

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

-----o0o-----

DƯƠNG THỊ THÚY HÀ

**CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP
NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM
Ở VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI - 2016

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

-----o0o-----

DƯƠNG THỊ THÚY HÀ

**CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP
NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM
Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Tài chính - ngân hàng

Mã số: 62.34.02.01

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:

- 1. PGS,TS. Bùi Văn Vân**
- 2. PGS,TS. Thái Bá Cần**

HÀ NỘI - 2016

LỜI CAM ĐOAN

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

TÁC GIẢ LUẬN ÁN

Dương Thị Thúy Hà

MỤC LỤC

MỞ ĐẦU.....	1
Chương 1. NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP.....	9
1.1. TỔNG QUAN VỀ VỐN VÀ NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP.....	9
1.1.1. Vốn của doanh nghiệp.....	9
1.1.1.1. <i>Khái niệm vốn của doanh nghiệp</i>	9
1.1.1.2. <i>Phân loại vốn của doanh nghiệp</i>	10
1.1.2. Nguồn vốn của doanh nghiệp.....	11
1.1.2.1. <i>Khái niệm nguồn vốn của doanh nghiệp</i>	11
1.1.2.2. <i>Phân loại nguồn vốn của doanh nghiệp</i>	11
1.1.2.3. <i>Mô hình tổ chức nguồn vốn của doanh nghiệp</i>	14
1.2. CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP.....	15
1.2.1. Khái niệm, chỉ tiêu đánh giá cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.....	15
1.2.1.1. <i>Khái niệm cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp</i>	15
1.2.1.2. <i>Chỉ tiêu đánh giá cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp</i>	16
1.2.2. Nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.....	18
1.2.2.1. <i>Nhân tố bên trong doanh nghiệp</i>	19
1.2.2.2. <i>Nhân tố bên ngoài doanh nghiệp</i>	23
1.2.3. Một số lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.....	26
1.2.3.1. <i>Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu (optimal capital structure)</i>	27
1.2.3.2. <i>Lý thuyết Modigliani và Miller (M&M)</i>	29
1.2.3.3. <i>Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu nguồn vốn (Trade of theory)</i>	33
1.2.3.4. <i>Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory)</i>	35
1.2.3.5. <i>Lý thuyết thời điểm thị trường (market timing theory)</i>	38
1.2.4. Nguyên tắc hoạch định cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.....	40
1.2.4.1. <i>Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích</i>	40
1.2.4.2. <i>Nguyên tắc cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro</i>	40
1.2.4.3. <i>Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát doanh nghiệp</i>	41

1.2.4.4. Nguyên tắc tài trợ linh hoạt.....	41
1.2.4.5. Nguyên tắc tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn.....	41
1.2.5. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến hoạt động của doanh nghiệp.....	42
1.2.5.1. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.....	42
1.2.5.2. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp.....	45
1.2.5.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.....	50
1.2.5.4. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến dòng tiền của doanh nghiệp.....	52
1.3. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ HOẠCH ĐỊNH CƠ CẤU NGUỒN VỐN.....	53
Chương 2. THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM Ở VIỆT NAM.....	61
2.1. TỔNG QUAN VỀ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM.....	61
2.1.1. Khái quát quá trình phát triển của các doanh nghiệp trong ngành dược phẩm.....	61
2.1.2. Đặc điểm sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành dược phẩm.....	62
2.1.3. Tổng quan về mẫu nghiên cứu.....	70
2.2. THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM Ở VIỆT NAM.....	72
2.2.1. Khái quát tình hình tài chính của các DNNY trong ngành dược phẩm....	72
2.2.1.1. Khái quát quy mô vốn của các DNNY ngành dược.....	73
2.2.1.2. Kết quả kinh doanh của các DNNY ngành dược.....	75
2.2.1.3. Một số chỉ tiêu tài chính của các DNNY ngành dược.....	78
2.2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành dược phẩm. .	83
2.2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu vốn.....	84

2.2.2.2. <i>Cơ cấu nguồn vốn theo thời gian huy động vốn</i>	93
2.2.2.3. <i>Cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn</i>	95
2.3. TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN TỚI HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM.....	102
2.3.1. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến ROE của doanh nghiệp.....	102
2.3.2. Tác động của cơ cấu nguồn vốn tới rủi ro tài chính của doanh nghiệp. .	112
2.3.2.1. <i>Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến cân bằng tài chính</i>	112
2.3.2.2. <i>Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến tính tự chủ về tài chính</i>	113
2.3.2.3. <i>Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến khả năng thanh toán</i>	114
2.3.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.....	116
2.3.4. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến dòng tiền của doanh nghiệp.....	116
2.4. ĐÁNH GIÁ VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM.....	122
2.4.1. Những kết quả đạt được.....	122
2.4.1.1. <i>Cơ cấu nguồn vốn ổn định</i>	122
2.4.1.2. <i>Khả năng thanh toán cao, tự chủ về tài chính</i>	122
2.4.1.3. <i>Cơ cấu nguồn vốn an toàn</i>	123
2.4.1.4. <i>Khả năng huy động vốn dễ dàng</i>	124
2.4.2. Những hạn chế tồn tại và nguyên nhân.....	125
2.4.2.1. <i>Những hạn chế tồn tại</i>	125
2.4.2.2. <i>Nguyên nhân của những hạn chế</i>	127
Chương 3. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM Ở VIỆT NAM.....	130
3.1. BỐI CẢNH KINH TẾ - XÃ HỘI VÀ ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN NGÀNH DƯỢC PHẨM TRONG NHỮNG NĂM TỚI.....	130
3.1.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội trong nước và quốc tế.....	130
3.1.1.1. <i>Tổng quan về xu hướng phát triển ngành dược trên thế giới</i>	130

3.1.1.2. <i>Bối cảnh kinh tế xã hội trong nước</i>	132
3.1.2. Định hướng phát triển ngành dược phẩm trong những năm tới.....	135
3.2. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM.....	138
3.2.1. Doanh nghiệp đưa ra các quyết định đầu tư đúng đắn.....	138
3.2.2. Doanh nghiệp hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu.....	141
3.2.3. Doanh nghiệp đa dạng hoá nguồn vốn huy động.....	143
3.2.4. Doanh nghiệp nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp.....	147
3.2.5. Doanh nghiệp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính.....	148
3.2.6. Doanh nghiệp quản trị hiệu quả dòng tiền.....	151
3.2.7. Doanh nghiệp thực hiện phòng ngừa rủi ro.....	154
3.2.8. Doanh nghiệp công khai thông tin tài chính - kế toán.....	156
3.3. ĐIỀU KIỆN THỰC HIỆN CÁC GIẢI PHÁP.....	157
3.3.1. Nhà Nước hoàn thiện hệ thống pháp lý.....	157
3.3.2. Nhà nước thúc đẩy thị trường vốn phát triển.....	160
3.3.3. Nhà nước tái cấu trúc thị trường chứng khoán Việt Nam.....	161
3.3.4. Nhà nước xây dựng hệ thống xếp hạng tín nhiệm và phát triển các chương trình bảo lãnh tín dụng cho DN.....	165
3.3.5. Nhà nước đẩy mạnh tái cấu trúc DNNN.....	166
KẾT LUẬN.....	168
NHỮNG CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN.....	170
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	171

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1: Cơ cấu nguồn vốn của một số doanh nghiệp dược phẩm lớn trên thế giới.....	55
Bảng 2.1: Các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam.....	71
Bảng 2.2: Quy mô vốn của các DNNY ngành dược.....	73
Bảng 2.3: Kết quả kinh doanh của các DNNY ngành dược.....	75
Bảng 2.4: Doanh thu thuần của các DNNY ngành dược.....	76
Bảng 2.5: Lợi nhuận sau thuế của các DNNY ngành dược.....	77
Bảng 2.6: Tỷ trọng TS ngắn hạn trong tổng TS của các DNNY ngành dược.....	78
Bảng 2.7: Tỷ suất đầu tư TSNH của các nhóm DN theo HDSX chính.....	79
Bảng 2.8: Tỷ trọng đầu tư cho hoạt động kinh doanh chính của các DNNY ngành dược.....	80
Bảng 2.9: Hệ số vốn CSH của các DNNY ngành dược.....	81
Bảng 2.10: Một số chỉ tiêu trung bình phản ánh hiệu quả hoạt động của các DNNY ngành dược.....	82
Bảng 2.11: Hệ số nợ dài hạn của các DNNY ngành dược.....	85
Bảng 2.12: Cơ cấu nguồn vốn theo nhóm doanh nghiệp.....	86
Bảng 2.13: Chi tiết vốn chủ sở hữu của các DNNY ngành dược.....	88
Bảng 2.14: Tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên của các DNNY ngành dược.....	94
Bảng 2.15: Tỷ lệ lợi nhuận chưa phân phối của các DNNY ngành dược.....	95
Bảng 2.16: Tỷ lệ chi trả cổ tức của các DNNY ngành dược.....	96
Bảng 2.17: Biến động nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu mới của các DNNY ngành dược.....	100
Bảng 2.18: Hệ số nợ trung bình và ROE của các DNNY ngành dược.....	103
Bảng 2.19: BEP của các DNNY ngành dược.....	105
Bảng 2.20: ROE của các DNNY ngành dược.....	106
Bảng 2.21: DFL của các DNNY ngành dược theo nhóm.....	107
Bảng 2.22: Mức độ tác động của CCNV tới ROE của các DN có BEP thuộc nhóm 1.....	108
Bảng 2.23: Mức độ tác động của CCNV tới ROE của các DN có BEP thuộc nhóm 2.....	109

Bảng 2.24: Cơ cấu nguồn vốn và ROE của các DNNY ngành dược năm 2013.	111
Bảng 2.25: NWC của các DNNY ngành dược.....	112
Bảng 2.26: Hệ số đảm bảo nợ của các DNNY ngành dược.....	113
Bảng 2.27: Hệ số khả năng thanh toán của các DNNY ngành dược.....	114
Bảng 2.28: Khả năng thanh toán nhanh theo nhóm doanh nghiệp.....	115
Bảng 2.29: Dòng tiền thuần các hoạt động của VMD, SPM, PPP.....	117
Bảng 2.30: Chi tiết lưu chuyển tiền của VMD.....	118
Bảng 2.31: Chi tiết lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính.....	120
Bảng 2.32: Chi tiết dòng tiền của PPP.....	121

DANH MỤC SƠ ĐỒ

Sơ đồ 1.1: Đồ thị biểu diễn chi phí sử dụng vốn.....	28
Sơ đồ 1.2 : Đồ thị thể hiện chi phí sử dụng vốn bình quân của DN.....	32
trong trường hợp có vay nợ và có thuế TNDN.....	32
Sơ đồ 1.3: Sơ đồ cơ cấu vốn tối ưu trong lý thuyết đánh đổi.....	34
Sơ đồ 2.1: Cơ cấu doanh thu thuộc theo bệnh năm 2013.....	66
Sơ đồ 2.2: Xu hướng biến động vốn của các DNNY ngành dược.....	74
Sơ đồ 2.3: Hệ số nợ của các DNNY ngành dược.....	84
Sơ đồ 2.4: Các kênh huy động vốn bằng nợ vay ngắn hạn.....	90
của các DNNY ngành dược.....	90
Sơ đồ 2.5: Các kênh huy động vốn bằng nợ vay dài hạn của các DNNY ngành dược.....	91
Sơ đồ 2.6: Cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn.....	98
Sơ đồ 2.7: BEP trung bình của các DNNY ngành dược và lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng.....	104
Sơ đồ 2.8: EBIT, BEP, ROE và DFL của VMD.....	110
Sơ đồ 3.1: Tăng trưởng tổng tiền sử dụng thuốc và mức chi tiêu bình quân.....	137
đầu người cho dược phẩm.....	137

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

DN	:	Doanh nghiệp
DNNY	:	Doanh nghiệp niêm yết
DNNN	:	Doanh nghiệp Nhà nước
CSH	:	Chủ sở hữu
CTCP	:	Công ty cổ phần
HDQT	:	Hội đồng quản trị
KTTT	:	Kinh tế thị trường
NHTM	:	Ngân hàng thương mại
NN	:	Nhà nước
NSNN	:	Ngân sách Nhà nước
SXKD	:	Sản xuất kinh doanh
TSCĐ	:	Tài sản cố định
TSLĐ	:	Tài sản lưu động
TTCK	:	Thị trường chứng khoán
TTTC	:	Thị trường tài chính
VCSH	:	Vốn chủ sở hữu
VKD	:	Vốn kinh doanh
VCD	:	Vốn cố định
VLD	:	Vốn lưu động

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Vấn đề quan trọng đầu tiên đối với bất kỳ quốc gia nào trong bất kỳ giai đoạn phát triển nào chính là sức khỏe của người dân. Mục tiêu chăm sóc sức khỏe con người được thể hiện xuyên suốt trong đường lối xây dựng và phát triển đất nước của Đảng và Nhà nước ta, điều này được khẳng định một cách rõ ràng trong Nghị quyết TW4 của Ban chấp hành trung ương Đảng khoá VII "*Con người là nguồn tài nguyên quý báu nhất của xã hội, con người quyết định sự phát triển của đất nước, trong đó sức khỏe là vốn quý nhất của mỗi con người và của toàn xã hội*". Điều đó cho thấy nhiệm vụ to lớn của ngành y tế trong sự nghiệp chăm sóc và bảo vệ sức khỏe cho nhân dân.

Ngành dược phẩm với vai trò là hậu cần cho ngành y tế, có nhiệm vụ cung ứng đầy đủ và kịp thời sản phẩm thuốc có chất lượng cao, đảm bảo việc phòng chữa bệnh cho nhân dân hiệu quả. Hơn nữa, ngày nay tình trạng dịch bệnh gia tăng do ô nhiễm môi trường, do con người thường xuyên tiếp xúc với các hóa chất độc hại, nhiều chứng bệnh mới xuất hiện... việc nghiên cứu và sản xuất dược phẩm mới trở nên rất cấp thiết, vì vậy vai trò của ngành dược càng trở nên quan trọng. Muốn ngành dược phát triển không thể không quan tâm tới các doanh nghiệp hoạt động trong ngành dược, mục tiêu phát triển doanh nghiệp dược trong thời gian tới là một trong những mục tiêu trọng điểm của Nhà nước ta.

Các doanh nghiệp ngành dược muốn phát triển, bên cạnh việc xác định chiến lược kinh doanh đúng đắn, quản trị tốt nguồn nhân lực chất lượng cao... thì doanh nghiệp cần tổ chức tốt hoạt động tài chính, mà trong đó xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu là một nội dung rất quan trọng. Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng trực tiếp tới chi phí sử dụng vốn, rủi ro tài chính, thu nhập trên vốn chủ sở hữu, dòng tiền, giá trị doanh nghiệp và lợi ích của các chủ thể có liên quan... nên việc nghiên cứu, xác lập cơ cấu nguồn vốn tối ưu là một trong các nhiệm vụ có tính cấp thiết được đặt ra không những đối với bản thân các nhà quản trị doanh nghiệp, mà còn đối với các nhà nghiên cứu về lĩnh vực tài chính doanh nghiệp.

Tuy nhiên, việc huy động vốn hiện nay của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn như: quy mô tài chính nhỏ, các nguồn tài trợ vốn khan hiếm, chủ yếu tập trung ở hai kênh truyền thống đó là vốn chủ sở hữu và vay ngân hàng. Doanh

ngành chưa khai thác đa dạng các nguồn vốn để đáp ứng hoạt động đầu tư kinh doanh, nên hiệu quả của doanh nghiệp chưa cao. Tình hình thực tế cho thấy cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp dược chưa hợp lý và cần được hoàn thiện. Khi doanh nghiệp có cơ cấu nguồn vốn hợp lý sẽ đảm bảo hài hoà giữa lợi nhuận đạt được và an toàn tài chính, góp phần đạt mục tiêu tối đa hoá giá trị cho chủ sở hữu, đồng thời thúc đẩy kinh tế đất nước phát triển. Vì vậy xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu là yêu cầu tất yếu và tiên quyết đối với các doanh nghiệp dược trong giai đoạn phát triển hiện nay.

Xuất phát từ thực trạng trên, tác giả đã lựa chọn đề tài nghiên cứu ***“Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam”***.

2. Mục đích nghiên cứu của đề tài

Mục đích của đề tài là nghiên cứu sâu hơn nữa các vấn đề về cơ cấu nguồn vốn, hướng tới hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu cho các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam, sao cho phù hợp với đặc điểm của ngành trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế. Cụ thể như sau:

- *Thứ nhất*, hệ thống hoá những vấn đề lý luận về cơ cấu nguồn vốn, các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn... để làm cơ sở cho việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu. Làm rõ tác động của cơ cấu nguồn vốn tới chi phí sử dụng vốn, rủi ro tài chính và khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

- *Thứ hai*, đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược, phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn cũng như tác động ngược lại của cơ cấu nguồn vốn tới hoạt động của doanh nghiệp, qua đó thấy được những ưu điểm, hạn chế, nguyên nhân của những hạn chế của cơ cấu nguồn vốn trong các mẫu quan sát.

- *Thứ ba*, trên cơ sở thực trạng về cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam, tác giả đề xuất một số giải pháp góp phần hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn, đảm bảo tính cân đối giữa các nguồn vốn, phù hợp với đặc điểm riêng của doanh nghiệp trong từng thời kỳ nhất định. Đồng thời đề xuất với Nhà nước tạo điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp thực hiện các giải pháp đó hiệu quả.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu của đề tài

- **Đối tượng nghiên cứu của đề tài** là những vấn đề lý luận và thực tiễn liên quan đến cơ cấu nguồn vốn, tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hoạt động của doanh nghiệp, những căn cứ để xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam.

- **Phạm vi nghiên cứu của đề tài** là thực trạng cơ cấu nguồn vốn của 13 doanh nghiệp hoạt động trong ngành dược niêm yết 5 năm liên tiếp từ năm 2009 đến năm 2013 trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam, và các giải pháp chủ yếu để hoạch định cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược.

4. Phương pháp nghiên cứu của đề tài

Đề tài nghiên cứu đã sử dụng các phương pháp sau đây: *Phương pháp phân tích và tổng hợp lý thuyết* để tìm hiểu về đối tượng và liên kết thông tin đã được phân tích nhằm tạo ra một hệ thống lý thuyết mới đầy đủ hơn; *Phương pháp phân loại và hệ thống hóa lý thuyết* để sắp xếp tri thức thành một hệ thống dựa trên các căn cứ nhất định; *Phương pháp mô hình hóa* để tái hiện lại đối tượng theo cơ cấu, chức năng qua mô hình; *Phương pháp điều tra* để phát hiện đặc điểm và quy luật hoạt động của đối tượng; *Phương pháp phân tích tổng kết kinh nghiệm* để rút ra kết luận bổ ích cho thực tiễn và khoa học; *Phương pháp chuyên gia* để xem xét bản chất của đối tượng, tìm ra những giải pháp tối ưu; *Phương pháp phân tích Dupont* trên cơ sở phương pháp luận duy vật biện chứng để so sánh, đối chiếu và thấy rõ mối quan hệ giữa các nhân tố cần phân tích nhằm đạt được mục tiêu nghiên cứu của đề tài.

5. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài

- **Về mặt khoa học**, đề tài tập trung nghiên cứu một cách toàn diện và có hệ thống những vấn đề lý luận về cơ cấu nguồn vốn, bao gồm: các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn; các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn; tác động của cơ cấu nguồn vốn tới hoạt động của doanh nghiệp.

- *Về mặt thực tiễn*, đề tài đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng như nào đến hoạt động của doanh nghiệp, chỉ ra ưu điểm cũng như những hạn chế của cơ cấu nguồn vốn hiện tại, từ đó vận dụng lý luận và thực tế để đưa ra các giải pháp xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho các doanh nghiệp, sao cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp có hiệu quả cao nhất.

6. Các nghiên cứu liên quan đến đề tài

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

Trên thế giới và ở Việt Nam có rất nhiều công trình nghiên cứu được công bố, sau đây là một số nghiên cứu tiêu biểu về cơ cấu nguồn vốn.

- Một số công trình nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn trên thế giới

Nghiên cứu của Myers (1984) cho rằng, nếu cơ cấu nguồn vốn của một doanh nghiệp có hệ số nợ cao (đòn bẩy tài chính cao) thì các cổ đông có khuynh hướng không đầu tư nhiều vào dự án của doanh nghiệp, vì lợi nhuận từ các khoản đầu tư này sẽ có lợi cho các chủ nợ hơn là các cổ đông. Như vậy các doanh nghiệp tăng trưởng cao với nhiều dự án sinh lời thường dựa vào vốn chủ nhiều hơn là đi vay, hay nói một cách khác, cơ hội tăng trưởng trong tương lai tỷ lệ nghịch với đòn bẩy tài chính.

Nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) cho rằng, những doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường duy trì tỷ lệ nợ thấp, hay nói cách khác đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều với lợi nhuận. Tuy nhiên mô hình lý thuyết dựa trên thuế lại cho rằng các doanh nghiệp đang hoạt động có lợi nhuận cao hơn lãi suất thì nên sử dụng vốn vay nhiều hơn, vì khi các yếu tố khác không thay đổi thì doanh nghiệp tận dụng được tầm lá chắn thuế.

Nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995) cho rằng, tỷ trọng TSCĐ hữu hình trên tổng TS càng lớn thì các doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nợ trong cơ cấu nguồn vốn của mình, kết luận này trùng với nghiên cứu của Wiwattanakantang (1999) ở Thái Lan và Chen (2004) ở Trung Quốc. Mặt khác Rajan và Zingales còn đưa ra một nghiên cứu rất điển hình về cơ cấu nguồn vốn của DN là giá trị sổ sách cổ phiếu có mối quan hệ ngược chiều rất chặt chẽ với đòn bẩy tài chính. Giống như Rajan và Zingales, Barclay, Smith và Watts (1955) cũng đã phát hiện ra rằng tỷ lệ nợ có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ giá thị trường và giá sổ sách.

Nghiên cứu của Huang và Song (2002) và Chen (2004) cũng cùng quan điểm với Titman và Wessels (1988), Rajan và Zingales (1995) là quy mô của doanh nghiệp có mối quan hệ tỷ lệ thuận với nợ vay. Bởi vì các doanh nghiệp lớn thường có rủi ro phá sản thấp và có chi phí phá sản thấp. Mặt khác các doanh nghiệp lớn có chi phí nợ vay thấp, chi phí kiểm soát thấp, dòng tiền ít biến động, dễ dàng tiếp cận thị trường tín dụng... như vậy các doanh nghiệp này sử dụng nhiều nợ vay hơn để có lợi nhiều hơn từ tấm lá chắn thuế.

Nghiên cứu của Beven và Danbolt (2002) cho rằng, quy mô của doanh nghiệp có quan hệ tỷ lệ nghịch với nợ ngắn hạn và tỷ lệ thuận với nợ dài hạn.

Nghiên cứu của Francis Cai và Arvin Ghosh (2003) cho rằng, các doanh nghiệp có các chỉ tiêu tài chính cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành sẽ tiến tới cơ cấu nguồn vốn tối ưu nhanh hơn. Điều đó cũng có nghĩa là, những doanh nghiệp ở dưới mức trung bình ngành họ ít quan tâm hơn đến việc sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn.

- Một số công trình nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn ở Việt Nam

Luận án của tác giả Trần Thị Thanh Tú (2006) “*Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước hiện nay*”. Tác giả đã hệ thống hoá những vấn đề lý luận về cơ cấu nguồn vốn, đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của mẫu chọn gồm 375 doanh nghiệp nhà nước, sử dụng mô hình kinh tế lượng để xây dựng cơ cấu nguồn vốn cho 1 đại diện tiêu biểu là *Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1*, sử dụng dự báo tài chính, phân tích viễn cảnh và tiếp cận theo mô hình đánh đổi.

Đề tài có nhược điểm là tác giả sử dụng cơ sở dữ liệu của một năm để dự báo tài chính nên chưa phải là hoạch định cơ cấu nguồn vốn dài hạn; việc ước lượng chi phí sử dụng vốn dựa theo giá trị sổ sách không phải giá trị thị trường.

Luận án của tác giả Đoàn Hương Quỳnh (2009) "*Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam*". Tác giả đã nghiên cứu 104 doanh nghiệp nhà nước trong khoảng thời gian nghiên cứu 2005 - 2007, tác giả làm sáng tỏ hiệu quả sản xuất kinh doanh cũng như cơ cấu nguồn vốn của các DNNN, đặc biệt thông qua số liệu phân tích và mô hình kinh tế lượng tác giả đã chỉ ra được các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn. Tác giả đề xuất được các giải pháp mang tính khả thi để thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn cho các doanh nghiệp nhà nước.

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

Bài nghiên cứu "*Cấu trúc vốn động trong thực tiễn các doanh nghiệp Việt Nam*" do nhóm tác giả là các giảng viên của trường Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, khoa Tài chính doanh nghiệp thực hiện dưới sự hướng dẫn của TS. Nguyễn Thị Uyên Uyên, năm 2013. Trong đề tài, nhóm nghiên cứu chọn mẫu là 51 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE và HNX, trong khoảng thời gian 2006 - 2011. Kết quả nghiên cứu về tác động của các nhân tố ROA, M/B, quy mô vốn, tỷ lệ tài sản hữu hình/tổng tài sản tới hệ thống đòn bẩy của doanh nghiệp.

Hạn chế của công trình là việc sử dụng mẫu chọn làm đại diện, số liệu thiếu tính đồng bộ và nhất quán, kết quả tính toán chủ yếu dựa theo giá trị sổ sách chứ chưa đánh giá kết hợp với các yếu tố khác trên thị trường.

Đề tài “*Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến khả năng sinh lời của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam*”, nhóm tác giả là giảng viên Học viện Tài chính, khoa Tài chính doanh nghiệp do PGS.TS Vũ Công Ty chủ nhiệm, đề tài được bảo vệ cấp học viện năm 2010.

Qua việc nghiên cứu các công trình liên quan tới cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp, ngoài các kết quả về lý luận và thực tiễn mà các nghiên cứu trước đây đã đạt được, tác giả nhận thấy chưa có công trình nào nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm, từ đó đưa ra các giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các DNNY ngành dược phẩm. Chính vì vậy tác giả đã lựa chọn đề tài “*Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam*” để nghiên cứu cho luận án của mình.

7. Định hướng nghiên cứu và phát triển của luận án

Luận án đi sâu nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn cho ngành hẹp là ngành dược phẩm ở Việt Nam để làm rõ các câu hỏi nghiên cứu như:

- Có tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược ở Việt Nam không.

- Với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược ở Việt Nam các nhân tố như: quy mô tài sản, cơ cấu tài sản, khả năng sinh lời, chi phí sử dụng vốn, tốc độ tăng trưởng... có tác động như thế nào tới cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.

- Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng như thế nào tới khả năng sinh lời, chi phí sử dụng vốn và dòng tiền của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược.

Trên cơ sở đó tác giả đề xuất các giải pháp giúp doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn hàng năm theo mục tiêu đã định một cách linh hoạt, nhằm đạt được kết quả sản xuất kinh doanh cao nhất.

Từ nghiên cứu cho các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm nói riêng, tác giả mong những nghiên cứu sau có thể mở rộng cho các doanh nghiệp ở Việt Nam nói chung, bổ sung mẫu và số liệu nhằm xây dựng cơ cấu nguồn vốn hợp lý cho các doanh nghiệp ở Việt Nam trong thời kỳ hội nhập kinh tế thế giới.

8. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu và kết luận, nội dung chính của luận án bao gồm 3 chương:

- Chương 1: Những vấn đề lý luận chung về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.

- Chương 2: Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam.

- Chương 3: Giải pháp hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam.

Chương 1

NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. TỔNG QUAN VỀ VỐN VÀ NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1.1. Vốn của doanh nghiệp

1.1.1.1. Khái niệm vốn của doanh nghiệp

Để tiến hành hoạt động SXKD thì các DN cần phải có các yếu tố đầu vào bao gồm sức lao động, đối tượng lao động và tư liệu lao động. Trong nền kinh tế thị trường, các DN phải ứng ra lượng vốn ban đầu để mua sắm nguyên vật liệu, xây dựng nhà xưởng, đầu tư máy móc thiết bị, trả tiền lương cho lao động... Số tiền ứng ra để có được các yếu tố đầu vào được gọi là vốn ban đầu của DN.

Dưới sự tác động của lao động vào đối tượng lao động thông qua tư liệu lao động, DN sẽ tạo ra hàng hoá, dịch vụ để cung ứng cho thị trường. Để đảm bảo sự tồn tại và phát triển, số tiền thu được từ việc tiêu thụ sản phẩm phải đảm bảo bù đắp chi phí và có lãi. Nhờ đó, số vốn ban đầu được bảo toàn và mở rộng với quy mô lớn hơn. Toàn bộ giá trị ứng ra ban đầu và được bổ sung trong quá trình hoạt động của DN được gọi là vốn.

Từ đó có thể hiểu: *Vốn của doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ giá trị tài sản của doanh nghiệp được sử dụng cho hoạt động kinh doanh nhằm mục đích sinh lời.*

Vốn của doanh nghiệp có những đặc điểm cơ bản sau đây

- Vốn phải đại diện cho một lượng giá trị thực của tài sản hữu hình và vô hình như nhà xưởng, máy móc, thiết bị, bản quyền, thương hiệu...
- Vốn luôn gắn với một CSH nhất định: CSH có toàn quyền sở hữu, sử dụng và định đoạt số vốn của mình.
- Vốn phải được tích tụ, tập trung đến một lượng nhất định mới phát huy tác dụng, nghĩa là với một lượng vốn đủ lớn mới có thể sử dụng đầu tư kinh doanh để sinh lời.

- Vốn luôn vận động vì mục tiêu sinh lời: Trong quá trình hoạt động của DN, vốn luôn vận động thay đổi hình thái biểu hiện, từ hình thái tiền tệ ban đầu chuyển hoá thành các dạng như nguyên vật liệu, sản phẩm dở dang, bán thành phẩm, hàng tồn kho, các khoản phải thu... và kết thúc lại trở về hình thái tiền tệ ban đầu. DN muốn tồn tại và phát triển thì lượng tiền thu được phải lớn hơn lượng tiền bỏ ra ban đầu, nghĩa là vốn đã sinh lời.

- Vốn có giá trị về mặt thời gian: Do tác động của khả năng sinh lời và rủi ro nên vốn của doanh nghiệp luôn có giá trị theo thời gian. Một đồng vốn hiện tại sẽ có giá trị kinh tế khác với một đồng vốn trong tương lai.

- Vốn là một hàng hoá đặc biệt: Khác với hàng hoá thông thường, người mua hàng hoá vốn chỉ có quyền sử dụng không có quyền sở hữu, quyền sở hữu vốn vẫn thuộc về người bán. Người mua sử dụng vốn trong thời gian nhất định và phải trả cho người bán một khoản tiền gọi là tiền lãi. Tiền lãi hay lãi suất là giá phải trả để có quyền sử dụng vốn. Việc mua bán vốn trên thị trường tài chính cũng tuân theo các quy luật cung - cầu.

1.1.1.2. Phân loại vốn của doanh nghiệp

Doanh nghiệp cần phân loại vốn để khai thác, sử dụng và quản lý vốn hiệu quả. Có một số cách phân loại vốn cơ bản sau đây

*** Theo đặc điểm luân chuyển của vốn:** Vốn được chia thành VCD và VLD

- *Vốn cố định:* là toàn bộ số tiền ứng trước mà DN bỏ ra để đầu tư hình thành nên các TSCĐ dùng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của DN. Hay VCD là biểu hiện bằng tiền của các TSCĐ trong DN. Trong quá trình luân chuyển VCD có các đặc điểm như: VCD chu chuyển từng phần dần dần và được thu hồi giá trị từng phần sau mỗi chu kỳ kinh doanh; VCD tham gia vào nhiều chu kỳ kinh doanh mới hoàn thành một vòng luân chuyển; VCD hoàn thành một vòng luân chuyển khi tái đầu tư được TSCĐ, tức là DN thu hồi đủ tiền khấu hao TSCĐ.

- *Vốn lưu động:* là số tiền ứng trước để hình thành nên các TSLĐ nhằm đảm bảo cho quá trình sản xuất kinh doanh của DN được diễn ra thường xuyên,

liên tục. Trong quá trình chu chuyển VLD có các đặc điểm như: VLD luôn thay đổi hình thái biểu hiện qua từng giai đoạn của quá trình SXKD; VLD dịch chuyển toàn bộ giá trị ngay trong một lần và được hoàn lại toàn bộ sau mỗi chu kỳ kinh doanh.

* **Theo kết quả của hoạt động đầu tư:** Vốn được phân thành 3 loại chính:

- *Vốn đầu tư vào TSLĐ:* là số vốn đầu tư để hình thành các tài sản lưu động phục vụ cho hoạt động SXKD của DN, bao gồm các loại vốn bằng tiền, vốn vật tư hàng hóa, các khoản phải thu, các loại TSLĐ khác của doanh nghiệp.

- *Vốn đầu tư vào TSCĐ:* là số vốn đầu tư để hình thành các tài sản cố định hữu hình và vô hình, bao gồm nhà xưởng, máy móc thiết bị, phương tiện vận tải, thiết bị truyền dẫn, các khoản chi phí mua bằng phát minh, sáng chế, nhãn hiệu độc quyền, giá trị lợi thế về vị trí địa điểm kinh doanh của DN...

- *Vốn đầu tư vào TSTC:* là số vốn DN đầu tư vào các TSTC như cổ phiếu, trái phiếu DN, trái phiếu chính phủ, kỳ phiếu ngân hàng, chứng chỉ quỹ đầu tư và các giấy tờ có giá trị khác.

1.1.2. Nguồn vốn của doanh nghiệp

1.1.2.1. Khái niệm nguồn vốn của doanh nghiệp

Để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD và đầu tư, DN có thể huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau. Nguồn vốn của doanh nghiệp phản ánh nguồn gốc, xuất xứ của vốn mà DN huy động sử dụng cho các hoạt động của doanh nghiệp.

Nguồn vốn là nguồn hình thành tài sản của doanh nghiệp. Nguồn vốn tạo ra sự tăng thêm tổng tài sản cho doanh nghiệp.

1.1.2.2. Phân loại nguồn vốn của doanh nghiệp

Cùng với sự phát triển của thị trường vốn, DN có nhiều sự lựa chọn trong việc huy động vốn, DN có thể huy động từ nhiều nguồn khác nhau với nhiều hình thức phong phú, đa dạng. Để lựa chọn hình thức huy động vốn phù hợp và hiệu quả DN cần phân loại nguồn vốn. Nguồn vốn được phân loại theo các tiêu thức cơ bản sau đây:

*** Căn cứ vào quan hệ sở hữu vốn**

Theo tiêu thức này, vốn của DN được hình thành từ hai nguồn: Vốn CSH và Nợ phải trả. Ta có: Giá trị tổng tài sản = Vốn CSH + Nợ phải trả

- *Vốn chủ sở hữu*: là phần vốn thuộc quyền sở hữu của chủ DN. DN có đầy đủ cả 3 quyền đối với số vốn này, đó là quyền chiếm hữu, quyền sử dụng và quyền định đoạt.

Vốn chủ sở hữu bao gồm: phần vốn góp ban đầu của các chủ sở hữu để hình thành nên vốn điều lệ của DN và phần vốn được bổ sung trong quá trình hoạt động của DN như: vốn góp bổ sung của các chủ sở hữu, lợi nhuận để lại (quỹ đầu tư phát triển, quỹ dự phòng tài chính, lợi nhuận chưa phân phối...)

- *Nợ phải trả*: Nợ phải trả là biểu hiện bằng tiền của những nghĩa vụ mà DN có trách nhiệm thanh toán cho các tác nhân kinh tế khác trong một khoảng thời gian nhất định.

Nợ phải trả bao gồm: Nợ chiếm dụng (các khoản phải trả nhà cung cấp, phải trả người lao động, nghĩa vụ thuế đối với Nhà nước...) và nợ vay (vay ngắn hạn, trung hạn và dài hạn ở các NHTM, vay các tổ chức tín dụng, vay thông qua phát hành trái phiếu DN...)

Khi sử dụng nguồn vốn này DN cần chấp hành đầy đủ quy định hiện hành về tín dụng, DN phải trả một số tiền nhất định cho việc sử dụng vốn vay gọi là chi phí sử dụng vốn vay. Chi phí sử dụng vốn vay làm tăng áp lực thanh toán cho DN, nhưng thông thường chi phí sử dụng vốn vay thấp hơn chi phí sử dụng vốn chủ, và khi sử dụng vốn vay DN có được lợi ích từ “lá chắn thuế”. Do đó, đây vẫn là nguồn vốn chủ yếu được các DN sử dụng để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động của DN.

Phân loại theo quan hệ sở hữu vốn là cách phân loại cơ bản và quan trọng giúp DN xác định được cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho phù hợp với đặc điểm ngành nghề kinh doanh và điều kiện cụ thể của DN, nhờ đó tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn, tối đa hoá khả năng sinh lời.

*** Căn cứ vào phạm vi huy động vốn**

Theo tiêu thức này nguồn vốn của DN được chia thành hai loại: nguồn vốn bên trong doanh nghiệp và nguồn vốn bên ngoài doanh nghiệp.

- *Nguồn vốn bên trong doanh nghiệp (nguồn vốn nội sinh)*: là số vốn DN tạo ra từ chính hoạt động của bản thân DN. Nó thể hiện khả năng tự tài trợ cho đầu tư và hoạt động SXKD của DN. Nguồn vốn bên trong của DN bao gồm: Lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư và các quỹ trích lập từ lợi nhuận.

- *Nguồn vốn bên ngoài doanh nghiệp (nguồn vốn ngoại sinh)*: là số vốn DN có thể huy động được từ bên ngoài DN, phục vụ cho đầu tư và hoạt động SXKD. DN có thể huy động từ các nguồn như: Vay cá nhân, NHTM, tổ chức tín dụng; phát hành cổ phiếu, trái phiếu; thuê tài sản; tín dụng thương mại; gọi vốn góp liên doanh, liên kết...

Phân loại theo phạm vi huy động vốn là cách cách phân loại giúp DN thấy rõ khả năng tự tài trợ cũng như khả năng huy động vốn của doanh nghiệp. Từ đó, nhà quản lý chủ động trong việc lựa chọn nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu vốn của DN.

*** Căn cứ vào thời gian huy động vốn**

Theo tiêu thức này nguồn vốn của DN được chia thành 2 loại: nguồn vốn thường xuyên và nguồn vốn tạm thời.

