DN xi măng, sự khác biệt về ROE giữa 2 nhóm DN hệ số nợ cao và nhóm DN hệ số nợ thấp được chia thành 2 giai đoạn. Trong giai đoạn 2009-2014, nhóm DN hệ số nợ cao có BEP nhỏ hơn so với nhóm DN hệ số nợ thấp. Tại một số năm như 2012 và 2013, BEP của nhóm DN hệ số nợ cao còn nhỏ hơn rd. Vì vậy, việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao đã càng làm cho ROE của nhóm DN hệ số nợ cao sụt giảm, và nhỏ hơn so với nhóm DN hệ số nợ thấp. Ngược lại nhóm DN hệ số nợ thấp dù DFL không lớn, nhưng với việc sản xuất kinh doanh hiệu quả, $BEP > rd$ đã làm cho ROE đạt được lớn hơn.

Chuyển sang giai đoạn 2015-2020, nhóm DN hệ số nợ cao lại đạt được BEP lớn hơn so với nhóm DN hệ số nợ thấp. Đồng thời khi so sánh với rd, thì BEP của nhóm DN hệ số nợ cao thường lớn hơn rd, trong khi nhóm DN hệ số nợ thấp thường có BEP nhỏ hơn rd. Như vậy, đòn bẩy tài chính của nhóm DN hệ số nợ cao trong giai đoạn này đã mang lại hiệu quả tốt hơn so với nhóm DN hệ số nợ thấp. Điều đáng chú ý là giai đoạn 2015-2020 cũng là giai đoạn mà nhóm DN hệ số nợ cao có xu hướng giảm dần hệ số nợ xuống.

Đối với nhóm DN gạch - đá, những DN có hệ số nợ thấp đang sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả, làm gia tăng ROE. Mặc dù có những thời điểm khó khăn nhưng nhóm DN hệ số nợ thấp đã có $BEP > rd$ trong giai đoạn 2009-2020. Từ đó làm cho ROE của nhóm DN này luôn > 0 . Đồng thời, tuy DFL chỉ dao động trong khoảng từ 1,02 – 1,67, với việc có được BEP lớn (dao động trong khoảng 9,32% - 32,94%), ROE của nhóm DN hệ số nợ thấp đạt được khá cao. Trong những năm khó khăn như 2012, ROE vẫn đạt được là 12,03% và ở giai đoạn phục hồi thì ROE tăng trưởng rất mạnh (năm 2017, ROE đạt 51,96% hay năm 2019, ROE đạt 42,97%). Nhóm DN hệ số nợ cao sử dụng đòn bẩy tài chính chưa hiệu quả. BEP bình quân của nhóm đạt được khá thấp (dao động trong khoảng 5,26% - 13,17%). Sự chênh lệch giữa BEP là rd là không nhiều, có những thời điểm BEP bình quân của nhóm $< rd$, làm sụt giảm ROE.

2.2.3. Nghiên cứu định lượng về cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD

- Những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD

Để làm rõ những nhân tố tác động đến CCNV của các DNNY trong ngành VLXD, tác giả xây dựng giả thuyết nghiên cứu và mô hình định lượng dựa trên những nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trước đây về CCNV. Khung lý thuyết cho mô hình nghiên cứu định lượng dựa trên những Lý thuyết nền tảng về CCNV được trình bày tại Chương 1 và tổng quan nghiên cứu trình bày tại Phần mở đầu.

Trong phạm vi luận án, với đặc thù của mẫu nghiên cứu là các DNNY ngành VLXD trong giai đoạn 2010-2020, tác giả đưa ra những giả thuyết nghiên cứu sau để làm rõ tác động của các nhân tố đến CCNV:

H1 - Tài sản cố định có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

H2 - Quy mô doanh nghiệp có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

H3 - Cơ hội tăng trưởng có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

H4 - Cơ cấu sở hữu có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

H5 - Quy mô nguồn vốn nội sinh có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

H6 - Rủi ro kinh doanh có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

H7 - Chu kỳ sống của doanh nghiệp có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

H8 - Đặc điểm lĩnh vực kinh doanh có tác động đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam.

Mô hình nghiên cứu:

$$Hd_{i,t} = \beta_{01} + B * X + \varepsilon_{1,i,t} (1)$$

$$Lev_{i,t} = \beta_{02} + B * X + \varepsilon_{1,i,t} (2)$$

$$SDebt_{i,t} = \beta_{03} + B * X + \varepsilon_{2,i,t} (3)$$

$$LDebt_{i,t} = \beta_{04} + B * X + \varepsilon_{3,i,t} (4)$$

Trong đó: B là vector hệ số hồi quy; X là vector các biến độc lập; ε là sai số của mô hình.

Kết quả ước lượng trên toàn mẫu nghiên cứu cho thấy bằng chứng chấp nhận các giả thuyết nghiên cứu từ H1 đến H8 về mặt thống kê. Quy mô doanh nghiệp cho thấy tác động cùng chiều đến hệ số nợ tổng quát, hệ số nợ vay, hệ số nợ ngắn ở mức ý nghĩa thống kê p-value <1%; tác động ngược chiều đến hệ số nợ dài hạn ở mức ý nghĩa thống kê p-value <5%. Như vậy, DN quy mô lớn có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay. Đồng thời, DN quy mô lớn có xu hướng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn hơn nợ dài hạn. TSCĐ cho thấy tác động thuận chiều đến hệ số nợ ở mức ý nghĩa thống kê p-value <1%. DN có tỷ trọng TSCĐ càng lớn càng có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay. DN có vị thế thị trường càng mạnh có xu hướng sử dụng ít nợ vay và nợ ngắn hạn,

song có xu hướng sử dụng nhiều nợ dài hạn so với các DN có vị thế thị trường thấp hơn.