- *Nguồn vốn tạm thời (nguồn vốn ngắn hạn)*: là các nguồn vốn có tính chất ngắn hạn (dưới 1 năm) mà DN được sử dụng để đáp ứng nhu cầu phát sinh tạm thời như: thanh toán tiền mua nguyên vật liệu, trả lương cho người lao động, nộp thuế cho Nhà nước... Nguồn vốn này thường bao gồm các khoản vay ngắn hạn, các khoản vốn chiếm dụng của người lao động và của nhà cung cấp.

- *Nguồn vốn thường xuyên (nguồn vốn dài hạn)*: là tổng thể các nguồn vốn có tính chất ổn định lâu dài mà DN có thể sử dụng vào hoạt động kinh doanh như mua sắm, hình thành TSCĐ, đầu tư vào một bộ phận TSLĐ thường xuyên và các TSDH khác.

Tại một thời điểm, nguồn vốn thường xuyên được xác định theo một trong các công thức sau đây:

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

$Nguồn\ vốn\ thường\ xuyên = Giá\ trị\ tổng\ tài\ sản - Nợ\ ngắn\ hạn$

$Nguồn\ vốn\ thường\ xuyên = Nguồn\ VLD\ tx + Giá\ trị\ còn\ lại\ của\ TSDH$

Để hiểu rõ về nguồn vốn thường xuyên, ta làm rõ nguồn vốn lưu động thường xuyên của DN (NWC)

Nguồn VLD thường xuyên của DN là nguồn có tính chất dài hạn, tài trợ cho tài sản lưu động thường xuyên cần thiết trong hoạt động kinh doanh của DN (có thể tài trợ 1 phần hoặc toàn bộ).

Tại một thời điểm, nguồn vốn lưu động thường xuyên của DN được xác định theo công thức:

$NWC = Tài\ sản\ lưu\ động - Nợ\ ngắn\ hạn$

Nguồn vốn lưu động thường xuyên làm cho tình trạng tài chính của DN được vững chắc và an toàn hơn, vì DN dùng nguồn dài hạn để tài trợ cho vốn lưu động, nhưng khi DN sử dụng nguồn vốn thường xuyên để tài trợ cho TSLĐ thì DN phải trả chi phí cao hơn

Phân loại theo thời gian huy động vốn giúp DN huy động những nguồn vốn có thời gian phù hợp với thời gian sử dụng các yếu tố cần thiết cho quá trình kinh doanh, tổ chức nguồn vốn đảm bảo sự phù hợp với cơ cấu tài sản, từ đó lựa chọn mô hình nguồn tài trợ phù hợp cho DN.

1.1.2.3. Mô hình tổ chức nguồn vốn của doanh nghiệp

* **Mô hình thứ nhất:** Toàn bộ TSCĐ và TSLĐ thường xuyên được đảm bảo bằng nguồn vốn thường xuyên, toàn bộ TSLĐ tạm thời được đảm bảo bằng nguồn vốn tạm thời.

Mô hình này giúp DN hạn chế được rủi ro trong thanh toán, giảm chi phí sử dụng vốn. Tuy nhiên, khó đảm bảo duy trì ổn định trong dài hạn và thiếu sự linh hoạt trong việc sử dụng vốn.

* **Mô hình thứ hai:** Toàn bộ TSCĐ, TSLĐ thường xuyên và một phần TSLĐ tạm thời được đảm bảo bằng nguồn vốn thường xuyên, phần TSLĐ tạm thời còn lại được đảm bảo bằng nguồn vốn tạm thời.

Mô hình này giúp doanh nghiệp có khả năng thanh toán và mức độ an toàn tài chính cao. Nhưng do doanh nghiệp phải sử dụng nguồn vốn dài hạn đầu tư cho một phần TSLĐ tạm thời nên chi phí sử dụng vốn cao.

* **Mô hình thứ ba:** Toàn bộ TSCĐ và một phần TSLĐ thường xuyên được đảm bảo bằng nguồn vốn thường xuyên, còn một phần TSLĐ thường xuyên và toàn bộ TSLĐ tạm thời được đảm bảo bằng nguồn vốn tạm thời.

Mô hình này giúp doanh nghiệp phải trả chi phí sử dụng vốn ít hơn do DN sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để đầu tư một phần TSLĐ thường xuyên, nhưng mức độ an toàn tài chính của DN sẽ thấp hơn, khả năng gặp rủi ro cao hơn so với mô hình thứ nhất và thứ hai.

1.2. CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.2.1. Khái niệm, chỉ tiêu đánh giá cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

1.2.1.1. Khái niệm cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn là thành phần và tỷ trọng của từng nguồn vốn so với tổng nguồn vốn tại một thời điểm nhất định. Một cơ cấu nguồn vốn hợp lý phản ánh sự kết hợp hài hòa của các nguồn vốn riêng biệt trong điều kiện nhất định. DN có cơ cấu nguồn vốn hợp lý thì chi phí sử dụng vốn thấp và rủi ro ở mức có thể chấp nhận được.

Cơ cấu nguồn vốn của mỗi DN phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố như: đặc điểm riêng của DN, đặc điểm ngành nghề mà DN hoạt động, đặc điểm của thị trường tài chính, điều kiện kinh tế vĩ mô của mỗi quốc gia... Bên cạnh yếu tố chung DN còn có yếu tố riêng, nên không có cơ cấu nguồn vốn chung cho mọi DN. Mỗi DN sẽ có một cơ cấu nguồn vốn riêng, thậm chí trong cùng một DN cơ cấu nguồn vốn thay đổi trong từng giai đoạn cụ thể. Vì vậy khi nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của một DN phải nghiên cứu trong trạng thái động, chứ không thể nghiên cứu trong trạng thái tĩnh.

Cơ cấu nguồn vốn của DN cho biết mức độ độc lập về tài chính cũng như xu hướng biến động của nguồn vốn huy động.

Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng quyết định đến khả năng thực thi các chiến lược kinh doanh, hiệu quả kinh tế và sự phát triển bền vững của DN. Vì

vậy mục tiêu của DN là hướng đến một CCNV tối ưu mà ở đó chi phí sử dụng vốn bình quân nhỏ nhất và giá trị DN là lớn nhất.

1.2.1.2. Chỉ tiêu đánh giá cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được xem xét qua mối quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu. Ở các tập đoàn được phâm lớn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn được quan tâm vì nguồn vốn này mang tính ổn định lâu dài, rất thuận lợi cho các quyết định trong quá trình hoạt động. Ở các doanh nghiệp được phâm có quy mô sản xuất nhỏ, chủ yếu là hoạt động thương mại thì nợ ngắn hạn thường chiếm tỷ trọng lớn. Mỗi DN có đặc điểm sản xuất kinh doanh khác nhau nên các chỉ tiêu cơ cấu nguồn vốn được đánh giá trong từng điều kiện cụ thể nhất định.

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

$$\text{Công thức xác định: Hệ số nợ} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

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

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

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

* **Hệ số vốn chủ sở hữu:** Hệ số vốn CSH cho biết trong một đồng vốn mà doanh nghiệp huy động được có bao nhiêu đồng do các chủ sở hữu đóng góp.

$$\text{Công thức xác định: Hệ số vốn CSH} = \frac{\text{Vốn CSH}}{\text{Tổng nguồn vốn}} = 1 - \text{Hệ số nợ}$$

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

Tuy nhiên, DN có hệ số vốn CSH cao mà số vốn CSH do nhiều nhà đầu tư đóng góp thì người lãnh đạo DN gặp rất nhiều vấn đề khó khăn như: quyền quản lý điều hành DN bị các chủ sở hữu can thiệp theo tỷ lệ góp vốn; chịu áp lực bị phản đối khi quyết định các vấn đề trong điều hành DN, thậm chí người ra quyết định sẽ đứng trước nguy cơ ra tòa vì kiện cáo. Người lãnh đạo DN cũng phải chịu áp lực do kỳ vọng về LN của các nhà đầu tư...

* **Tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn:** cho biết trong một đồng vốn doanh nghiệp huy động có bao nhiêu đồng được vay từ nợ ngắn hạn.

Công thức xác định:

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

* **Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn:** cho biết trong một đồng vốn doanh nghiệp huy động được có bao nhiêu đồng từ chủ sở hữu và nợ dài hạn.

Công thức xác định:

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

Hoặc: Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn = 1 – Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn

Chỉ tiêu tỷ trọng nguồn vốn ngắn hạn và tỷ trọng nguồn vốn dài hạn phản ánh cơ cấu nguồn vốn theo thời gian. Hai chỉ tiêu này phản ánh mối quan hệ giữa nguồn vốn với việc đầu tư vào tài sản, nó cho biết DN có lấy nguồn vốn dài hạn tài trợ cho tài sản ngắn hạn, hay lấy nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho tài sản dài hạn hay không. Phân tích tỷ trọng nguồn vốn cũng là cách đánh giá về rủi ro và sinh lời trong quyết định về cơ cấu nguồn vốn.

* **Tỷ trọng nguồn vốn bên trong**

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

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn bên trong} = \frac{\text{Nguồn vốn bên trong}}{\text{Tổng nguồn vốn}} \times 100\%$$

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

*** Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài**

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

$$\text{Tỷ trọng nguồn vốn bên ngoài} = \frac{\text{Nguồn vốn bên ngoài}}{\text{Tổng nguồn vốn}} \times 100\%$$

Hoặc: Tỷ trọng nguồn vốn dài hạn = 1 – Tỷ trọng nguồn vốn bên trong

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

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

1.2.2. Nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn cho biết tỷ lệ vốn chủ sở hữu và nợ phải trả của DN. Cơ cấu nguồn vốn là chỉ tiêu phản ánh rủi ro tài chính mà DN phải đối mặt, nó cũng ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả sản xuất kinh doanh. Vì vậy việc xây dựng một cơ cấu nguồn vốn tối ưu luôn được doanh nghiệp quan tâm, muốn vậy doanh nghiệp cần phải xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn. Có thể khái quát và chia các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của DN thành 2 nhóm sau đây.

1.2.2.1. Nhân tố bên trong doanh nghiệp

Các nhân tố bên trong ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm: quy mô của doanh nghiệp, cơ cấu tài sản của DN, rủi ro kinh doanh, khả năng sinh lời, tốc độ tăng trưởng. Doanh nghiệp cần đặc biệt quan tâm, cân nhắc tới các nhân tố này trong việc lựa chọn cơ cấu nguồn vốn.

**** Quy mô của doanh nghiệp***

Doanh nghiệp có quy mô lớn thường có tiềm lực tài chính vững chắc, những doanh nghiệp này thường thực hiện đa dạng hoá đầu tư để phân tán rủi ro và tăng hiệu quả đầu tư. Doanh nghiệp quy mô lớn có uy tín cao, có giá trị thương hiệu lớn, dễ dàng tiếp cận thị trường tín dụng, thuận lợi trong việc huy động nợ vay... nên những DN này có xu hướng sử dụng nhiều nợ vay hơn để có lợi nhuận hơn từ tầm chắn thuế. Do đó, về mặt lý thuyết thì doanh nghiệp có quy mô lớn có thể duy trì một hệ số nợ cao, cơ cấu nguồn vốn nghiêng về vốn vay. Như vậy, quy mô của DN ảnh hưởng tới mức độ sử dụng nợ vay của DN, từ đó ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của DN.

**** Cơ cấu tài sản của doanh nghiệp***

Cơ cấu tài sản thể hiện ở tỷ lệ đầu tư TSCĐ và TSLĐ so với tổng tài sản của DN. Tùy vào đặc điểm sản xuất kinh doanh mà cơ cấu TS của các DN sẽ khác nhau. Các DN sản xuất phải đầu tư máy móc thiết bị, dây chuyền sản xuất lớn thì đòi hỏi TSCĐ lớn, còn các DN hoạt động thương mại, dịch vụ thì cơ cấu TSLĐ lớn. Cơ cấu tài sản và cơ cấu nguồn vốn có mối quan hệ chặt chẽ đòi hỏi sự tương thích về mặt thời gian, tài sản cố định thường được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn, ổn định và chủ động, vì vậy cơ cấu tài sản cố định càng lớn hệ số vốn chủ sở hữu của DN càng cao, cơ cấu nguồn vốn của DN sẽ nghiêng về vốn chủ sở hữu.

Ngoài ra, cơ cấu tài sản còn phụ thuộc vào việc sản phẩm mang tính độc đáo và mới lạ... các doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm độc đáo, có tính khác biệt cao, vì chưa nắm bắt được tâm lý và nhu cầu thị trường nên để đảm bảo an toàn DN thường sử dụng vốn chủ sở hữu, khi đó cơ cấu nguồn vốn nghiêng về vốn chủ.

*** *Rủi ro kinh doanh***

Rủi ro kinh doanh là sự dao động hay không chắc chắn của lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT). Những doanh nghiệp có rủi ro kinh doanh cao phải đối mặt với mối lo về nguy cơ thua lỗ và phá sản cao. DN có rủi ro kinh doanh cao có xu hướng giảm nợ vay, nghĩa là giảm rủi ro tài chính để giảm rủi ro tổng thể của DN. Do đó, cơ cấu nguồn vốn của DN thiên về vốn chủ sở hữu.

*** *Khả năng thanh toán***

Trong kinh doanh, một trong những vấn đề nhà quản trị lo ngại là các khoản nợ phải thanh toán, các khoản nợ ảnh hưởng rất lớn đến tình hình tài chính, uy tín và kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Để đảm bảo thanh toán các khoản nợ đến hạn thì doanh nghiệp phải duy trì một mức vốn hợp lý để đáp ứng kịp thời việc trả nợ. Số vốn đó thường là vốn chủ sở hữu, vì vậy doanh nghiệp có khả năng thanh toán cao là những doanh nghiệp có tỷ lệ vốn chủ sở hữu lớn.

*** *Khả năng sinh lời***

Doanh nghiệp có mức sinh lời cao thích sử dụng nợ vay hơn vì các yếu tố khác không đổi sẽ tận dụng được tấc chắn thuế nhiều hơn. Nếu tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên tổng tài sản (BEP) lớn hơn lãi suất huy động vốn thì đây sẽ là cơ hội cho DN gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE). Do đó, các DN có BEP cao thường thích sử dụng nợ vay hơn.

*** *Tốc độ tăng trưởng***

Khi doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao, nhu cầu vốn lớn. Nguồn vốn nội bộ thường chỉ đáp ứng được một phần nhỏ nhu cầu vốn, do đó phải sử dụng thêm nguồn vốn bên ngoài. Theo thuyết trật tự phân hạng khi đó doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nợ hơn vốn cổ phần.

Khi doanh nghiệp có mức độ tăng trưởng thấp, doanh nghiệp sẽ dễ bỏ qua những cơ hội kinh doanh đòi hỏi phải vay nợ, vì khi đòn bẩy tài chính cao rủi ro có thể gặp phải sẽ lớn. Giai đoạn này doanh nghiệp cần sự an toàn nên doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vốn cổ phần hơn nợ.

**** Chu kỳ sống và giai đoạn phát triển của doanh nghiệp***

Trong quá trình phát triển của DN có các giai đoạn: ra đời, phát triển ổn định, hưng thịnh, suy thoái, thậm chí giải thể hay phá sản. Ở mỗi giai đoạn, DN có cơ hội tiếp cận và khả năng huy động các nguồn vốn khác nhau là khác nhau. Do đó, cơ cấu nguồn vốn cũng sẽ linh động thay đổi cho phù hợp với từng giai đoạn cụ thể. Nếu DN đang hoạt động trong giai đoạn phát triển hưng thịnh thì CCNV thường thiên về VCSH. Ngược lại, nếu DN đang trong giai đoạn suy thoái thì hệ số nợ thường có xu hướng tăng.

**** Độ dài chu kỳ sản xuất sản phẩm***

Chu kỳ sản xuất sản phẩm phụ thuộc và đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của ngành. Những doanh nghiệp hoạt động trong ngành khai thác như hầm mỏ, khoáng sản, khoan dầu... hay những doanh nghiệp hoạt động trong ngành công nghiệp nặng như sản xuất tàu thủy, tàu hỏa, chế tạo máy bay... thì chu kỳ sản xuất dài, vòng quay của vốn chậm, khi đó CCNV sẽ nghiêng về VCSH. Còn DN hoạt động trong ngành thương mại, dịch vụ, sản xuất hàng tiêu dùng... chu kỳ sản xuất kinh doanh ngắn, vòng quay vốn nhanh, khi đó CCNV sẽ nghiêng về vốn vay.

Chu kỳ sản xuất sản phẩm cũng phụ thuộc rất lớn vào loại sản phẩm mà DN sản xuất, những loại sản phẩm có tính phức tạp về kỹ thuật, sản phẩm tinh xảo, hiện đại... thường có chu kỳ sản xuất dài, khi đó CCNV nghiêng về vốn chủ sở hữu và ngược lại.

**** Quyền kiểm soát doanh nghiệp***

Chủ sở hữu là người có quyền kiểm soát DN, chủ nợ thì không có quyền đó, các DN mới thành lập hoặc coi trọng quyền kiểm soát thay vì phát hành thêm cổ phiếu mới ra công chúng để huy động thêm vốn sẽ lựa chọn vốn vay để đảm bảo quyền kiểm soát DN, khi đó hệ số nợ của DN cao. Ngược lại, các DN đã hoạt động ổn định, không ngại chia sẻ quyền kiểm soát sẽ huy động vốn cổ phần mới trên thị trường, khi đó hệ số vốn chủ sở hữu cao.

**** Mức độ chấp nhận rủi ro của người lãnh đạo doanh nghiệp***

Người lãnh đạo sẽ quyết định cơ cấu nguồn vốn của DN. Trong hoạt động sản xuất kinh doanh lợi nhuận luôn tồn tại song hành và tỷ lệ thuận với rủi ro, phương án kinh doanh hứa hẹn tỷ suất lợi nhuận cao cũng có nghĩa rủi ro cao, nếu nhà lãnh đạo mạo hiểm, mong bước phát triển đột phá thì họ dám đương đầu và chấp nhận rủi ro, khi đó họ vay nợ nhiều hơn, sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn, cơ cấu nguồn vốn sẽ nghiêng về nợ vay và ngược lại.

**** Chi phí phá sản***

Doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nợ vay thì rủi ro càng lớn và nguy cơ phá sản càng lớn. Khi hệ số nợ cao mà DN lại muốn vay thêm nợ thì DN phải trả cho chủ nợ một mức lãi suất cao hơn để bù đắp rủi ro mà chủ nợ có thể phải gánh chịu. Nguy cơ phá sản cao làm chi phí vay vốn tăng, khi đó DN sẽ giảm vay nợ.

**** Hệ số tín nhiệm***

Trong nền kinh tế thị trường các quan hệ kinh tế phát triển đa dạng với nhiều hình thức khác nhau. Nếu DN có hệ số tín nhiệm cao thì sẽ có nhiều cơ hội tiếp cận với các loại hình nguồn vốn lớn, DN có xu hướng vay nợ để đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh.

Để đánh giá hệ số tín nhiệm của DN một cách chính xác Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định phê duyệt quy hoạch phát triển dịch vụ xếp hạng tín nhiệm đến 2020 và tầm nhìn đến 2030. Theo Chính phủ, dịch vụ này sẽ hỗ trợ các DN huy động vốn, khi đó cơ cấu nguồn vốn sẽ thay đổi theo hướng sử dụng nhiều nợ.

**** Mỗi quan hệ giữa lãnh đạo doanh nghiệp và chủ nợ***

Trong thực tế, số nợ DN vay được phụ thuộc rất lớn vào mối quan hệ giữa lãnh đạo DN và chủ nợ. Nếu mối quan hệ này được xây dựng trên cơ sở uy tín, lâu dài thì khả năng vay nợ của DN dễ dàng và DN có xu hướng tăng sử dụng nợ vay để đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh.

**** Mỗi quan hệ giữa chủ sở hữu và người điều hành doanh nghiệp***

Mối quan hệ giữa chủ sở hữu và người điều hành DN nảy sinh khi các cổ đông luôn kỳ vọng tối đa hóa giá trị DN, vì vậy áp lực chủ sở hữu gây ra cho người điều hành DN rất lớn. Nếu mối quan hệ này hài hòa thì người điều hành sẽ tập trung phát triển DN, có thể huy động vốn để đáp ứng nhu cầu mở rộng quy mô hoạt động của DN, khi đó hệ số nợ tăng.

Nếu mối quan hệ này đơn thuần là mối quan hệ lợi ích đi làm thuê ăn lương thì người điều hành sẽ đưa ra cơ chế điều hành an toàn, tránh trách nhiệm... lúc đó nhà điều hành DN chỉ sử dụng vốn chủ để đảm bảo an toàn cho các quyết định của họ.

1.2.2.2. Nhân tố bên ngoài doanh nghiệp

Doanh nghiệp hoạt động trong thời kỳ nào cũng chịu những ảnh hưởng nhất định của môi trường thời kỳ ấy. Các nhân tố bên ngoài ảnh hưởng đến mọi hoạt động của doanh nghiệp trong đó có cơ cấu nguồn vốn, việc nghiên cứu các nhân tố giúp doanh nghiệp xem xét tác động tích cực và tác động tiêu cực của chúng, từ đó có thêm căn cứ để xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

**** Chính sách kinh tế của Nhà nước***

Chính sách kinh tế của Nhà nước thể hiện các quan điểm phát triển nền kinh tế, hình thành môi trường kinh tế vĩ mô, ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Nhà nước với vai trò quản lý vĩ mô nền kinh tế sẽ thông qua cơ chế chính sách để khuyến khích hay hạn chế hoạt động của DN. Các chính sách kinh tế quan trọng có ảnh hưởng lớn tới doanh nghiệp cũng như cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm một số chính sách sau:

- *Chính sách đầu tư:* Thông qua các chính sách về đầu tư, Nhà nước sẽ định hướng DN đầu tư vào các lĩnh vực, ngành nghề nhất định nhằm đạt các mục tiêu đã định của Nhà nước.

Nếu DN đang hoạt động trong lĩnh vực khuyến khích đầu tư, Nhà nước sẽ tạo điều kiện cho DN vay vốn để DN mở rộng đầu tư, cải tiến công nghệ, nhằm

tăng cường sức cạnh tranh, như vậy trong thời điểm "phát triển nóng" đó, cơ cấu nguồn vốn sẽ nghiêng về vốn vay. Trường hợp ngược lại, nếu DN hoạt động trong lĩnh vực Nhà nước hạn chế đầu tư, hoạt động của DN bị thu hẹp, DN trả các khoản vốn vay, cơ cấu nguồn vốn thay đổi theo hướng hệ số nợ giảm .

- *Chính sách tiền tệ*: Nếu chính sách tiền tệ của Nhà nước ổn định, lãi suất thấp, chi phí sử dụng vốn vay giảm... giúp doanh nghiệp đa dạng hoá kênh huy động vốn, điều kiện vay vốn dễ dàng và thuận lợi, khi đó cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp sẽ nghiêng về sử dụng vốn vay. Ngược lại, nếu chính sách tiền tệ không ổn định, lãi suất cho vay tăng, DN sẽ giữ mức an toàn và chủ động tài chính bằng việc sử dụng vốn chủ sở hữu.

- *Chính sách thuế*: Thuế là một công cụ rất quan trọng của Nhà nước để điều tiết nền kinh tế. Nếu DN hiểu và biết cách vận dụng linh hoạt thì sẽ tận dụng được những tác động tích cực của thuế trong việc xây dựng cơ cấu nguồn vốn.

Thuế TNDN đem lại lợi ích rất lớn cho DN khi sử dụng nợ vay. Trong điều kiện những yếu tố khác không đổi, thuế suất thuế TNDN càng cao, thì khoản lợi từ tiền thuế càng lớn, DN nên vay nợ ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu hơn là phát hành cổ phiếu vì chi phí trả lãi vay là chi phí trước thuế, DN có thể giảm được số tiền thuế TNDN phải nộp, vì vậy nếu thuế suất thuế TNDN cao thì DN sử dụng càng nhiều nợ vay, cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp thiên về nợ phải trả.

Thuế suất thuế thu nhập cá nhân tác động đến quyết định phân phối lợi nhuận của DN. Nếu thuế suất thuế thu nhập cá nhân có xu hướng gia tăng sẽ khuyến khích một số DN giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, góp phần tăng vốn CSH, từ đó làm giảm hệ số nợ của DN. Vì vậy cân đối giữa vay nợ và sử dụng vốn cổ phần sẽ tùy thuộc một phần vào các mức thuế suất tương ứng của thuế thu nhập DN và thuế thu nhập cá nhân.

**** Giai đoạn phát triển của nền kinh tế***

Trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế, các doanh nghiệp có khả năng tạo ra nhiều lợi nhuận hơn, đạt được tỷ suất sinh lời cao hơn. Do đó, các doanh nghiệp có xu hướng vay nợ nhiều hơn để tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, từ đó gia tăng hơn nữa tỷ suất lợi nhuận vốn CSH.

Ngược lại, trong giai đoạn nền kinh tế suy thoái, kinh doanh trở nên khó khăn hơn, lợi nhuận sụt giảm, các doanh nghiệp sẽ giảm vay nợ để đảm bảo khả năng thanh toán và các nghĩa vụ tài chính khác. Như vậy, tùy từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế cơ cấu nguồn vốn của DN sẽ thay đổi tương ứng.

**** Mức độ mở cửa và hội nhập của nền kinh tế***

Mở cửa và hội nhập kinh tế toàn cầu là xu thế phát triển tất yếu của các quốc gia. Khi nền kinh tế hội nhập, DN sẽ phải cạnh tranh với tất cả các DN trên thế giới, muốn tồn tại và phát triển doanh nghiệp phải giành lợi thế cạnh tranh. Mức độ cạnh tranh tăng có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận, tăng nguy cơ phá sản nếu DN hoạt động không hiệu quả. Để hạn chế rủi ro, các doanh nghiệp sẽ có xu hướng giảm nợ vay, cơ cấu nguồn sẽ được duy trì ở mức an toàn.

**** Triển vọng phát triển của thị trường vốn***

Thị trường vốn, đặc biệt là thị trường chứng khoán phát triển sẽ đa dạng kênh huy động vốn cho DN, DN có thể tìm được các nguồn tài trợ trung và dài hạn thông qua việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu.

Huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu ngày càng được các doanh nghiệp ưa thích sử dụng bởi khả năng huy động vốn với khối lượng lớn. Điều này đặc biệt đúng trong bối cảnh kinh tế suy thoái, bởi các DN không phải đối mặt với gánh nặng trả nợ như khi phát hành trái phiếu hay đi vay.

Bên cạnh thị trường cổ phiếu thì thị trường trái phiếu cũng góp phần tăng vốn cho doanh nghiệp hoạt động. Tuy nhiên do đặc điểm của trái phiếu là tính thanh khoản thấp, lãi suất không cao, không có quyền kiểm soát DN... nên trái phiếu không hấp dẫn được các nhà đầu tư, vì vậy các doanh nghiệp không kỳ

vọng nhiều vào việc huy động vốn qua phát hành trái phiếu. Trong trường hợp thị trường cổ phiếu trầm lắng và vốn vay ngân hàng đã được huy động ở mức cao thì DN sẽ thực hiện huy động vốn qua phát hành trái phiếu.

Thị trường cho vay là một kênh đáp ứng rất lớn nhu cầu vốn của doanh nghiệp. Nếu thị trường cho vay diễn biến tích cực, các ngân hàng cạnh tranh lãi suất, giảm thiểu các điều kiện vay, tạo điều kiện thuận lợi cho các DN sử dụng nguồn vốn vay... thì các doanh nghiệp có xu hướng tăng vốn vay để mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh, khi đó cơ cấu nguồn vốn có sự thay đổi đáng kể.

*** Quan điểm của người cho vay**

Thông thường người cho vay thích các DN có cơ cấu nguồn vốn nghiêng về vốn chủ sở hữu, bởi vì CCNV như vậy thì khá an toàn, đảm bảo khả năng thanh toán khi các khoản nợ đến hạn. Nếu DN có hệ số nợ ở mức tương đối cao thì lòng tin của người cho vay với DN sẽ giảm xuống, tác động ngược lại khiến DN khó vay thêm nợ hơn.

Các ngân hàng và tổ chức tín dụng căn cứ việc xếp hạng tín nhiệm các DN để xác định giới hạn và điều khoản cho vay. Các DN có hệ số nợ cao thường có mức tín nhiệm ở mức thấp. Các cơ quan xếp hạng tín nhiệm có thể hạ mức tín nhiệm trái phiếu với các DN vay thêm nhiều nợ khiến các DN buộc phải tài trợ bằng vốn cổ phần khi muốn mở rộng quy mô kinh doanh.

Nghiên cứu lý thuyết và kiểm định thực tiễn về cơ cấu nguồn vốn của DN cho thấy có rất nhiều nhân tố tác động với mức độ và chiều hướng ảnh hưởng khác nhau tới cơ cấu nguồn vốn, do đó xác định được cơ cấu nguồn vốn tối ưu là vấn đề hết sức khó khăn. Song, nhận thức chính xác các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn sẽ giúp DN hướng tới gần tới cơ cấu nguồn vốn tối ưu hơn.

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

Quyết định về cơ cấu nguồn vốn là một trong những vấn đề tài chính hết sức quan trọng của DN, bởi vì nó ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn bình quân, đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hay thu nhập trên cổ phần thường cũng như

rủi ro tài chính của DN. Các nhà khoa học đã nghiên cứu và đưa ra nhiều mô hình lý thuyết giúp DN xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu để DN có thể tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn và tối đa hoá giá trị DN.

1.2.3.1. Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu (optimal capital structure)

Lý thuyết này cho rằng, ở DN có tồn tại cơ cấu nguồn vốn tối ưu mà tại đó chi phí sử dụng vốn trung bình của doanh nghiệp là nhỏ nhất và giá trị của doanh nghiệp là cao nhất. Trên cơ sở đó, cơ cấu nguồn vốn tối ưu được giải thích và xác định một cách định tính theo trình tự như sau:

- Khi DN sử dụng 100% vốn CSH, cơ cấu nguồn vốn không có nợ, DN không sử dụng đòn bẩy tài chính, DN không được hưởng những lợi thế từ việc đi vay. Chi phí sử dụng vốn bình quân cũng chính là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu ($WACC = r_e$).

- Khi DN bắt đầu sử dụng nợ vay, việc đi vay đem lại những lợi ích vượt trội. Chi phí sử dụng vốn vay thấp hơn tỷ suất lợi nhuận, kết hợp với khoản lợi thuế từ vốn vay. Chi phí sử dụng vốn CSH cao hơn chi phí sử dụng vốn vay và thấp hơn tỷ suất sinh lời đòi hỏi cần thiết của nhà đầu tư thông thường. Do đó, DN có chi phí sử dụng vốn bình quân ($WACC$) giảm dần theo mức tăng của hệ số nợ.

- Khi DN tăng nợ vay, hệ số nợ tăng, chủ sở hữu đòi hỏi mức lợi tức cao hơn khiến chi phí sử dụng vốn CSH tăng lên. Đồng thời, khi hệ số nợ cao, nguy cơ DN mất khả năng thanh toán cao, chủ nợ đòi hỏi tỷ suất sinh lời cao hơn để bù đắp rủi ro. Từ đó làm chi phí sử dụng vốn từng nguồn tài trợ tăng lên, $WACC$ của DN tăng dần theo mức tăng của hệ số nợ.

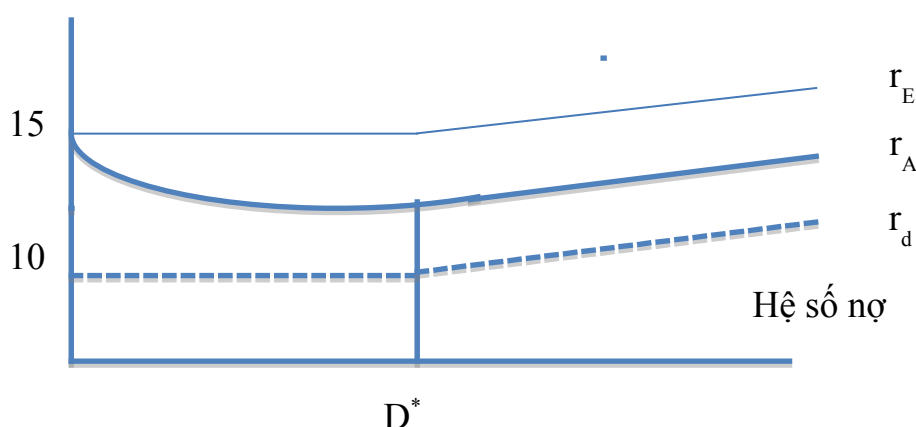
Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu cũng chỉ ra rằng, DN sử dụng nhiều nợ làm gia tăng rủi ro của DN nhưng lại đưa đến tỷ suất sinh lời kỳ vọng cao. Rủi ro gia tăng có khuynh hướng làm giảm giá cổ phiếu, nhưng tỷ suất sinh lời cao có khuynh hướng làm tăng giá cổ phiếu.

Như vậy, lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu dựa vào lá chắn thuế của DN khẳng định chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cơ cấu nguồn vốn của DN. Cơ

cấu nguồn vốn (đặc trưng bởi hệ số nợ) hay chính là mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu là cơ cấu nguồn vốn cân đối hài hoà giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời. Theo lý thuyết này, DN tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Tại điểm WACC đổi chiều ta xác định được tỷ trọng nợ trong cơ cấu nguồn vốn là tối ưu (H_n^*).

Vậy cơ cấu nguồn vốn tối ưu là cơ cấu nguồn vốn làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, qua đó tối đa hoá giá trị DN hay giá cổ phiếu của DN với chi phí sử dụng vốn là thấp nhất.

Sơ đồ 1.1: Đồ thị biểu diễn chi phí sử dụng vốn



Tuy nhiên, cơ cấu nguồn vốn tối ưu là vấn đề hết sức khó xác định về mặt định tính bởi yêu cầu phải lượng hoá được tất cả các thông số như phần lợi thuế từ nợ vay, chi phí phá sản phát sinh, rủi ro khi DN gia tăng nợ vay. Khoa học thực nghiệm đã sử dụng mô hình kinh tế lượng để giải quyết vấn đề này, nhưng nó cũng chỉ giải thích được phần nào về sự tương quan, vẫn còn những yếu tố không thể lượng hoá một cách chính xác nhưng lại có ảnh hưởng rất lớn như: yếu tố liên quan đến trình độ quản lý, sự ưa thích sử dụng nợ hay không của giám đốc DN, rủi ro của ngành... Điều này còn khó xác định hơn khi các yếu tố cần lượng hoá liên tục biến đổi và không độc lập với nhau trong mối quan hệ với hệ số nợ của DN. Do đó, một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cũng chỉ đúng tại một thời điểm cụ thể, chỉ phù hợp trong một giai đoạn nhất định.

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

1.2.3.2. Lý thuyết Modigliani và Miller (M&M)

Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn hiện đại của giáo sư Franco Modigliani và Merton Miller (M&M) công bố vào năm 1958. Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn lý giải được quan hệ giữa giá trị DN, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của DN.

Về nội dung lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề quan trọng: mệnh đề thứ nhất nói về giá trị DN, mệnh đề thứ hai nói về chi phí sử dụng vốn. Các mệnh đề này sẽ được lần lượt xem xét trong hai trường hợp có thuế TNDN và không có thuế TNDN.

*** Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế TNDN**

Để đơn giản hoá, trước hết lý thuyết M&M đưa ra các giả định sau:

- Không có thuế thu nhập DN và thuế thu nhập cá nhân
- Không có chi phí giao dịch
- Không có chi phí phá sản và chi phí khó khăn tài chính
- Cá nhân và doanh nghiệp đều có thể vay tiền ở mức lãi suất như nhau

Với những giả định như trên, nội dung của lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề được trình bày dưới đây.

Mệnh đề thứ nhất: *Giá trị DN có sử dụng nợ vay (V_L) bằng giá trị DN không sử dụng nợ vay (V_U), nghĩa là $V_L = V_U$ hay chính là cơ cấu nguồn vốn không có ảnh hưởng gì đến giá trị doanh nghiệp.*

Trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, rõ ràng những lợi ích của việc vay nợ (lợi thuế) và chi phí của việc đi vay (chi phí giao dịch, chi phí phá sản,

chi phí đại diện...) đều không tồn tại. Do đó, việc sử dụng nợ vay không đem lại bất kỳ khoản lợi ích tăng thêm và chi phí tăng thêm nào cho DN. DN có giá trị không đổi bất chấp cơ cấu nguồn vốn. Giải thích bằng hình ảnh, nếu giá trị DN là một chiếc bánh thì với các lát cắt khác nhau để chia chiếc bánh thành 2 phần, (nợ phải trả và vốn CSH) đều không ảnh hưởng tới kích thước chiếc bánh. Bánh to hay nhỏ không phụ thuộc vào cách cắt bánh. Do đó, giá trị DN không bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ vay nợ và vốn chủ sở hữu. Điều đó cũng có nghĩa là dù cho DN có lựa chọn bất kỳ phương thức tài trợ bằng nợ như thế nào đi nữa, cũng không làm thay đổi giá trị DN. Tức là giá trị DN có sử dụng nợ vay bằng với giá trị của DN không sử dụng nợ vay.

Mặc dù những giả định về thị trường vốn hoàn hảo là không có thực, tuy nhiên, cần đặc biệt chú ý tới những giả định này.

Giả định là không có việc đánh thuế: đây là điều kiện quan trọng để nợ phát huy lợi ích lớn nhất của mình với vai trò là chắn thuế. Tuy nhiên, giả định này chỉ đúng trong một số ít trường hợp, chẳng hạn DN mới thành lập, công ty mới cổ phần hóa được miễn thuế trong 3 năm đầu. Đa số là trường hợp DN phải nộp thuế thu nhập DN.

Giá trị DN được tính toán hoàn toàn bởi tính biến đổi của các luồng tiền. Họ bỏ qua khả năng các luồng tiền có thể dừng vì vỡ nợ. Đây là vấn đề rất khác lý thuyết nếu thực tế các DN có hệ số nợ cao.

Việc sử dụng nợ đem lại ROE cao hơn cho chủ sở hữu, ROE cao hơn này chính xác là những gì họ bù đắp cho nguy cơ (rủi ro) tăng lên từ việc gia tăng hệ số nợ. Với các giả thuyết trên, phương trình lý thuyết M&M như sau:

Tổng giá trị của DN sử dụng nợ = Tổng giá trị của DN không sử dụng nợ
($V_L = V_U$)

Mệnh đề thứ hai: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tỷ lệ thuận với hệ số nợ

Mệnh đề này cho rằng, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng lên nếu DN gia tăng hệ số nợ. Trong trường hợp không có thuế TNDN, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của DN được xác định bằng công thức sau:

$$WACC = \frac{E}{V}xr_e + \frac{D}{V}xr (1.1)$$

Trong đó: Tổng giá trị DN (V). Vốn chủ sở hữu (E). Nợ (D). Chi phí sử dụng vốn cổ phần (r_e). Chi phí sử dụng nợ (r)

Với các điều kiện giả định, chi phí sử dụng vốn vay thấp hơn chi phí sử dụng vốn cổ phần. Do đó, nếu DN tăng tỷ trọng nợ vay làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân, đồng thời chi phí sử dụng vốn cổ phần cũng tăng theo tỷ trọng nợ vay lại làm chi phí sử dụng vốn bình quân tăng lên. Do đó, chi phí sử dụng vốn bình quân không thay đổi.

*** Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế TNDN**

Năm 1963, M&M đưa ra một nghiên cứu tiếp theo với việc loại bỏ bớt giả thiết không có thuế TNDN. Khi đó, các giả định trong trường hợp này như sau:

- Có thuế thu nhập DN
- Không có chi phí giao dịch
- Các cá nhân và DN đều có thể vay nợ với lãi suất như nhau

Mệnh đề thứ nhất: *Giá trị DN có sử dụng nợ vay bằng giá trị DN không sử dụng nợ vay cộng với giá trị hiện tại của lá chắn thuế từ lãi vay*

Theo M&M, với thuế TNDN, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị của DN. Vì chi phí lãi vay là chi phí hợp lý được khấu trừ khi tính thuế thu nhập DN, do đó mà một phần thu nhập của DN có sử dụng nợ được chuyển sang cho các nhà đầu tư. Phần tiết kiệm thuế đó còn được gọi là “lá chắn thuế từ lãi vay”. *Nên giá trị DN có sử dụng nợ vay bằng giá trị DN không sử dụng nợ vay cộng với giá trị hiện tại của lá chắn thuế từ lãi vay.* ($V_L = V_u + t\% \times D$). Trong đó: t là thuế suất thuế TNDN, D là nợ vay.

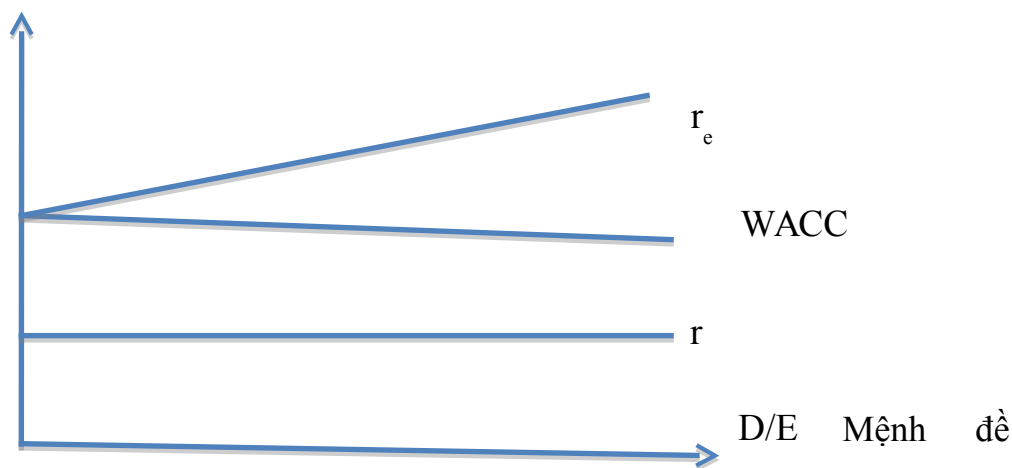
Theo mệnh đề này cơ cấu nguồn vốn có liên quan đến giá trị của DN. Sử dụng nợ càng cao thì giá trị DN càng tăng và gia tăng đến tối đa khi DN được tài trợ 100% nợ.

Mệnh đề thứ hai: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tỷ lệ thuận với hệ số nợ.

Tương tự như ở trường hợp không có thuế, trong trường hợp có thuế chi phí sử dụng vốn cổ phần cũng vẫn tăng lên theo mức độ sử dụng nợ vay. Do đó, nếu DN tăng tỷ trọng nợ vay làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân, đồng thời chi phí sử dụng vốn cổ phần cũng tăng theo tỷ trọng nợ vay lại làm chi phí sử dụng vốn bình quân tăng lên với tốc độ tăng chậm hơn. Do đó, chi phí sử dụng vốn bình quân giảm khi DN tăng hệ số nợ.

Sơ đồ 1.2 : Đồ thị thể hiện chi phí sử dụng vốn bình quân của DN trong trường hợp có vay nợ và có thuế TNDN

Chi phí sử dụng vốn



thứ hai trong trường hợp có thuế cho thấy rõ sự tác động của đòn bẩy tài chính lên chi phí sử dụng vốn. Nói chung, vay nợ giúp DN tiết kiệm được thuế nên làm cho chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) giảm, mặt khác đòn bẩy tài chính gia tăng làm tăng rủi ro đối với vốn chủ sở hữu nên chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên.

Nghiên cứu lý thuyết M&M giúp ta có những nhận định quan trọng sau:

Ưu điểm lớn nhất lý thuyết M&M đã làm rõ thêm được ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn và giá trị của DN. Cho DN biết khi nào nên vay nợ thì có lợi hơn. Tuy nhiên lý thuyết này còn những hạn chế là:

Trên thực tế các cá nhân và DN không thể vay nợ như nhau, bởi vì cùng tỷ lệ nợ thì nợ của DN ít rủi ro hơn nợ của các nhân, mức độ tín nhiệm của DN thường cao hơn mức độ tín nhiệm của cá nhân. Hai điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến số tiền vay được và lãi suất phải trả.

Lý thuyết M&M cũng đã bỏ qua một số nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn như rủi ro vỡ nợ, chi phí giao dịch, chi phí kiệt quệ tài chính làm giảm tác dụng của lá chắn thuế...

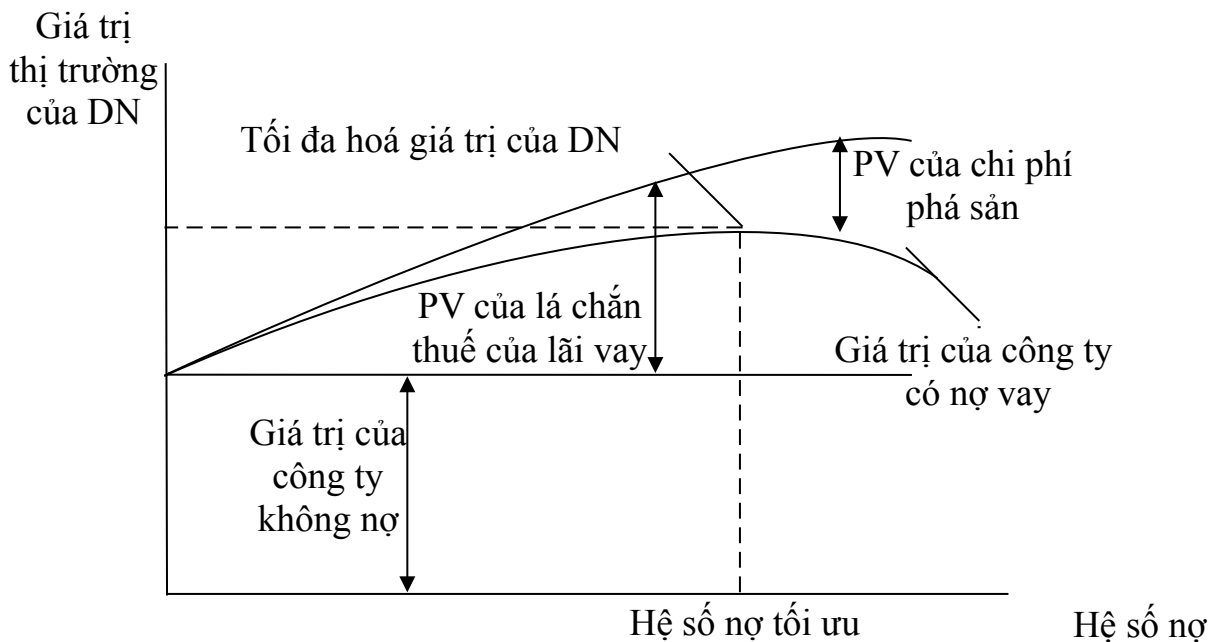
1.2.3.3. Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu nguồn vốn (Trade of theory)

Khác với thuyết M&M khi cho rằng DN nên vay nhiều nhất có thể, TOT cho rằng DN nên duy trì cơ cấu nguồn vốn đúng mức. Các DN sẽ tìm kiếm và duy trì cơ cấu nguồn vốn mục tiêu thông qua việc làm cân bằng giữa lợi ích và chi phí của nợ vay. Lợi ích của nợ vay chủ yếu là lá chắn thuế và chi phí của nợ vay chủ yếu là chi phí kiệt quệ tài chính. TOT đã phát triển tiếp và khắc phục được một hạn chế của lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn khi bổ sung giả định có chi phí kiệt quệ tài chính. Nội dung của lý thuyết đánh đổi tập trung vào việc xác định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, giá trị DN và đi vào giải thích cách hành xử của các DN trong thực tế.

Theo lý thuyết đánh đổi, cơ cấu nguồn vốn mục tiêu là điểm mà tại đó những lợi ích thu được từ việc tăng nợ vay bị triệt tiêu hết bởi chi phí khánh kiệt tài chính phải gánh chịu thêm. Tình trạng khánh kiệt tài chính xảy ra khi DN không đủ khả năng để thực hiện các cam kết cho chủ nợ bởi EBIT thấp hơn tiền lãi phải trả. Trong hầu hết các trường hợp khánh kiệt tài chính thường dẫn tới phá sản. Trong quá trình phá sản sẽ phát sinh các khoản chi phí như: chi phí pháp lý, chi phí hành chính và các khoản thiệt hại do vỡ nợ nên buộc các nhà quản lý bỏ qua các các cơ hội đầu tư có lời (Myers, 1977). Khi DN vay nợ càng

nhiều thì các chi phí này càng tăng. Do đó, DN chỉ nên vay nợ đến mức mà khoản lợi thuế từ một đồng vốn vay tăng thêm bằng khoản chi phí khánh kiệt tài chính tăng thêm từ chính việc vay vốn tăng thêm đó.

Sơ đồ 1.3 : Sơ đồ cơ cấu nguồn vốn tối ưu trong lý thuyết đánh đổi



Giá trị DN được xác định như sau :

$$V_L = V_U + t\% \times D - PV_{\text{chi phí phá sản kỳ vọng}}$$

Lý thuyết đánh đổi thừa nhận sự tồn tại của cơ cấu nguồn vốn tối ưu ở các DN. Các DN hành xử luôn hướng tới hệ số nợ mục tiêu. Hệ số nợ này cao hay thấp phụ thuộc vào 2 yếu tố cơ bản là thuế và chi phí phá sản kỳ vọng. Các DN có thu nhập chịu thuế cao và tài sản hữu hình an toàn thường sử dụng nhiều nợ hơn, trong khi các DN có tài sản vô hình nhiều và mức sinh lợi kém thì sử dụng nhiều vốn CSH hơn. Có nhiều yếu tố đẩy DN xa rời khỏi cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, khi điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn sẽ làm phát sinh các chi phí liên quan, điều này khiến cho các DN khó duy trì hệ số nợ mục tiêu. Các DN có thể cùng có hệ số nợ mục tiêu như nhau nhưng hệ số nợ thực tế của các DN lại thường rất

khác nhau. Khi DN đạt hệ số nợ mục tiêu cũng chính là DN đạt được cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

Nghiên cứu TOT có thể rút ra các nhận định cơ bản sau:

Thuyết TOT xây dựng được một công thức để xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Điểm tối ưu của cơ cấu nguồn vốn đạt được khi hiện giá của khoản tiết kiệm thuế do vay nợ thêm vừa đủ bù đắp cho sự tăng thêm trong hiện giá của chi phí khánh kiệt tài chính. Khi đó, DN tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn, tối thiểu hoá rủi ro và tối đa hoá giá trị của DN.

Ưu điểm: TOT làm rõ hơn tác động của thuế, của chi phí khánh kiệt tài chính tới cơ cấu nguồn vốn và giá trị DN. TOT hữu ích để lý giải mức độ sử dụng nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn.

Hạn chế: Bên cạnh những ưu điểm, TOT chưa lý giải được một số trường hợp khác về cơ cấu nguồn vốn cũng như cách hành xử của DN trong các trường hợp cụ thể như: một số công ty thành công gần như sử dụng chủ yếu là 100% vốn CSH trong khi theo TOT đáng lẽ nên sử dụng nhiều nợ vay, hay như việc các công ty công cộng hiếm khi thay đổi cơ cấu nguồn vốn vì thuế trong khi rõ ràng thuế là yếu tố có ảnh hưởng lớn đến cách huy động vốn.

TOT chưa lượng hoá được hết các yếu tố để giúp DN xác định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, bao gồm: chi phí trực tiếp như chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí liên quan kiện tụng phá sản, kế toán theo dõi và giải quyết phá sản; những chi phí gián tiếp như chi phí do mất khách hàng, mất nhà cung cấp, mất nhân viên giỏi, mất thời gian và công sức của ban quản lý vào việc đối phó với khó khăn tài chính...

1.2.3.4. Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory)

Lý thuyết trật tự phân hạng thị trường còn gọi là *lý thuyết thứ tự tăng vốn*. Lý thuyết này được nghiên cứu khởi đầu bởi Meyers và Majluf (1984). Xuất phát từ thông tin không cân xứng khi cho rằng nhà quản lý biết về hoạt động tương lai của DN (tiềm năng, rủi ro và giá trị của DN) rõ hơn các nhà đầu tư bên

ngoài (thông tin không cân xứng). Các nhà đầu tư bên ngoài DN quan sát hoạt động tài trợ của DN để có phản ứng lại, xem nó như một sự phát tín hiệu từ phía DN. Khi công ty phát hành cổ phiếu để huy động vốn, nhà đầu tư bên ngoài DN sẽ xem đây như một tín hiệu xấu khi cho rằng công ty đang gặp khó khăn về vốn, triển vọng phát triển thấp, do đó giá cổ phiếu thường sẽ giảm ngay khi có thông tin về việc phát hành cổ phiếu của công ty. Thêm vào đó, công ty cũng phải mất chi phí liên quan cho việc phát hành, điều này sẽ làm tăng chi phí của nguồn tài trợ bên ngoài so với nguồn vốn nội bộ. Trong khi đó, chỉ những nhà quản lý mới biết rõ thực trạng công ty, nhà quản lý sẽ phát hành cổ phiếu như một kênh huy động vốn khi thiếu vốn và cũng sẽ thực hiện phát hành cổ phiếu khi nhận thấy tiềm năng phát triển của công ty, giá cổ phiếu của công ty đang được thị trường đánh giá cao ngay cả khi không có sẵn các dự án. Vì vậy, việc phát hành cổ phiếu sẽ chuyển tải nhiều thông tin không thuận lợi hơn là việc vay nợ. Điều này khiến các nhà quản trị quan tâm đến vay nợ hơn là huy động vốn cổ phần bằng phát hành cổ phiếu.

Cơ cấu nguồn vốn được quyết định bởi việc DN cân nhắc lựa chọn từ 3 nguồn chính: nguồn vốn nội bộ (chủ yếu là lợi nhuận tái đầu tư) nợ vay (chủ yếu là vay nợ và phát hành trái phiếu) và phát hành cổ phiếu. Do tính không cân xứng đưa đến một trật tự phân hạng (hay thứ tự ưu tiên) trong hoạt động tài trợ cho các dự án như sau: Trước tiên, DN sẽ sử dụng nguồn vốn nội bộ vì như vậy tiết kiệm được chi phí phát hành so với nguồn vốn bên ngoài. Tiếp theo, DN sử dụng vay nợ mới vì nó ít rủi ro và tránh được tình trạng định giá sai DN bởi thông tin không cân xứng. Cuối cùng DN phát hành vốn cổ phần mới. Đây là phương án cuối cùng khi DN đã sử dụng hết khả năng vay nợ.

Do đó theo Meyers, cơ cấu nguồn vốn không chỉ phụ thuộc vào TOT mà còn phụ thuộc vào tính không cân xứng giữa nhà quản lý và nhà đầu tư bên ngoài DN.

Những nhận xét rút ra từ việc nghiên cứu lý thuyết này.

- Myers và Majluf cho rằng không có một cấu trúc vốn tối ưu, việc huy động vốn sẽ theo một trật tự phân hạng nhất định. Thuyết không tập trung vào cơ cấu nguồn vốn tối ưu bởi lợi nhuận tái đầu tư đúng đầu trật tự phân hạng còn vốn cổ phần đứng cuối trật tự phân hạng. Nó tập trung vào các quyết định hiện hành. Quyết định về cơ cấu nguồn vốn không dựa trên hệ số nợ mà dựa trên phân hạng thị trường.

Ưu điểm: Thuyết trật tự phân hạng cho phép DN xác định cơ cấu nguồn vốn ở bất kỳ thời điểm nào, nghĩa là ở trạng thái động. Nó được ưu tiên và hữu ích trong việc giải thích những thay đổi trong cơ cấu nguồn vốn của DN. Nó đã thành công trong việc giải thích tại sao các DN có khả năng sinh lời thấp thường vay nợ nhiều; các DN có khả năng sinh lời cao, cơ hội đầu tư hạn chế sẽ cố gắng duy trì tỷ lệ nợ thấp; các DN có khả năng sinh lời cao, cơ hội đầu tư lớn sẽ vay nợ nhiều hơn. Điều này không hoàn toàn đúng với tất cả DN nhưng đã giải thích được tại sao hầu hết tài trợ bên ngoài của DN chủ yếu là từ nợ vay.

Hạn chế: Thuyết trật tự phân hạng không cho thấy ảnh hưởng của các yếu tố như thuế, chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí đại diện tới cơ cấu nguồn vốn. Đồng thời cũng không có mô hình lý thuyết để xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

Như vậy, có thể thấy thuyết trật tự phân hạng có cách tiếp cận mới đã bổ sung cho lý thuyết đánh đổi để cùng giải thích cách hành xử, ra quyết định của các công ty đó là:

Thứ nhất, hầu hết các công ty đều ít nhiều sử dụng nợ vay do lợi ích thu được từ việc tiết kiệm thuế. Các chi phí phát sinh khi tăng nợ như chi phí phá sản, chi phí đại diện đặt ra giới hạn cho số lượng vốn vay. Đây là cơ sở lý thuyết hợp lý giải thích tại sao đại đa số các công ty đều sử dụng cả nợ vay và vốn cổ phần. Hệ số nợ mục tiêu là một hệ số nợ trung bình bao gồm cả nợ vay và vốn cổ phần.

Thứ hai, do thông tin bất cân xứng, các công ty đều duy trì một công suất vay nợ dự trữ nhằm nắm thế chủ động trong việc huy động và sử dụng nợ vay. Có thể vay nợ thực hiện đầu tư khi cần thiết mà không phải phát hành cổ phiếu với giá thấp. Do đó, hệ số nợ mục tiêu thường thấp hơn hệ số nợ được xác định trong mô hình lý thuyết đánh đổi.

1.2.3.5. Lý thuyết thời điểm thị trường (market timing theory)

Để khắc phục giả thiết thiếu thực tế là thị trường hoàn hảo trong các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn trước đây, lý thuyết thời điểm thị trường tiếp cận từ góc độ mới, xem xét cơ cấu nguồn vốn trong điều kiện thị trường không hoàn hảo. Lý thuyết thời điểm thị trường giúp nhà quản trị DN xác định thời điểm đúng của thị trường để đưa ra quyết định phát hành hay mua lại cổ phần. Thuyết tập trung nghiên cứu mối tương quan giữa thời điểm thị trường với cơ cấu nguồn vốn của DN và mức độ tác động kéo dài trong bao lâu. Theo Baker và Wurgler (2002) DN sẽ phát hành chứng khoán vốn khi giá thị trường của chúng cao, và mua lại với giá thấp, mục đích của việc này là khai thác những biến động nhất thời của chi phí sử dụng vốn cổ phần trong mối tương quan với chi phí sử dụng của các nguồn vốn khác. Kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị thị trường trên giá trị sổ sách được tính trung bình với trọng số là tài trợ từ bên ngoài trong quá khứ. Điều này trái ngược với thuyết đánh đổi, khi giá cổ phiếu cao, giá trị cổ phần tăng lên sẽ làm giảm hệ số đòn bẩy tài chính, công ty sẽ tài trợ bằng cách tăng vay nợ hoặc mua lại cổ phần để tăng đòn bẩy tài chính. Nghiên cứu của Aydogan (2003) cho thấy thời điểm thị trường có ý nghĩa với cấu trúc vốn ngắn hạn, tuy nhiên tác động này sẽ bị đảo ngược và trong dài hạn nếu DN có xu hướng cân bằng lại về một cấu trúc vốn tối ưu.

Mặc dù vẫn còn nhiều ý kiến, quan điểm trái chiều của các nhà kinh tế học xung quanh vấn đề tác động kéo dài của thời điểm đến cơ cấu nguồn vốn của DN, song thuyết thời điểm thị trường đã đề cập và giải thích được thực tế các công ty

thường phát hành cổ phiếu thay vì phát hành nợ khi giá thị trường của cổ phiếu tăng, cao hơn so với giá trị sổ sách và ngược lại. Trong thuyết này, không có cấu trúc vốn tối ưu, đơn giản giả thuyết cho rằng các nhà quản lý tin rằng có thể điều chỉnh được thị trường. Các quyết định tài chính điều chỉnh thị trường trở thành kết quả là CCNV tối ưu theo thời gian, hay cơ cấu nguồn vốn hiện tại là kết quả tích lũy của những nỗ lực trong quá khứ để xác định thời điểm thị trường.

Tuy nhiên, các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn chưa đạt sự nhất quán về những vấn đề liên quan tới cơ cấu nguồn vốn của DN bao gồm:

Một là, có tồn tại hay không một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho DN. Trong khi lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu và lý thuyết đánh đổi thừa nhận có tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu thì lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết M&M lại không thừa nhận điều này. Lý thuyết định thời điểm thị trường cũng không thừa nhận việc doanh nghiệp có một cơ cấu nguồn vốn tối ưu, mà cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp chỉ là hệ quả của hàng loạt các quyết định điều chỉnh thị trường theo thời gian.

Hai là, các nhân tố ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn và tác động ngược trở lại của cơ cấu nguồn vốn đối với hoạt động của DN, mỗi thuyết đều được đặt trong các giả định nhất định nên các kết luận rút ra bị hạn chế khi xem xét tổng quát trong điều kiện thực tế. Quan điểm truyền thống có đề cập tới ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới chi phí sử dụng vốn nhưng lại không định lượng được cụ thể mức độ ảnh hưởng. Lý thuyết M&M làm rõ hơn được tác động của cơ cấu nguồn vốn tới chi phí sử dụng vốn và giá trị DN, giúp DN trả lời câu hỏi khi nào DN nên tăng hệ số nợ, nhưng lý thuyết này lại bỏ qua các nhân tố ảnh hưởng hết sức quan trọng như rủi ro vỡ nợ, chi phí giao dịch, chi phí kiệt quệ tài chính. TOT làm rõ hơn tác động của thuế, của chi phí khấu kiệt tài chính tới cơ cấu nguồn vốn và giá trị DN. Song, TOT chưa lượng hoá được hết các yếu tố để giúp DN xác định được cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, nhất là chi phí kiệt quệ tài chính tăng do mất khách hàng, mất nhà cung cấp, mất nhân viên giỏi, mất thời gian và

công sức của ban quản lý vào việc đối phó với khó khăn tài chính. Lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết định thời điểm thị trường không cho thừa nhận việc tồn tại một cơ cấu nguồn vốn tối ưu nên không có mô hình lý thuyết xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu và không cho thấy ảnh hưởng của các yếu tố như thuế, chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí đại diện tới cơ cấu nguồn vốn.

Ba là, lý giải về cách hành xử của các nhà quản trị DN trong việc lựa chọn quyết định huy động vốn. Hai lý thuyết nghiên cứu sau có cách tiếp cận mới là lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết định thời điểm đã nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn trong điều kiện thực tế thị trường không hoàn hảo để tập trung lý giải cho quyết định lựa chọn cơ cấu nguồn vốn hiện tại của DN.

Nghiên cứu các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn đã giúp các nhà quản trị có cách hiểu thấu đáo hơn về cơ cấu nguồn vốn của DN. Các lý thuyết chưa đồng nhất quan điểm xung quanh vấn đề cơ cấu nguồn vốn và mỗi lý thuyết đều tồn tại các hạn chế nhất định, chưa giải quyết triệt để các vấn đề để tìm ra cách xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu, nhưng nổi bật nhất là đã chứng tỏ một cách hết sức rõ ràng cơ cấu nguồn vốn hữu ích trong việc giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bình quân, hay tối đa hóa tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu.

1.2.4. Nguyên tắc hoạch định cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu là cơ cấu nguồn vốn phù hợp với mục tiêu nhất định trong từng thời kỳ của mỗi doanh nghiệp. Khi xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, DN cần đảm bảo các nguyên tắc cơ bản sau.

1.2.4.1. Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích

Nguyên tắc này yêu cầu tính tương thích giữa thời gian của nguồn vốn với thời gian của tài sản được tài trợ bởi nguồn vốn đó. Thời gian của tài sản được đầu tư không được dài hơn thời gian đáo hạn của nguồn vốn huy động. NWC của DN không âm thì sẽ đảm bảo tốt nguyên tắc này, tạo được tấm đệm an toàn cho DN. Nhờ đó, DN có khả năng thanh toán ở bất kỳ thời điểm nào, giảm thiểu rủi ro tài chính.

1.2.4.2. Nguyên tắc cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro

Rủi ro tổng thể của DN là sự kết hợp theo cấp số nhân giữa rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Rủi ro kinh doanh phụ thuộc mức độ sử dụng chi phí cố định kinh doanh nhằm gia tăng lợi nhuận (EBIT) cho DN, rủi ro tài chính phụ thuộc vào hệ số nợ. DN cần cân đối sao cho rủi ro tổng thể ở mức an toàn, chấp nhận được. Rủi ro cho CSH sẽ rất lớn nếu DN đi vay nhiều, hay sử dụng nợ vay để đầu tư TSCĐ. Nếu DN hoạch định cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng hệ số nợ để đầu tư TSCĐ thì DN phải đảm bảo sản lượng sản xuất và tiêu thụ lớn hơn điểm hoà vốn và ROE_E lớn hơn r .

1.2.4.3. Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát doanh nghiệp

Những cổ đông nắm giữ tỷ lệ sở hữu vốn lớn luôn có mục tiêu nắm giữ quyền kiểm soát DN, họ muốn chủ động quyết định những vấn đề quan trọng của DN mà không bị phụ thuộc bên ngoài. Khi DN tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu cần bảo đảm quyền kiểm soát DN cho những cổ đông quan trọng để quyền điều hành DN không bị xáo trộn, hoạt động của DN không bị ảnh hưởng. Vì vậy vấn đề quyền kiểm soát DN phải được xem xét trong khi hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu cho DN.

1.2.4.4. Nguyên tắc tài trợ linh hoạt

Tính linh hoạt trong tài trợ là khả năng điều chỉnh tăng, giảm nguồn vốn cho phù hợp với nhu cầu vốn của DN trong những thời kỳ cụ thể. Tính linh hoạt cũng là việc điều chỉnh mục đích sử dụng các nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu cấp thiết phát sinh trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Đảm bảo nguyên tắc này giúp DN có thể thay đổi cơ cấu nguồn vốn dễ dàng, nhanh chóng, phù hợp trong những trường hợp cần thiết, đáp ứng được những thay đổi về nhu cầu vốn. Ví dụ khi muốn mở rộng hay thu hẹp quy mô kinh doanh do thị trường biến động, hay nhu cầu vốn tăng giảm do thời vụ.

1.2.4.5. Nguyên tắc tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn

Tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn là một trong hai mục tiêu phải đạt được của cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Trong một số trường hợp đặc biệt, những mục tiêu

khác cấp thiết có thể đặt trên mục tiêu tối đa tỷ suất sinh lời, nhưng chi phí sử dụng vốn phải luôn đảm bảo ở mức thấp nhất. Theo nguyên tắc này, khi hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu DN cần lựa chọn nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn thấp, đánh giá xu hướng biến động chi phí sử dụng từng nguồn vốn để xác định nguồn vốn huy động và thời điểm huy động thích hợp.

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

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

Thông thường, hiếm DN nào có tiềm lực tài chính đủ mạnh để tài trợ cho hoạt động kinh doanh hoàn toàn bằng vốn chủ, nên nợ vay sẽ được sử dụng để bù đắp thiếu hụt vốn trong kinh doanh. Nợ vay được các DN sử dụng như một đòn bẩy nhằm gia tăng ROE. Khi DN huy động vốn vay thì tiền lãi phải trả là một khoản chi phí tài chính cố định (bởi lãi suất vay vốn là cố định), nếu khoản lợi nhuận trước lãi vay và thuế do một đồng vốn tạo ra lớn hơn tiền lãi phải trả tính cho một đồng nợ vay thì sau khi trả lãi tiền vay, phần chênh lệch còn lại sẽ thuộc về chủ sở hữu. Cứ mỗi đồng vốn vay CSH lại được hưởng 1 phần chênh lệch tương ứng. Trong trường hợp thuận lợi này, càng sử dụng vay nợ nhiều, CSH càng được hưởng lợi ích lớn hơn từ việc đi vay. CSH được hưởng cả phần lợi nhuận trước lãi vay và thuế do vốn CSH tạo ra và phần lợi nhuận trước lãi vay và thuế do ra do vốn vay tạo ra. Vì vậy cơ cấu nguồn vốn góp phần làm tăng ROE cho CSH.

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

Có thể minh chứng một cách cụ thể ảnh hưởng của vay nợ tới ROE dựa trên công thức dưới đây:

- Xuất phát từ công thức gốc xác định ROE:

$$\frac{\text{Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)}}{\text{Lợi nhuận sau thuế (NI)}} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế (NI)}}{\text{Vốn chủ sở hữu (E)}}$$

Ta có:

+ EBIT: Lợi nhuận trước lãi vay và thuế

+ D: vốn vay

+ E: vốn CSH

+ V: Vốn của DN ($V = D + E$)

+ r: Lãi suất vay vốn ($r > 0$)

+ I: Lãi tiền vay ($I = D \times r$)

+ t: Thuế suất thuế TNDN ($0 < t < 1$)

+ $BEP = EBIT/V$

- Quá trình biến đổi như sau:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{(EBIT - I) \times (1 - t)}{E} \\ &= \frac{[BEP \times (D + E) - D \times r] \times (1 - t)}{E} \\ &= [BEP + \frac{D}{E} \times (BEP - r)] \times (1 - t) \end{aligned}$$

Ta có: $(1 - t)$ là hằng số luôn dương, do vậy tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu chỉ phụ thuộc vào 3 yếu tố, đó là: tỷ suất sinh lời của tài sản (BEP), lãi suất vay vốn (r) và mức độ sử dụng nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E).

Tác động nợ vay lên ROE thể hiện qua việc so sánh giữa BEP và (r). Sự chênh lệch giữa BEP và (r) giúp DN biết được khả năng chi trả lãi vay để có thể đưa ra quyết định sử dụng nợ vay hợp lý. Tác động của việc sử dụng nợ vay lên ROE rất được các chủ sở hữu quan tâm.

Có ba trường hợp xảy ra:

- **Trường hợp 1:** Nếu $BEP > r > 0$

Ta có: $BEP > 0; 0 \leq D/E \leq 1; 0 < (1-t) < 1; (BEP - r) > 0$

Do đó khi DN tăng vay nợ $\Rightarrow D/E$ càng lớn $\Rightarrow ROE$ càng cao

- **Trường hợp 2:** Nếu $BEP < r$

Ta có: $(BEP - r) < 0$, các điều kiện khác tương tự như trên

Khi đó, DN càng tăng vay nợ $\Rightarrow D/E$ càng lớn $\Rightarrow ROE$ càng nhỏ

- **Trường hợp 3:** Nếu $BEP = r$

Ta có: $BEP - r = 0 \Rightarrow ROE = BEP \times (1-t)$

Ta thấy việc DN vay nợ hay không vay nợ không có ảnh hưởng tới ROE.

Như vậy, có thể thấy tùy thuộc vào mối quan hệ giữa BEP và r mà hệ số nợ có thể khuếch đại tăng hay khuếch đại giảm ROE

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

Đòn bẩy tài chính thể hiện mức độ sử dụng vốn vay trong tổng nguồn vốn của DN nhằm gia ROE hay EPS. Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của DN được thể hiện qua hệ số nợ. Hệ số nợ càng cao thì mức độ sử dụng đòn bẩy càng cao. Do đó, có thể lượng hoá ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới ROE thông qua chỉ tiêu phản ánh mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (hay còn gọi là độ lớn của đòn bẩy tài chính) - degree of financial leverage (DFL) được tính bằng tỷ lệ thay đổi về lợi nhuận vốn chủ sở hữu trên tỷ lệ thay đổi về lợi nhuận trước lãi vay và thuế. Giả sử cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp chỉ bao gồm vốn vay và vốn cổ phần thường, không có cổ phần ưu đãi, khi đó DFL được xác định theo công thức sau:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

DFL phản ánh khi lợi nhuận trước lãi vay và thuế thay đổi 1% thì lợi nhuận vốn chủ sở hữu thay đổi bao nhiêu %. Về lý thuyết thì DN nên sử dụng nợ vay khi độ lớn của đòn bẩy tài chính (DFL) lớn hơn 1, có nghĩa là khi EBIT tăng 1% thì lợi nhuận vốn chủ sở hữu tăng hơn 1%, khi đó DN sử dụng nợ vay thì đạt tỷ suất lợi nhuận trên VCSH cao hơn việc không dùng nợ vay.

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

Rủi ro tài chính bao gồm các loại như: rủi ro biến động giá, rủi ro tỷ giá hối đoái, rủi ro thanh khoản, rủi ro lãi suất... Trong phạm vi của luận án tác giả chỉ nghiên cứu rủi ro tài chính xuất phát từ lãi vay, liên quan trực tiếp tới việc lựa chọn cơ cấu nguồn vốn của DN. Rủi ro tài chính được hiểu là sự dao động hay tính biến thiên của ROE (hoặc EPS) làm tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán khi DN sử dụng vốn vay và các nguồn tài trợ khác có chi phí cố định.

Như đã phân tích ở trên, một mặt việc sử dụng nợ vay có thể giúp DN tăng được ROE nhưng đồng thời làm ROE dao động lớn hơn, nên khả năng DN gặp phải rủi ro cao hơn. Mặt khác, DN có nghĩa vụ thanh toán cả nợ gốc và tiền lãi cho chủ nợ bất kể kết quả kinh doanh như thế nào. Bởi vậy việc DN sử dụng nợ vay đã tiềm ẩn những rủi ro tài chính nhất định. Nói cách khác cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng tới rủi ro tài chính của DN.

Cơ cấu nguồn vốn thiên về nợ vay làm tăng rủi ro tài chính cho DN thể hiện trên 2 góc độ.

Thứ nhất, làm cho ROE của DN dao động lớn hơn. Khi BEP mà DN tạo ra lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm gia tăng ROE cho CSH, nhưng ngược lại nếu BEP tạo ra nhỏ hơn chi phí sử dụng vốn vay thì sẽ làm ROE của CSH giảm sút nhanh hơn. Bởi vậy, việc sử dụng đòn bẩy tài chính được ví như một con dao hai lưỡi, lợi thì rất lợi nhưng hại cũng rất hại. Điều này đã thấy rõ qua

việc phân tích ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới ROE của DN. DFL cũng là một trong các thước đo đánh giá mức độ rủi ro tài chính của DN. DN có DFL càng cao, rủi ro tài chính càng cao và ngược lại.

Thứ hai, làm tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán cho DN. Khả năng thanh toán được hiểu là khả năng DN có thể tự trả được các khoản nợ khi đến hạn. Nó là khả năng chuyển đổi các tài sản thành tiền, khả năng tạo tiền từ hoạt động kinh doanh để trang trải cho các khoản nợ khi đến hạn. Khả năng thanh toán của DN liên quan chặt chẽ với mô hình tài trợ của DN.

Doanh nghiệp có thể tài trợ vốn theo một trong ba mô hình: Mô hình thứ nhất là tài sản ngắn hạn được tài trợ bởi nguồn vốn ngắn hạn và tài sản dài hạn được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn, mô hình này thể hiện sự cân đối và đảm bảo về tài chính cho DN. Mô hình thứ hai là dùng nguồn vốn dài hạn tài trợ TS ngắn hạn, mô hình này đảm bảo cân bằng tài chính, đảm bảo về khả năng thanh toán nhưng chi phí sử dụng vốn lại cao hơn vì nguồn vốn dài hạn có chi phí sử dụng cao hơn nguồn vốn ngắn hạn, khi đó chi phí tăng, lợi nhuận sẽ giảm làm ảnh hưởng tới tỷ suất lợi nhuận vốn CSH, khiến rủi ro tài chính của DN cao hơn. Mô hình thứ ba là dùng nguồn vốn ngắn hạn đầu tư TSCĐ và đầu tư tài chính dài hạn. Mô hình này có rủi ro rất cao vì TSCĐ chưa khấu hao xong hoặc khoản đầu tư dài hạn chưa tạo ra được lợi nhuận thì đã đến hạn trả các khoản nợ, khi đó DN phải kéo dài thời gian trả nợ, hoãn trả nợ hoặc phải vay nợ mới để trả nợ cũ, việc này dẫn đến tình trạng DN phụ thuộc vào người cho vay, dễ dẫn tình trạng DN mất khả năng thanh toán nợ đến hạn, đẩy DN tới bờ vực phá sản. Điều này đặc biệt đúng với các DN sản xuất có tốc độ luân chuyển vốn chậm.

Vì vậy, DN phải lựa chọn cơ cấu nguồn vốn sao cho đảm bảo tính tương thích về mặt thời gian, tài sản dài hạn phải được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn, tài sản ngắn hạn có thể được tài trợ bởi nguồn vốn ngắn hạn và một phần nguồn vốn dài hạn. DN cũng cần đảm bảo tính linh hoạt trong việc sử dụng các nguồn tài trợ. Căn cứ vào nguồn vốn lưu động thường xuyên để DN xác định mô hình tài trợ nào, mỗi mô hình tài trợ sẽ đưa tới những rủi ro khác nhau với những mức độ khác nhau.