Nguồn vốn nội sinh cho thấy tác động ngược chiều đến hệ số nợ ở mức ý nghĩa p-value <1%. Kết quả này cung cấp bằng chứng có ý nghĩa thống kê ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng. Kết quả này cũng cho thấy các DN ngành VLXD đã bước qua giai đoạn tăng trưởng giá trị; để mở rộng quy mô theo chiều rộng, các DN ngành VLXD có xu hướng sử dụng nợ vay dài hạn.

Về tác động của cơ cấu sở hữu, sở hữu nhà nước cho thấy tác động ngược chiều đến hệ số nợ tổng quát, hệ số nợ vay, và hệ số nợ ngắn hạn ở mức ý nghĩa thống kê p-value <1%. Không cho thấy tác động của sở hữu ban điều hành đến hệ số nợ. Những DN có tỷ lệ sở hữu nhà nước càng lớn càng ít phụ thuộc vào nợ vay. Điều này đồng nghĩa với việc DN tư nhân có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn khi phát sinh nhu cầu đầu tư. Sự hiện diện của chủ sở hữu nhà nước trong cơ cấu sở hữu cho phép các DN có những ưu thế nhất định về quy mô VCSH, giảm bớt sự phụ thuộc vào nợ vay.

Cơ cấu nguồn vốn của các DNNY ngành VLXD cũng có sự thay đổi rõ rệt theo chu kỳ ngành và vòng đời của doanh nghiệp. Ở giai đoạn tăng trưởng và phát triển, các DN trong ngành có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay để tài trợ cho nhu cầu đầu tư. Tuy nhiên, các DN có xu hướng giảm dần nợ vay khi bước vào giai đoạn tiền suy thoái. Kết quả này cũng cho thấy xu hướng tuân theo trật tự phân hạng khi ra quyết định CCNV của các nhà quản trị.

- Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu và hành vi điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn của nhà quản trị tài chính

Mô hình nghiên cứu:

Mô hình động:

$$Hd_{i,t} = \beta_0 * \gamma + \rho * Hd_{i,t-1} + \delta X(t) + \eta_i + \lambda_t + v_{it} \quad (5)$$

Trong đó: $\alpha = \gamma * \beta_0$; $\rho = (1 - \gamma)$; $\delta_k = \gamma * \beta_k$; và $\lambda_t v_{it} = \gamma e_{it}$

$$Hd_{i,t} = \beta_0 * \gamma + (1 - \gamma) * Hd_{i,t-1} + \gamma * BX(t - 1) + \mu_{i,t} \quad (6)$$

Căn cứ vào kết quả ước lượng, 1- hệ số hồi quy của biến Lag Hd sẽ cho biết tốc độ điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn bình quân của ngành.

Mô hình điều chỉnh dạng tĩnh, ước lượng bằng OLS:

$$Hd - diff_{it} = \beta_0 + BX(t - 1) + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

a. Kết quả mô hình điều chỉnh dạng tĩnh (Mô hình 7)

Ước lượng trên toàn mẫu nghiên cứu cho thấy chỉ có biến phụ thuộc là Lev_diff cho mô hình có p-value <5% và Adjusted R-squared = 0.0303. Kết quả ước lượng cho từng phân ngành không cho thấy sự phù hợp mô hình của tất cả các biến phụ thuộc ở DN thép và DN xi-măng song có ý nghĩa thống kê p-value <1% ở các DN gạch-đá. Biến Tang, Inter_Cap có tác động lên tốc độ điều chỉnh hệ số nợ ở mức ý nghĩa 5% và 1%; Sale_growth có tác động lên hệ số nợ ở mức ý nghĩa 10%. DN có tỷ trọng TSCĐ trong tổng tài sản

lớn có tốc độ điều chỉnh hệ số nợ vay tiến đến hệ số nợ vay mục tiêu chậm hơn. DN có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao có tốc độ điều chỉnh hệ số nợ vay chậm hơn. DN có nguồn vốn nội sinh nhỏ có tốc độ điều chỉnh hệ số nợ vay chậm hơn. Đối với nhóm DN chuyển từ giai đoạn phát triển sang giai đoạn ổn định, hai biến có tác động mạnh đến tốc độ điều chỉnh là bồi cảnh ngành và Inter_Cap. Càng về giai đoạn ổn định, tốc độ điều chỉnh đến hệ số nợ mục tiêu của các DN càng giảm do đã tích lũy được một lượng vốn nội sinh nhất định.

b. Kết quả điều chỉnh dạng tĩnh của Nợ ngắn hạn

Với biến phụ thuộc SDebt, mô hình điều chỉnh dạng tĩnh ở các giai đoạn thuộc vòng đời doanh nghiệp đều có ý nghĩa p-value <1%. Tuy nhiên, chỉ có phân ngành xi măng cho thấy mô hình có sự phù hợp với p-value <1% và Adjusted R-squared= 0.2003.

c. Kết quả điều chỉnh dạng tĩnh hệ số nợ dài hạn

Với biến phụ thuộc LDebt, mô hình điều chỉnh dạng tĩnh ở các giai đoạn thuộc vòng đời DN có ý nghĩa ở mức p-value <1%. Kết quả hồi quy theo phân ngành xi-măng và phân ngành gạch cho ý nghĩa ở mức p-value <5%. Trái với nợ ngắn hạn, tốc độ điều chỉnh nợ dài hạn biến thiên cùng chiều với quy mô DN và ngược chiều với quy mô TSCĐ. Ở giai đoạn phát triển, DN có quy mô lớn cho thấy tốc độ điều chỉnh về hệ số nợ dài hạn mục tiêu nhanh hơn. Những DN có tỷ trọng TSCĐ lớn; quy mô nguồn nội sinh lớn; tỷ lệ sở hữu nhà nước cao có tốc độ điều chỉnh nợ dài hạn chậm hơn. DN ở giai đoạn ổn định, tốc độ điều chỉnh nợ dài hạn phụ thuộc vào cơ hội tăng trưởng và quy mô nguồn vốn nội sinh. Doanh nghiệp ở giai đoạn ổn định có cơ hội tăng trưởng cao cho thấy tốc độ điều chỉnh nợ dài hạn về hệ số mục tiêu càng nhanh. Đồng thời, năng lực tự tài trợ càng cao thì tốc độ điều chỉnh càng nhanh.

Xem xét tốc độ điều chỉnh hệ số nợ dài hạn theo phân ngành cho thấy các DN xi-măng có quy mô lớn, tỷ trọng TSCĐ thấp có xu hướng điều chỉnh hệ số nợ dài hạn nhanh hơn. DN có thế mạnh trên thị trường, nguồn vốn nội sinh lớn chậm điều chỉnh nợ dài hạn. Trái lại, những DN gạch-đá có nguồn nội sinh lớn càng nhanh chóng điều chỉnh nợ dài hạn. Tốc độ điều chỉnh nợ dài hạn biến thiên ngược chiều với tốc độ tăng doanh thu. DN có tốc độ tăng doanh thu càng lớn càng có xu hướng điều chỉnh nợ vay dài hạn chậm.

d. Kết quả mô hình hồi quy động - Mô hình (5) – Hồi quy GMM

Kết quả ước lượng GMM cho thấy tốc độ điều chỉnh hệ số nợ tổng quát của các DN ngành VLXD là 32%; tốc độ điều chỉnh hệ số nợ vay là 40%; hệ số nợ ngắn hạn là 45% và hệ số nợ dài hạn là 22%. Kết quả này cũng phản ánh sự phụ thuộc của các DNNY ngành VLXD vào nợ ngắn hạn. Mô hình tĩnh (FEM) cho tốc độ điều chỉnh lần lượt là 53%; 59%; 53%; 41%. Những nhân tố có tác động có ý nghĩa thống kê đến tốc độ điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn

của các DNNY ngành VLXD gồm có Quy mô doanh nghiệp, tỷ trọng TSCĐ, vị thế thị trường, tốc độ tăng trưởng doanh thu, lá chắn thuế phi nợ vay, và nguồn vốn nội sinh. Doanh nghiệp có quy mô càng lớn có tốc độ điều chỉnh nợ ngắn hạn nhanh song tốc độ điều chỉnh nợ dài hạn chậm. Tỷ trọng TSCĐ càng lớn, DN càng có xu hướng điều chỉnh nợ dài hạn nhanh hơn. DN có vị thế thị trường mạnh có xu hướng nhanh chóng điều chỉnh nợ vay. Trái lại, lá chắn thuế từ khấu hao và nguồn vốn nội sinh làm giảm tốc độ điều chỉnh nợ vay. Tốc độ điều chỉnh CCNV cũng phụ thuộc vào vòng đời của doanh nghiệp. Doanh nghiệp ở giai đoạn phát triển hoặc ổn định cho thấy tốc độ điều chỉnh nợ ngắn hạn nhanh hơn. Doanh nghiệp ở giai đoạn tiền suy thoái có tốc độ điều chỉnh nợ dài hạn nhanh hơn.

- Tác động của CCNV đến TSSL của các DNNY trong ngành VLXD

Để làm rõ tác động của cơ cấu nguồn vốn đến tỷ suất sinh lời của các DN, mô hình nghiên cứu được xây dựng với biến phụ thuộc là ROE và Tobin's Q như sau:

$$ROE_{it} = \beta_{08} + B_1X + \varepsilon_{it1} \quad (8)$$

$$Tobin'sQ_{it} = \beta_{09} + B_2X + \varepsilon_{it2} \quad (9)$$

Trong đó X là vector biến giải thích gồm các biến đo lường CCNV, biến Turnover đo lường tốc độ quay vòng của tài sản, được tính bằng DTT/Tổng tài sản; biến NWC phản ánh nguồn vốn lưu động thường xuyên, đánh giá mô hình tài trợ của DN, đo lường bằng NVDH – TSDH; biến Gross_P_M phản ánh tỷ suất lợi nhuận gộp của DN, đo lường bằng LN gộp từ bán hàng & CCDV/ DTT; biến CFO phản ánh dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

a. Tác động của hệ số nợ tổng quát đến ROE và Tobin's Q

Kết quả kiểm định cho thấy không tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa Hd và ROE. Đồng thời, Hd không có tác động có ý nghĩa thống kê lên Tobin's Q. Hệ số nợ tổng quát có tác động ngược chiều lên ROE ở mức ý nghĩa thống kê p-value <1% song tác động này không thay đổi theo chu kỳ phát triển của ngành. Đối với từng phân ngành, Hd cho thấy tác động ngược chiều lên ROE ở mức ý nghĩa thống kê p-value <1% ở nhóm DN thép và DN gạch - đá, không tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê ở DN xi măng. Xem xét tác động của Hd lên ROE theo từng giai đoạn của chu kỳ sống DN cho thấy tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê ở giai đoạn L1 và giai đoạn L3.