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

$$NWC = \text{Tổng nguồn vốn thường xuyên của DN} - \text{TS dài hạn} \quad (1.6)$$

Trong đó:

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

$$\text{Hoặc } NWC = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn} \quad (1.7)$$

Cách xác định theo (1.6) thể hiện cân bằng giữa nguồn vốn thường xuyên ổn định với những tài sản có thời gian sử dụng dài hạn. Chỉ tiêu này thể hiện nguồn vốn tài trợ TSCĐ, tác động lên cân bằng tài chính tổng thể.

Cách xác định theo (1.7) thể hiện rõ cách thức sử dụng VLD. Vốn lưu động phân bổ vào các khoản phải thu, hàng tồn kho, hay các khoản có tính thanh khoản cao. Nó nhấn mạnh đến tính linh hoạt trong việc sử dụng vốn ở DN.

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

Trường hợp thứ nhất: $NWC = 0$

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

Trường hợp thứ hai: $NWC > 0$.

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

Trường hợp thứ ba: $NWC < 0$.

DN áp dụng mô hình này chi phí sử dụng vốn giảm nhưng rủi ro thanh khoản cao hơn do doanh nghiệp sử dụng cả 1 phần nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn.

Nếu NWC dương và tăng qua nhiều kỳ, chứng tỏ rủi ro tài chính thấp, tình trạng tài chính cân bằng, ổn định. Nhưng nếu NWC dương và tăng liên tục do

thanh lý, nhượng bán TSCĐ làm giảm qui mô TSCĐ, cũng chưa thể kết luận về tính an toàn và khả năng thanh toán của DN.

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

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

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

Chỉ tiêu	Cách xác định	Ý nghĩa
1. Hệ số nợ (Hn)	$Hn = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Nguồn vốn}}$	Hệ số này cho biết một đồng vốn huy động có bao nhiêu đồng vốn nợ phải trả
2. Hệ số vốn CSH (Hc)	$Hc = \frac{\text{Vốn CSH}}{\text{Nguồn vốn}}$	Hệ số này cho biết một đồng vốn huy động có bao nhiêu đồng vốn huy động từ CSH
3. Hệ số đảm bảo nợ (Hđ)	$Hđ = \frac{\text{Vốn CSH}}{\text{Nợ phải trả}}$	Hệ số này cho biết cứ một đồng vốn DN huy động từ nợ phải trả thì có bao nhiêu đồng vốn CSH đảm bảo thanh toán.
4. Hệ số khả năng thanh toán hiện thời (Hht)	$Hht = \frac{\text{TS ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	Chỉ tiêu này cho biết một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng tài sản ngắn hạn
5. Hệ số khả năng thanh toán nhanh (Htn)	$Htn = \frac{\text{TSNH - HTK}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	Chỉ tiêu này cho biết một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng tài sản nhanh chuyển đổi thành tiền

6. Hệ số khả năng thanh toán tức thời (Htt)	$H_{tt} = \frac{\text{Vốn bằng tiền}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	Chỉ tiêu này cho biết một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng vốn bằng tiền
7. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (Hlv)	$H_{lv} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Lãi vay phải trả}}$	Chỉ tiêu này cho biết một đồng lãi vay được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng lợi nhuận trước lãi vay và thuế
8. Hệ số đảm bảo nợ bằng dòng tiền HĐKD (Hđkd)	$H_{đkd} = \frac{\text{Dòng tiền thuần HĐKD}}{\text{Nợ ngắn hạn trung bình}}$	Chỉ tiêu này cho biết nợ ngắn hạn được đảm bảo như thế nào từ dòng tiền thuần từ HĐKD

Các hệ số 1,2,3 chính là các hệ số phản ánh cơ cấu nguồn vốn của DN. Hệ số nợ càng cao tương ứng hệ số vốn CSH sẽ thấp và hệ số đảm bảo nợ cũng thấp. Hệ số nợ càng cao thể hiện mức độ phụ thuộc của DN vào các chủ nợ càng lớn, tính tự chủ tài chính trong việc sử dụng nguồn vốn càng thấp, và khả năng tiếp cận các khoản nợ vay mới càng khó, bởi các nhà đầu tư sẽ đánh giá khả năng thu hồi nợ thấp hơn và rủi ro của DN cao hơn. Tuy nhiên, các hệ số này còn phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố chủ quan và khách quan, nên khi đánh giá cần dựa vào điều kiện cụ thể của DN, so sánh với trung bình ngành để có đánh giá chính xác hơn.

Các chỉ tiêu 4,5,6 dùng đánh giá một cách trực tiếp mối tương quan giữa tài sản có thể chuyển đổi thành tiền trong ngắn hạn đảm bảo trả các khoản nợ ngắn hạn của DN theo các cấp độ tăng dần. Nhóm chỉ tiêu này chịu tác động của cả quyết định tài trợ và quyết định đầu tư, phân bổ vốn của DN. Nợ ngắn hạn tăng, các hệ số trên có xu hướng giảm, khả năng thanh toán của DN giảm, rủi ro tài chính của DN tăng.

Hệ số 7 khả năng thanh toán lãi vay là hướng tiếp cận khác về đòn bẩy tài chính của DN. Khi hệ số này lớn hơn 1, DN đảm bảo khả năng thanh toán lãi vay trong kỳ nhưng đồng nghĩa với nó là mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao, khi đó DN có rủi ro tài chính cao hơn.

Hệ số 8 cho phép đánh giá khả năng thanh toán của DN trong dài hạn. Hệ số này càng cao chứng tỏ khả năng thanh toán của DN càng lớn, kết quả kinh doanh tốt, đảm bảo được khả năng thanh toán lãi vay, khi đó rủi ro mất khả năng thanh toán thấp hơn.

1.2.5.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

Chi phí sử dụng vốn của DN là giá mà DN phải trả cho việc sử dụng vốn trong một khoảng thời gian nhất định. DN sử dụng bất kỳ nguồn vốn nào, dù là vốn vay hay vốn của CSH đều phải mất chi phí sử dụng vốn.

Chi phí sử dụng vốn có thể được xác định bằng số tuyệt đối là một số tiền cụ thể, hay được xác định bằng số tương đối là một tỷ lệ phần trăm. Trong thực tế chi phí sử dụng vốn thường được tính theo tỷ lệ phần trăm để đảm bảo tính so sánh khi DN sử dụng các nguồn vốn khác nhau.

Chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào một số yếu tố cơ bản sau:

- *Thứ nhất*, chi phí sử dụng vốn dựa trên đòi hỏi của thị trường: Trong nền kinh tế thị trường, vốn là một hàng hoá đặc biệt, nhưng nó cũng tuân theo các quy luật của thị trường như quy luật cung - cầu, quy luật giá cả, quy luật cạnh tranh... Nguồn cung trên thị trường vốn nhiều, chi phí sử dụng vốn sẽ thấp và ngược lại.

- *Thứ hai*, rủi ro của dự án: Với mỗi dự án cụ thể, rủi ro của dự án càng cao nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất sinh lời cao hơn để bù đắp rủi ro có thể gặp phải, do đó chi phí sử dụng vốn sẽ cao hơn và ngược lại.

- *Thứ ba*, mức độ lạm phát của nền kinh tế: Chi phí sử dụng vốn phản ánh mức lãi suất danh nghĩa, nghĩa là đã bao hàm cả mức bù lạm phát và mức lãi suất thực nhà đầu tư đòi hỏi. Bởi vậy, chi phí sử dụng vốn cũng sẽ tăng hoặc giảm theo mức lạm phát của nền kinh tế.

- *Thứ tư*, chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào từng nguồn tài trợ riêng biệt. Với mỗi nguồn tài trợ khác nhau sẽ có chi phí sử dụng vốn khác nhau. Dựa vào đặc điểm từng nguồn như khoản lợi thuế, mức độ rủi ro, chi phí phát sinh khi

huy động vốn... có thể xếp chi phí sử dụng vốn từng nguồn tài trợ riêng biệt theo trật tự: chi phí sử dụng vốn vay sau thuế \leq chi phí sử dụng vốn vay trước thuế \leq chi phí sử dụng cổ phiếu ưu đãi \leq chi phí sử dụng lợi nhuận tái đầu tư \leq chi phí sử dụng cổ phiếu thường mới.

Khi cơ cấu nguồn vốn thay đổi có nghĩa là tỷ trọng các nguồn vốn riêng biệt cũng thay đổi, do đó sẽ làm thay đổi chi phí sử dụng vốn bình quân của DN.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) được xác định theo phương pháp bình quân gia quyền của các nguồn vốn bộ phận mà DN sử dụng, và chi phí của từng nguồn là chi phí sử dụng vốn sau thuế.

Công thức xác định WACC như sau:

$$WACC = \sum_{i=1}^n W_i r_i$$

Trong đó:

- + r_i : chi phí sử dụng vốn của nguồn vốn i
- + W_i : Tỷ trọng của nguồn vốn i trong tổng nguồn vốn
- + i : Nguồn tài trợ tính theo thứ tự ($i = \overline{1, n}$)

Chi phí sử dụng vốn hay chi phí sử dụng vốn bình quân được quyết định bởi CCNV của DN. Về mặt nguyên lý, khi DN tăng nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn cao trong tổng nguồn vốn (tăng tỷ trọng nguồn vốn đó trong tổng nguồn vốn) sẽ có tác động làm tăng chi phí sử dụng vốn của DN và ngược lại khi DN giảm tỷ trọng nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn cao sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn của DN.

Chi phí sử dụng vốn bình quân của DN thường được xác định theo một cơ cấu nguồn vốn nhất định. Khi cơ cấu nguồn vốn là cơ cấu nguồn vốn tối ưu, chi phí sử dụng vốn sẽ là thấp nhất. Trong một số trường hợp để đơn giản hoá DN có thể xác định chi phí sử dụng vốn bình quân theo giá trị sổ sách khi giá trị thị trường gần đúng bằng giá trị sổ sách.

Như vậy, WACC phụ thuộc vào cơ cấu nguồn vốn của DN và phụ thuộc vào chi phí sử dụng vốn của từng nguồn riêng biệt. WACC là chi phí sử dụng vốn trung bình của DN, được xem như tỷ lệ sinh lời tối thiểu phải đạt của dự án. Việc so sánh WACC với tỷ suất lợi nhuận sẽ giúp DN xem xét có quyết định đầu tư phương án đó hay không.

1.2.5.4. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến dòng tiền của doanh nghiệp

Dòng tiền của doanh nghiệp phản ánh sự vận động của tiền đi vào và tiền đi ra phát sinh từ các hoạt động trong một thời kỳ nhất định.

Dòng tiền của DN bao gồm: Dòng tiền vào, dòng tiền ra và dòng tiền thuần. Dòng tiền vào là các khoản tiền thu được từ vốn bổ sung bằng tiền mặt, đi vay vốn, phát hành chứng khoán, nhận vốn góp, bán sản phẩm, hàng hóa, cung cấp dịch vụ, thanh lý tài sản, rút vốn đầu tư... Dòng tiền ra là các khoản chi tiêu tiền của DN để đầu tư mua sắm tài sản, để thanh toán các hóa đơn mua nguyên vật liệu, mua công cụ, dụng cụ, chi sửa chữa, bảo dưỡng, bảo hiểm, tiền đi lại, tiền hội họp, tiếp khách, trả lương, nộp thuế, nộp bảo hiểm, mua dịch vụ bên ngoài, các khoản phí trả chuyên gia, chi đào tạo và phát triển, trả tiền thuê tài sản, trả nợ vay, chi trả lãi vay, chi trả cổ tức... Dòng tiền thuần là dòng tiền chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra của DN phát sinh trong một kỳ hoạt động.

Căn cứ theo hoạt động, dòng tiền của DN được phân theo 3 hoạt động, đó là hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính. DN sẽ không thể tồn tại nếu không tạo ra dòng tiền thuần dương. Nếu DN tạo ra dòng tiền thuần dương có thể coi như DN đã thành công.

Dòng tiền của DN chịu tác động của rất nhiều nhân tố, một trong các nhân tố hết sức quan trọng chi phối lớn đến dòng tiền là các quyết định tài chính. Xem xét cụ thể dòng tiền theo từng hoạt động sẽ có ích trong việc đánh giá việc tạo tiền và sử dụng tiền của DN, đánh giá hiệu quả hoạt động của DN. Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh cho biết DN đã hoạt động kinh doanh thành công hay thất bại. Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư cho biết DN đã đầu tư cho cơ

sở hạ tầng, trang thiết bị phục vụ hoạt động kinh doanh như thế nào. Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính cho biết DN đã dùng nguồn vốn nào để tài trợ cho các hoạt động đầu tư và hoạt động đầu tư đó có hiệu quả hay không. Việc thay đổi quy mô và kết cấu của vốn CSH và vốn vay sẽ làm thay đổi dòng tiền từ hoạt động tài chính, từ đó tác động đến dòng tiền thuần của DN. Việc vay nợ sẽ tác động đến dòng tiền trả nợ, việc phát hành cổ phiếu sẽ tăng vốn chủ và tạo tiền cho DN. Nếu mất cân đối dòng tiền gây rủi ro cho DN. Trong quyết định cơ cấu nguồn vốn DN phải cân nhắc lựa chọn hoặc là vay nợ đáp ứng nhu cầu vốn, hoặc sự an toàn về dòng tiền của DN.

1.3. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ HOẠCH ĐỊNH CƠ CẤU NGUỒN VỐN

Ngành dược phẩm hiện đại đã phát triển được gần 100 năm từ những năm 20 của thế kỷ trước. Những nước đầu tiên có ngành công nghiệp dược phẩm phát triển mạnh là Thụy Sĩ, Đức và Ý... sau đó là các quốc gia khác như Anh, Mỹ, Bỉ, Hà Lan... Hiện nay các quốc gia có công nghiệp dược đang phát triển là Trung Quốc, Ấn Độ, Nga và Brazil, dự báo tương lai Trung Quốc và Ấn Độ sẽ trở thành hai quốc gia sản xuất nguyên liệu và thuốc thành phẩm lớn nhất thế giới.

Trên thế giới hiện nay có rất nhiều tập đoàn dược phẩm lớn phát triển rất mạnh mẽ. Các tập đoàn này hình thành ở cuối thế kỷ 19 đầu thế kỷ 20, qua nhiều thập kỷ phát triển, họ đã mở rộng quy mô vượt tầm quốc gia, có mặt trên toàn cầu, phát huy được vai trò chăm sóc sức khỏe cộng đồng và đóng góp vào xây dựng phát triển kinh tế thế giới. Năm 2013 tổng doanh thu tiêu thụ thuốc trên thế giới là 717 tỷ USD, thì nhóm 20 tập đoàn dược phẩm lớn trên thế giới có tổng doanh thu là 471 tỷ USD, chiếm 66% tổng doanh thu thuốc toàn cầu. Trong đó 10 tập đoàn dược lớn nhất thế giới, mỗi tập đoàn có doanh số hàng năm từ 20 đến 60 tỷ USD, doanh số đó cao hơn GDP của một số nước đang phát triển.

Trong phạm vi nghiên cứu tác giả tập trung xem xét cơ cấu nguồn vốn của mười tập đoàn dược phẩm lớn nhất trên thế giới, qua đó rút ra bài học kinh

nghiệm cho các DN dược phẩm Việt Nam có thể tham khảo trong việc xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

Bảng 1.1: Cơ cấu nguồn vốn của một số doanh nghiệp dược phẩm lớn trên thế giới

(Số liệu bình quân năm 2013)

Đơn vị: Tỷ dollar

STT	Doanh nghiệp	Nợ ngắn hạn (1)	Nợ dài hạn (2)	Nợ phải trả (3)	Hệ số Nợ NH/Nợ PT (4)=(1/3)	Tổng vốn CSH (5)	Tổng nguồn vốn (6)=(3+5)	Hệ số nợ (7)=(3/6)	Lợi nhuận (8)	Tỷ suất lợi nhuận (9)=(8/6)
1	Pfizer	21,000	74,481	95,481	0,22	76,620	172,101	0,55	22	0,130
2	Novartis	26,973	27,570	54,543	0,49	70,844	125,387	0,43	9,2	0,073
3	Merck&Co	18,766	30,778	49,544	0,38	48,791	98,335	0,50	4,4	0,045
4	Sanofi	13,032	28,092	41,124	0,32	56,268	97,392	0,42	4,9	0,050
5	Roche Holding	17,889	16,662	44,551	0,40	17,417	61,968	0,79	12	0,194
6	Astrazenecapk	15,824	19,895	35,719	0,44	20,445	56,164	0,64	2,6	0,046
7	KcKesson	29,337	13,964	43,301	0,68	8,931	52,232	0,83	1,2	0,023
8	Abbott laboratories	10,823	8,803	19,626	0,30	22,888	42,514	0,46	2,6	0,061
9	Glaxo SmithKline	15,270	19,990	35,260	0,43	5,043	40,303	0,87	6,5	0,161
10	Eli Lilly & Co	7,574	9,405	16,979	0,45	17,669	34,648	0,49	4,7	0,136

(Các tập đoàn dược phẩm được xếp thứ tự theo quy mô sản xuất kinh doanh)

+ Tập đoàn dược phẩm **Pfizer** được sáng lập bởi Charles Pfizer và Charles Erhart vào năm 1849 và đặt trụ sở ở New York. Pfizer là một tập đoàn dược phẩm có quy mô lớn nhất thế giới. Công ty chia làm 5 mảng nhỏ: Chăm sóc dự phòng, phát triển sản phẩm và xâm nhập thị trường; chăm sóc đặc biệt và thuốc trị ung thư; thú y; chăm sóc sức khỏe người tiêu dùng. Tính tới đầu năm 2014 Pfizer có vốn thị trường khoảng 203.93 tỉ USD và có giá trị tài sản 172.1 tỉ USD. Năm 2013 Pfizer đạt được doanh thu 52.67 tỉ USD và lợi nhuận 22 tỉ USD (tỷ suất lợi nhuận gần đạt 13%/năm). Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả là 0,22 khá thấp chứng tỏ doanh nghiệp không sử dụng nhiều tín dụng thương mại, Pfizer chú trọng phát triển nghiên cứu sản phẩm mới nên nợ dài hạn khá lớn, chiếm 0,78 trên tổng nợ phải trả. Hệ số nợ của Pfizer là 0,55 trung bình so với ngành.

+ Tập đoàn dược phẩm **Novartis** được thành lập năm 1996 và đặt trụ sở ở Basel, Thụy Sĩ, là tập đoàn dược phẩm lớn thứ 2 trên thế giới. Công ty được chia thành năm phân khúc: dược phẩm (thuốc theo toa), Alcon (phẫu thuật, dược phẩm và các sản phẩm chăm sóc mắt), Sandoz (dược phẩm generic), vắc xin và chẩn đoán; chăm sóc sức khỏe người tiêu dùng. Tính đến đầu năm 2014 tập đoàn dược đa quốc gia Novartis có vốn thị trường 227.44 tỉ USD và 126 tỉ USD giá trị tài sản. Năm 2013 đạt doanh thu 57.9 tỉ USD và lợi nhuận đạt 9.2 tỉ USD (tỷ suất lợi nhuận gần đạt khoảng 7,3%/năm). Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả là 0,49 khá cân đối với nợ dài hạn. Doanh nghiệp duy trì hệ số nợ 0,43 là khá an toàn, cơ cấu nguồn vốn nghiêng về vốn chủ sở hữu.

+ Tập đoàn dược phẩm **Merck & Co** được thành lập năm 1851 và có trụ sở chính đặt tại Whitehouse Station, New Jersey. Merck là tập đoàn dược phẩm lớn thứ 3 trên thế giới, Merck chia ra 4 mảng: dược phẩm, thú y, chăm sóc sức khỏe và alliances. Tính đến đầu năm 2014 Merck & Co có vốn thị trường 165.8 tỉ USD và hơn 98 tỉ USD tổng giá trị tài sản. Doanh thu và lợi nhuận năm 2013 đạt 44.09 tỉ USD và 4.4 tỉ USD, tỷ suất lợi nhuận gần đạt 4,5%/năm là khá thấp

so với giai đoạn hiện nay khi lạm phát tăng cao, nhưng đó cũng là 1 nỗ lực lớn khi DN duy trì tỷ suất lợi nhuận trên trong nền kinh tế khủng hoảng. Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả là 0,38 khá cao, chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng tín dụng thương mại, tận dụng được vốn trong phạm vi thời gian cho phép. Hệ số nợ của Merck là 0,50 chứng tỏ tính an toàn rất cao, một đồng vốn vay được đảm bảo thanh toán bằng một đồng vốn chủ sở hữu.

+ Tập đoàn dược phẩm **Sanofi** là công ty dược đa quốc gia thành lập năm 1994, đặt trụ sở ở Paris, là tập đoàn dược phẩm lớn thứ tư trên thế giới. Vốn bình quân năm 2013 là 97,4 tỉ USD, đến đầu năm 2014 vốn thị trường 137.14 tỉ USD và giá trị tài sản 132.4 tỉ USD. Sanofi hoạt động dựa trên 3 mảng chính: dược phẩm, vắc xin và thú y. Năm 2013 Sanofi đạt doanh thu 43.75 tỉ USD và lợi nhuận 4.9 tỉ USD, tỷ suất lợi nhuận hơn 5%/năm. Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả là 0,32, chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng tín dụng thương mại, tận dụng được vốn trong phạm vi thời gian cho phép. Hệ số nợ của Sanofi là 0,42 chứng tỏ tính an toàn rất cao, cứ 0,42 đồng vốn phải trả được đảm bảo thanh toán bằng một đồng vốn chủ sở hữu.

+ Tập đoàn dược phẩm **Roche Holding** được Fritz Hoffmann-La Roche thành lập năm 1896, có trụ sở tại Basel, Thụy Sĩ, là tập đoàn dược phẩm lớn thứ năm trên thế giới. Công ty hoạt động dựa trên 2 phân nhánh lớn là Roche Diagnostics and Roche Pharmaceuticals. Vốn kinh doanh bình quân năm 2013 gần 62 tỉ USD, đến đầu năm 2014 Roche Holding có vốn thị trường 253.74 tỉ USD, giá trị tài sản 69.9 tỉ USD. Doanh thu năm 2013 đạt 50.46 tỉ USD và lợi nhuận đạt 12 tỉ USD, tỷ suất lợi nhuận của Roche đạt 19,4% đây là con số đáng ngưỡng mộ của các doanh nghiệp dược nói riêng và các doanh nghiệp hoạt động trong giai đoạn khủng hoảng nói riêng. Tỷ suất lợi nhuận cao như vậy có thể là do chiến lược sử dụng nguồn riêng về dùng nợ phải trả, hệ số nợ của Roche lên đến 0,79. Đây là một tỷ lệ rất cao, DN đã tận dụng tối đa đòn bẩy tài chính để khuếch đại lợi nhuận của doanh nghiệp.

+ Tập đoàn dược phẩm **AstraZeneca** thành lập năm 1999, trụ sở tại London - Anh. AstraZeneca hoạt động chủ yếu ở lĩnh vực nghiên cứu, phát triển và thương mại hóa thuốc theo toa. Vốn kinh doanh bình quân năm 2013 của AstraZeneca là hơn 56 tỉ USD, đến đầu năm 2014 AstraZeneca có 82.32 tỉ USD vốn thị trường, 55.9 tỉ USD giá trị tài sản. Doanh thu và lợi nhuận năm 2013 là 25.69 tỉ USD và 2.6 tỉ USD, tương ứng với tỷ suất lợi nhuận là 4,6%, tỷ suất lợi nhuận này không cao mặc dù Astra dùng đòn bẩy tài chính khá lớn 0,64 có thể là do thời gian hoạt động so với các tập đoàn khác là chưa dài (hoạt động 16 năm). Công ty sử dụng nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả là rất lớn 68%, doanh nghiệp nên xem xét lại tỷ lệ này để khả năng thanh khoản và chủ động tài chính cao hơn.

+ Tập đoàn dược phẩm **McKesson** được thành lập vào năm 1833 có trụ sở ở San Francisco, California. Đây là tập đoàn dược phẩm có lịch sử phát triển lâu đời nhất trong mười tập đoàn dược phẩm lớn nhất thế giới. McKesson lớn thứ 7 trên thế giới về quy mô hoạt động sản xuất kinh doanh. McKesson hoạt động với hai mảng lớn là phân phối dược phẩm tới các nhà thuốc và bệnh viện và cung cấp phần mềm, các dịch vụ doanh nghiệp và tư vấn cho các bệnh viện, các tổ chức chăm sóc sức khỏe. Vốn bình quân năm 2013 của Kesson hơn 52 tỉ USD, năm 2014 vốn là 50.51 tỉ USD, giá trị tài sản 46.5 tỉ USD; doanh thu và lợi nhuận năm 2013 đạt được 130.09 tỉ USD và 1.2 tỉ USD. Đây là một tỷ suất lợi nhuận rất thấp mặc dù tập đoàn này sử dụng đòn bẩy tài chính lớn 83% là nợ phải trả, trong tổng nợ phải trả, Kesson dùng 68% là nợ ngắn hạn. Tỷ lệ nợ này là rất cao và không an toàn cho doanh nghiệp.

+ Tập đoàn dược phẩm **Abbott Laboratories** được thành lập năm 1888, trụ sở tại Abbott Park, Mỹ. Abbott chuyên nghiên cứu, phát triển, sản xuất và bán các loại sản phẩm chăm sóc sức khỏe đa dạng. Vốn kinh doanh bình quân năm 2013 là 42,5 tỉ USD, đến đầu năm 2014 vốn thị trường 659.4 tỉ USD, giá trị tài sản 43 tỉ USD. Doanh thu năm 2013 đạt 21.85 tỉ USD và lợi nhuận đạt 2.6 tỉ USD, tương ứng với tỷ suất lợi nhuận là 6,1%. Tập đoàn Abbott sử dụng vốn nợ phải trả khá thận trọng, chiếm 46%, đảm bảo khả năng thanh toán và độ an toàn cho doanh nghiệp.

+ Tập đoàn dược phẩm **GlaxoSmithKline** được thành lập năm 1999, tại Anh. Vốn bình quân năm 2013 của Glaxo là 40,3 tỉ USD, tính đến đầu năm 2014 GlaxoSmithKline có vốn thị trường 48.8 tỉ USD, giá trị tài sản 40.7 tỉ USD. Công ty hoạt động với ba mảng chính là dược phẩm, vắc xin và chăm sóc sức khỏe. Năm 2013 GlaxoSmithKline đạt được doanh thu 21.43 tỉ USD và lợi nhuận 6.5 tỉ USD tương ứng với tỷ suất lợi nhuận là 16,1%. Đây là một tỷ suất lợi nhuận khá cao trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế thế giới. Xem xét cơ cấu nguồn vốn ta thấy Glaxo sử dụng đòn bẩy tài chính rất lớn, hệ số nợ lên đến 87%, điều này có thể làm tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp nhưng rủi ro có thể gặp phải là rất lớn, doanh nghiệp nên điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn để hoạt động của doanh nghiệp an toàn hơn.

+ Tập đoàn dược phẩm **Eli Lilly & Co** được thành lập năm 1876, trụ sở đặt tại Indianapolis - Mỹ. Công ty phát triển, sản xuất và bán các sản phẩm dược cho cả người và động vật. Công ty dược Eli Lilly & Co có vốn kinh doanh bình quân năm 2013 là 34,65 tỉ USD, tính tới đầu năm 2014 số vốn thị trường là 65.86 tỉ USD và 35.2 tỉ USD giá trị tài sản, doanh thu và lợi nhuận năm 2013 lần lượt là 23.11 tỉ USD và 4.7 tỉ USD tương ứng với tỷ suất lợi nhuận là 13,6%. Đây là 1 tỷ suất khá cao khi cơ cấu nguồn vốn của DN hợp lý với hệ số nợ là 0.49 đảm bảo an toàn cho doanh nghiệp.

Qua số liệu và phân tích của mười tập đoàn dược phẩm lớn nhất thế giới, ta thấy hệ số nợ của các doanh nghiệp này khá cao. Có 4/10 doanh nghiệp có hệ số nợ dưới 50% tổng vốn nhưng đều trên 0,4 thậm chí là 0,46 hay 0,49. Glaxo SmithKline có hệ số nợ lên tới 0,87; KcKesson có hệ số nợ là 0,83 và Roche Holding có hệ số nợ là 0,79... Điều này cũng đúng với các lý thuyết đã đưa ra. Khi doanh nghiệp có quy mô lớn, doanh nghiệp tiếp cận với các nguồn vốn vay rất thuận lợi và vay vốn rất dễ dàng, họ sẽ tăng khoản vay lên để nhận phần chênh lệch giữa lợi nhuận với tiền lãi vay phải trả, và phần lợi từ lá chắn thuế.

Nghiên cứu lợi nhuận của mười tập đoàn này ta thấy những doanh nghiệp có hệ số nợ cao cũng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Glaxo SmithKline có hệ số nợ 0,87 thì tỷ suất lợi nhuận là 16,1%; Roche Holding có hệ số nợ là 0,79 thì tỷ suất lợi nhuận là 19,4%; Pfizer có hệ số nợ là 0,55 thì tỷ suất lợi nhuận là 13%. Tuy con số này không phản ánh hết tác động của cơ cấu nguồn vốn đối với tỷ suất lợi nhuận đạt được nhưng đây cũng là những kinh nghiệm về xây dựng cơ cấu nguồn vốn mà các doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam có thể học tập.

So với ngành dược của các nước phát triển trên thế giới, ngành dược phẩm Việt Nam được đánh giá có nhiều cơ hội và tiềm năng để khai thác. Tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, sự nhận thức về sức khỏe của người dân và khả năng tiếp cận thuốc ngày càng được cải thiện, nhu cầu dược phẩm hầu như không chịu ảnh hưởng bởi khủng hoảng kinh tế... là những yếu tố giúp các doanh nghiệp dược phát triển trong thời gian tới.

Xem xét cơ cấu nguồn vốn của một số tập đoàn dược phẩm lớn trên thế giới, căn cứ vào đặc điểm riêng của doanh nghiệp và thị trường, các doanh nghiệp Việt Nam có thể rút ra bài học kinh nghiệm để xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho doanh nghiệp mình.

Chương 2

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

2.1. TỔNG QUAN VỀ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM

2.1.1. Khái quát quá trình phát triển của các doanh nghiệp trong ngành dược phẩm

Doanh nghiệp ngành dược là các DN sản xuất thuốc và các chất liên quan đến thuốc. Hoạt động chính là sản xuất và kinh doanh thuốc, nghĩa là thực hiện một, một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình đầu tư, từ sản xuất đến tiêu thụ thuốc hoặc cung ứng dịch vụ liên quan đến thuốc trên thị trường. DN ngành dược không bao gồm các DN thuộc nhóm ngành tương tự như DN sản xuất hoá chất, sản xuất và cung ứng thiết bị y tế, sản xuất mỹ phẩm...

Cùng với sự phát triển của ngành, số lượng và quy mô các DN ngành dược ngày càng tăng. Thời kỳ bao cấp trước năm 1986, sản xuất thuốc trong nước khan hiếm, chủ yếu là các DN Nhà nước cung ứng với số lượng không đáng kể, chủng loại nghèo nàn và chất lượng thuốc chưa được chú trọng. Thời kỳ đổi mới sau năm 1986, Nhà nước chuyển đổi từ cơ chế bao cấp sang cơ chế thị trường, ngành dược thu hút được nhiều DN tham gia, số lượng thuốc sản xuất ngày càng nhiều, chất lượng thuốc ngày càng cao, cơ quan quản lý cấp cao của ngành dược là Cục quản lý dược được thành lập, luật dược cũng được ban hành, làm cơ sở pháp lý cao nhất điều chỉnh toàn bộ hoạt động trong lĩnh vực dược để ngành dược Việt Nam được hoạt động trong một môi trường pháp lý hoàn chỉnh và đồng bộ.

Năm 2007, việc Việt Nam gia nhập WTO mang lại những thuận lợi cũng như thách thức cho ngành dược. Ngành dược tăng trưởng với tốc độ trung bình ước đạt khoảng 18 - 20%/năm. Theo thống kê đến cuối năm 2013, cả nước có khoảng 178 DN sản xuất thuốc (trong đó có khoảng 100 DN sản xuất thuốc tân dược, 80 DN sản xuất thuốc đông dược), cùng sự phát triển về quy mô và số lượng, chủng loại thuốc ngày càng đa dạng, chất lượng thuốc ngày càng được

chú trọng đáp ứng các tiêu chuẩn về thực hành sản xuất thuốc (GMP), thực hành bảo quản thuốc (GSP), thực hành phân phối thuốc (GDP)...

2.1.2. Đặc điểm sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành dược phẩm

**** Chuỗi giá trị ngành công nghiệp dược***

Chuỗi giá trị của ngành công nghiệp dược Việt Nam được chia làm 3 nhóm chính:

- Nhóm sản xuất: Bao gồm các nhà cung ứng nguyên liệu sản xuất dược phẩm, các công ty dược nội địa, các công ty dược FDI.

- Nhóm phân phối: Bao gồm các nhà phân phối sỉ, phân phối lẻ nội địa và nước ngoài, hệ thống chợ sỉ.

- Nhóm bán lẻ: Bao gồm bệnh viện, nhà thuốc, các phòng mạch tư nhân... Đây là nhóm trực tiếp phân phối thuốc đến tay người tiêu dùng trong chuỗi giá trị của ngành công nghiệp dược.

**** Ngành dược là ngành sản xuất kinh doanh có điều kiện***

Sản phẩm của ngành dược là dược phẩm, nó là sản phẩm đặc biệt, ảnh hưởng trực tiếp tới sức khỏe con người, vì vậy ngành dược là ngành kinh doanh đặc thù, thuộc loại hình kinh doanh có điều kiện. Theo luật Dược năm 2006, điều kiện kinh doanh dược phẩm như sau:

- Cơ sở kinh doanh thuốc phải có giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh thuốc bao gồm: Cơ sở vật chất, nhân sự.

- Cơ sở kinh doanh thuốc phải đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng thuốc bao gồm: các quy định về chỉ tiêu, yêu cầu kỹ thuật, phương pháp kiểm nghiệm, bao gói, ghi nhãn, vận chuyển, bảo quản và các yêu cầu khác có liên quan đến tiêu chuẩn chất lượng thuốc. Tiêu chuẩn chất lượng thuốc được thể hiện dưới hình thức văn bản kỹ thuật. Tiêu chuẩn chất lượng thuốc của Việt Nam bao gồm tiêu chuẩn quốc gia và tiêu chuẩn cơ sở. Một số tiêu chuẩn cụ thể như sau:

+ Tiêu chuẩn GMP (Good Manufacturing Practices) - tiêu chuẩn thực hành sản xuất tốt nhằm đảm bảo kiểm soát các điều kiện về nhà xưởng, con người, quá trình sản xuất để đạt tiêu chuẩn về an toàn vệ sinh, loại bỏ những nguy cơ nhiễm chéo, rủi ro trong sản xuất, kinh doanh.

+ Tiêu chuẩn GLP (Good Laboratory Practices) - hệ thống an toàn chất lượng phòng thí nghiệm.

+ Tiêu chuẩn GSP (Good Storage Practices) - thực hành tốt bảo quản thuốc được quy định với 7 điều khoản và 115 yêu cầu để đảm bảo thuốc có chất lượng khi đến tay người tiêu dùng. Tiêu chuẩn này áp dụng cho các nhà sản xuất, nhập khẩu, xuất khẩu, buôn bán và tồn trữ thuốc.

+ Tiêu chuẩn GDP (Good Distribution Practices) - thực hành phân phối thuốc. Tiêu chuẩn này được yêu cầu áp dụng cho các DN có chức năng phân phối, nhằm kiểm soát chất lượng thuốc trong quá trình phân phối.

+ Tiêu chuẩn GPP (Good Pharmacy Practiecs) - thực hành tốt quản lý nhà thuốc. GPP là tiêu chuẩn cuối cùng trong quy trình đảm bảo chất lượng thuốc - từ khâu sản xuất (GMP), kiểm tra chất lượng (GLP), tồn trữ bảo quản (GSP), lưu thông phân phối (GDP) và phân phối đến tay người bệnh (GPP). Từ 1996, Bộ Y tế đã từng bước ban hành và áp dụng tiêu chuẩn GMP, GLP, và GSP. Tháng 1/2007, Bộ chính thức ban hành và áp dụng hai tiêu chuẩn còn lại (GDP và GPP) để bảo đảm tính đồng bộ và toàn diện từ sản xuất, lưu thông và phân phối lẻ.

**** Các doanh nghiệp dược chịu sự quản lý của Nhà nước và Xã hội***

Hoạt động chăm sóc y tế đảm bảo sức khỏe người dân được Nhà nước và Xã hội rất coi trọng, đặc biệt trong bối cảnh ngày càng xuất hiện nhiều bệnh dịch và diễn biến khó kiểm soát như hiện nay. Ngành dược phẩm ở Việt Nam đảm nhận một vai trò vô cùng quan trọng trong việc chăm sóc sức khỏe, phòng ngừa bệnh, điều trị bệnh và giữ gìn mạng sống của người dân. Vì vậy mục tiêu chiến lược của Nhà nước là ưu tiên phát triển ngành dược phẩm trở thành một ngành kinh tế mũi nhọn. Với vị trí quan trọng như vậy, ngành dược chịu sự quản lý chặt chẽ của Nhà nước và Xã hội.

Chính phủ quy định cơ quan quản lý Nhà nước về dược phẩm như sau: Bộ Y tế, Cục quản lý Dược (trực thuộc Bộ y tế), Bộ Công thương, Bộ kế hoạch và đầu tư, Bộ Tài chính, Cục quản lý giá Bộ tài chính, Ủy ban nhân dân các cấp. Mỗi cấp quản lý về dược phẩm sẽ chịu trách nhiệm trước Nhà nước trong phạm vi theo phân cấp của Chính phủ.

Nhà nước quản lý chặt chẽ các khâu của DN dược, từ điều kiện kinh doanh, sản xuất, bảo quản, lưu hành tới phân phối... Nhà nước ban hành các văn bản pháp luật quy định cụ thể về chất lượng thuốc, giá thuốc, thời hạn lưu hành, hướng dẫn sử dụng, nhãn mác sản phẩm, quảng cáo, thủ tục thu hồi thuốc... qua một số văn bản pháp luật cơ bản như sau:

- Luật số 34/2005/QH11: Luật Dược. Đây là bộ luật nền tảng của ngành dược Việt Nam.