b. Tác động của Hệ số nợ vay Lev lên ROE và Tobin's Q

Kết quả kiểm định cho thấy không tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa Lev và ROE. Đồng thời, Lev không có tác động có ý nghĩa thống kê lên Tobin's Q. Hệ số nợ vay có tác động ngược chiều lên ROE ở mức ý nghĩa thống kê p-value <1% song tác động này không thay đổi theo chu kỳ phát

triển của ngành. Tác động của Lev lên ROE cho từng giai đoạn của vòng đời cho thấy giai đoạn L1 không tồn tại mối quan hệ phi tuyến, chỉ tồn tại mối quan hệ tuyến tính ($p\text{-value} < 10\%$) với giá trị hệ số beta là -0.583523 . Giai đoạn L2 không cho thấy tác động của Lev đến ROE; giai đoạn L3 cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến với hệ số beta của Lev^2 là 1.151945 ở mức ý nghĩa $p\text{-value} < 5\%$.

c. Tác động của hệ số nợ ngắn hạn (SDebt) lên ROE và Tobin's Q

Hệ số nợ ngắn hạn cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê lên ROE và Tobin's Q. Đồng thời, tồn tại mối quan hệ phi tuyến có ý nghĩa thống kê giữa SDebt và ROE. Khi xem xét tác động theo từng phân ngành, tồn tại mối quan hệ phi tuyến của SDebt ở nhóm DN thép; SDebt không có tác động đến ROE của các DN xi măng; tồn tại mối quan hệ tuyến tính ngược chiều giữa SDebt với ROE của các DN ngành gạch - đá. Mối quan hệ phi tuyến của SDebt với ROE được tìm thấy khi DN ở giai đoạn L1 và giai đoạn L2 ở mức ý nghĩa $p\text{-value} < 1\%$.

d. Tác động của hệ số nợ dài hạn (LDebt) lên ROE và Tobin's Q

Hệ số nợ dài hạn cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê lên ROE; đồng thời tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa hệ số nợ dài hạn với ROE ở toàn mẫu cũng như tất cả các phân ngành. Tác động của hệ số nợ dài hạn đến ROE thay đổi theo chu kỳ ngành. Ở giai đoạn phát triển, hệ số nợ dài hạn làm giảm ROE. Xem xét các giai đoạn của vòng đời DN, chỉ có giai đoạn L1 cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê của hệ số nợ dài hạn đến ROE. Tác động của hệ số nợ dài hạn đến ROE thay đổi theo chu kỳ ngành.

2.2.4. Quyết định cơ cấu nguồn vốn của các nhà quản trị tài chính tại các DNNY trong ngành VLXD

Cách thức huy động vốn của các nhà quản trị tài chính: Chỉ duy nhất CTCP xi măng Bim Sơn lựa chọn phương án b, tức là duy trì CCNV mục tiêu. CTCP Hoà Phát lựa chọn PA a, tuân theo trình tự huy động vốn với ưu tiên dành cho nguồn vốn có lợi nhất. Các DNVLXD chưa niêm yết có 03 DN chọn a và 01 DN chọn c. Phương án a được nhiều DN lựa chọn nhất, tiếp đến là phương án c. Kết quả này cho thấy trong thực tiễn, các nhà quản trị tài chính có xu hướng tuân theo lý thuyết trật tự phân hạng khi hoạch định CCNV. Lý do lựa chọn PA b của CTCP xi măng Bim Sơn được lý giải là do hoạt động của công ty đã đi vào giai đoạn ổn định, quy trình lập kế hoạch tài chính được xây dựng và triển khai thực hiện trong nhiều năm. Doanh nghiệp không phát sinh những nhu cầu đầu tư đổi mới lớn nên chỉ duy trì mức nợ vay mục tiêu đã đặt ra trong kế hoạch tài chính.

Những nhân tố tác động đến quyết định huy động vốn của các nhà quản trị tài chính: Hai nhân tố có điểm đánh giá cao nhất là dòng tiền tương lai của dự án (4,8/5) và rủi ro của dự án (4,6/5). Tiếp đến là mục tiêu duy trì cơ cấu sở hữu hiện tại và những nhân tố thuộc môi trường kinh tế vĩ mô như lãi suất và lạm phát. Duy trì giá trị hiện tại của cổ phiếu và thuế suất là hai nhân tố nhận được

điểm đánh giá trung bình thấp nhất. Kết quả trên cho thấy quyết định huy động vốn có mối quan hệ chặt chẽ với quyết định đầu tư. Các nhà quản trị rất quan tâm đến dòng tiền và rủi ro của DA khi lựa chọn phương thức huy động vốn bởi dòng tiền của dự án đảm bảo khả năng hoàn trả nợ gốc và lãi vay cho các chủ nợ, gia tăng giá trị DN, và đảm bảo lợi ích cho các chủ sở hữu. Rủi ro của dự án liên quan đến tính chắc chắn của việc thu được dòng tiền trong tương lai, không chỉ đảm bảo khả năng thanh khoản của DN mà còn quyết định mức TSSL đòi hỏi của chủ nợ và chủ sở hữu.