- Luật số 43/2013/QH13: Luật đấu thầu. Có điều khoản ưu tiên phát triển các sản phẩm dược trong nước, hạn chế nhập khẩu sản phẩm tương tự.

- Luật số 32/2013/QH13: Luật thuế TNDN: Có quy định các DN dược trong nước được phép nâng chi phí quảng cáo từ 10% - 15%.

- Quyết định 10/2007/QĐ - BTM: Có quy định hàng hóa dược phẩm có vốn đầu tư nước ngoài không được trực tiếp phân phối tại Việt Nam.

- Quyết định 12/2007/QĐ - BYT: Ban hành quy tắc “Thực hành tốt phân phối thuốc”.

- Nghị định 181/2013/NĐ - CP: Hướng dẫn luật quảng cáo. Luật quy định cụ thể danh mục thuốc được phép quảng cáo.

- Thông tư số 37/2013/TT- BYT, số 36/2013/TTLT- BYT: hướng dẫn hồ sơ mời thầu mua thuốc và đấu thầu mua thuốc trong các cơ sở y tế.

- Thông tư 23/2013/TT- BYT quy định về gia công thuốc.

- Thông tư số 05/2014/TT - BYT: Quy định về việc sử dụng thuốc Đông dược trong các cơ sở y tế.

*** Đặc điểm sản phẩm dược**

Sản phẩm dược là một loại hàng hóa đặc biệt khác với các loại hàng hóa thông thường, nó có những đặc điểm như sau:

- Sản phẩm dược có tính chất đặc thù liên quan trực tiếp tới sức khỏe và tính mạng con người, vì vậy sản phẩm dược được xếp vào loại hàng hóa có điều kiện. Nghĩa là để sản xuất và kinh doanh sản phẩm dược thì các DN phải đảm bảo đủ các điều kiện như: trình độ chuyên môn, trang thiết bị y tế, được các cơ quan thẩm quyền về y tế cấp giấy chứng nhận... Xuất phát từ đặc điểm này, các tổ chức cá nhân khi tiến hành sản xuất kinh doanh dược phải luôn đặt mục tiêu chất lượng lên hàng đầu, quản lý chặt chẽ từ khâu nhập khẩu nguyên liệu, sản xuất, thử nghiệm, kiểm định chất lượng, phân phối tới tay người tiêu dùng... Sản phẩm dược ngoài các yêu cầu về vệ sinh, giấy phép còn những điều kiện khác như phải qua thử nghiệm lâm sàng, thời hạn sử dụng, cung cấp thông tin thuốc, hướng dẫn sử dụng thuốc...

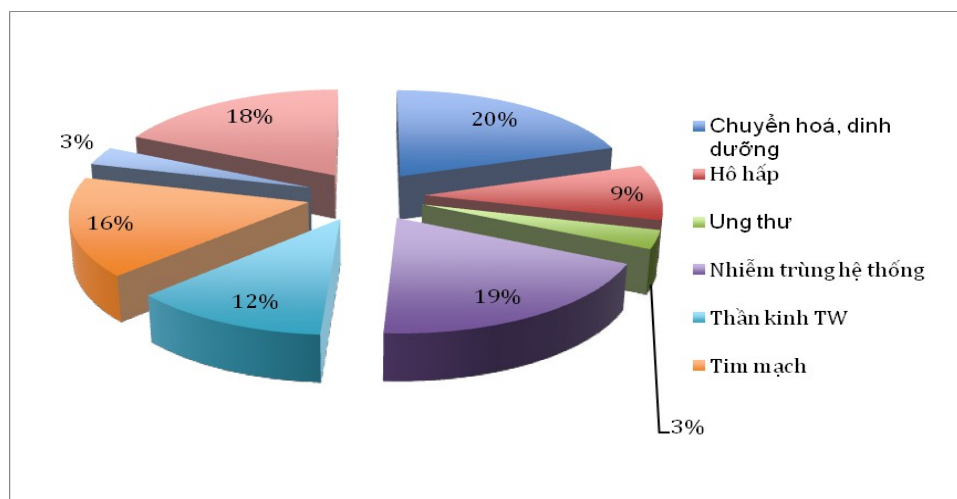
- Nhu cầu về sản phẩm dược được quyết định bởi nhu cầu về chăm sóc sức khỏe và chữa bệnh của người dân. Khi mức sống và thu nhập bình quân đầu người tăng thì nhu cầu chăm sóc sức khỏe cũng tăng lên, người ta sẵn sàng chi nhiều tiền hơn cho việc nâng cao sức khỏe bằng việc sử dụng các sản phẩm chức năng, sản phẩm thuốc bổ... Còn nhu cầu chữa bệnh thì tùy thuộc vào bệnh tật phát sinh với mỗi con người theo quy luật sinh lão bệnh tử và theo dịch bệnh. Nhu cầu về sản phẩm dược cũng phụ thuộc rất lớn vào chất lượng dược phẩm, nếu chất lượng dược phẩm tốt, nhu cầu về dược phẩm sẽ tăng cao và ngược lại, nhất là các sản phẩm chức năng và thuốc bổ.

- Sản phẩm dược được chia làm nhiều loại theo các tiêu thức khác nhau.

Theo nguồn gốc xuất xứ, sản phẩm dược được chia thành thuốc đông y và thuốc tân dược. Thuốc đông y là thuốc từ dược liệu, được bào chế theo lý luận và phương pháp y học cổ truyền của các nước phương Đông. Số thuốc đông dược chiếm 10% số dược phẩm đăng ký và đóng góp 0,5 - 1% giá trị sản xuất toàn ngành. Hiện có khoảng 80 DN sản xuất đông dược với khoảng 400 cơ sở sản xuất nhỏ không có đăng ký.

Theo mục đích sử dụng, sản phẩm dược được chia làm 2 loại: Thuốc chữa bệnh và sản phẩm bổ dưỡng. Thuốc chữa bệnh là các loại thuốc dùng để chữa bệnh, nó hoàn toàn phụ thuộc vào tình hình dịch bệnh, vì vậy, doanh thu, lợi nhuận của nó phụ thuộc rất lớn vào những nhân tố khách quan chứ không phải chủ quan. Theo loại bệnh, sản phẩm dược được chia thành các loại như sau:

Sơ đồ 2.1: Cơ cấu doanh thu thuốc theo bệnh năm 2013



(Nguồn: Cục quản lý dược)

Nhóm sản phẩm chuyển hoá dinh dưỡng là các sản phẩm chức năng, thuốc bổ giúp nâng cao sức khoẻ cho con người, chủ yếu là sản phẩm chống béo phì, suy dinh dưỡng, các loại vitamin... Nhu cầu về sản phẩm bổ dưỡng phụ thuộc vào điều kiện sống, thu nhập của người dân. Do đó, tỷ lệ sử dụng ở các thành phố lớn như Hà Nội và Hồ Chí Minh là chủ yếu.

Nhóm dược phẩm về nhiễm trùng hệ thống có tỷ lệ sử dụng ở Việt Nam cao hơn so với các nước trong khu vực do môi trường còn thiếu an toàn vệ sinh, tỉ lệ bệnh của Việt Nam chủ yếu do vi trùng gây ra. Nhu cầu về sản phẩm phụ thuộc vào dịch bệnh trong từng thời kỳ.

Nhóm dược phẩm chữa bệnh khác như ung thư, thần kinh trung ương... tỷ lệ sản xuất còn thấp do đây là nhóm bệnh cần có thuốc đặc trị. DN Việt Nam chưa sản xuất được nhiều thuốc đặc trị, mà chủ yếu là nhập khẩu.

Sản phẩm bổ dưỡng: là các loại sản phẩm nhằm tăng cường sức khoẻ cho con người, nâng cao tính năng vận động và hỗ trợ chức năng của các bộ

phận trong cơ thể. Cầu tiêu thụ về loại sản phẩm này phụ thuộc chủ yếu vào mức sống, thu nhập của người dân và nhận thức về sức khỏe. Khi thu nhập tăng, nhận thức cao, sức khỏe được chú trọng và quan tâm hơn, cầu tiêu thụ về sản phẩm tăng. Có sự chênh lệch lớn về nhu cầu sản phẩm bổ dưỡng giữa các khu vực dân cư, ở các thành phố lớn cầu về sản phẩm cao hơn hẳn so với ở tỉnh lẻ và khu vực miền núi.

**** Quy mô vốn các doanh nghiệp ngành dược***

Tiền thân của các DN dược là các xí nghiệp với quy mô vừa và nhỏ, chủ yếu đi lên từ các doanh nghiệp quốc doanh được cổ phần hoá theo chủ trương của Nhà nước. Trong thời gian qua, tuy các DN ngành dược tăng trưởng với tốc độ cao, mở rộng quy mô kinh doanh, nhưng quy mô vốn vẫn nhỏ bé so với các công ty, tập đoàn dược phẩm nước ngoài. Sau khi Việt Nam gia nhập WTO, công nghiệp dược phẩm là một lĩnh vực thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài, điều đó đem lại những thách thức nhất định nhưng cũng mở ra cho DN dược những cơ hội lớn để phát triển. Ngành dược đón một lượng vốn đầu tư lớn từ sự gia nhập của các tập đoàn dược phẩm nước ngoài vào Việt Nam, các DN dược Việt Nam có cơ hội nhận đầu tư, hợp tác liên doanh liên kết, tăng năng lực cạnh tranh, mở rộng quy mô của DN mình.

Tính đến cuối năm 2013, DHG là DN dược phẩm niêm yết có quy mô vốn lớn nhất đạt 2.860 tỷ VNĐ, VMD có số vốn lớn thứ 2 là 1.941 tỷ VNĐ. Hơn một nửa các DN có số vốn nhỏ hơn 1.000 tỷ. Quy mô vốn của các DN dược niêm yết ảnh hưởng tới khả năng chiếm lĩnh thị trường. Những DN lớn dẫn đầu như dược Hậu Giang (DHG) chiếm 6.15% thị phần, Domesco chiếm 4.67%, Imexpharm chiếm 3.72%, những thị phần nhỏ hơn còn lại cho các DN nhỏ khác. Thị phần của các DN cho thấy trong ngành dược chưa có những đại gia thực sự lớn chi phối, miếng bánh thị phần của ngành vẫn được chia cho nhiều DN, đây cũng là một hướng để DN tập trung vốn, mở rộng quy mô, khai thác thị trường, nhằm tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp.

**** Thói quen tiêu dùng của người Việt***

Tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ngành dược hiện nay gặp một số khó khăn như sau:

Một là, tâm lý chuộng ngoại của người Việt, họ cho rằng sản phẩm của những nước phát triển an toàn, có chất lượng cao và hiệu quả hơn. Tâm lý này do tình hình thực tế của công nghệ sản xuất thuốc trong nước trước đây rất lạc hậu, chất lượng và hiệu quả chữa bệnh của thuốc kém. Dù hiện nay công nghiệp dược đã phát triển, thị trường trong nước xuất hiện nhiều dòng sản phẩm thuốc chất lượng tốt, tác dụng tương đương, giá thành thấp hơn rất nhiều lần so với thuốc ngoại, song người dân vẫn giữ tâm lý chuộng thuốc ngoại hơn nếu có đủ tài chính.

Hai là, đa số bác sĩ vì muốn trị cho bệnh nhân mau khỏi bệnh để lấy danh tiếng nên cho người bệnh dùng thuốc ngoại. Tỷ lệ thuốc nội kê theo đơn bác sĩ chỉ chiếm khoảng 38%. Để khắc phục được tình trạng này các doanh nghiệp dược trong nước phải thuyết phục được các bác sĩ bằng chính chất lượng và hiệu quả của thuốc chữa bệnh.

Ba là, người dân có tâm lý ngại đi khám, với các bệnh đơn giản phổ biến người dân thường tự trị bệnh tại gia hoặc dùng thuốc theo tư vấn của cửa hàng bán thuốc. Điều này làm giảm đáng kể doanh thu tiêu thụ thuốc, để khắc phục tình trạng này DN phải tăng quảng cáo, mở rộng tư vấn công cộng, giới thiệu sản phẩm... như vậy chi phí quảng cáo tăng, lợi nhuận giảm. Thói quen của người tiêu dùng Việt như trên làm ngành sản xuất dược phẩm thêm khó khăn, đòi hỏi các DN phải nỗ lực rất lớn với thay đổi được tâm lý này.

**** Kênh phân phối sản phẩm dược***

Sản phẩm dược ở Việt Nam chủ yếu phục vụ cho thị trường nội địa, được tổ chức tiêu thụ đến người tiêu dùng qua 3 kênh chính: kênh cơ sở y tế (kênh bệnh viện), kênh quầy thuốc bán lẻ và kênh xuất khẩu. Doanh thu qua kênh bệnh

viện chiếm khoảng 70%, tỷ lệ sử dụng thuốc nội ở các bệnh viện là không giống nhau, 60% được sử dụng ở tuyến huyện, 34% được sử dụng ở tuyến tỉnh, thành phố và 12% được sử dụng ở tuyến trung ương. Doanh thu qua kênh bán lẻ chiếm 26%, nhưng thuốc bán qua quầy chủ yếu là thuốc thông thường, có giá trị thấp hơn nhiều so với dòng thuốc đặc trị, vì vậy doanh thu không lớn. Còn lại khoảng 4% doanh thu được phân phối qua kênh xuất khẩu.

Như vậy, sản phẩm dược chủ yếu được tiêu thụ qua kênh trung gian như bệnh viện, đại lý bán thuốc. Đây thực chất là bán hàng dưới dạng ký gửi nên tồn tại khoản nợ phải thu rất lớn, điều này ảnh hưởng nghiêm trọng tới cơ cấu tài sản ngắn hạn, cơ cấu hàng tồn kho. Chính điều này cũng chi phối đến cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành dược.

*** Thị trường tiêu thụ sản phẩm dược**

- *Thị trường trong nước:* Thị trường sản xuất, phân phối và tiêu dùng sản phẩm đều tập trung ở các thành phố lớn. Theo thống kê của Bộ Y Tế, số lượng các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm tập trung khoảng 50% ở Thành Phố Hồ Chí Minh, tập trung khoảng 30% ở Thành Phố Hà Nội, 20% còn lại là ở An Giang, Cần Thơ, Nam Định, Phú Yên...

- *Thị trường nước ngoài:* Các DN dược chưa khai thác hiệu quả thị trường nước ngoài, giá trị xuất khẩu sản phẩm dược nhỏ, chủ yếu là xuất sang các thị trường như Đông Nam Á, Châu Phi và Trung Đông... với các sản phẩm dược là thuốc trị bệnh sốt rét, tiêu chảy, vắc-xin... đây là những dược phẩm đơn giản, phổ biến, Việt Nam chưa sản xuất và xuất khẩu được những dòng thuốc đặc trị dành cho các bệnh nan y.

Theo điều tra của Bộ Y tế, giá trị xuất khẩu năm 2013 đạt 100.04 triệu USD. Việc xuất khẩu còn nhiều khó khăn do giá xuất khẩu dược phẩm Việt Nam cao hơn 20% - 30% so với các nước như Ấn Độ, Trung Quốc; quá trình đăng kiểm dược phẩm, hồ sơ xuất khẩu còn phức tạp, mất nhiều thời gian tạo ra rào cản cho việc xuất khẩu; nguyên vật liệu của ngành dược chủ yếu là nhập khẩu

nên chi phí lớn... Tuy nhiên, trong giai đoạn 2009 - 2013, cán cân xuất nhập khẩu đã được cải thiện đáng kể khi xuất khẩu tăng với tốc độ 25,93%. Đây là một tín hiệu đáng mừng cho ngành dược Việt Nam.

**** Doanh nghiệp dược chịu rủi ro tỷ giá cao***

Nhìn chung, hầu hết các doanh nghiệp dược chưa chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào cho sản xuất, chủ yếu là nhập khẩu từ nước ngoài. Hiện tại các dược phẩm tân dược chiếm tỷ lệ khoảng 90% trên thị trường dược phẩm và các DN này nhập khẩu hơn 90% nguyên phụ liệu từ nước ngoài. Ở mảng đông dược, trừ TRA chủ động được tới 90% nguyên vật liệu, còn các DN khác phần lớn cũng phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Theo số liệu thống kê của tổng cục Hải quan, Trung Quốc và Ấn Độ là hai quốc gia có kim ngạch xuất khẩu nguyên liệu dược phẩm vào Việt Nam lớn nhất trong nhiều năm, năm 2013 chiếm 51,4% tổng giá trị nhập khẩu. Đối với các DN sản xuất, chi phí nguyên vật liệu thường chiếm tới 60% - 80% giá vốn hàng bán. Số liệu trên cho thấy giá trị nhập khẩu nguyên vật liệu của các DN dược phẩm ở Việt Nam rất lớn, bởi thế chỉ cần một thay đổi nhỏ về tỷ giá cũng ảnh hưởng rất lớn tới chi phí của các DN dược, biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới giá nhập nguyên vật liệu, tác động tới giá thành sản xuất, từ đó ảnh hưởng tới lợi nhuận và khả năng sinh lời của các DN. Rủi ro tỷ giá sẽ làm tăng rủi ro nói chung cho các DN dược niêm yết, nhất là các DN có tỷ lệ nhập khẩu cao.

2.1.3. Tổng quan về mẫu nghiên cứu

Để phục vụ cho việc nghiên cứu luận án, tác giả lựa chọn mẫu nghiên cứu là các DN thuộc ngành dược phẩm niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HSX và HNX trong giai đoạn 2009 - 2013. Để đơn giản hoá và đảm bảo tính đồng nhất về mặt thời gian, tác giả loại bỏ bớt DN niêm yết sau năm 2009 cũng như DN bị huỷ niêm yết trong cùng giai đoạn như Công ty dược Mekophar (huỷ niêm yết năm 2012). Số các DN này là nhỏ và không có ảnh hưởng lớn tới các kết luận của luận án.

Theo đó, hiện nay có 13 DN dược phẩm niêm yết tại 2 sàn giao dịch chứng khoán theo bảng sau đây:

Bảng 2.1: Các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam

STT	Tên doanh nghiệp	Sàn niêm yết	Mã CP
1	CTCP dược Hậu Giang	HOSE	DHG
2	CTCP dược phẩm Imexpharm	SOSE	IMP
3	CTCP SPM	HOSE	SPM
4	CTCP xuất nhập khẩu y tế Domesco	HOSE	DMC
5	CTCP dược phẩm Cửu Long	HOSE	DCL
6	CTCP dược liệu Pharmedic	HNX	PMC
7	CTCP Traphaco	HOSE	TRA
8	CTCP dược phẩm OPC	HOSE	OPC
9	CTCP dược phẩm Phong Phú	HNX	PPP
10	CTCP y dược phẩm Vimedimex	HOSE	VMD
11	CTCP dược phẩm Hà Tây	HNX	DHT
12	CTCP dược phẩm Bến Tre	HNX	DBT
13	CTCP dược phẩm Lâm Đồng	HNX	LDP

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp dựa trên báo cáo ngành dược năm 2013 của FPT securities)

Để phục vụ cho mục đích nghiên cứu, tác giả tiến hành phân loại mẫu nghiên cứu theo một số tiêu thức như sau:

* **Căn cứ vào sàn niêm yết:** các doanh nghiệp dược được chia thành 2 nhóm: Nhóm 1 là các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE gồm: DHG, IMP, TRA, DMC, DCL, OPC, SPM, VMD, JVC. Nhóm 2 là các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX gồm: PMC, LDP, DHT, DBT, PPP, AMV. Cách phân loại này giúp tác giả tổng hợp, xác định phạm vi nghiên cứu theo sàn giao dịch.

* **Căn cứ theo hoạt động kinh doanh chính:** các doanh nghiệp được chia thành 3 nhóm: Nhóm 1 là các doanh nghiệp sản xuất tân dược gồm 6 doanh nghiệp: DHG, IMP, DMC, DCL, PMC, SPM. Nhóm 2 là các doanh nghiệp sản xuất đông dược gồm 3 doanh nghiệp: TRA, OPC, PPP. Nhóm 3 là các doanh nghiệp phân phối gồm 4 doanh nghiệp: VMD, LDP, DHT, DBT. Cách phân loại này giúp tác giả nghiên cứu đặc điểm và cơ cấu nguồn vốn DN theo nhóm.

* **Căn cứ theo vị trí địa lý (vùng, miền):** các doanh nghiệp được chia thành 3 nhóm: Nhóm 1 là các doanh nghiệp ở Thành phố Hồ Chí Minh gồm 5 doanh nghiệp: PMC, OPC, SPM, VMD, PPP. Nhóm 2 là các doanh nghiệp ở Thành phố Hà Nội gồm 2 doanh nghiệp: TRA, DHT. Nhóm 3 là các doanh nghiệp ở đồng bằng Sông Cửu Long và Lâm Đồng gồm 6 doanh nghiệp: DHG, IMP, DMC, DCL, DBT, LDP. Cách phân loại này giúp tác giả tìm hiểu tác động của vị trí địa lý tới việc cung ứng nguyên liệu cho sản xuất và tiêu thụ sản phẩm của DN. Mỗi khu vực có đặc điểm khí hậu phù hợp trồng các cây thuốc nhất định, xác định loại dược liệu và số lượng dược liệu mà khu vực có thể cung cấp làm đầu vào cho các DN được giúp tác giả xác định nhu cầu vốn, từ đó làm căn cứ để xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

2.2. THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM Ở VIỆT NAM

2.2.1. Khái quát tình hình tài chính của các DNNY trong ngành dược phẩm

Phân tích khái quát tình hình tài chính của các DNNY cho ta cái nhìn tổng quát về đặc điểm hoạt động sxkd của doanh nghiệp dược phẩm; về kết quả kinh doanh, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời... Tìm hiểu những yếu tố này giúp ta điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn của DNNY ngành dược cho hợp lý hơn, đạt hiệu quả sản xuất kinh doanh cao hơn.

2.2.1.1. Khái quát quy mô vốn của các DNNY ngành dược

Bảng 2.2: Quy mô vốn của các DNNY ngành dược

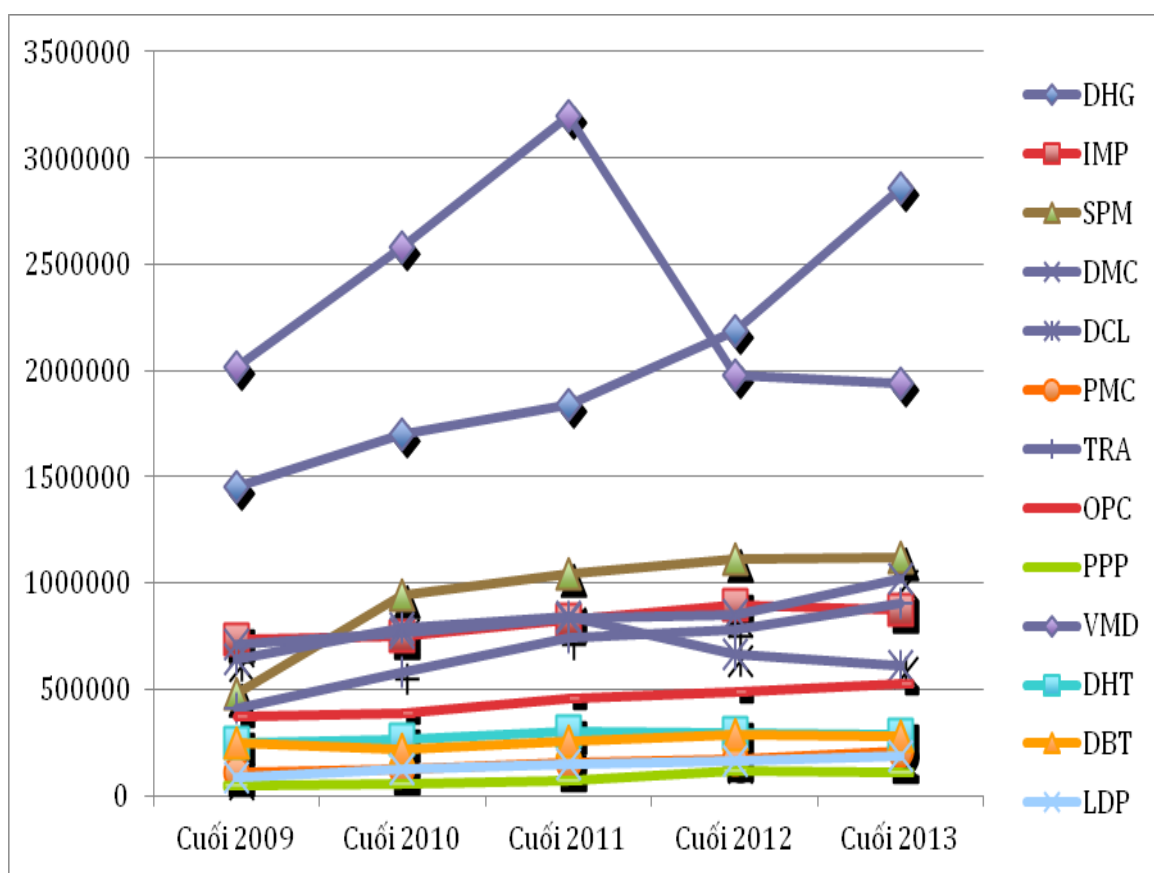
Đơn vị: triệu đồng

TT	Mã CP	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
1	DHG	1,452,248.90	1,699,990.42	1,841,056.58	2,183,384.53	2,860,021.20
2	IMP	731,468.92	751,000.32	827,689.05	895,126.50	869,840.40
3	SPM	478,391.79	944,103.95	1,043,141.42	1,115,673.12	1,117,789.78
4	DMC	709,977.13	766,808.52	835,889.35	847,584.77	1,016,706.49
5	DCL	641,721.23	791,385.07	840,590.00	662,927.09	610,157.07
6	PMC	104,995.16	124,371.27	151,661.32	168,708.15	208,928.26
7	TRA	406,151.97	578,893.21	737,985.37	778,208.51	903,041.78
8	OPC	373,422.09	390,052.13	454,593.51	487,124.88	525,661.05
9	PPP	47,268.61	53,741.15	73,418.04	116,482.98	109,350.02
10	VMD	2,019,292.34	2,580,413.15	3,198,555.51	1,975,767.42	1,941,086.04
11	DHT	244,763.45	265,864.41	304,092.89	293,031.29	282,977.12
12	DBT	243,987.99	219,889.45	251,331.06	289,484.29	276,374.63
13	LDP	83,771.61	120,522.21	146,768.17	163,262.30	186,072.37
Tổng TS		7,537,461.19	9,287,035.23	10,706,772.27	9,976,765.83	10,908,006.21

(Nguồn: Báo cáo tài chính các năm của các DNNY ngành dược)

Bảng số liệu trên cho biết tổng tài sản của các DNNY ngành dược có sự tăng, giảm không nhất quán ở thời điểm cuối các năm. Xu hướng chung là tăng ở năm 2010, 2011, 2013 và giảm ở năm 2012. Tổng tài sản các DNNY ngành dược cuối năm 2013 tăng 3.370 tỷ đồng, tương ứng tăng 44,72% giá trị tài sản so với năm 2009. Giai đoạn 2009 - 2013 DHG là DN có mức tăng tuyệt đối cao nhất, cuối năm 2013 tăng 1.408 tỷ đồng tương ứng 97% so với cuối năm 2009. Các DN SPM, TRA cũng có mức tăng mạnh và do quy mô vốn nhỏ hơn DHG nên đạt tỷ lệ tăng cao hơn so với DHG (SPM có vốn tăng 639 tỷ tương ứng 134% số vốn cuối năm 2009, TRA có vốn tăng 497 tỷ tương ứng 122% số vốn cuối năm 2009). Ngược lại, có 2 DN là DCL và VMD có quy mô vốn giảm đi so với năm 2009, mức độ và tỷ lệ giảm không đáng kể chủ yếu do giảm vốn CSH.

Sơ đồ 2.2: Xu hướng biến động vốn của các DNNY ngành dược



(Nguồn: Báo cáo tài chính các năm của các DNNY ngành thực phẩm)

Nghiên cứu 13 DNNY ta thấy DHG, VMD là hai DN có quy mô vốn lớn nhất trong 13 DN nghiên cứu, DHG có mức tăng tuyệt đối cao nhất (năm 2009 là 1.452 tỷ đồng, năm 2013 là 2.860 tỷ đồng, tăng 1.408 tỷ đồng tương ứng tăng 97% trong 4 năm). Quy mô vốn VMD dao động lớn, vốn tăng rất nhanh ở giai đoạn 2009 - 2011 nhưng năm 2012 giảm mạnh (năm 2011 là 3.198 tỷ đồng, năm 2012 là 1.975 tỷ đồng, giảm 1.222 tỷ, tương ứng với tỷ lệ giảm là 38% trong 1 năm), số vốn giảm này chủ yếu là vốn chủ sở hữu.

Còn lại 11 DNNY có quy mô vốn ở trong khoảng từ hơn 100 tỷ đến hơn 1.000 tỷ. Nhìn chung quy mô vốn của các DN đều tăng đều đặn qua các năm, phản ánh hoạt động của các DNNY ngành thực phẩm không có nhiều biến động. Doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ nhất là PPP, với số vốn năm 2009 là hơn 47 tỷ đồng, quy mô vốn tăng dần qua các năm, đến năm 2013 là 109 tỷ đồng. Riêng

DCL có sự giảm sút nhẹ, năm 2011 là hơn 840 tỷ đồng, đến năm 2013 còn lại 610 tỷ đồng, giảm 230 tỷ đồng trong 2 năm, tương ứng với tỷ lệ giảm là 27%.

2.2.1.2. Kết quả kinh doanh của các DNNY ngành dược

Bảng 2.3: Kết quả kinh doanh của các DNNY ngành dược

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Tổng doanh thu	12,157,819	13,229,985	14,344,175	12,469,476	12,729,166
Tổng chi phí	11,236,014	12,244,491	13,315,006	11,252,104	11,240,136
Lợi nhuận trước thuế	921,804	985,494	1,029,169	1,217,372	1,489,030
Thuế TNDN hiện hành	148,641	156,369	209,811	232,540	358,207
Lợi nhuận sau thuế	767,200	820,398	826,186	987,498	1,132,733

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Khái quát về kết quả kinh doanh của các DNNY ngành dược cho thấy, tổng doanh thu của 13 DN có sự tăng lên trong 3 năm đầu và đạt mức cao nhất ở năm 2011 là 14.344.175 triệu đồng. Theo sự biến động tăng giảm của doanh thu, tổng chi phí cũng tăng giảm theo, nhưng chi phí có tốc độ tăng chậm hơn và tốc độ giảm nhanh hơn nên lợi nhuận sau thuế của các DN vẫn tăng đều qua các năm. Năm 2013 lợi nhuận sau thuế của các DNNY ngành dược đạt 1.132.733 triệu đồng, tăng 365.533 triệu đồng so với năm 2009, đạt trung bình 12%/năm. Tổng số thuế TNDN nộp NSNN năm 2013 là 358.207 triệu đồng, gấp 2,41 lần so với năm 2009. Suy thoái kinh tế ở những năm 2012, 2013 dù ảnh hưởng làm giảm doanh thu, nhưng các DNNY ngành dược vẫn khắc phục được những khó khăn, đảm bảo kết quả kinh doanh có lãi, lợi nhuận ngày càng cao.

Xem xét chi tiết về kết quả kinh doanh của từng DNNY ngành dược như sau:

Bảng 2.4: Doanh thu thuần của các DNNY ngành dược

Đơn vị: triệu đồng

STT	Mã CP	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	DHG	1,705,562	1,952,926	2,303,420	2,646,905	3,254,187
2	IMP	660,076	763,995	776,365	818,122	841,316
3	SPM	254,694	349,673	322,199	430,007	441,131
4	DMC	1,067,897	1,043,438	1,132,056	1,259,926	1,429,358
5	DCL	573,352	555,011	633,748	618,889	675,467
6	PMC	193,992	223,873	263,806	303,043	357,362
7	TRA	747,041	858,925	1,067,287	1,338,890	1,414,064
8	OPC	326,019	313,749	359,266	453,844	516,226
9	PPP	49,939	66,714	84,518	91,648	101,344
10	VMD	5,078,382	5,641,552	5,585,150	2,423,611	1,509,421
11	DHT	586,600	543,175	630,086	677,031	711,612
12	DBT	400,689	435,844	483,827	538,583	530,370
13	LDP	217,495	279,038	353,017	422,850	462,895
Tổng DTT		11,861,738	13,027,913	13,994,745	12,023,349	12,244,753

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Trong giai đoạn 2009 - 2013, tổng DTT của các DNNY ngành dược có sự tăng giảm không đáng kể qua các năm. DHG là DN có mức tăng và tỷ lệ tăng ấn tượng (từ 15% - 23%), TRA có tỷ lệ tăng cao nhất (24% ở 2 năm 2011, 2012), đây là 2 DN đi đầu trong sản xuất tây dược và đông dược, lợi thế về quy mô giúp 2 DN này duy trì thị phần và có lượng tiêu thụ ổn định. VMD là DN duy nhất có DTT giảm qua các năm, năm 2012 là năm giảm nhiều nhất với số giảm là 3.161.359 triệu đồng, tương ứng giảm 57% so với năm 2011, chính doanh thu của VMD giảm kéo theo DTT trung bình giảm. Tuy có một vài dấu hiệu giảm sút nhưng nhìn chung, doanh thu của các DNNY ngành dược tương đối ổn định và có xu hướng tăng tốt như các doanh nghiệp DMC, DCL, PMC, TRA, OPC, PPP, DBT, LDP.

Bảng 2.5: Lợi nhuận sau thuế của các DNNY ngành dược

Đơn vị: triệu đồng

STT	Mã CP	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	DHG	319,575	346,820	401,515	457,223	607,927
2	IMP	65,707	80,466	77,606	77,614	60,624
3	SPM	62,388	97,445	59,608	64,739	17,504
4	DMC	76,362	82,792	70,636	91,234	106,001
5	DCL	56,507	11,227	(30,461)	17,917	30,441
6	PMC	23,627	31,231	38,658	44,395	55,633
7	TRA	51,047	66,161	90,735	112,385	136,791
8	OPC	49,199	49,179	50,479	55,381	55,725
9	PPP	1,691	1,069	2,096	2,035	(5,071)
10	VMD	25,651	10,266	16,025	19,175	20,512
11	DHT	14,373	15,418	16,780	14,716	17,606
12	DBT	6,096	10,259	10,113	11,001	11,033
13	LDP	14,977	18,067	22,395	19,683	18,007
Tổng cộng		767,200	820,400	826,185	987,498	1,132,733

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Lợi nhuận sau thuế của các DNNY ngành dược có sự biến động nhiều hơn qua các năm. Đáng chú ý là VMD có DTT giảm nhưng lợi nhuận sau thuế lại liên tục tăng trong khi đó SPM có DTT liên tục tăng nhưng lợi nhuận sau thuế lại giảm rất mạnh. Các doanh nghiệp PMC, TRA giữ được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ổn định và cao hơn hẳn trung bình ngành, năm 2013 tăng tương ứng 135% và 168% so với năm 2009. DHG có quy mô vốn lớn nên mặc dù có mức tăng cao nhất nhưng tốc độ tăng đạt mức thấp hơn là 90%.

2.2.1.3. Một số chỉ tiêu tài chính của các DNNY ngành dược

* Về cơ cấu tài sản

- Cơ cấu tài sản theo thời gian

Bảng 2.6: Tỷ trọng TS ngắn hạn trong tổng TS của các DNNY ngành dược

Đơn vị: %

Nhóm	Mã CP	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
Sx tân được	DHG	76.62	76.62	71.35	72.35	77.37
	IMP	72.07	66.26	68.47	64.89	64.38
	SPM	33.08	37.11	43.07	53.70	59.01
	DMC	57.00	56.94	60.23	64.07	70.33
	DCL	58.64	66.76	70.31	65.40	57.24
	PMC	64.82	69.83	74.96	80.21	84.19
Sx đồng được	TRA	84.11	84.38	76.21	70.31	69.46
	OPC	72.22	54.73	42.37	47.87	52.94
	PPP	35.44	41.40	32.54	34.92	24.10
Phân phối	VMD	92.67	94.00	94.90	91.92	91.20
	DHT	82.72	81.96	83.28	83.86	76.68
	DBT	84.58	81.58	82.74	82.14	81.55
	LDP	69.78	76.60	79.48	80.90	75.90

(Nguồn: Báo cáo tài chính các năm của các DNNY ngành dược)

DNNY ngành dược có tài sản thiên về tài sản ngắn hạn, trung bình chiếm tỷ trọng từ 64% - 67%. Tỷ lệ tài sản ngắn hạn cao như vậy là do các doanh nghiệp dù có thực hiện sản xuất nhưng vẫn duy trì hoạt động phân phối sản phẩm. Kết cấu tài sản của các nhóm DN khác nhau cũng rất khác nhau, nhóm doanh nghiệp sản xuất tân dược và sản xuất đồng dược có cơ cấu tài sản ngắn hạn thấp hơn hẳn so với nhóm DN chỉ thực hiện hoạt động phân phối, DN sản xuất đầu tư vào TSDH chiếm tỷ trọng tương đối lớn từ 27,79 - 44,16% tổng tài sản và có xu hướng giảm ở cuối năm 2013.

Nhóm DN phân phối lại chủ yếu đầu tư vào TSNH, tỷ lệ đầu tư TSDH rất thấp chiếm 7,37- 12,38% và có xu hướng tăng mạnh ở cuối năm 2013. Qua tỷ trọng đầu tư TSNH của các nhóm DN ta thấy các DN đang điều chỉnh CCNV của mình theo hướng hợp lý, an toàn hơn.

Bảng 2.7: Tỷ suất đầu tư TSNH của các nhóm DN theo HDSX chính

TT	Nhóm DN	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
1	Sản xuất tây dược	64.27%	63.07%	64.73%	65.92%	70.59%
2	Sản xuất đông dược	72.21%	67.74%	56.35%	54.52%	55.84%
3	Phân phối sản phẩm	90.23%	91.48%	92.63%	89.35%	87.62%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Qua bảng số liệu trên ta thấy tỷ suất đầu tư TSNH của nhóm các DN ngành dược là rất lớn. Nguyên nhân là do tồn nguyên vật liệu, hàng tồn kho và các khoản phải thu lớn. Đặc điểm đặc biệt của các DNNY ngành dược là phụ thuộc rất lớn vào nguồn nguyên liệu, lượng nguyên vật liệu trong nước mới đáp ứng được khoảng 10% cho sản xuất, còn lại 90% phải nhập khẩu, cộng với thời gian nhập nguyên liệu dài nên nguyên vật liệu tồn kho lớn. Bên cạnh đó sản phẩm dược tiêu thụ chậm vì phụ thuộc dịch bệnh nên hàng tồn kho chiếm tỷ trọng cao. Đặc điểm gửi bán đại lý dẫn tới vốn nằm trong các đại lý tiêu thụ rất lớn, hình thành các khoản phải thu lớn. Vì vậy tỷ trọng tài sản ngắn hạn của các DN ngành dược rất cao, đặc biệt đối với các DN chuyên phân phối như VMD, DHT, DBT.