Những nguyên tắc cần tuân thủ khi hoạch định CCNV của các nhà quản trị tài chính: Nhìn chung, các DNVLXD tuân thủ nguyên tắc “đảm bảo hoạt động liên tục” của doanh nghiệp; nguyên tắc “duy trì quyền kiểm soát hiện tại của các cổ đông”, và “duy trì sự linh hoạt tài chính” khi ra các quyết định HĐ vốn. Ba nguyên tắc này nhận được điểm xếp hạng cao nhất. CTCP Hoà Phát đánh giá tất cả các nguyên tắc này ở mức 5 = quan trọng; CTCP xi măng Bỉm Sơn có sự phân hoá giữa các nguyên tắc, chú trọng đến hoạt động liên tục và duy trì quyền kiểm soát của CĐ hiện hữu và đánh giá thấp tầm quan trọng của việc xét đến chính sách huy động vốn của các công ty đối thủ. Kết quả này cho thấy các DNVLXD nói chung và DNNY ngành VLXD nói riêng có xu hướng đảm bảo tính liên tục của hoạt động khi huy động vốn, chú trọng đến tính linh hoạt tài chính và lợi ích của những cổ đông hiện hữu. Chính sách huy động vốn của các công ty đối thủ, phản ứng của thị trường chứng khoán, và chính sách cổ tức ổn định là những nguyên tắc ít được tuân thủ hơn khi ra các quyết định về CCNV.

Đánh giá hệ số nợ mục tiêu và kỳ vọng về lãi suất vay vốn của các nhà quản trị tài chính: DN gạch và xi măng chọn thấp hơn mức mục tiêu, DN thép chọn cao hơn mức mục tiêu. CTCP Hoà Phát có hệ số nợ hiện tại ở mức 0.61, nhà quản trị cho rằng mức này cao hơn mức mục tiêu. CTCP xi măng Bỉm Sơn có hệ số nợ giảm liên tục trong giai đoạn 2018-2020, hiện có mức hệ số nợ là 0.47, nhà quản trị cho rằng mức này thấp hơn mức hệ số nợ mục tiêu. Điều đáng chú ý là trong khi các DN khác chỉ có quan hệ tín dụng với khoảng 3 đến 7 ngân hàng, CTCP Hoà Phát có quan hệ tín dụng với 28 ngân hàng. Trừ CTCP xi măng Bỉm Sơn, các DN khác liên tục ước lượng lại lãi suất tiền vay với các NHTM. Điều này là do các DN xi măng chủ yếu vay nợ dài hạn, tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên lớn nên không điều chỉnh lãi suất của các HĐ tín dụng thường xuyên. Trái lại, DN thép chủ yếu dùng nợ ngắn hạn nên thực hiện điều chỉnh chi phí sử dụng nợ vay liên tục. Do ưu tiên sử dụng nợ vay và có những lợi thế nhất định khi tiếp cận nợ vay, khi được hỏi về lãi suất vay vốn dài hạn giai đoạn 2021-2025, CTCP Hoà Phát cho rằng mức lãi suất nên dao động từ 4% đến 6%/năm trong khi hầu hết các DN khác lựa chọn mức bình quân từ 9% đến 10%/năm.

2.3. Đánh giá chung về cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD niêm yết giai đoạn 2009-2020

2.3.1. Những điểm đã đạt được

Thứ nhất, quy mô nguồn vốn kinh doanh của các DNNY trong ngành VLXD có sự gia tăng trong giai đoạn 2009-2020. Nguồn VKD của các DNNY ngành VLXD tăng bình quân 13,56%/năm

Thứ hai, đa phần các nguồn vốn đã được các DN sử dụng một cách linh hoạt. Các kênh huy động vốn được đa dạng hoá từ những kênh huy động vốn truyền thống như vay ngân hàng, phát hành cổ phiếu đến phát hành trái phiếu (DTL năm 2010, HPG năm 2009).

Thứ ba, năng lực tự chủ tài chính của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam được tăng cường do kết quả kinh doanh được cải thiện và DN tái cơ cấu kỳ hạn nợ. Tỷ trọng VCSH bình quân tăng từ mức 33% (2009) lên mức 45% (2020).

Thứ tư, các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam đều nỗ lực gia tăng nguồn vốn nội sinh thông qua việc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp. Cổ tức của các DN được duy trì ở mức tương đối cao bằng việc kết hợp giữa hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm tích lũy dòng tiền mặt cho nhu cầu đầu tư cũng như những biến động trong tương lai.

Thứ năm, CCNV của DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam thay đổi theo đặc điểm sản phẩm, vòng đời của doanh nghiệp, và chu kỳ kinh doanh của ngành. Hệ số nợ của các DNNY trong ngành VLXD nói chung có xu hướng giảm dần khi ngành bước vào chu kỳ bão hoà tiền suy thoái. Đồng thời, DN ở từng phân ngành, từng giai đoạn của vòng đời có cơ cấu nguồn vốn mục tiêu và tốc độ điều chỉnh CCNV về CCNV mục tiêu khác nhau.

Thứ sáu, mô hình định lượng cho thấy ba đặc điểm nổi bật của các nhà quản trị khi hoạch định CCNV cho DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam gồm: (i) ưu tiên tính linh hoạt và khả năng tiếp cận nguồn vốn; (ii) có xác định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu và điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn căn cứ vào CCNV mục tiêu; (iii) CCNV mục tiêu được xây dựng dựa trên mục tiêu chiến lược, nhu cầu đầu tư, và những đặc điểm nội tại của doanh nghiệp.

2.3.2. Những hạn chế còn tồn tại và nguyên nhân

2.3.2.1. Hạn chế còn tồn tại

Thứ nhất, cơ cấu nguồn vốn hiện tại của hầu hết các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam tiềm ẩn rủi ro phá sản cao và chưa thực sự hiệu quả, đặc biệt là ở nhóm DN xi măng. Ngoài ra, mô hình tài trợ của nhiều doanh nghiệp vi phạm nguyên tắc cân bằng tài chính, nguồn vốn thường xuyên mỏng, sụt giảm trong giai đoạn nghiên cứu do thiếu hụt nguồn thường xuyên và đầu tư dàn trải vào TSCĐ trước đó.