- Cơ cấu tài sản theo kết quả đầu tư:

**Bảng 2.8: Tỷ trọng đầu tư cho hoạt động kinh doanh chính
của các DNNY ngành dược**

Nhóm	Mã CP	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
Sx tân dược	DHG	95.21%	94.77%	96.14%	93.97%	94.20%
	IMP	94.85%	95.50%	96.01%	96.66%	96.06%
	SPM	97.59%	82.03%	82.60%	89.44%	93.62%
	DMC	88.98%	89.04%	95.00%	97.45%	98.39%
	DCL	99.84%	99.93%	99.93%	99.98%	99.98%
	PMC	99.93%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Sx đông dược	TRA	99.45%	98.74%	90.86%	87.52%	86.80%
	OPC	89.51%	89.62%	91.93%	92.23%	92.06%
	PPP	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.99%
Phân phối	VMD	93.89%	95.26%	96.00%	93.08%	93.25%
	DHT	99.18%	99.25%	99.34%	99.32%	92.72%
	DBT	94.03%	93.42%	94.25%	95.02%	94.78%
	LDP	98.87%	100.00%	99.41%	99.50%	98.89%
Trung bình		96.26%	95.20%	95.50%	95.71%	95.44%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Tài sản của các DNNY ngành dược chủ yếu được sử dụng cho hoạt động kinh doanh chính. Tỷ trọng bình quân toàn ngành qua các năm chiếm từ 95,2% - 96,26%. DN như PMC, PPP gần như sử dụng 100% vốn cho hoạt động kinh doanh chính, không đầu tư ngoài ngành. Các DN có quy mô nhỏ linh hoạt hơn trong việc điều chỉnh cơ cấu đầu tư cho phù hợp với tình hình thực tế. Các DN đầu tư ra ngoài ngành khoảng trên 10% quy mô vốn là SPM, DMC, TRA, VMD, những DN này cần duy trì tỷ trọng đầu tư cho hoạt động kinh doanh chính ổn định hơn.

Tỷ trọng vốn đầu tư cho hoạt động tài chính trung bình có xu hướng tăng qua các năm. Trong đó, tỷ trọng tài sản đầu tư cho hoạt động tài chính của các DN có quy mô vốn lớn đứng đầu các phân đoạn sản xuất và tiêu thụ như DHG,

TRA, VMD có xu hướng tăng còn của các DN có quy mô vốn trung bình như IMP, OPC, DMC có xu hướng giảm; các DN có quy mô vốn nhỏ như PPP, DCL gần như không đầu tư ngoài ngành. Nhìn chung tỷ trọng tài sản đầu tư cho hoạt động khác của các DNNY ngành dược là không đáng kể.

** Về cơ cấu nguồn vốn*

Bảng 2.9: Hệ số vốn CSH của các DNNY ngành dược

Nhóm DN	Mã Cổ phần	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
Sx tân dược	DHG	0.68	0.71	0.71	0.73	0.67
	IMP	0.74	0.78	0.86	0.80	0.83
	SPM	0.51	0.60	0.57	0.59	0.59
	DMC	0.70	0.71	0.68	0.68	0.62
	DCL	0.45	0.35	0.28	0.38	0.46
	PMC	0.83	0.85	0.78	0.75	0.76
Sx đông dược	TRA	0.65	0.60	0.55	0.58	0.75
	OPC	0.70	0.75	0.67	0.69	0.69
	PPP	0.60	0.55	0.42	0.27	0.27
Phân phối	VMD	0.04	0.05	0.05	0.08	0.08
	DHT	0.36	0.38	0.39	0.45	0.48
	DBT	0.29	0.33	0.30	0.28	0.31
	LDP	0.44	0.42	0.45	0.45	0.42
Trung bình		0.46	0.47	0.44	0.52	0.54

Tỷ trọng vốn CSH của mỗi DN, đặc biệt là nhóm các DN rất khác nhau. Các DN sản xuất bao gồm cả sản xuất tân dược và đông dược đều có tỷ trọng vốn CSH cao. Tiêu biểu tỷ trọng vốn CSH trung bình năm của IMP là 80,2%, của PMC là 79,4%, của DHG là 70%. Nhìn chung tỷ trọng VCSH của các DN sản xuất dao động trên 60%, ngoại trừ DCL là 38,4% và PPP là 42,2%. Các DN phân phối có hệ số vốn CSH tương đối thấp, tỷ trọng VCSH trung bình năm của tất cả các DN đều dưới 50%, thấp nhất là VMD chỉ chiếm 6%, DBT chiếm 30,2%. Tỷ trọng vốn CSH trong tổng nguồn vốn các DNNY ngành dược dù cao, thấp giữa các loại DN thì nhìn chung tỷ trọng này là khá ổn định, dao động thấp.

Đánh giá chung: Trong giai đoạn 2009 - 2013 quy mô nguồn vốn của các DN có sự tăng giảm không nhất quán qua các năm. Vốn CSH có xu hướng tăng liên tục, còn nợ phải trả lại có sự biến động mạnh không đồng đều, làm tỷ trọng vốn CSH cũng biến động theo các hướng khác nhau. Nguyên nhân chính vốn CSH tăng liên tục qua các năm là thị trường chứng khoán phát triển đã tạo điều kiện cho các DNNY ngành dược nói riêng dễ dàng huy động vốn CSH bằng cách phát hành cổ phiếu. Dòng vốn đầu tư mạnh vào cổ phiếu ngành dược cho thấy ngành dược đang rất hấp dẫn các nhà đầu tư, hứa hẹn triển vọng phát triển của ngành trong thời gian sắp tới.

*** Về hiệu quả hoạt động**

Bảng 2.10: Một số chỉ tiêu trung bình phản ánh hiệu quả hoạt động của các DNNY ngành dược

TT	Chỉ tiêu	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	ROS	6.34	6.30	5.9	8.21	9.25
2	BEP	14.4	13.0	14.4	14.38	15.88
3	ROA	11.3	9.75	11.25	9.54	10.85
4	ROE	23.62	21.07	23.62	20.05	20.47

(Nguồn: Báo cáo tài chính các năm của các DNNY ngành dược)

Ngành dược phẩm có tỷ suất sinh lời cao, ROE trung bình đạt 20,05% - 23,62%/năm và ít dao động bởi chu kỳ kinh tế vĩ mô. Tiêu biểu có các DN như DHG, PMC có ROE rất cao (trên 30%). Bên cạnh đó có những DN có ROE thấp là DBT, DHT. PPP là DN có ROE thấp nhất (ROE năm 2013 là -14%).

Tỷ suất lợi nhuận ròng bình quân của ngành đạt từ 9,54% - 11,3% và có sự biến động không đáng kể. Mức tăng trưởng lợi nhuận ròng cao nhất thuộc về nhóm các DN như TRA, PMC, DHT, đặc biệt DHG có lợi nhuận ròng năm 2013 giữ vị trí dẫn đầu tuyệt đối (607 tỷ). Điều này cho thấy quy mô và tầm vóc của DHG trong ngành dược nội địa.

Lợi nhuận gộp trung bình của DNNY ngành dược cao và có xu hướng giảm dần. ROS cao thuộc về nhóm các DN sản xuất như DHG, IMP, OPC. Nhóm DN phân phối vì không chủ động được sản phẩm nên có ROS thấp hơn bình quân trung bình ngành.

Như vậy, có thể thấy các DNNY ngành dược nói chung có kết quả kinh doanh tốt, tốc độ tăng trưởng vốn và lợi nhuận cao. Song các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời ở các DN rất khác nhau, nguyên nhân là do bị chi phối bởi đặc điểm riêng như hoạt động kinh doanh, chiến lược kinh doanh, trình độ quản trị doanh thu, chi phí, lợi nhuận của DN.

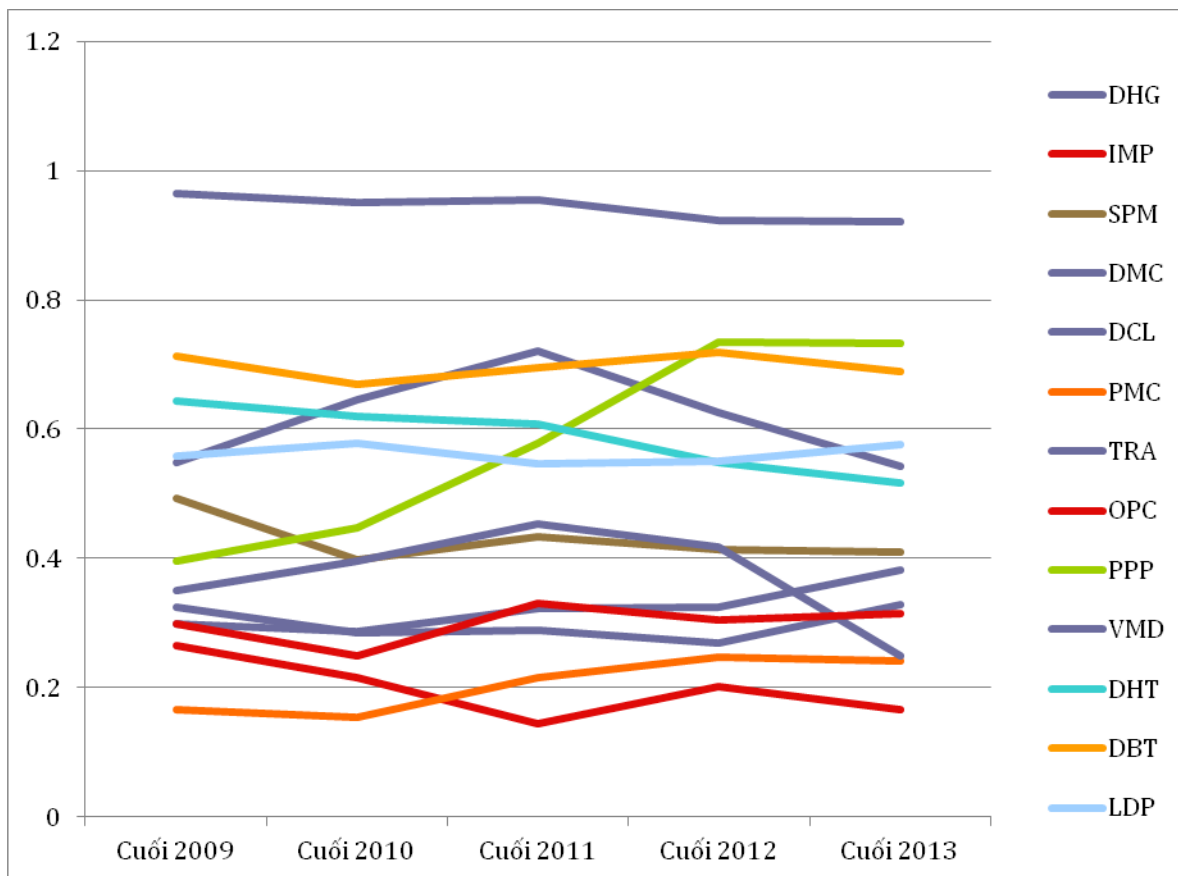
2.2.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các DNNY trong ngành dược phẩm

Trong ngành dược phẩm, nghiên cứu phát minh thuốc là công việc đòi hỏi nhiều chất xám, thời gian và tiền của nhất, nó là một trong 6 lĩnh vực cần vốn đầu tư lớn nhất hiện nay. Mặc dù ngành dược phẩm Việt Nam chưa đạt trình độ phát minh thuốc song việc đầu tư sản xuất, bào chế và phân phối thuốc cũng đòi hỏi lượng vốn tương đối lớn. Do đó, các DN dược phẩm phải huy động mọi nguồn vốn để phục hoạt động sản xuất kinh doanh, điều này khiến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp rất đa dạng và linh động.

2.2.2.1. Cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu vốn

* Hệ số nợ của các DNNY ngành dược

Sơ đồ 2.3: Hệ số nợ của các DNNY ngành dược



(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Hệ số nợ là chỉ tiêu cơ bản phản ánh cơ cấu nguồn vốn của DN. Sơ đồ cho thấy hệ số nợ của các DNNY ngành dược rất khác nhau và có sự biến động không nhất quán. VMD có hệ số nợ cao nhất đạt từ 0,92 - 0,96 là do đặc thù của DN chuyên phân phối. Các DN có hệ số nợ dao động mạnh gồm PPP, DCL do quy mô vốn nhỏ nên rất linh động trong việc điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn. Các doanh nghiệp DHG, OPC, DMC duy trì hệ số nợ ở ngưỡng an toàn, nhỏ hơn 0,5. Xu hướng chung của các DN dược phẩm là tăng vốn CSH để giảm lãi tiền vay phải trả và tăng tính tự chủ tài chính cho DN. Việc tăng vốn CSH được sự hỗ trợ đặc lực từ thị trường chứng khoán, tạo thuận lợi cho các DN phát hành cổ phiếu tăng vốn chủ, thực hiện điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng hợp lý và hiệu quả.

Bảng 2.11: Hệ số nợ dài hạn của các DNNY ngành dược

TT	Mã CP	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
1	DHG	0.04	0.03	0.03	0.01	0.02
2	VMD	0.00	0.01	0.07	0.11	0.12
3	SPM	0.00	0.00	0.00	0.20	0.20
4	DMC	0.02	0.03	0.02	0.01	0.00
5	TRA	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00
6	IMP	0.01	0.00	0.00	0.01	0.03
7	DCL	0.15	0.08	0.04	0.03	0.01
8	OPC	0.04	0.12	0.15	0.05	0.01
9	DHT	0.03	0.02	0.01	0.00	0.00
10	DBT	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
11	LDP	0.02	0.01	0.03	0.03	0.03
12	SPM2	0.00	0.00	0.00	0.20	0.20
13	PPP	0.35	0.39	0.51	0.60	0.57

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Qua phân tích số liệu ta thấy hầu hết các DNNY ngành dược đều có cơ cấu nguồn vốn tương đối ổn định, hệ số nợ dài hạn của các DN dao động dưới 0,1 qua các năm cho thấy công tác quản lý, điều hành chính sách huy động vốn của các DN dược có sự nhất quán và ổn định cao. Hệ số nợ trung bình của ngành dược được xem là hệ số nợ an toàn, điều này còn được đảm bảo hơn khi trong cơ cấu nợ phải trả có phần lớn là nợ chiếm dụng, các DN dược sử dụng vốn mà không phải trả lãi, chứng tỏ các DN đã tận dụng được nguồn vốn này trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

*** Cơ cấu nguồn vốn theo nhóm doanh nghiệp**

Ta đi xem xét chi tiết cơ cấu nguồn vốn của các DN dược phẩm theo quan hệ sở hữu vốn.

Bảng 2.12: Cơ cấu nguồn vốn theo nhóm doanh nghiệp

Nhóm DN	Chỉ tiêu	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
SX tân được	Vốn CSH	63.98%	65.09%	63.64%	66.61%	65.39%
	Nợ chiếm dụng	22.33%	22.14%	22.02%	23.56%	24.96%
	Nợ tín dụng	13.69%	12.77%	14.34%	9.83%	9.65%
SX đông được	Vốn CSH	67.06%	65.70%	58.31%	59.56%	69.37%
	Nợ chiếm dụng	22.45%	17.61%	27.53%	23.26%	21.79%
	Nợ tín dụng	10.48%	16.70%	14.16%	17.18%	8.84%
Phân phối	Vốn CSH	10.31%	11.04%	10.50%	16.19%	14.36%
	Nợ chiếm dụng	76.11%	74.66%	62.81%	51.85%	40.48%
	Nợ tín dụng	13.57%	14.31%	26.69%	31.97%	45.16%
Trung bình	Vốn CSH	46%	47%	44%	52%	54%
	Nợ chiếm dụng	45%	36%	39%	30%	28%
	Nợ tín dụng	9%	17%	17%	18%	18%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành được)

Qua bảng số liệu cho thấy, nhóm DN sản xuất có cơ cấu nguồn vốn gần với mức trung bình ngành nhất do nhóm này có số lượng DN nhiều, quy mô vốn lớn. Vốn CSH giữ vai trò chủ đạo và là nguồn tài trợ chính, chiếm tỷ trọng trung bình 60 - 67% so với tổng nguồn vốn. Hệ số vốn CSH cao nên hệ số nợ trung bình của nhóm thấp hơn hệ số nợ trung bình của ngành khá nhiều. Điều này là hợp lý vì các công ty lớn như DHG, TRA, OPC có tiềm lực tài chính mạnh, khả năng sinh lời cao thường giữ lại lợi nhuận tái đầu tư hoặc do được đánh giá tốt, hệ số tín nhiệm cao nên thường được vay lãi suất thấp hơn các DN khác. Nợ chiếm dụng có sự biến động không nhất quán song vẫn luôn lớn hơn nợ vay có tính lãi ở cuối các năm, cho thấy khả năng chiếm dụng vốn của nhóm DN này tương đối tốt.

Các DN sản xuất tân được duy trì một cơ cấu nguồn vốn có tính ổn định cao, ít biến đổi hơn so với các DN sản xuất đông được. Những thay đổi trong cơ cấu nguồn vốn của nhóm DNSX đông được chủ yếu đến từ sự thay đổi cơ cấu nguồn vốn của TRA vì đây là DN có quy mô vốn chiếm 60 - 63% tổng nguồn vốn toàn nhóm. Năm 2013, cơ cấu nguồn vốn có sự chuyển dịch mạnh từ nợ vay có tính lãi

sang vốn CSH làm tỷ trọng vốn CSH tăng 10% so với cùng kỳ năm trước và tỷ trọng nợ vay có tính lãi giảm mức tương đương 9%. Riêng TRA có tỷ trọng vốn CSH tăng 16,74% do công ty phát hành thêm 123.366 triệu CP để tăng vốn CSH. TRA là DN có mức tăng trưởng và các chỉ tiêu tài chính tương đối lý tưởng, có sức hút lớn với các nhà đầu tư bởi thế mạnh về mạng lưới phân phối rộng, năng lực sản xuất còn lớn, có 2 sản phẩm chính là hoạt huyết dưỡng não và Boganic đã tạo được thương hiệu riêng trên thị trường. Tuy nhiên, hàm lượng đầu tư công nghệ, chất xám trong sản phẩm TRA không cao, dễ dàng bị sao chép bởi đối thủ cạnh tranh khác. Để tạo ra sự khác biệt và phát triển bền vững cần đầu tư chuyên sâu cho công tác nghiên cứu và thử nghiệm lâm sàng các sản phẩm một cách bài bản. Chiến lược huy động và dùng vốn CSH để đầu tư của TRA trong giai đoạn này là hoàn toàn phù hợp.

Khác với nhóm DN sản xuất, nhóm DN phân phối có cấu trúc tài chính khác biệt. Nợ chiếm dụng chiếm tỷ trọng cao nhất, chủ yếu có được từ các khoản tiền phải trả người bán, tiền lương của người lao động và nguồn dùng phát triển KHCCN, sử dụng nguồn này DN được hưởng lợi thế rất lớn là không phải trả lãi cố định. Tuy nhiên tỷ trọng nợ chiếm dụng có xu hướng giảm dần, cuối năm 2009, tỷ trọng nợ chiếm dụng là 76,11%, cuối năm 2013 chỉ còn 40,48%, giảm tới 25,63%. Nợ chiếm dụng giảm do một số nhà phân phối lớn trả giá cao khi nhập thuốc, nguồn thuốc tập trung vào các nhà phân phối lớn, các DN khác muốn nhập thuốc thì phải thanh toán ngay hoặc chỉ còn chiếm dụng được số lượng vốn nhỏ trong thời gian ngắn.

Ngược với sự giảm xuống của nợ chiếm dụng là sự tăng lên của nợ tín dụng. Tỷ trọng nợ vay có tính lãi liên tục tăng qua các năm với tốc độ nhanh, cuối năm 2009 là 13,57%, cuối năm 2013 tăng mạnh là 45,16%. Vốn CSH luôn chiếm tỷ trọng nhỏ nhất và có sự dao động nhẹ qua các năm, chiếm từ 10,31% - 16,19%. Có thể thấy rõ xu hướng chuyển dịch cơ cấu nguồn vốn của

nhóm DN này, chuyển từ nợ chiếm dụng sang nợ vay có tính lãi suất. Nguồn vốn chiếm dụng chứng tỏ được tầm quan trọng và lợi thế của mình trong điều kiện kinh tế khó khăn, thị trường chứng khoán trầm lắng. Khi nợ chiếm dụng giảm thì vay vốn từ các ngân hàng, tổ chức tín dụng trở thành kênh huy động vốn hữu hiệu, nhất là khi Nhà nước hỗ trợ giảm lãi suất huy động vốn, giảm tỷ giá hối đoái.

Các DN phân phối có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính rất cao (hệ số nợ dao động trong khoảng 84% - 90%) và ngày càng lệ thuộc vào nguồn vốn vay. Duy trì một cơ cấu nguồn vốn như vậy rất mạo hiểm trong điều kiện kinh tế ngày càng khó khăn, nhiều biến động. Trong thời gian tới nhóm DN này cần tích cực tìm kiếm các nguồn tài trợ như phát hành cổ phiếu, sử dụng lợi nhuận để lại để tăng vốn CSH thay vì tiếp tục đi vay để tài trợ cho thiếu hụt vốn trong kinh doanh.

*** Chi tiết vốn chủ sở hữu của các DNNY ngành dược**

Bảng 2.13: Chi tiết vốn chủ sở hữu của các DNNY ngành dược

DN	Tỷ lệ vốn nhà nước sở hữu				Tỷ lệ vốn nước ngoài sở hữu			
	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
DHG	43.83	18.01	43.83	43.44	46.95	48.85	49.00	49.00
VMD	19.14	19.14	18.72	19.14	0.00	80.43	80.04	4.05
SPM	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.20
DMC	34.72	34.72	34.72	34.72	37.68	45.00	49.00	49.00
TRA	29.97	35.66	35.66	35.67	23.85	36.25	44.74	46.00
IMP	26.04	19.96	19.96	27.43	46.84	48.54	48.54	48.58
DCL	36.35	36.35	36.35	36.35	24.21	18.62	14.86	8.31
OPC	19.33	12.89	18.47	19.33	2.14	6.11	13.29	15.19
DHT	8.07	2.21	3.37	3.37	0.54	0.24	0.24	0.24
DBT	34.00	34.00	34.00	34.59	1.36	1.68	1.74	1.68
LDP	31.88	15.94	32.05	31.88	1.72	3.60	7.61	10.14
SPM	0.00	0.00	0.00	0.00	9.09	7.11	6.01	6.20
PPP	0.00	13.09	13.09	13.09	0.00	0.00	0.00	0.08

(Nguồn: <http://www.bvsc.com.vn>)

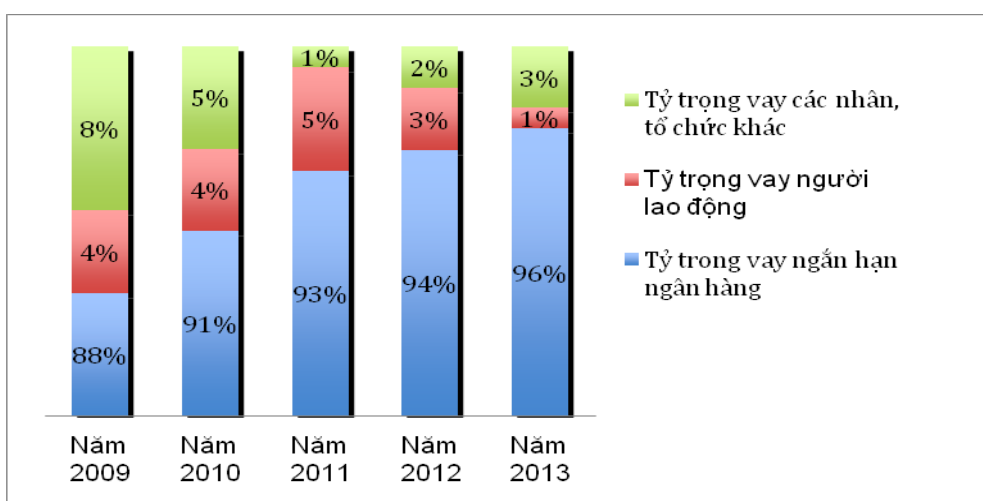
Hiện nay, ngành dược phẩm vẫn là ngành được Nhà nước bảo hộ. Tỷ lệ sở hữu cổ phần của cổ đông nước ngoài dưới 50%. Tính tới cuối năm 2013,

các DN có tỷ lệ nước ngoài sở hữu cao là DHG (49%), DMC (49%), IMP (47,7%), TRA (46%), đây là các DN có vốn lớn, đứng đầu phân khúc tân được và đông được, có kết quả kinh doanh tốt và mức tăng trưởng ấn tượng, thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài. Nhà nước cũng duy trì tỷ lệ sở hữu cao (trên 35%) với các DN lớn thuộc phân khúc sản xuất như DHG, DMC, TRA, với các DN thuộc phân khúc phân phối như VMD, DHT, DBT, LDP thông qua SCIC và tổng công ty được Việt Nam. Các DN như SPM, PPP Nhà nước không có cổ phần, chúng tỏ tùy mức độ quan trọng của DN mà Nhà nước quyết định sẽ giữ cổ phần chi phối hay không. Các DN được sự hậu thuẫn từ vốn Nhà nước có mức độ tự chủ cao hơn, tiềm lực mạnh hơn và có kết quả kinh doanh tốt hơn các DN khác.

**** Các hình thức tài trợ bằng nợ vay theo thời gian***

Thông thường các khoản vay ngắn hạn sẽ có chi phí sử dụng vốn thấp hơn là các khoản vay dài hạn. Với cùng thời hạn vay, các DN có mức độ tín nhiệm khác nhau cũng sẽ có mức lãi suất khác nhau. Đối với nguồn vốn vay phải trả lãi, các DNNY ngành được sử dụng chủ yếu là vay ngắn hạn. Tiêu biểu như DHG, IMP, SPM sử dụng 100% các khoản vay ngắn hạn. Năm 2013, DCL vay ngắn hạn ngân hàng có tài sản đảm bảo với lãi suất 8,5% - 10%/năm trong khi đó nếu vay dài hạn phải chịu lãi suất là 12%/năm. Tương tự, DBT vay ngắn hạn với lãi suất từ 10,5% - 12%/năm nhưng nếu vay dài hạn phải chịu lãi suất 15%/năm. Năm 2013, DMC vay ngắn hạn bằng tín chấp với lãi suất 6% - 7%/năm, nhưng PPP vay có tài sản đảm bảo với lãi suất cao hơn là 9% - 10%/năm. Ta thấy hầu hết các DN ngành được có cơ cấu vốn vay thiên về vay ngắn hạn, điều này giúp các DN tiết kiệm được một phần chi phí sử dụng vốn.

Sơ đồ 2.4: Các kênh huy động vốn bằng nợ vay ngắn hạn của các DNNY ngành được



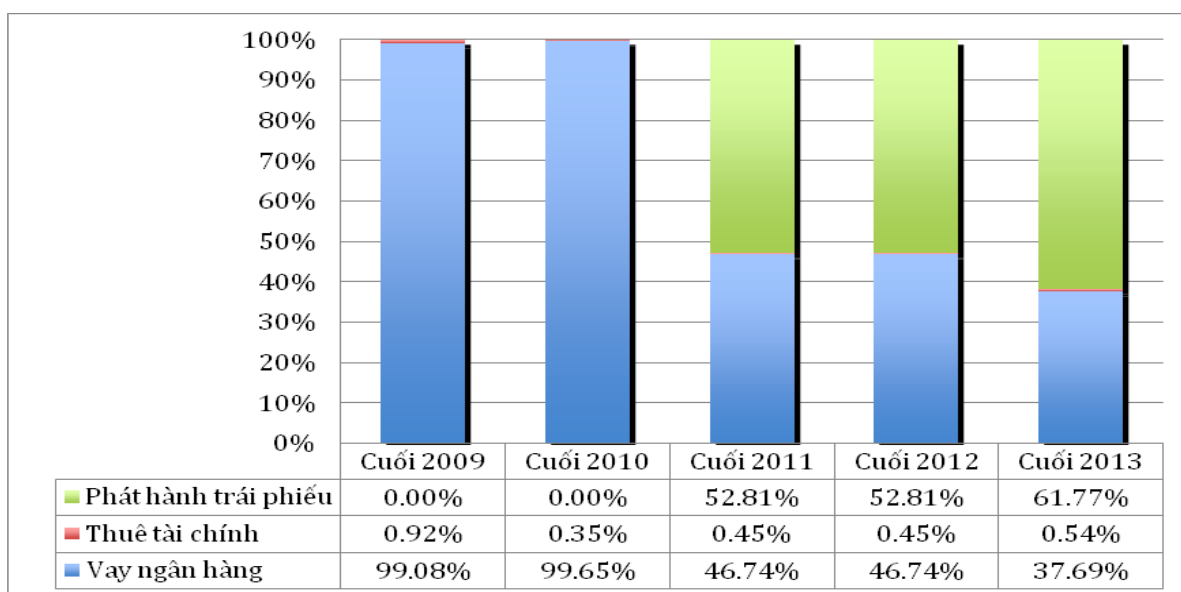
(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Đối với vay ngắn hạn có 3 kênh mà DN có thể huy động, đó là vay ngân hàng, vay cá nhân trong nội bộ doanh nghiệp và vay tổ chức, cá nhân khác bên ngoài DN. Trong đó, vay ngân hàng vẫn là chủ yếu, chiếm tỷ trọng cao nhất và có xu hướng tăng lên qua các năm, cho thấy đây vẫn là kênh huy động vốn vay chính của các DN. Kênh vay cá nhân, tổ chức khác chiếm tỷ trọng cao thứ hai, đây chủ yếu là các khoản vay tín chấp không cần tài sản thế chấp nên các DN có thể phải trả mức lãi suất cao hơn lãi suất vay ngân hàng. Kênh vay ngắn hạn từ cán bộ công nhân viên và người lao động trong DN là nhỏ nhất, chiếm từ 1% - 5% qua các năm. Đối với kênh huy động vốn này, DN vay với chi phí sử dụng vốn thấp hơn hẳn so với việc vay ngân hàng. Tuy nhiên, không phải DN nào cũng tiếp cận được với nguồn vốn này. Thông thường chỉ những DN kinh doanh tốt, trả thu nhập cao và ổn định cho người lao động mới có thể sử dụng được hình thức này.

Năm 2009, có 3 doanh nghiệp là DHG, IMP, TRA sử dụng kênh huy động vốn này. DHG vay với lãi suất 0,55% - 0,6%/tháng; IMP vay với lãi suất 0,7%/tháng và TRA vay với lãi suất cao nhất 1,2% - 1,5%/tháng. Xét trong suốt giai đoạn chỉ có DHG và TRA sử dụng kênh này thường xuyên để huy động vốn. DHG luôn được vay với lãi suất thấp hơn, năm 2012 DHG vay với lãi suất 0,9 - 1,1%/tháng còn TRA vay với lãi suất 0,8 - 1,5%/tháng. Có thể

thấy, TRA, DHG đã tranh thủ được kênh huy động vốn từ trong nội bộ DN để giảm áp lực huy động vốn từ các nguồn khác. DHG là DN duy nhất không phải vay dài hạn, không phải vay ngắn hạn từ các tổ chức, cá nhân khác, DHG chỉ vay người lao động trong DN, điều này cho thấy bản thân người lao động rất tin tưởng và tín nhiệm ban giám đốc, đánh giá cao tiềm năng phát triển của DN. Mặc dù vay nội bộ DN chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng vốn vay ngắn hạn nhưng cũng đã góp phần không nhỏ trong việc giảm áp lực huy động vốn cho các nguồn tài trợ khác và quan trọng hơn là giảm được chi phí sử dụng vốn cho DN.

Sơ đồ 2.5: Các kênh huy động vốn bằng nợ vay dài hạn của các DNNY ngành dược



(Nguồn: Tính toán từ thuyết minh BCTC của các DNNY ngành dược)

Các DNNY ngành dược sử dụng 3 kênh để huy động vốn vay dài hạn đó là kênh vay ngân hàng, kênh vay tổ chức tín dụng (chủ yếu dưới hình thức thuê tài chính hoặc vay tín chấp) và kênh vay qua phát hành trái phiếu DN. Năm 2009, 2010 các DN vay ngân hàng là chủ yếu, chiếm tới 99% tổng vay dài hạn, còn 1% là vay tổ chức tín dụng. Trong các DNNY ngành dược có duy nhất VMD phát hành trái phiếu doanh nghiệp để huy động vốn. (Năm 2011, VMD phát

hành trái phiếu theo hợp đồng mua bán với Ngân hàng TMCP Việt Á. Công ty đã phát hành 200.000 trái phiếu, mệnh giá 1.000.000 VNĐ/trái phiếu, kỳ hạn 12 tháng, kỳ hạn tái tục không quá 2 năm kể từ ngày đáo hạn trái phiếu, lãi suất kỳ hạn đầu tiên 22%/năm). Sau năm 2011 quy mô vốn vay ngân hàng có xu hướng giảm, nên các DN huy động vốn bằng phát hành trái phiếu, kênh huy động vốn này chiếm trên 50%. Hình thức thuê tài chính có mức độ sử dụng ít nhất, chiếm tỷ trọng nhỏ 0,35% - 0,92% tổng vốn vay dài hạn qua các năm. Xét về chi phí sử dụng vốn thì phát hành trái phiếu DN phải chịu chi phí sử dụng vốn cao nhất, sau đến thuê tài chính và chi phí sử dụng vốn thấp nhất là vốn vay ngân hàng. Các DN thuê tài chính thường phải trả lãi suất cao hơn 0,5%/năm so với đi vay ngân hàng, chưa kể các chi phí phát sinh cho việc đi thuê tài sản. Hình thức thuê tài chính thường các công ty nhỏ áp dụng như DBT. Năm 2013, DBT vay ngân hàng với lãi suất 15%/năm trong khi đó thuê tài chính với lãi suất 15% - 15,5%/năm.

Tóm lại, xét trên phạm vi toàn ngành, các DNNY ngành dược đang có hệ số nợ ở mức đảm bảo an toàn, hợp lý. Đa số các DNNY ngành dược có cơ cấu nguồn vốn thiên về vốn CSH, nợ chiếm dụng, nợ tín dụng chiếm tỷ trọng nhỏ. Song, về cơ cấu nguồn vốn và chiều hướng biến động cơ cấu nguồn vốn có sự khác nhau giữa các nhóm DN, đòi hỏi bản thân DN cần có sự điều chỉnh theo các hướng khác nhau cho phù hợp. Cụ thể, nhóm DN sản xuất có cơ cấu nguồn vốn tương đối phù hợp cần tiếp tục duy trì và tận dụng hơn nữa nguồn vốn chiếm dụng. Nhóm DN phân phối, cần tăng cường vốn CSH để nâng cao tính tự chủ, đảm bảo an toàn tài chính.

Qua phân tích chi tiết các hình thức huy động vốn, ta thấy nỗ lực huy động vốn của các DNNY ngành dược được đánh giá cao, tiết kiệm được chi phí sử dụng vốn và đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn cho hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, các DN chưa đa dạng hoá các hình thức huy động vốn, mới tập trung ở hai nguồn chính là vốn CSH và vay ngân hàng. Mới có VMD thí điểm thực hiện phát hành trái phiếu DN và DBT áp dụng hình thức thuê tài chính. Việc phát hành trái phiếu rõ ràng không phải là kênh dẫn vốn tốt với các DNNY

ngành dược bởi DN thường phải chịu chi phí cao hơn nhiều và điều kiện để phát hành trái phiếu thì không phải DN nào cũng đáp ứng được. Riêng với VMD, việc phải trả lãi suất 22% năm đầu và lãi suất thả nổi ở những năm sau với biên độ dao động 5% đòi hỏi hiệu quả sử dụng số vốn này phải thực sự cao để đảm bảo khả năng thanh toán cho trái chủ. Thuê tài chính là hình thức tín dụng trung và dài hạn với nhiều cách thức đa dạng như thuê ba bên, thuê 2 bên, thuê mua giáp lưng, bán và tái thuê... cho phép các DN lựa chọn sao cho phù hợp với từng điều kiện cụ thể. Thuê tài chính có ưu điểm hơn hẳn so với đi vay ngân hàng ở chỗ các DN thường không cần tài sản đảm bảo, dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn này. Nếu lãi suất cao hơn không quá nhiều, đây là kênh huy động vốn thực sự hữu ích, nhất là với các DN vừa và nhỏ, tiềm lực tài chính không mạnh và có nhu cầu vốn lớn. Mỗi DN cần có sự điều chỉnh nhất định để có cơ cấu nguồn vốn đảm bảo an toàn, tự chủ tài chính và tiết kiệm chi phí sử dụng vốn.

2.2.2.2. Cơ cấu nguồn vốn theo thời gian huy động vốn

Cơ cấu nguồn vốn theo thời gian phụ thuộc vào cơ cấu tài sản, qua đó đánh giá sự tương thích về mặt thời gian giữa việc huy động vốn và sử dụng vốn để đầu tư vào TS của DN. Đây là cơ sở để đánh giá tác động của cơ cấu nguồn vốn tới rủi ro của DN thông qua xem xét mô hình tài trợ.

Bảng 2.14: Tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên của các DNNY ngành dược

Đơn vị: %

Nhóm DN	Mã Cổ phần	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Sx tân dược	DHG	71.13	74.93	74.16	74.02	68.82
	IMP	74.99	78.69	85.91	81.2	86.24
	SPM	50.73	60.23	56.61	78.71	78.87
	DMC	72.17	74.56	69.33	68.06	62.04
	DCL	60.63	43.15	31.47	40.23	46.28
	PMC	83.78	84.61	78.42	75.32	75.92
Sx đồng dược	TRA	65.93	61.03	55.09	58.29	75.03
	OPC	74.13	87.34	81.8	74.49	69.5
	PPP	95.09	94.51	93.59	86.21	83.85
Phân phối	VMD	3.65	5.47	11.39	18.37	19.9
	DHT	38.16	39.78	39.92	45.58	48.65
	DBT	30.09	34.63	31.68	29.48	31.83
	LDP	46.12	43.58	48.06	47.64	45.31

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Qua phân tích ta thấy cơ cấu tài sản của các DNNY ngành dược chủ yếu đầu tư vào tài sản ngắn hạn. PPP là DN duy nhất có cơ cấu tài sản thiên về tài sản dài hạn (chiếm 52% - 76%), còn lại các DN đều thiên về tài sản ngắn hạn (chiếm trên 50%), nhiều DN ở ngưỡng (70% - 80%) và VMD ở mức rất cao là 91% - 94,5%.

Cơ cấu nguồn vốn cho thấy các DNNY ngành dược chủ yếu sử dụng nguồn vốn dài hạn (chiếm từ 67% - 74% tổng nguồn vốn), chứng tỏ hầu hết các DNNY ngành dược đều có một cơ cấu nguồn vốn an toàn vì sử dụng nguồn vốn dài hạn để đầu tư cho tài sản ngắn hạn, đáp ứng được nhu cầu tài trợ.

Phần lớn các DNNY ngành dược sử dụng ngày càng nhiều nguồn vốn dài hạn để đáp ứng xu hướng phát triển, làm cơ cấu nguồn vốn dịch chuyển theo hướng ngày càng tăng tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên trong tổng nguồn vốn. Tiêu biểu cho nhóm này là TRA, DHT, DBT, DCL. Sự điều chỉnh này ở các DNNY ngành dược là hợp lý, đảm bảo tính an toàn, tương thích với các quyết

định đầu tư dài hạn như đầu tư tài sản cố định, dây chuyền công nghệ, hợp tác liên doanh, liên kết, chuyển giao công nghệ... đáp ứng yêu cầu mới về phát triển DN.

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

Doanh nghiệp có vốn CSH cao, chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn cho thấy tiềm lực tài chính mạnh và có mức an toàn tài chính cao. Để đánh giá sát hơn nữa năng lực tài chính của DN ta đi xem xét khả năng tự tài trợ của DN thông qua nguồn vốn nội sinh.

Bảng 2.15: Tỷ lệ lợi nhuận chưa phân phối của các DNNY ngành dược

STT	Mã CP	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	DHG	20.25%	26.33%	23.61%	24.57%	26.56%
2	IMP	7.89%	13.66%	9.75%	8.36%	5.47%
3	SPM	29.80%	38.28%	42.27%	47.98%	48.25%
4	DMC	8.73%	15.08%	10.71%	7.69%	11.74%
5	DCL	6.25%	1.63%	-18.40%	-10.10%	1.90%
6	PMC	10.84%	19.79%	22.49%	20.33%	20.65%
7	TRA	-0.14%	19.08%	22.67%	19.97%	16.93%
8	OPC	4.72%	9.71%	9.88%	4.32%	7.84%
9	PPP	4.91%	6.01%	9.23%	0.00%	0.00%
10	VMD	0.90%	6.06%	8.77%	10.28%	9.81%
11	DHT	2.50%	15.23%	3.54%	11.11%	12.89%
12	DBT	2.74%	14.03%	17.10%	20.65%	23.48%
13	LDP	14.83%	32.20%	33.59%	26.80%	22.88%
Trung bình		8.79%	16.70%	15.02%	14.77%	16.03%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Nguồn vốn nội sinh thông thường chỉ đáp ứng được một phần rất nhỏ nhu cầu vốn của các DN, so với các DN ngành khác thì các doanh nghiệp dược được đánh giá là có khả năng tự tài trợ cao. SPM và DHG là hai doanh nghiệp tiêu biểu có hệ số này

rất cao, nhất là ở năm 2012 và 2013, tính riêng lợi nhuận chưa phân phối của SPM và DHG lần lượt là 48,25% và 26,56% tổng nguồn vốn ở cuối năm 2013.

Nguồn vốn bên trong không chỉ phụ thuộc vào kết quả kinh doanh trong kỳ của các DN mà còn phụ thuộc vào chính sách cổ tức là quyết định dành lợi nhuận để tái đầu tư hay trả cổ tức cho các cổ đông. Việc khảo sát chính sách cổ tức của các DNNY ngành dược là một khởi đầu hữu ích để đánh giá quy mô nguồn vốn nội sinh đồng thời nhận định được xu hướng phát triển của DN trong những năm kế tiếp.

*** Chính sách cổ tức của các DNNY ngành dược**

Bảng 2.16: Tỷ lệ chi trả cổ tức của các DNNY ngành dược

STT	Mã CP	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
1	DHG	9.39%	19.28%	64.92%	28.55%	37.63%
2	VMD	50.87%	136.51%	49.11%	86.28%	66.84%
3	JVC	0.00%	0.00%	0.00%	28.46%	0.00%
4	SPM	23.64%	27.09%	0.03%	0.00%	0.00%
5	DMC	35.36%	21.14%	54.52%	72.23%	36.80%
6	TRA	32.36%	0.33%	27.05%	43.58%	18.18%
7	IMP	21.96%	28.98%	44.35%	66.81%	54.12%
8	DCL	25.43%	173.74%	-79.96%	0.00%	0.00%
9	OPC	24.51%	44.83%	40.71%	45.13%	50.39%
10	DHT	53.35%	0.00%	0.00%	85.27%	0.00%
11	DBT	97.59%	58.49%	58.13%	53.29%	52.97%
12	LDP	19.76%	9.43%	11.37%	51.82%	47.20%
13	PMC	33.57%	28.98%	33.07%	51.33%	18.92%
Trung bình		32.91%	42.22%	23.33%	47.13%	29.47%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

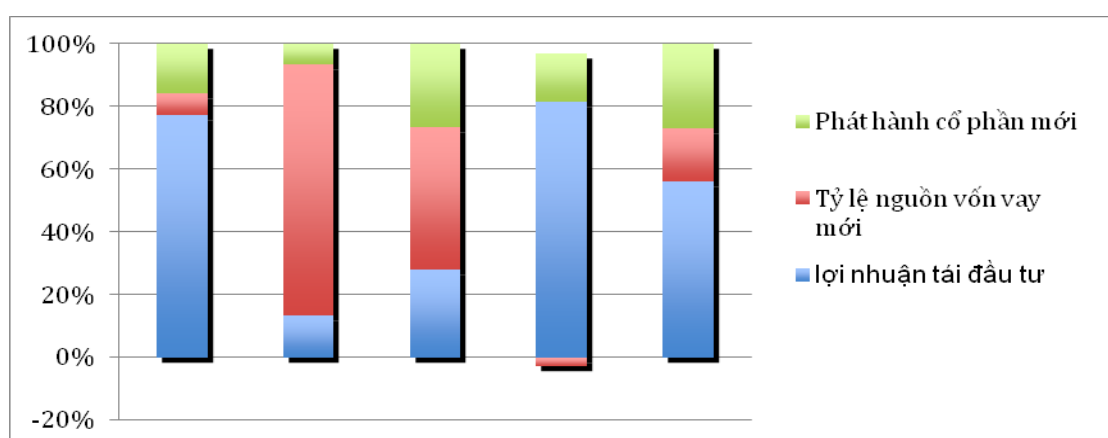
Trong giai đoạn 2009 - 2013, tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của các DNNY ngành dược dao động trong khoảng 23,33% - 47,13%, cho thấy chính sách cổ tức của các DN thiên về ưu tiên sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư.

Các doanh nghiệp lớn có kết quả kinh doanh tốt, tăng trưởng ổn định như DHG, TRA, DMC, IMP, OPC thường áp dụng chính sách cổ tức ổn định, nghĩa là duy trì mức trả cổ tức nhất định, thường là 10% - 15% mệnh giá qua các năm và chỉ tăng lên khi có thể gia tăng lợi nhuận một cách tương đối chắc chắn trong tương lai. Hình thức trả cổ tức chủ yếu là thanh toán bằng tiền ở mức thấp và trả làm nhiều đợt trong năm (2 - 3 đợt). DHG trả cổ tức ổn định 10% mệnh giá qua các năm. Năm 2013, mức trả cổ tức tăng lên 15% và chia làm 3 đợt (2 đợt đầu trả cổ tức cho năm 2012 ở mức 10% và tạm ứng cổ tức đợt 1 cho năm 2013 là 15%). DMC duy trì mức trả cổ tức bằng tiền là 15% vốn điều lệ ở các năm 2011, 2013. OPC có mức trả cổ tức tương đối cao 22% vốn điều lệ ở năm 2012 và tiếp tục duy trì ở năm 2013. TRA cũng tạm ứng cổ tức năm 2013 bằng 10% mệnh giá (1.000đ/cp) tương ứng 24,67 tỷ. Mô hình cổ tức ổn định là hoàn toàn phù hợp với nhóm các công ty này nhằm giữ và tăng giá cổ phiếu trong tương lai ngay cả ở những năm phát hành thêm cổ phần mới. Số vốn mới chưa kịp phát huy tác dụng song các công ty vẫn cố gắng duy trì mức trả cổ tức ít nhất không kém hơn năm trước chưa phát hành cổ phiếu mới. Do đó, tỷ lệ chi trả cổ tức ở những năm có phát hành thêm cổ phần mới thường chiếm phần lớn lợi nhuận sau thuế, ví dụ như DHG tỷ lệ này là 40%, cao hơn 20% so với những năm khác.

Các DN dược còn lại theo đuổi chính sách thặng dư cổ tức nghĩa là ưu tiên giữ lại lợi nhuận tái đầu tư. Điều này thể hiện rõ khi tỷ lệ chi trả cổ tức ở các DN này có sự biến động rất lớn qua các năm. SPM có lợi nhuận sau thuế giảm mạnh từ 64,73 tỷ ở năm 2011 xuống còn 17,5 tỷ và 14,8 tỷ ở năm 2012 và năm 2013 nên SPM đã không chia cổ tức năm 2012 và 2013, ưu tiên để lại toàn bộ lợi nhuận để tái đầu tư. DCL sau khi thoát lỗ năm 2011, mặc dù kinh doanh có lãi ở những năm sau nhưng cũng không thực hiện trả cổ tức mà ưu tiên cho đầu tư,

điều này cho thấy kỳ vọng vào sự phục hồi và tăng trưởng của nhà đầu tư với công ty rất cao. Hay DHT cũng vậy, năm 2013 lợi nhuận sau thuế cao nhất nhưng cũng không thực hiện trả cổ tức. Với chính sách thặng dư cổ tức có thể làm giảm giá cổ phiếu và không hấp dẫn các nhà đầu tư mới. Song, nó lại hỗ trợ tích cực làm tăng nguồn vốn nội sinh, tăng khả năng tự tài trợ cho công ty. Đồng thời cho thấy, việc giảm sút lợi nhuận ở năm 2012, 2013 chỉ là tạm thời, các công ty đều tin tưởng và kỳ vọng một mức tăng trưởng cao hơn trong tương lai.

Sơ đồ 2.6: Cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn



(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Qua sơ đồ ta thấy, cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn của DNNY ngành dược có sự biến động rất mạnh qua các năm. Năm 2009, 2012, 2013 các DN sử dụng chủ yếu là nguồn vốn nội sinh, chiếm 77%, 87% và 56%. Năm 2010 và 2011 lại sử dụng chủ yếu là nguồn vốn vay, chiếm lần lượt là 80% và 46%.

Nguồn vốn bên trong: Các DNNY ngành dược có khả năng tự tài trợ cao, nguồn vốn nội sinh có thể đáp ứng phần lớn cho nhu cầu đầu tư mở rộng quy mô. Lợi nhuận để lại của các DNNY ngành dược năm 2009 là 42.286 tỷ đồng, năm 2013 tăng lên là 51.805 tỷ đồng. Lợi nhuận để lại năm 2010, 2011 giảm mạnh. Nguyên nhân là tốc độ tăng trưởng tài sản của DNNY ngành dược trong 2 năm đó quá nhanh (năm 2010 tăng 23% so với năm 2009, năm 2011 tăng 19% so với năm 2010). Tốc độ tăng đầu tư dài hạn trung bình của các DN năm 2011 lên tới

69, 46% so với năm 2010. Chính vì việc đầu tư dàn trải ra ngoài hoạt động kinh doanh chính đã khiến nhu cầu vốn tăng mạnh. Trong giai đoạn 2011 - 2012, các DNNY ngành dược đầu tư ngoài ngành lớn khiến tốc độ tăng trưởng tài sản cao, gây căng thẳng về vốn. Nếu tiếp tục duy trì tình trạng trên rất dễ dẫn tới hiện tượng tăng trưởng nóng, thiếu tính bền vững, áp lực cho doanh nghiệp trong việc tìm nguồn tài trợ vốn.

Nguồn vốn bên ngoài: Khi các doanh nghiệp mở rộng quy mô với tốc độ nhanh, nguồn vốn nội sinh không thể đáp ứng cho nhu cầu vốn, việc sử dụng nguồn vốn bên ngoài là tất yếu. Các DNNY ngành dược chỉ sử dụng hai kênh đó là đi vay và phát hành cổ phiếu. Việc huy động vốn từ hai nguồn này phụ thuộc rất lớn vào tình hình cung - cầu vốn trên thị trường nợ, thị trường cổ phiếu và điều kiện cụ thể của từng DN. Giai đoạn 2010 - 2011 nguồn vốn vay tăng lên chiếm tỷ trọng cao nhất (lần lượt 80% và 46%), trong khi đó năm 2009 chỉ chiếm có 7%. Điều này cho thấy các DNNY ngành dược ít sử dụng nợ vay nhưng khi cần thì khả năng huy động lại rất cao. Các doanh nghiệp DHG, TRA, PMC, LDP không có khoản vay dài hạn trong suốt 5 năm 2009 - 2013, SPM không có vay dài hạn trong suốt 4 năm 2010 - 2013.

Kênh huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu của các DNNY ngành dược có tỷ trọng tăng giảm không đều qua các năm. Nguyên nhân là có năm DN phát hành chứng khoán và có năm DN không phát hành chứng khoán, một nguyên nhân nữa là khủng hoảng kinh tế thế giới ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam nên ít nhiều ảnh hưởng đến các DNNY ngành dược... Nhưng với đặc điểm đặc thù của ngành dược và sự nỗ lực rất lớn, các DN dược tổ chức hoạt động sản xuất kinh doanh khá ổn định, tổ chức huy động vốn qua việc phát hành cổ phiếu khá hiệu quả.

Bảng 2.17: Biến động nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu mới của các DNNY ngành dược

Đơn vị: triệu đồng

STT	DN	Năm 2009		Năm 2010		Năm 2011		Năm 2012		Năm 2013	
		Vốn CP mới	% tăng NV	Vốn CP mới	% tăng NV	Vốn CP mới	% tăng NV	Vốn CP mới	% tăng NV	Vốn CP mới	% tăng NV
1	DHG	66,630	4,6	2,500	0,2	382,635	20,8	2,000	0,09	-	-
2	IMP	-	-	-	-	35,547	4,3	14,913	1,7	-	-
3	SPM	-	-	40,000	4,2	-	-	-	-	-	-
4	DMC	40,393	5,9	-	-	-	-	-	-	-	-
5	DCL	20,000	3,1	1,944	0,2	-	-	-	-	-	-
6	PMC	-	-	-	-	-	-	-	-	28,509	13,6
7	TRA	21,982	5,4	21,417	3,7	-	-	-	-	123,366	13,7
8	OPC	-	-	-	-	40,949	9,0	5,720	0,1	-	-
9	PPP	-	-	1,355	2,5	-	-	-	-	6,445	5,9
10	VMD	-	-	16,000	0,6	-	-	2,991	0,15	-	-
11	DHT	-	-	-	-	21,600	7,1	-	-	-	-
12	DBT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
13	LDP	-	-	-	-	17,000	11,6	-	-	-	-

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Năm 2009 chỉ có 3 công ty là DHG, DMC và TRA phát hành cổ phiếu để huy động vốn. Đây là 3 công ty có quy mô vốn lớn nhất, đi đầu ngành về kết quả kinh doanh nên lượng cổ phiếu phát hành khá lớn. DHG phát hành 66,6 tỉ đồng cổ phiếu mới, làm tác động tăng 4,6% tổng nguồn vốn của DN. Công ty DMC phát hành 40,4 tỉ đồng cổ phiếu mới, tương ứng với tỷ lệ tăng nguồn vốn là 5,9%. Còn TRA phát hành gần 22 tỉ đồng cổ phiếu mới, làm tăng 5,4% tổng nguồn vốn.

Năm 2010 số lượng các công ty được phát hành cổ phiếu tăng đáng kể, bao gồm 6 công ty: DHG, SPM, DCL, TRA, PPP, VMD. Hai công ty DHG và DCL phát hành rất ít, chỉ làm tăng tổng nguồn vốn lên 0,2%. Nhiều nhất là SPM phát hành 40 tỷ đồng cổ phiếu mới, làm tăng tổng nguồn vốn lên 4,2%.

Năm 2011 các công ty phát hành cổ phiếu bao gồm 5 công ty là DHG, IMP, OPC, DHT, LDP. Phải nói năm 2011 là năm khá thành công của các công ty huy động thêm vốn bằng phát hành cổ phiếu mới. Lượng vốn huy động rất lớn, DHG huy động được 382,6 tỉ đồng tương ứng với tỷ lệ tăng nguồn vốn lên 20,8%. LDP phát hành 17 tỉ đồng cổ phiếu, làm tăng tổng nguồn vốn lên 11,6%. Tiếp theo là OPC huy động gần 41 tỉ đồng vốn qua phát hành cổ phiếu, làm tăng nguồn vốn lên 9%. Thấp nhất là IMP huy động 35,5 tỉ đồng tương ứng tăng 4,3% nguồn vốn.

Năm 2012 việc huy động vốn qua phát hành cổ phiếu giảm mạnh. Có 4 công ty phát hành cổ phiếu là DHG, IMP, OPC, VMD. Số vốn huy động rất nhỏ, nhiều nhất là IMP làm tăng nguồn vốn lên 1,7% và thấp nhất là DHG tăng nguồn vốn lên 0,09%. Tuy số vốn huy động qua phát hành cổ phiếu không nhiều nhưng cũng góp phần làm thị trường chứng khoán bớt ảm đạm trong giai đoạn khủng hoảng và làm thay đổi cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp.

Năm 2013 có 3 công ty phát hành cổ phiếu là PMC, TRA, PPP. Số vốn huy động tăng mạnh, TRA huy động 123,4 tỉ đồng, làm tăng nguồn vốn lên 13,7%. PMC theo sát với tỷ lệ tăng nguồn vốn là 13,6%. PPP huy động ít nhất với tỷ lệ là 5,9%.

Lượng vốn huy động qua cổ phiếu của các DN ngành dược dù nhiều hay ít, cao hay thấp thì cũng ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của DN, số vốn huy động được làm tăng hệ số vốn chủ sở hữu, làm tăng sự chủ động và khả năng thanh toán cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn theo phạm vi huy động vốn cho thấy nguồn vốn bên trong có rất nhiều ưu điểm, các DN đều yêu thích và khai thác tối đa. Nhiều DN áp dụng chính sách thặng dư cổ tức, ưu tiên giữ lại lợi nhuận tái đầu tư. Nguồn vốn huy động từ phát hành cổ phiếu cũng được DN quan tâm, tuy nhiên việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn không dễ dàng và phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố. Thực tế hoạt động và biến động của thị trường có ảnh hưởng lớn tới quyết định lựa chọn các nguồn vốn của DN. Tùy vào từng giai đoạn cụ thể, mục tiêu nhất định DN xác định cho mình một cơ cấu nguồn vốn hợp lý.

2.3. TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU NGUỒN VỐN TỚI HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM

2.3.1. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến ROE của doanh nghiệp

(Bảng 2.18: Hệ số nợ trung bình và ROE của các DN ngành dược)

Qua phân tích Hntb và ROE của 13 DN dược ta thấy: ROE tương đối cao và ổn định, dao động từ 17,55% đến 22,84% qua các năm. Nhóm DN có hệ số nợ thấp (Hntb dưới 0,3) có ROE trung bình từ 18% - 21%. Nhóm DN có Hntb từ 0,3 - 0,5 đạt ROE trung bình cao hơn, mức độ dao động lớn hơn, đạt 20% - 29%. Các DN có Hntb trên 0,5 có ROE thấp và dao động mạnh nhất, đạt từ 13% - 24%.

PPP có Hntb tăng rất nhanh và dường như không kiểm soát được. Năm 2009, Hntb là 0,29 với ROE là 6,1% thì năm 2013 Hntb là 0,73 và ROE là -16,86%.

PMC có Hntb ổn định, luôn dao động xung quanh 20%, đây cũng chính là DN đạt ROE rất cao, năm 2013 ROE lên tới 66,63%

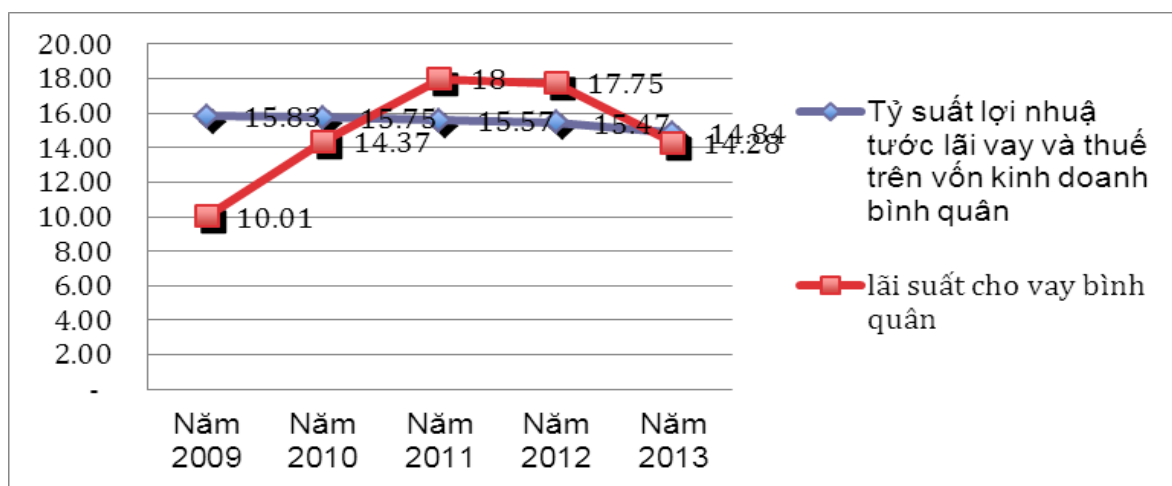
VMD có Hntb giai đoạn 2009 - 2013 luôn ở mức trên 90%, thậm chí năm 2010 Hntb là 96%, nhưng VMD đạt ROE khá cao và ổn định ở mức khoảng 13%.

Bảng 2.18: Hệ số nợ trung bình và ROE của các DNNY ngành dược

TT	Mã cổ phần	Năm 2009		Năm 2010		Năm 2011		Năm 2012		Năm 2013	
		Hntb	ROE	Hntb	ROE	Hntb	ROE	Hntb	ROE	Hntb	ROE
Nhóm Hntb <0.3	PMC	0.20	34.32%	0.16	43.76%	0.19	51.81%	0.23	56.25%	0.24	66.63%
	OPC	0.21	19.67%	0.27	17.74%	0.29	16.91%	0.32	17.23%	0.31	15.95%
	IMP	0.21	12.47%	0.24	14.28%	0.18	11.96%	0.17	10.91%	0.18	8.42%
	DMC	0.26	15.69%	0.29	15.85%	0.31	12.70%	0.32	16.03%	0.36	17.66%
	PPP	0.29	6.10%	0.42	3.67%	0.52	6.91%	0.67	6.57%	0.73	-16.86%
	TBN1	0.23	17.65%	0.28	19.06%	0.30	20.06%	0.34	21.40%	0.37	18.36%
0,3 < Hntb < 0.5	TRA	0.32	19.58%	0.38	21.56%	0.43	24.12%	0.44	26.25%	0.33	24.19%
	DHG	0.34	38.14%	0.30	31.60%	0.29	31.84%	0.28	31.51%	0.30	34.60%
	SPM	0.52	28.83%	0.43	24.03%	0.42	10.29%	0.42	10.39%	0.41	2.66%
	TBN2	0.39	28.85%	0.37	25.73%	0.38	22.08%	0.38	22.72%	0.35	20.48%
Nhóm Hntb > 0.5	DCL	0.53	20.06%	0.60	3.90%	0.68	-11.84%	0.68	7.42%	0.59	11.53%
	LDP	0.60	48.16%	0.57	41.15%	0.56	38.12%	0.55	28.10%	0.56	23.67%
	DHT	0.64	16.89%	0.63	16.36%	0.61	15.21%	0.58	11.68%	0.53	13.09%
	DBT	0.69	8.85%	0.69	14.37%	0.68	13.55%	0.71	13.94%	0.70	13.21%
	VMD	0.95	28.19%	0.96	10.26%	0.95	11.71%	0.94	12.78%	0.92	13.43%
	TBN3	0.68	24.43%	0.69	17.21%	0.70	13.35%	0.69	14.78%	0.66	14.99%
Cộng TB		0.44	22.84%	0.46	19.89%	0.47	17.95%	0.49	19.16%	0.48	17.55%

- Nghiên cứu phạm vi toàn ngành về chiều hướng tác động của cơ cấu nguồn tới ROE, ta xem xét mối quan hệ giữa BEP trung bình ngành với lãi suất cho vay bình quân liên ngân hàng.

Sơ đồ 2.7: BEP trung bình của các DNNY ngành dược và lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng



(Nguồn: <http://stox.vn/DataReport/Detail/newest/173/thong-ke-lai-suat-trung-binh-2008-2013.html> và tính toán của tác giả)

Giai đoạn 2009 - 2013, các DN dược phẩm có BEP trung bình tương đối cao và rất ổn định, dao động từ 14,84% - 15,83%. Lãi suất vay vốn bình quân có sự biến động mạnh bởi chính sách tiền tệ linh hoạt, năm 2009 - 2010, lãi suất bình quân thấp hơn BEP trung bình của các DN dược, cơ cấu nguồn vốn nghiêng về về nợ vay, làm tăng ROE. Năm 2011- 2012, lãi suất bình quân trên đà tăng vượt BEP trung bình, giai đoạn này cơ cấu nguồn vốn nghiêng về hệ số nợ, tác động làm giảm ROE. Dưới sự điều hành và kiểm soát của Nhà nước, năm 2013 lãi suất bình quân giảm và có xu hướng giảm ở những năm tiếp theo, điều này tạo điều kiện cho các DNNY ngành dược sử dụng nợ vay để gia tăng ROE.

- Nghiên cứu chiều hướng tác động của cơ cấu nguồn tới ROE, ta xem xét BEP của từng DNNY trong ngành dược phẩm.

Các DNNY ngành dược có tỷ suất lợi nhuận khá ổn định, nhưng tỷ suất này có sự khác biệt rất lớn giữa các DN. Mỗi DN có mức độ tín nhiệm khác

nhau và khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay khác nhau nên chi phí sử dụng vốn cũng khác nhau. Do đó, cơ cấu nguồn vốn của từng doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực và tiêu cực với các mức độ khác nhau tới ROE của từng DN.

Bảng 2.19: BEP của các DNNY ngành dược

STT	Mã cổ phần	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Nhóm 1	PMC	30.87%	36.34%	37.35%	36.95%	39.37%
	DHG	29.17%	24.90%	25.68%	26.70%	30.62%
	TRA	19.38%	20.52%	22.01%	23.67%	24.29%
Nhóm 2	LDP	23.98%	24.39%	20.62%	15.61%	13.98%
	OPC	19.95%	16.85%	16.16%	18.27%	17.31%
	DMC	17.74%	16.71%	14.92%	15.42%	14.87%
	DHT	10.68%	13.60%	16.23%	13.22%	11.40%
	DBT	6.37%	11.92%	14.43%	11.44%	9.78%
	IMP	12.40%	13.57%	14.09%	12.09%	10.83%
Nhóm 3	DCL	13.51%	7.41%	5.47%	10.76%	11.73%
	SPM	14.18%	14.32%	8.23%	8.49%	3.31%
	PPP	5.52%	3.07%	4.13%	3.83%	0.86%
	VMD	2.11%	1.14%	3.07%	4.65%	4.55%
Bình quân		15.84%	15.75%	15.57%	15.47%	14.84%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Qua bảng phân tích trên ta thấy, nhóm DN dẫn đầu về BEP ở mức cao và có xu hướng tăng dần gồm PMC, DHG, TRA. Năm 2009, BEP của TRA thấp nhất nhóm nhưng đạt mức 19,38%, cao hơn nhiều so với lãi suất tiền vay. Đây là nhóm DN có hệ số nợ thấp nhất trong ngành. DHG duy trì hệ số nợ từ 0,27 - 0,33; PMC có hệ số nợ từ 0,16 - 0,24 và TRA có hệ số nợ từ 0,35 - 0,45. Các DN này có thể yên tâm tăng mức độ sử dụng nợ vay để gia tăng hơn nữa ROE.

Ngược lại với các DN trên, nhóm các DN bao gồm VMD, PPP, SPM, DCL có BEP thấp hơn hẳn BEP trung bình ngành và thấp hơn cả lãi suất vay vốn. Việc sử dụng nợ vay không những không gia tăng được ROE mà trái lại còn làm ROE giảm sút. Đặc biệt là VMD, mặc dù đã có sự điều chỉnh giảm hệ số nợ

qua các năm, song cuối năm 2013 hệ số nợ vẫn còn ở mức rất cao, nợ phải trả chiếm tới 92,16% tổng nguồn vốn.

Các doanh nghiệp SPM, DCL có BEP thất thường với mức độ dao động lớn và được xếp vào nhóm khả năng sinh lời thấp. Hệ số nợ đang ở mức tương đối cao, SPM có hệ số nợ từ 0,4 - 0,5, DCL có hệ số nợ từ 0,54 - 0,72. Việc sử dụng nợ vay đem lại rủi ro cao hơn khi làm sụt giảm ROE nhanh và mạnh hơn so với các DN khác cùng nhóm.

Các DN còn lại như OPC, DHT, DBT, DMC có BEP ở mức trung bình và có xu hướng giảm nhẹ qua các năm. Cuối năm 2013, nhóm DN này có sự cải thiện khi đã đạt BEP cao hơn lãi suất vay vốn, nhờ đó có thể tăng được ROE ở năm cuối. Các DN này đều duy trì hệ số nợ tương đối ổn định. DHT có hệ số nợ cao dao động từ 0,55 - 0,65; DBT từ 0,67 - 0,72. Ngược lại OPC có hệ số nợ ở mức thấp 0,24 - 0,33 và PMC là 0,24 - 0,38 cho thấy các DN cũng đã có sự điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn hợp lý để có thể tăng ROE.

Bảng 2.20: ROE của các DNNY ngành dược

STT	Mã cổ phần	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Nhóm 1	PMC	34.32%	43.76%	51.81%	56.25%	66.63%
	DHG	38.14%	31.60%	31.84%	31.51%	34.60%
	TRA	19.58%	21.56%	24.12%	26.25%	24.19%
Nhóm 2	LDP	48.16%	41.15%	38.12%	28.10%	23.67%
	OPC	19.67%	17.74%	16.91%	17.23%	15.95%
	DMC	15.69%	15.86%	12.70%	16.03%	17.66%
	DHT	16.89%	16.36%	15.21%	11.68%	13.09%
	DBT	8.85%	14.37%	13.55%	13.94%	13.21%
	IMP	12.47%	14.28%	11.96%	10.91%	8.42%
Nhóm 3	DCL	20.06%	3.93%	-11.84%	7.42%	11.53%
	SPM	28.83%	24.03%	10.29%	10.39%	2.66%
	PPP	6.01%	3.67%	6.91%	6.57%	-16.86%
	VMD	28.19%	10.26%	11.71%	12.78%	13.43%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

- Để đánh giá mức độ ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn tới ROE ta đi xem xét cụ thể DFL của từng doanh nghiệp.

Bảng 2.21: DFL của các DNNY ngành dược theo nhóm

STT	Mã Cổ phần	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Nhóm 1	PMC	1.018	1.001	1.000	1.000	1.000
	DHG	1.009	1.000	1.005	1.005	1.003
	TRA	1.066	1.108	1.158	1.160	1.073
Nhóm 2	LDP	1.024	1.029	1.012	1.003	1.000
	OPC	1.000	1.002	1.084	1.161	1.065
	DMC	1.046	1.088	1.101	1.068	1.040
	DHT	1.437	1.805	2.066	2.033	1.406
	DBT	2.073	1.890	2.161	2.040	1.641
	IMP	1.022	1.025	1.007	1.005	1.000
Nhóm 3	DCL	1.329	4.727	-1.465	4.416	1.937
	SPM	1.000	1.000	1.328	1.322	1.830
	PPP	1.045	1.056	1.021	1.448	-0.192
	VMD	1.277	2.229	4.769	5.747	3.558
Bình quân		1.180	1.535	1.327	1.878	1.335

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Bảng số liệu cho thấy mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính trung bình của các DNNY ngành dược ở mức thấp khi DFL trung bình dao động từ 1,065 - 1,224. DFL của các DN qua các năm đều lớn hơn 1 (trừ DCL ở năm 2011 và PPP ở năm 2013) cho thấy, lợi nhuận trước lãi vay và thuế của các DN qua các năm đều lớn hơn lãi vay phải trả trong kỳ, như vậy cơ cấu nguồn vốn đã ảnh hưởng tăng ROE của các DN.

Bảng 2.22: Mức độ tác động của CCNV tới ROE của các DN có BEP thuộc nhóm 1

Đơn vị: triệu đồng

MCP	Chỉ tiêu	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
PMC	Hntb	0.20	0.16	0.19	0.23	0.24
	DFL	1.046	1.088	1.101	1.068	1.04
	EBIT	32,163	41,672	51,555	59,196	74,347

DHG	ROE	34.32%	43.76%	51.81%	56.25%	66.63%
	Hntb	0.34	0.30	0.29	0.28	0.30
	DFL	1.009	1	1.005	1.005	1.003
	EBIT	368,879	392,509	454,697	537,164	772,025
TRA	ROE	38.14%	31.60%	31.84%	31.51%	34.60%
	Hntb	0.32	0.38	0.43	0.44	0.33
	DFL	1.066	1.108	1.158	1.16	1.073
	EBIT	74,177	101,081	144,953	179,455	204,177
	ROE	19.58%	21.56%	24.12%	26.25%	24.19%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Qua bảng số liệu ta thấy các DN nhóm 1 (PMC, DHG, TRA) có tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản cao cũng có ROE cao, ổn định và có xu hướng tăng qua các năm. Năm 2009 ROE của TRA thấp nhất trong nhóm nhưng vẫn đạt 19,58%. Đòn bẩy tài chính về lý thuyết hoàn toàn có thể giúp DN đạt ROE cao hơn, nhưng thực tế các DN nhóm này gần như không sử dụng đòn bẩy tài chính khi DFL gần như bằng 1. DHG không có nợ dài hạn, sử dụng rất ít nợ vay ngắn hạn, nợ vay ngắn hạn chủ yếu là vay trực tiếp của cán bộ công nhân viên. TRA có mức độ sử dụng đòn bẩy cao nhất trong nhóm, năm 2012 DFL cao nhất là 1,16 nghĩa là khi EBIT tăng được 1% thì ROE tăng được 1,16%. Nhóm DN này có EBIT liên tục tăng qua các năm, đặc biệt là DHG, năm 2013 có EBIT tăng 43% nên nếu sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao ROE sẽ càng cao. Cơ cấu nguồn vốn hiện tại rất an toàn cho DN song cũng cho thấy các DN chưa tận dụng đòn bẩy tài chính một cách hợp lý. Cơ cấu nguồn vốn có thể điều chỉnh theo hướng tăng hệ số nợ, tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính để tăng ROE hơn nữa trong những năm tới.

Bảng 2.23: Mức độ tác động của CCNV tới ROE của các DN có BEP thuộc nhóm 2

Đơn vị: triệu đồng

DN	Chỉ tiêu	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
LDP	Hntb	0.60	0.57	0.56	0.55	0.56
	DFL	1.024	1.029	1.012	1.003	1
	EBIT	18,643	24,912	27,562	24,205	24,418
	ROE	48.16%	41.15%	38.12%	28.10%	23.67%

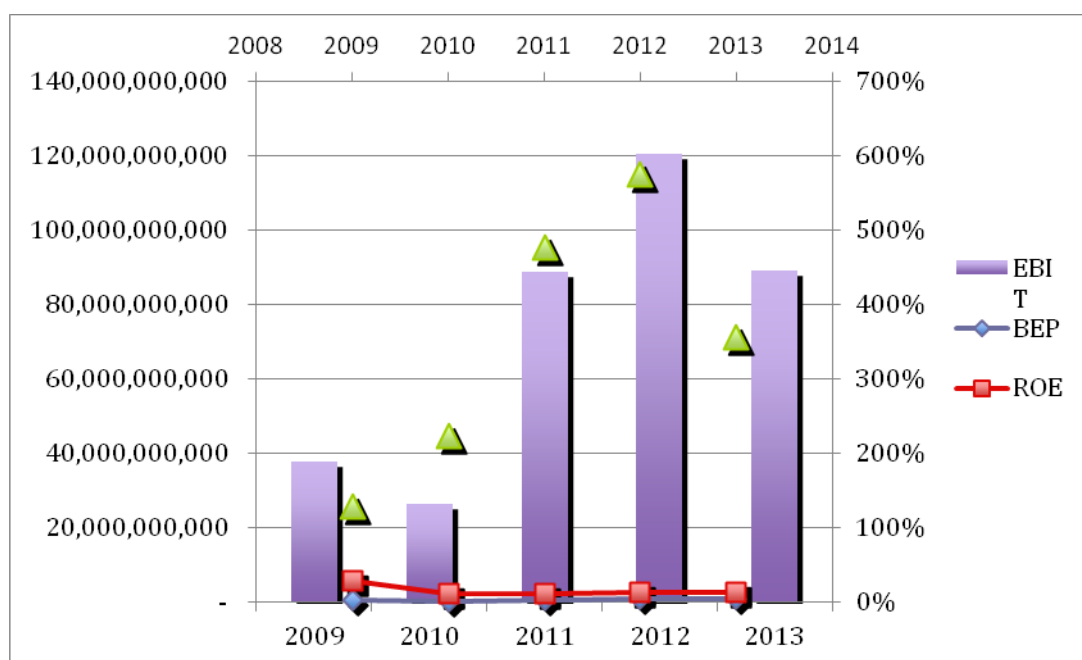
DHT	Hntb	0.64	0.63	0.61	0.58	0.53
	DFL	1.437	1.805	2.066	2.033	1.406
	EBIT	25,604	34,723	46,255	39,460	32,843
	ROE	16.89%	16.36%	15.21%	11.68%	13.09%
DBT	Hntb	0.69	0.69	0.68	0.71	0.70
	DFL	2.073	1.89	2.161	2.04	1.641
	EBIT	15,058	27,639	33,998	30,946	27,660
	ROE	8.85%	14.37%	13.55%	13.94%	13.21%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

LDP là DN có ROE cao và giảm rất nhanh qua các năm, từ 48,16% ở năm 2009 xuống còn 23,67% ở năm 2013. Nguyên nhân chính là do sự gia tăng nhanh chóng của vốn CSH dẫn tới tăng tài sản, từ đó làm giảm BEP khi vốn CSH chưa phát huy ngay tác dụng. Cũng như các DN trong ngành dược, LDP chỉ sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức rất thấp. Điều này là phù hợp khi BEP giảm mạnh tới mức thấp hơn lãi suất vay vốn bình quân, việc gần như không sử dụng nợ vay ở 2 năm cuối sẽ hạn chế sự sụt giảm của ROE.