Thứ hai, hệ số nợ của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam có xu hướng điều chỉnh giảm, tuy nhiên mức độ sử dụng nợ phải trả và đặc biệt là nợ vay của các DNNY trong ngành VLXD còn cao. Để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, các DNNY trong ngành VLXD vẫn chủ yếu sử dụng nợ vay.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu thực nghiệm cũng cho thấy, hệ số nợ có mối quan hệ ngược chiều với ROE, có thể dẫn đến làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DNNY trong ngành VLXD .

Thứ ba, các DNNY trong ngành VLXD phụ thuộc rất lớn vào nguồn vốn ngắn hạn. Tỷ trọng nợ ngắn hạn của các DN NY trong ngành VLXD chiếm trên 76% trong tổng nợ phải trả bình quân. Sự thiếu hụt nguồn tài trợ dài hạn là một trở ngại khi các DN muốn huy động vốn cho các mục tiêu chiến lược dài hạn.

Thứ tư, các DNNY trong ngành VLXD có nguồn vốn nội sinh thấp, năng lực tự tài trợ giảm dần qua các năm và đặc biệt là trong giai đoạn 2009-2014. Sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài làm giảm tính chủ động cũng như khả năng ứng phó trước sự biến đổi của môi trường kinh doanh.

Thứ năm, ngoại trừ một số doanh nghiệp duy trì được vị thế trên TTCK, hệ số nợ cao và hiệu quả sử dụng vốn kinh doanh thấp dẫn đến cổ phiếu của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam nhận được sự đánh giá thấp của nhà đầu tư. Nhiều DN ngành xi măng và gạch - đá có thị giá cổ phiếu thấp hơn mệnh giá cổ phần. Đồng thời, việc ước lượng chi phí sử dụng vốn của các DN NY trong ngành VLXD ở Việt Nam cho thấy nhiều DN có hệ số beta âm. Điều này cho thấy chi phí huy động vốn cổ phần thường mới của các DN NY trong ngành VLXD ở Việt Nam ở mức cao và việc tăng vốn cổ phần thường để phục vụ cho mục tiêu đầu tư dài hạn của các DN này sẽ gặp nhiều khó khăn.

2.3.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

- Những nguyên nhân bên trong

Thứ nhất, chất lượng quản trị doanh nghiệp của các DNNY trong ngành VLXD chưa đáp ứng được tiêu chuẩn quản trị hiện đại, thiếu một chiến lược dài hạn và quản trị rủi ro chưa được chú trọng. Quản trị doanh nghiệp chưa đạt chuẩn còn khiến cho việc bất cân xứng thông tin trên thị trường tài chính trở nên trầm trọng hơn và nhà đầu tư thiếu niềm tin vào các DN.

Thứ hai, các DNNY trong ngành VLXD còn phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng trong tài trợ nợ vay. Hệ thống ngân hàng hiện nay là nguồn cung cấp vốn vay chính cho các DN NY trong ngành VLXD, dù là dưới hình thức hợp đồng vay vốn hay phát hành trái phiếu. Sự phụ thuộc này đem đến rủi ro lớn cho ngành nếu hệ thống ngân hàng gặp khó khăn và lãi suất cho vay biến động. Bên cạnh đó, các DNNY trong ngành VLXD có quy mô nhỏ và vừa, việc tiếp cận tín dụng ngân hàng cũng gặp nhiều khó khăn và phải dựa nhiều vào các nguồn vốn tín dụng phi chính thức có lãi suất cao.

Thứ ba, do năng lực tiếp cận và huy động nguồn vốn dài hạn yếu. Ngoại trừ một số DN với tiềm năng phát triển đã theo đuổi chiến lược phát triển dài hạn, còn lại phần lớn các DN NY trong ngành VLXD đang thực hiện chiến lược giữ ổn định quy mô kinh doanh thì nhu cầu đầu tư là không lớn. Do đó việc vay vốn dài hạn từ các NH thương mại không dễ dàng. Đồng thời, phần lớn các DN

NY trong ngành VLXD cũng khó huy động vốn từ TTCK do cổ phiếu còn kém hấp dẫn.

Thứ tư, kết quả kinh doanh và hiệu quả khai thác sử dụng tài sản của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam trong giai đoạn 2009-2020 còn thấp nên việc sử dụng đòn bẩy tài chính không hiệu quả, ảnh hưởng không nhỏ đến khả năng gia tăng nguồn vốn nội sinh. Kết quả này đến từ nhiều nguyên nhân, bao gồm: Sự biến động của nền kinh tế, thị trường tiêu thụ, công nghệ sử dụng và nguồn nguyên vật liệu đầu vào.

Thứ năm, nhiều doanh nghiệp NY trong ngành VLXD chậm tiến hành tái cơ cấu hoạt động kinh doanh làm cơ sở cho việc thay đổi cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp cho phù hợp. Trong nhiều năm qua, các DNNY trong ngành VLXD vẫn phải đối mặt với tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh chưa hiệu quả.

- Những nguyên nhân bên ngoài

Thứ nhất, ngành VLXD là ngành có rủi ro kinh doanh cao. Các DNNY trong ngành VLXD cần đầu tư một lượng vốn lớn vào tài sản cố định, khiến chi phí cố định thường ở mức cao. Trong trường hợp gặp khó khăn về tiêu thụ có thể dẫn đến khả năng không bù đắp được chi phí cố định. Ngoài ra, chi phí biến đổi về: than, điện, xăng dầu... thường xuyên biến động, ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả hoạt động kinh doanh của các DN. Bên cạnh đó, thị trường đầu ra của các DNNY trong ngành VLXD phụ thuộc chủ yếu vào sự phát triển của ngành xây dựng nói riêng và sự phát triển của kinh tế vĩ mô nói chung. Đồng thời, các doanh nghiệp VLXD của Việt Nam còn chịu sức ép cạnh tranh không hề nhỏ đến từ Trung Quốc và Thái Lan – những nước có lợi thế đến từ công nghệ, chất lượng cũng như giá thành sản phẩm. Những nhân tố trên dẫn đến những biến động về kết quả hoạt động kinh doanh của các DN NY trong ngành VLXD là rất lớn.

Thứ hai, xuất phát từ lịch sử hình thành và phát triển của các DNNY trong ngành VLXD tại Việt Nam. Với đặc thù là ngành công nghiệp nặng cơ sở của quốc gia nên nhiều DNNY trong ngành VLXD có sở hữu Nhà nước. Chính vì vậy, một bộ phận doanh nghiệp VLXD đã có những lợi thế về khả năng tiếp cận nguồn vốn vay. Do đó, nguồn vốn của các DNNY trong ngành VLXD phụ thuộc vào nợ phải trả, đặc biệt là nợ ngắn hạn.

Thứ ba, những đặc điểm của TTCK Việt Nam làm cho việc huy động VCSH của các DN còn gặp khó khăn. TTCK Việt Nam còn khá non trẻ, chưa phát triển ổn định, thiếu bền vững và còn nhiều hạn chế là yếu tố ảnh hưởng mạnh đến sự khả năng huy động vốn và việc điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Thị trường giao dịch cổ phiếu còn nhiều biến động và hạn chế về tính thanh khoản, đặc biệt khi thị trường có dấu hiệu suy giảm. Bên cạnh đó, các công cụ huy động vốn trên TTCK còn khá ít, đặc biệt là những công cụ chứng khoán phái sinh. Các dịch vụ tiện ích cho nhà đầu tư trên thị

trường còn nghèo nàn (chưa có nghiệp vụ bán không, vay ký quỹ, bán trước ngày hoàn tất giao dịch), tính minh bạch của thị trường chưa đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư.

CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CHO CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG Ở VIỆT NAM

3.1. Bối cảnh kinh tế xã hội và định hướng phát triển lĩnh vực vật liệu xây dựng tại Việt Nam giai đoạn 2021-2030

3.2. Quan điểm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN NY trong ngành VLXD ở Việt Nam

3.3. Một số giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DN NY trong ngành VLXD ở Việt Nam

3.3.1. Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu

Các DN lớn và dẫn đầu các phân ngành có thể xem xét huy động thêm vốn chủ sở hữu từ phát hành cổ phần thường dành cho cổ đông hiện hữu, trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia cổ phiếu thưởng. Hiện tại cổ phiếu của những doanh nghiệp này vẫn đang được thị trường định giá cao nên tăng vốn cổ phần thường là một giải pháp có tính khả thi. Ngoài ra, các DN này cũng cần rà soát lại các loại tài sản cố định và có kế hoạch thanh lý những tài sản lạc hậu, những công nghệ cũ kỹ để có dòng tiền trả bớt nợ vay, tận dụng mức lãi suất thấp trên thị trường hiện tại để giảm bớt chi phí lãi vay cũng như chi phí sử dụng vốn bình quân.

Đối với các DN nhỏ và không còn cơ hội tăng trưởng hoặc gặp nhiều khó khăn trong huy động vốn đổi mới công nghệ, cần xác định vị trí phù hợp trong chuỗi giá trị ngành để có chiến lược kinh doanh phù hợp. Trong giai đoạn 5 năm sắp tới, các DN này cần hạ thấp hệ số nợ mục tiêu một cách thận trọng, giảm bớt tỷ trọng nợ vay dài hạn sau đó đến nợ vay ngắn hạn. Để giảm bớt chi phí lãi vay, các DN có thể tái cơ cấu các khoản nợ nhằm tận dụng mức lãi suất cho vay ưu đãi hiện tại của các ngân hàng. Các DN ngành VLXD, đặc biệt là DN nhỏ, đang phụ thuộc lớn vào nguồn vốn ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu VLĐTX. Trong bối cảnh hiện tại, để tăng nguồn vốn lưu động thường xuyên, các DN này nên kết hợp tăng vốn chủ sở hữu cùng với giảm bớt những TSCĐ lạc hậu, có hiệu quả sử dụng thấp. Một số DN nhỏ song có cổ phiếu ở vùng giá tốt có thể xem xét phát hành cổ phần thường cho cổ đông hiện hữu hoặc trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Căn cứ vào kết quả mô hình định lượng, có thể xác định tỷ trọng nợ ngắn hạn mục tiêu của các DN là ở mức 39.62%. Đối với các DN thép, tỷ trọng nợ vay ngắn hạn trong tổng nợ vay đang ở mức 76.36% trong toàn giai đoạn. Mức nợ vay này đang làm sụt giảm ROE của các DN thép. Do vậy, các DN thép cần điều chỉnh tỷ trọng nợ ngắn hạn không vượt quá 60% và thiết lập mức nợ vay ngắn hạn mục tiêu là 45%. Tuy nhiên, các DN thép đang ở giai đoạn phát triển,

phần lớn các DN có tỷ trọng TSCĐ lớn và tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, việc điều chỉnh tỷ trọng nợ ngắn hạn cần sự thận trọng để không gây sự thiếu hụt vốn lưu động thường xuyên, gián đoạn hoạt động kinh doanh. Đối với những doanh nghiệp có vị thế thị trường và nguồn nội sinh lớn, có thể thực hiện tái cơ cấu kỳ hạn các khoản nợ để cân đối mô hình tài trợ và chuẩn bị nguồn lực cho đầu tư chiều sâu trong tương lai. Ngoài ra, nếu giảm bớt được sự phụ thuộc vào nợ ngắn hạn, các DN có thể nâng cao vị thế và gia tăng giá trị của mình trong mắt các nhà đầu tư, tạo tiền đề quan trọng để huy động tăng vốn chủ sở hữu sau khi đại dịch Covid-19 được khống chế, thị trường BĐS và thị trường xây dựng bước vào giai đoạn phục hồi và tăng trưởng sau đại dịch.

3.3.2. Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi

3.3.3. Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo thời gian sử dụng vốn

3.3.4. Điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn phù hợp với vòng đời doanh nghiệp

3.3.5. Hoạch định CCNV mục tiêu cho các DNNY ngành VLXD

3.3.6. Đánh giá lại chính sách cơ cấu vốn định kỳ hàng năm

3.3.7. Nhóm giải pháp nhằm tăng cường hiệu quả sử dụng ĐBTC

3.3.8. Một số giải pháp khác

3.4. Điều kiện thực hiện giải pháp

KẾT LUẬN CỦA LUẬN ÁN

Luận án nghiên cứu CCNV của các DNNY trong ngành VLXD ở Việt Nam nhằm làm sáng tỏ những vấn đề lý thuyết về CCNV trong phạm vi một ngành nghiên cứu cũng như cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về CCNV tại Việt Nam. Những kết quả chính của luận án gồm:

- (i) đã tổng hợp và hệ thống lại những lý thuyết về CCNV của DN, sự gắn kết của việc lựa chọn CCNV với việc thực hiện các mục tiêu chiến lược của DN;
- (ii) đã lựa chọn và làm sáng tỏ bài học kinh nghiệm về việc xây dựng và lựa chọn cơ cấu nguồn vốn tại hai DNVLXD hàng đầu thế giới là Tập đoàn thép Nippon của Nhật Bản và tập đoàn xi măng SIAM của Thái Lan;
- (iii) đã làm rõ thực trạng CCNV của các DNNY ngành VLXD ở Việt Nam giai đoạn 2009-2020. Cơ cấu nguồn vốn hiện tại của hầu hết các DNNY trong ngành VLXD tiềm ẩn rủi ro phá sản cao và chưa thực sự hiệu quả, đặc biệt là ở nhóm DN xi măng. Tình trạng phân hoá rõ nét đang xảy ra ở nhóm hệ số nợ cao và hệ số nợ thấp. Những DN sử dụng nhiều nợ vay có hiệu quả sinh lời của tài sản thấp; từ đó làm giảm sút TSSL của chủ sở hữu. Trái lại, những DN có hiệu quả sinh lời của tài sản cao đang duy trì một mức nợ vay thấp nên không tận dụng triệt để được mức độ khuếch đại TSSL cho các chủ sở hữu của ĐBTC. Ngoài ra, mô hình tài trợ của nhiều DN vi phạm nguyên tắc cân bằng tài chính, nguồn vốn thường

xuyên mỏng, sụt giảm trong giai đoạn nghiên cứu do thiếu hụt nguồn nội sinh và đầu tư dàn trải vào TSCĐ trước đó;

- (iv) Luận án đề xuất điều chỉnh giảm hệ số nợ nói chung và hệ số nợ vay nói riêng của toàn ngành VLXD, cân đối lại kỳ hạn vay nợ theo hướng giảm bớt sự phụ thuộc vào nợ ngắn hạn, tăng cường năng lực tự chủ tài chính thông qua cải thiện kết quả HĐSXKD. Đối với DN xi măng, tỷ trọng nợ vay nên được duy trì trong khoảng 40% đến 60%, hệ số nợ mục tiêu ở mức 45,8%. Đối với các DN gạch đá, cần tránh mức nợ vay trong khoảng từ 36% đến 51%. Đây là khoảng hệ số nợ làm sụt giảm ROE. Các DN thép cần điều chỉnh tỷ trọng nợ ngắn hạn không vượt quá 60% và thiết lập mức nợ vay ngắn hạn mục tiêu là 45%. Tuy nhiên, các DN thép đang ở giai đoạn phát triển, phần lớn các DN có tỷ trọng TSCĐ lớn và tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, việc điều chỉnh tỷ trọng nợ ngắn hạn cần sự thận trọng để không gây sự thiếu hụt vốn lưu động thường xuyên, gây gián đoạn hoạt động kinh doanh.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

Bài báo khoa học:

1. Phạm Minh Đức (2019), “Nghiên cứu ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán Học viện tài chính, Số 4 (2019), trang 37-40.
2. Phạm Minh Đức (2021), “Cơ cấu nguồn vốn và vòng đời của doanh nghiệp – Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp niêm yết ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam”, Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán Học viện tài chính, số 11(220)/2021, trang 80-83.
3. Phạm Minh Đức (2021), “Chính sách huy động vốn của các doanh nghiệp ngành Vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí Tài chính, Số 11/2021(764), trang 118-122.

Đề tài nghiên cứu khoa học:

1. “*Cơ cấu nguồn vốn của công ty cổ phần tập đoàn Hoa Sen*”, Đề tài NCKH cấp Khoa, Học viện tài chính, 2021.
2. “*Chính sách huy động vốn của các doanh nghiệp ngành VLXD niêm yết trên TTCK Việt Nam*”, Đề tài NCKH cấp Học viện, Học viện tài chính, 2021.