DHT, DBT là 2 DN thuộc nhóm 2 có mức độ tác động đòn bẩy tài chính cao nhất. Năm 2011, DFL của DHT và DBT cao nhất lần lượt là 2,066 và 2,161. Năm 2013, DFL giảm xuống ở mức thấp nhất, DHT là 1,4 và DBT là 1,6 nghĩa là nếu DBT có EBIT thay đổi 1% thì ROE sẽ thay đổi 1,4% và tương tự với DBT nếu EBIT thay đổi 1% thì ROE sẽ thay đổi 1,6%. Sự điều chỉnh trong cơ cấu nguồn vốn như vậy là hợp lý khi EBIT của cả 2 DN có sự gia tăng trong giai đoạn 2009 - 2011, các DN tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính để tăng nhanh ROE. Đến giai đoạn 2011 - 2013, khi EBIT giảm qua các năm, các DN cũng giảm dần mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính để làm giảm bớt sự sụt giảm nhanh của ROE. Tuy nhiên, hệ số nợ như vậy vẫn còn là ở mức cao so với trung bình ngành.

Sơ đồ 2.8: EBIT, BEP, ROE và DFL của VMD



(Nguồn: Tính toán từ BCTC của VMD)

Quan sát ROE và DFL của các DN nhóm 3. VMD là DN có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính tăng liên tục qua các năm, VMD có đòn bẩy tài chính cao nhất nhóm và cũng cao nhất trong các DNNY ngành dược. EBIT của VMD biến động mạnh nhất, mặc dù BEP đã có sự cải thiện nhưng vẫn thuộc top thấp nhất so với trung bình ngành. BEP cao nhất năm 2012 là 4,65%, VMD cũng là DN duy nhất phát hành trái phiếu DN từ năm 2011 với lãi suất rất cao, năm đầu lên tới 22% và những năm sau là lãi suất thả nổi với biên độ dao động 5%. Đòn bẩy tài chính làm ROE tăng, giảm nhanh hơn theo mức độ tăng, giảm của EBIT.

- Phân tích tác động của cơ cấu nguồn vốn theo quan hệ sở hữu vốn tới ROE.

Bảng 2.24: Cơ cấu nguồn vốn và ROE của các DNNY ngành dược năm 2013

TT	Mã CP	Tổng TS (Triệu đồng)	Vốn CSH (triệu đồng)	Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	ROE	BEP
1	DHG	2,860,021	1,919,714	43.44	34.60%	30.62%
2	VMD	1,941,086	152,119	19.14	13.43%	4.55%
3	SPM	1,117,790	658,694	0.00	2.66%	3.31%
4	DMC	1,016,706	628,504	34.72	17.66%	14.87%
5	TRA	903,042	677,526	35.67	24.19%	24.29%
6	IMP	869,840	725,853	27.43	8.42%	10.83%
7	DCL	610,157	279,209	36.35	11.53%	11.73%
8	OPC	525,661	360,256	19.33	15.95%	17.31%
9	DHT	282,977	136,557	3.37	13.09%	11.40%
10	DBT	276,375	85,718	34.59	13.21%	9.78%
11	LDP	186,072	78,704	31.88	23.67%	13.98%
12	PMC	1,117,790	85,718	0.00	66.63%	39.37%
13	PPP	109,350	29,153	13.09	-16.86%	0.86%

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu vốn Nhà nước cao như DHG, DMC, TRA là các DN có quy mô vốn lớn thuộc top đầu phân đoạn chuỗi giá trị, các DN này có cơ cấu nguồn vốn an toàn, kết quả kinh doanh trong kỳ rất tốt, Nhà nước nắm giữ để vừa thực hiện mục tiêu đảm bảo an ninh quốc gia về dự trữ thuốc vừa đạt hiệu quả kinh tế đầu tư. Bên cạnh đó, có một số DN thuộc nhóm phân phối có quy mô vốn nhỏ Nhà nước nắm cổ phần với tỷ lệ cao nhưng cơ cấu nguồn vốn thiếu tính ổn định, ROE và BEP ở mức trung bình so với các DN khác như DHB, LDP, VMD. Với những DN dược phẩm hoạt động phân phối và có quy mô vốn nhỏ như vậy Nhà nước không cần phải nắm tỷ lệ cổ phiếu lớn, Nhà nước nên rút vốn để các DN chủ động hoạt động sản xuất kinh doanh.

2.3.2. Tác động của cơ cấu nguồn vốn tới rủi ro tài chính của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng tới rủi ro tài chính thông qua các khía cạnh như sau:

2.3.2.1. Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến cân bằng tài chính

Bảng 2.25: NWC của các DNNY ngành dược

Đơn vị: triệu đồng

STT	Mã Cổ phần	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	DHG	693,488	876,318	837,975	1,012,404	1,321,029
2	IMP	344,260	337,653	450,115	412,602	440,353
3	SPM	(77,448)	(25,070)	(3,339)	361,572	423,501
4	DMC	207,090	241,570	295,475	272,314	329,028
5	DCL	123,658	78,427	15,004	37,269	66,489
6	PMC	51,029	67,704	80,964	93,688	125,601
7	TRA	203,267	262,813	230,963	222,567	401,703
8	OPC	173,090	164,093	109,899	108,931	117,994
9	PPP	14,431	19,300	19,185	24,617	8,697
10	VMD	(74,252)	(13,866)	201,383	203,343	215,609
11	DHT	51,110	57,810	70,548	86,268	71,665
12	DBT	35,783	35,649	36,254	33,643	36,986
13	LDP	13,320	24,330	40,412	46,604	39,470

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của của các DNNY ngành dược)

Quan phân tích ta thấy các DNNY ngành dược cơ bản đều sử dụng một phần nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho TSNH, NWC lớn hơn 0 tạo ra một tấm đệm an toàn tài chính cho các DN. Các DN thuộc top đầu có lợi thế về quy mô vốn và kết quả kinh doanh tốt như DHG, IMP, TRA, DMC đều có NWC cao và tăng lên qua các năm. Cùng với sự gia tăng của NWC là sự tăng lên của TSDH với tốc độ tương đối cao như DHG có tốc độ tăng TSDH trung bình là 18%, IMP là 12%, TRA là 46% trong suốt giai đoạn 2009 - 2013, cho thấy NWC phản ánh các DN này có tình hình tài chính cân bằng, ổn định và rủi ro tài chính thấp. PPP cũng là một trong các DN mặc dù có quy mô nhỏ nhưng có tốc độ tăng trưởng TSDH cao, trung bình 31% qua các năm, PPP tìm được nguồn tài trợ đảm bảo NWC dương và có xu hướng tăng đều.

Ngược lại, SPM liên tục giảm trong 3 năm 2009 - 2011. Cơ cấu nguồn vốn như vậy đặt DN trong trạng thái mất cân bằng tài chính, DN cần phải rất linh hoạt trong tài trợ để giảm nguy cơ mất khả năng thanh toán. Đáng chú ý, SPM có NWC âm trong nhiều kỳ, điều này sẽ làm cho DN bị áp lực thanh toán ngắn hạn, có nguy cơ phá sản cao, rủi ro tài chính cao.

2.3.2.2. Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến tính tự chủ về tài chính

Bảng 2.26: Hệ số đảm bảo nợ của các DNNY ngành dược

STT	Mã cổ phiếu	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012
1	DHG	0.53	0.37	0.80	0.52
2	IMP	0.30	-0.01	0.82	0.89
3	SPM	0.12	-0.02	-0.35	-0.18
4	DMC	0.06	0.42	0.39	0.16
5	DCL	-0.28	-0.13	0.32	0.26
6	PMC	1.82	0.79	1.16	0.75
7	TRA	0.15	0.26	0.22	0.77
8	OPC	0.29	0.97	0.64	0.26
9	PPP	-1.28	-2.86	-1.15	-0.64
10	VMD	-0.03	-0.24	-0.07	-0.14
11	DHT	0.02	-0.12	0.27	0.25
12	DBT	0.20	-0.15	0.17	-0.03
13	LDP	0.26	0.25	0.30	0.14

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của của các DNNY ngành dược)

Phân tích cho thấy mức độ đảm bảo nợ của hầu hết các DN là thấp, đặc biệt là SPM và DBT; PPP và VMD có dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh chính âm liên tục qua nhiều năm. VMD đã có sự điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng giảm nợ vay ngắn hạn để giảm áp lực thanh toán nhanh và giảm rủi ro mất thanh toán trong ngắn hạn. Ngược với VMD, PPP năm 2013 lại tăng vay nợ, tốc độ tăng 62% so với năm 2012, trong khi đó dòng tiền thuần vẫn đang âm 10,7 tỷ. Ta thấy PPP có rủi ro tiềm ẩn là rất cao, khả năng mất thanh khoản cao trong cả ngắn hạn và dài hạn.

2.3.2.3. Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến khả năng thanh toán

Bảng 2.27: Hệ số khả năng thanh toán của các DNNY ngành dược

TT	Chỉ tiêu	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
1	KNTT hiện thời	1.46	1.45	1.42	1.69	1.81
2.	KNTT nhanh	0.87	1.07	1.01	1.21	1.26
3	KNTT tức thời	0.24	0.21	0.14	0.25	0.27
4	KNTT lãi vay	16.41	10.12	5.17	5.52	9.76

(Nguồn: Báo cáo tài chính các năm của các DNNY ngành dược)

Qua phân tích ta thấy khả năng thanh toán hiện thời của các DN ở mức tương đối an toàn. Ở giai đoạn 2011 - 2013, mặc dù quy mô vốn giảm, tài sản ngắn hạn giảm nhưng nợ ngắn hạn cũng giảm với tốc độ nhanh hơn nên HS KNTT hiện thời trung bình ngành có xu hướng tăng. SPM chưa đảm bảo khả năng thanh toán hiện thời khi hệ số này nhỏ hơn 1. Cuối năm 2013, các DN đều có HS KNTT lớn hơn 1 cho thấy khả năng thanh toán hiện thời được cải thiện rõ rệt.

Cuối năm 2009, hệ số khả năng thanh toán nhanh của ngành thấp nhất là 0,83, các năm sau đó hệ số này đều lớn hơn 1 cho thấy các DNNY ngành dược hoàn toàn có thể đảm bảo khả năng thanh toán. Có duy nhất nhóm DN phân phối chưa đảm bảo khả năng thanh toán nhanh khi hệ số này thấp hơn 1 qua các năm. Nguyên nhân do đặc thù của ngành dược là sản phẩm có thời gian sử dụng, chu kỳ sống ngắn, nhất là các loại thuốc chữa dịch bệnh. Nếu dịch bệnh qua đi, DN nào vẫn còn thuốc sẽ rất khó tiêu thụ trong thời gian sau đó. Các DN phân phối cần phải nắm bắt nhu cầu thị trường để lựa chọn chủng loại sản phẩm cho phù hợp, tránh để tồn kho lớn, ảnh hưởng tới khả năng thanh toán nhanh.

Bảng 2.28: Khả năng thanh toán nhanh theo nhóm doanh nghiệp

TT	Nhóm doanh nghiệp	Cuối 2009	Cuối 2010	Cuối 2011	Cuối 2012	Cuối 2013
1	sản xuất tây dược	1.39	1.38	1.21	1.59	1.58

2	sản xuất đông dược	1.82	1.51	0.83	0.98	1.36
3	phân phối sản phẩm	0.48	0.84	0.91	0.95	0.92

(Nguồn: Tính toán từ BCTC của các DNNY ngành dược)

Khả năng thanh toán tức thời trung bình ngành dược duy trì ở mức 0,14 - 0,27. So với trung bình các DN ngành khác con số này tương đối cao. Điều này cho thấy các DN dược phẩm có tiềm lực tài chính khá vững chắc, lượng tiền và tương đương tiền chiếm tỷ trọng lớn trong tài sản ngắn hạn. Trong điều kiện nền kinh tế suy thoái như giai đoạn vừa qua, những DN mạnh về tài chính mới có thể đứng vững và phát triển.

Khả năng thanh toán lãi vay của các DNNY ngành dược có xu hướng giảm mạnh ở giai đoạn 2009 - 2011. Nguyên nhân chủ yếu trong giai đoạn này là đa số các DN sử dụng nợ vay nhiều nhằm gia tăng tỷ suất lợi nhuận. Khả năng thanh toán lãi vay vẫn ở mức rất cao (khả năng thanh toán lãi vay thấp nhất là 5,17), nhưng hiệu quả sử dụng vốn vay đã giảm dần. Giai đoạn 2011 - 2013 hệ số này có xu hướng tăng lên, năm 2013 tăng mạnh so với 2 năm trước do lãi tiền vay phải trả trong năm giảm mạnh (hơn 6 tỷ), hiệu quả sử dụng cho một đồng vốn vay tăng lên. Khả năng thanh toán lãi vay cao tạo điều kiện thuận lợi cho các DN dược vay vốn từ các NH, tổ chức tài chính khi được xếp hạng tín dụng cao. Đây cũng là nhân tố khiến cổ phiếu nhóm này hấp dẫn các nhà đầu tư khi đảm bảo tốt khả năng thanh toán nói chung.

2.3.3. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

Nếu coi ROE là chi phí sử dụng vốn CSH thì các DN có ROE cao hơn lãi suất vay vốn bình quân như DHG, TRA, PMC có cơ cấu nguồn vốn thiên về vốn CSH sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn bình quân của DN. Trong tương lai, cơ cấu nguồn vốn có thể điều chỉnh theo hướng tăng hệ số nợ để giảm chi phí sử dụng vốn.

Với nguồn vốn vay, các DN này lại có sự ưu tiên trong việc sử dụng nguồn vốn có chi phí thấp. DHG chủ yếu sử dụng vốn vay ngắn hạn cá nhân, cán bộ công nhân viên; vay ngắn hạn ngân hàng ở mức độ thấp và không có vay dài hạn. TRA, PMC vay ngắn hạn là chủ yếu, vay dài hạn chiếm tỷ trọng nhỏ, không sử dụng hình thức thuê tài chính hay phát hành trái phiếu bởi chi phí sử dụng vốn thường cao hơn vay dài hạn.

Các DN có ROE có xu hướng giảm mạnh như SPM, VMD thì cơ cấu nguồn vốn thiên về vay nợ sẽ góp phần làm giảm chi phí sử dụng vốn. Tuy nhiên, các DN này lại có mức độ sử dụng nợ vay ở mức cao so với các DN trong ngành. VMD có mức chi trả cổ tức cao nhất là 22% trong 2 năm cuối trong khi lại phải huy động vốn bằng phát hành trái phiếu với lãi suất ở mức cao. Các DN này cần có sự điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn cho hợp lý, ưu tiên giữ lại lợi nhuận tái đầu tư để giảm áp lực vay vốn cho các nguồn khác và giảm chi phí sử dụng bình quân.

2.3.4. Tác động của cơ cấu nguồn vốn đến dòng tiền của doanh nghiệp

Qua phân tích ta thấy, đa số các DN đều đảm bảo tính cân đối, an toàn về dòng tiền nhưng tính ổn định không cao. Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư chiếm tỷ trọng lớn nhưng đều âm qua các năm cho thấy các DN đều đang trong quá trình mở rộng đầu tư.

Bảng 2.29: Dòng tiền thuần các hoạt động của VMD, SPM, PPP

Đơn vị: triệu đồng

DN	Chỉ tiêu	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
VMD	DTT từ HĐKD	(22,956)	(71,462)	(623,548)	(157,522)	(224,164)
	DTT từ HĐĐT	9,653	(10,877)	42,689	(1,308)	(9,842)
	DTT từ HĐTC	30,689	127,419	512,775	(143,753)	291,082
	DTT trong kỳ	17,386	45,080	(68,083)	12,461	57,076
SPM	DTT từ HĐKD	22,990	38,162	(8,694)	(120,438)	(42,911)
	DTT từ HĐĐT	8,969	(385,132)	(38,140)	121,126	30,747
	DTT từ HĐTC	(13,144)	351,278	48,109	1,500	7,343
	DTT trong kỳ	1,147	4,308	1,276	2,188	(4,821)
PPP	DTT từ HĐKD	(3,269)	(3,372)	(10,947)	(11,935)	(10,766)
	DTT từ HĐĐT	(13,264)	(2,197)	(4,867)	(13,641)	5,272
	DTT từ HĐTC	16,306	4,947	15,192	31,681	204
	DTT trong kỳ	(227)	(622)	(623)	6,105	(5,291)

(Nguồn: Báo cáo tài chính của các DNNY ngành dược qua các năm)

Qua phân tích ta thấy, đa số các DN đều đảm bảo tính cân đối, an toàn về dòng tiền nhưng tính ổn định không cao. Dòng tiền của nhiều DN đều âm qua các năm cho thấy các DN đều đang trong quá trình mở rộng đầu tư.

Có 3 doanh nghiệp là VMD, SPM và PPP có dấu hiệu mất cân đối về dòng tiền. Sự thất bại trong hoạt động kinh doanh thể hiện rõ khi dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của 3 DN âm liên tục qua các năm. DN không có tiền mặt ngay cả khi có lợi nhuận, ảnh hưởng tới khả năng thanh toán bằng tiền mặt. Cả 3 DN này đều tạo tiền chủ yếu thông qua vay nợ mới, tuy nhiên, lưu chuyển tiền thuần trong kỳ vẫn âm, như VMD ở năm 2011, SPM ở năm 2013, PPP ở hầu hết các năm. Điều này cho thấy bất cập trong việc vay nợ mới để tài trợ cho các hoạt động của các doanh nghiệp.

Bảng 2.30: Chi tiết lưu chuyển tiền của VMD

Đơn vị: triệu đồng

TT	Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	Tiền thu bán hàng, cung cấp dịch vụ	5,053,998	5,845,014	3,346,896	1,725,022

2	Tiền trả người cung cấp hàng hoá	(4,617,487)	(5,913,767)	(2,953,777)	(1,811,235)
3	Tiền trả người lao động	(20,320)	(24,878)	(23,886)	(20,888)
4	Tiền trả lãi vay	(14,105)	(65,078)	(78,478)	(63,926)
5	Tiền nộp thuế TNDN	(1,965)	(2,902)	(3,325)	(669)
6	Tiền thu khác từ HĐKD	2,291,246	2,270,014	62,519	226,995
7	Tiền chi khác từ HĐKD	(2,762,830)	(2,731,951)	(192,427)	(279,463)
	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(71,463)	(623,548)	157,522	(224,164)
1	Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	(12,865)	(5,158)	(16,262)	(1,548)
2	Tiền thu thanh lý, nhượng bán TSCĐ	110	40	-	78
3	Tiền chi góp vốn	-	(5)	-	(16,850)
4	Tiền thu lãi vay, cổ tức được chia	1,878	47,812	14,954	8,478
	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(10,877)	42,689	(1,308)	(9,842)
1	Tiền thu phát hành CP, nhận vốn góp	23,909	-	4,446	-
2	Tiền vay ngắn hạn, dài hạn	394,453	1,527,116	1,430,317	1,786,778
3	Tiền chi trả nợ gốc vay	(276,940)	(1,006,471)	(1,561,972)	(1,481,987)
4	Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(14,014)	(7,870)	(16,544)	(13,709)
	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	127,408	512,775	(143,753)	291,082
	Lưu chuyển tiền thuần trong năm	45,068	(68,084)	12,461	57,076

(Nguồn: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ của VMD các năm)

Xem xét chi tiết cho thấy dấu hiệu thiếu an toàn của VMD khi dòng tiền này âm qua các năm, tiền thu không đủ bù chi. Tiền thu từ hoạt động bán hàng cung cấp dịch vụ năm 2013 giảm cực mạnh với tỷ lệ 49% so với năm 2012, nguyên nhân do phần lớn hoạt động nhập khẩu từ nhà cung cấp nước ngoài được thực hiện trực tiếp tại công ty con Vimedimex Bình Dương, không qua VMD khiến doanh thu của VMD giảm 38% so với năm trước. Mặt khác VMD có các khoản chi khác tương đối lớn và lưu chuyển tiền thuần khác luôn âm qua các

năm. Luồng tiền chi trả lãi vay cao và có xu hướng tăng làm giảm lượng tiền mặt nhanh chóng. Năm 2013, tiền chi trả lãi vay 64 tỷ, chiếm 3,7% tiền thu bán hàng.

Cơ cấu nguồn vốn thiên về nợ vay, hệ số nợ chiếm gần như tuyệt đối 0,92 - 0,95 trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn (chiếm 86% tổng nợ vay ở cuối năm 2013). Vay ngắn hạn của DN chủ yếu là các khoản vay theo hạn mức tín dụng để bổ sung vốn lưu động với chi phí sử dụng vốn tương đối cao như: vay hạn mức tín dụng 100 tỷ của NH TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam, lãi suất 13% - 15%/năm, điều chỉnh theo tháng; vay hạn mức 300 tỷ của NH TMCP Quân đội, lãi suất 7% - 15%/năm, vay hạn mức 100 tỷ của NH TMCP Sài Gòn - Hà Nội, lãi suất 13,6% - 16%/năm, vay hạn mức 100 tỷ của NH TMCP Xăng dầu Petrolimex, lãi suất 14%/năm... Dư nợ gốc với các khoản vay hiện khoảng 50% cho thấy DN có khả năng huy động nguồn vốn vay ngắn hạn cao. Cuối năm 2013, DN có khoản vay cá nhân lên tới 1,37 tỷ với lãi suất 13%/năm cho thấy VMD đã huy động tối đa công suất vay nợ. VMD cũng đã phát hành trái phiếu với lãi suất 22%/năm để tạo tiền cho DN. Trong thời gian tới sẽ rất khó để vay thêm khoản nợ mới, áp lực thanh toán lãi và nợ gốc cao gây mất cân đối dòng tiền thuần trong kỳ bởi cả lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh và hoạt động đầu tư của DN hiện đang âm, cần có sự cân nhắc kỹ quyết định cơ cấu nguồn vốn, đảm bảo khả năng thanh toán, cân đối giữa các dòng tiền.

Tương tự xem xét chi tiết dòng tiền của SPM qua các năm

Bảng 2.31: Chi tiết lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính của SPM

TT	Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	38,162	(8,694)	(120,438)	(42,911)
2	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(385,132)	(38,140)	121,126	30,747
3	Tiền thu PH CP, nhận vốn góp	250,885	-	-	-
4	Tiền chi mua cổ phiếu quỹ	-	(10,036)	-	-
5	Tiền vay ngắn hạn nhận được	392,080	315,027	392,288	379,923
6	Tiền chi trả nợ gốc vay	(265,294)	(256,865)	(390,787)	(372,579)
7	Tiền chi trả cổ tức	(26,394)	(17)	-	-

8	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	351,277	48,109	1,501	7,344
9	Lưu chuyển tiền thuần trong năm	4,307	1,275	2,189	(4,820)

(Nguồn: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ của SPM qua các năm)

Cơ cấu nguồn vốn thiên về vốn chủ sở hữu (chiếm 50% - 60% tổng vốn) phần nào đem lại sự an toàn về mặt dòng tiền cho DN. DN duy trì chính sách vay nợ khá ổn định, chủ yếu là 3 khoản vay chính từ ngân hàng HSBC; ngân hàng TMCP Ngoại thương, hạn mức tín dụng tối đa 70 tỷ; ngân hàng công thương Việt Nam để bổ sung vốn kinh doanh. Các khoản vay của SPM bằng ngoại tệ và đồng Việt Nam đều chịu lãi suất thả nổi, SPM chưa áp dụng biện pháp nào để phòng ngừa biến động tỷ giá và lãi suất. Rủi ro thanh khoản do thiếu tiền chủ yếu đến từ việc lệch pha giữa tài sản tài chính và các khoản nợ phải trả tài chính. Ngược lại với vay nợ, công ty có các khoản đầu tư tài chính lớn như: đầu tư ngắn hạn cho công ty TNHH Dược phẩm Đô Thành vay với lãi suất 1% - 1,67%/tháng; cho vay cá nhân lãi suất 1,5% - 1,75%/tháng; cho tập đoàn ASV vay với lãi suất 1% - 2%/tháng. Ngoài ra công ty còn có nhiều khoản đầu tư dài hạn vào cổ phiếu của các công ty như CTCP chứng khoán quốc tế Hoàng Gia, CTCP thiết bị y tế Dược Đà Nẵng... Tổng tài sản tài chính sẵn sàng để bán cuối năm 2013 lên tới 67,7 tỷ đồng. Như vậy, có thể thấy cơ cấu nguồn vốn của SPM thiên về vốn chủ, mức độ vay nợ thấp hơn các DN trong ngành, đồng thời cho vay ngắn hạn với lãi suất cao hơn lãi suất đi vay tạo nguồn đảm bảo nợ. Công ty đã thường xuyên theo dõi yêu cầu thanh khoản hiện tại và dự kiến trong tương lai để duy trì lượng tiền cũng như các khoản vay ở mức độ phù hợp, giám sát luồng tiền phát sinh thực tế giảm thiểu ảnh hưởng do biến động luồng tiền. Cơ cấu nguồn vốn ít vay nợ hỗ trợ đặc lực cho việc đảm bảo an toàn của dòng tiền.

Bảng 2.32: Chi tiết dòng tiền của PPP

Đơn vị: triệu đồng

TT	Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	Lãi vay trong kỳ	-83	-45	-98	-5860
2	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	-3372	-10947	-11935	-10766
3	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	-2197	-4867	-13640	5271
4	Tiền thu PH CP, nhận vốn góp	1355	-	-	6444
5	Tiền vay ngắn hạn nhận được	6489	16178	34151	12244

6	Tiền chi trả nợ gốc vay	-1796	-286	-2470	-16150
7	Tiền chi trả cổ tức	-1100	-700	-	-2335
8	Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	4948	15192	31681	203
9	Lưu chuyển tiền thuần trong năm	-621	-622	6106	-5292

(Nguồn: Trích báo cáo lưu chuyển tiền tệ của PPP các năm)

PPP là DN nhỏ trong ngành nên cơ cấu nguồn vốn linh hoạt hơn so với các DN khác, cơ cấu nguồn vốn có sự chuyển dịch rõ rệt từ sử dụng vốn CSH (chiếm 62% tổng nguồn vốn năm 2009) sang sử dụng chủ yếu vốn vay (vốn CSH chỉ còn 26% năm 2013). Nguyên nhân chính là do vay vốn đáp ứng nhu cầu đầu tư nhà máy sản xuất thuốc tiêu chuẩn GMP tại Tân Tạo. Công ty có các khoản vay dài hạn để thực hiện dự án với lãi suất cuối năm 2013 là 13%/năm, thời hạn 7 năm. Bên cạnh đó, Công ty sử dụng rất ít khoản vay ngắn hạn, chiếm dưới 20% so với tổng vốn vay (vay NH TMCP Quân Đội hạn mức 3 tỷ, lãi suất 9% - 10%/năm; vay cá nhân 50 triệu đồng theo hình thức tín chấp với lãi suất cố định 10,5%/năm). Như vậy, cơ cấu nguồn vốn thiên về nợ vay, chủ yếu là vay dài hạn khiến lãi vay phải trả cao (đặc biệt ở cuối năm 2013) khiến lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh âm hơn 10 tỷ. Đồng thời, từ năm 2012, DN cũng phải trả khoản nợ gốc cao làm giảm lưu chuyển tiền thuần từ động tài chính. Về dài hạn, nguy cơ thiếu hụt tiền mặt và mất cân đối về dòng tiền của DN cao.

Có thể thấy, cơ cấu nguồn vốn hợp lý sẽ ảnh hưởng tích cực tới dòng tiền, ngược lại sự sai lầm trong quyết định tài trợ dẫn tới cơ cấu nguồn vốn không hợp lý sẽ làm mất cân đối dòng tiền, đưa lại rủi ro cao cho DN. Cụ thể như VMD nguy cơ mất cân đối dòng tiền trong ngắn hạn cao nếu không có điều phối hợp lý giữa các khoản vay và PPP có nguy cơ mất cân đối dòng tiền trong dài hạn nếu không cải thiện được tình hình kinh doanh.

2.4. ĐÁNH GIÁ VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

2.4.1. Những kết quả đạt được

2.4.1.1. Cơ cấu nguồn vốn ổn định

Nhìn chung cơ cấu nguồn vốn của các DN ổn định qua các năm. Nhóm các DN sản xuất đông dược là TRA, OPC, PPP có chút dao động nhẹ nhưng

không đáng kể, riêng PPP thì hệ số vốn chủ sở hữu giảm mạnh năm 2009 từ 0,6 xuống còn 0,27 vào năm 2013

Nhóm các DN sản xuất tân dược có hệ số vốn chủ sở hữu cao và rất ổn định. IMP, PMC, DHG là 3 DN có HsVCSH cao nhất, lần lượt là 0,83; 0,76 và 0,67. Trong giai đoạn 2009 - 2013 IMP dao động từ 0,74 - 0,86; PMC dao động từ 0,75 - 0,85. DHG dao động từ 0,67 - 0,73

Nhóm các DN phân phối, do đặc điểm kinh doanh nên DN có hệ số vốn chủ sở hữu thấp hơn. DHT dao động từ 0,36 đến 0,49; DBT dao động trong khoảng 0,28 - 0,33, LDP dao động xung quanh khoảng 0,4; riêng VMD thì hệ số VCSH là rất nhỏ, đặc biệt năm 2012, 2013 chỉ còn 8%, nhưng hệ số này ít biến động, cũng phần nào phản ánh được tính ổn định của CCNV.

2.4.1.2. Khả năng thanh toán cao, tự chủ về tài chính

Các DNNY ngành dược có tỷ lệ lợi nhuận chưa phân phối chiếm trung bình từ 9% - 17% cho thấy năng lực tự tài trợ rất cao so với mức trung bình các ngành khác. Tính riêng lợi nhuận chưa phân phối trong năm của SPM đã tài trợ được tới 30% - 48%, của DHG đã tài trợ được 20% - 27% nhu cầu tổng vốn qua các năm.

Hệ số vốn CSH trung bình các DNNY ngành dược dao động từ 0,46 - 0,54. Trong đó, hầu hết các DN sản xuất tân dược và đông dược có vốn CSH trung bình chiếm từ 58% - 69% tổng nguồn vốn. Khả năng tự chủ tài chính của các DN dược phẩm tốt hơn khi vốn chiếm dụng chiếm bộ phận lớn trong nợ phải trả. Nguồn vốn tín dụng chiếm tỷ trọng trung bình dưới 18% qua các năm.

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam có nhiều biến động thất thường, tiềm ẩn rủi ro cao, phần lớn các DN trong ngành chuyển hướng sang một cơ cấu nguồn vốn thận trọng hơn nhằm hướng tới sự phát triển bền vững và giảm thiểu rủi ro từ những cú sốc kinh tế. Khi nền kinh tế rơi vào suy thoái sâu giai đoạn 2011 - 2013, các DN vừa thu hẹp quy mô kinh doanh vừa có sự điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn thiên về sử dụng lợi nhuận tái đầu tư. Các công ty cũng năng động trong việc định thời điểm thị trường và khai thác tốt thời cơ vĩ mô đem lại để huy động vốn CSH,

nhất là ở những năm 2011 và 2013. Hệ số nợ được duy trì ở mức thấp so với nhiều ngành khác và ở ngưỡng an toàn, đảm bảo tốt khả năng thanh toán.

2.4.1.3. Cơ cấu nguồn vốn an toàn

Hầu hết các DNNY ngành được đều có $NWC > 0$ (trừ VMD và SPM), điều này tạo tâm đệm an toàn cho DN. Các DN ưu tiên sử dụng vốn chủ sở hữu cho hoạt động đầu tư kinh doanh, tuy không khai thác hết lợi thế của hệ thống đòn bẩy, tỷ lệ khuếch đại tỷ suất lợi nhuận vốn CSH chưa lớn nhưng đảm bảo CCNV an toàn, góp phần giúp DN phát triển bền vững.

Trước hết, các DN đều ưu tiên khai thác tốt nguồn vốn nội sinh. Khả năng tự tài trợ của các DNNY ngành được cao, nguồn vốn nội sinh đáp ứng được phần lớn nhu cầu tổng vốn. Tiêu biểu như SPM có tỷ lệ lợi nhuận chưa phân phối so với tổng vốn từ 30% - 48%. Tỷ lệ này của LDP là 15% - 34% hay của DHG là 20% - 27%...

Tiếp đến, các DN được đều khai thác triệt để nguồn vốn chiếm dụng, nhất là các DN phân phối. Điều này do đặc điểm hoạt động, các DN được phân phối thường được hưởng tỷ lệ chiết khấu cao và chiếm dụng được vốn lớn trong thời gian trung bình trên dưới 1 tháng từ phía nhà cung ứng. Nhờ đó, nợ chiếm dụng trung bình của nhóm này chiếm từ 28% - 45% trong tổng nguồn vốn qua các năm.

Với nợ phải trả, các DNNY ngành được đều ưu tiên sử dụng nợ ngắn hạn so với nợ dài hạn. Tiêu biểu như DHG, TRA, PMC, LDP chỉ sử dụng vay ngắn hạn, không có các khoản vay dài hạn trong suốt 4 năm liền từ 2009 - 2013. TRA, DHG, DMC và DHT đã huy động vốn từ nội bộ DN, thực hiện vay cá nhân, người lao động với lãi suất thấp hơn lãi suất vay ngân hàng hay các tổ chức tín dụng. Điều này cho thấy các DN đều cố gắng duy trì một CCNV an toàn, hiệu quả.

Với lựa chọn ưu tiên huy động các nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn thấp hơn như vậy đã góp phần làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân cho các DNNY được phẩm.

2.4.1.4. Khả năng huy động vốn dễ dàng

Nhà nước quản lý và điều hành vĩ mô nền kinh tế, tạo môi trường thuận lợi cho các DN nói chung và DNNY được phẩm nói riêng phát triển. Những năm

qua Nhà nước đã duy trì được tỷ giá hối đoái tương đối ổn định, hạn chế tác động tiêu cực từ biến động tỷ giá, tạo điều kiện tốt cho các DN được phẩm hoạt động kinh doanh. Vì các DN được phẩm đều có liên quan chặt chẽ tới việc sử dụng ngoại tệ dưới hình thức nhập khẩu nguyên vật liệu cho sản xuất và nhập khẩu sản phẩm thuộc ngoại để phân phối, do đó Nhà nước giữ ổn định tỷ giá hối đoái sẽ tạo sự ổn định doanh thu, chi phí, lợi nhuận cho các DN.

Bên cạnh đó Nhà nước thực hiện chính sách mở cửa, hội nhập kinh tế quốc tế, hoàn thiện thị trường tài chính... giúp các DN được phẩm đa dạng hoá hình thức đầu tư, đa dạng hoá kênh huy động vốn, có cơ hội tiếp cận với các nguồn vốn mới, tăng khả năng huy động vốn dễ dàng.

Các DN có vốn đầu tư của Nhà nước rất thuận lợi trong việc vay vốn đầu tư sản xuất kinh doanh, dễ dàng tiếp cận được các nguồn vốn vay có chi phí thấp, góp phần tích cực trong việc gia tăng ROE cho DN. Các doanh nghiệp này cũng có nhiều lợi thế hơn so với các DN khác trong việc huy động cả vốn vay và vốn chủ. Khi phát sinh nhu cầu về vốn, các DN có thể xin bổ sung vốn chủ sở hữu từ Nhà nước. Khi DN muốn phát hành cổ phiếu để huy động vốn thì cũng thuận lợi hơn, vì bản thân DN có vốn đầu tư của Nhà nước thì đã đáp ứng được một số điều kiện nhất định nên việc huy động vốn thuận lợi và dễ dàng hơn.

2.4.2. Những hạn chế tồn tại và nguyên nhân

2.4.2.1. Những hạn chế tồn tại

Thứ nhất, chính sách tài trợ thiếu sự linh hoạt, các DNNY được phẩm chưa đa dạng hoá các hình thức huy động vốn.

Hiện nay, thị trường tài chính ở nước ta ngày càng hoàn thiện và phát triển, tạo điều kiện cho phép các DN đa dạng hoá các kênh và hình thức huy động vốn. Song các DNNY được phẩm ngoài lợi nhuận để lại, nguồn vốn chiếm dụng vẫn chỉ sử dụng các kênh huy động vốn truyền thống đó là phát hành cổ phiếu thường và đi vay. Duy nhất có VMD phát hành trái phiếu huy động vốn và

DBT áp dụng hình thức thuê tài chính, chưa có DN được nào phát hành cổ phiếu ưu đãi, phát hành trái phiếu chuyển đổi...

Chính sự bó hẹp trong các kênh và hình thức huy động vốn cho thấy chính sách tài trợ của các DNNY được phẩm thiếu sự linh hoạt, có ít lựa chọn giải quyết bài toán huy động vốn, do đó cũng làm chậm tốc độ điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn khi cần thiết. Hơn nữa, ngày nay kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu thì DN cần đa dạng hóa nguồn huy động vốn sao cho tối ưu hóa nguồn vốn huy động, nâng cao khả năng cạnh tranh của DN trong quá trình hội nhập và phát triển.

Thứ hai, hầu hết các DN được phẩm niêm yết chưa khai thác triệt để và sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả. Tuy các DN được cũng đã điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn qua các năm nhằm mục đích sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả nhưng qua phân tích cơ cấu nguồn vốn tác động tới ROE của các DN cho thấy chiều hướng và mức độ điều chỉnh hệ số nợ của hầu hết các DN là chưa phù hợp, do đó chưa khuếch đại được ROE, thậm chí một số DN có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao làm giảm ROE của DN.

Nhóm DN có BEP cao hơn hẳn chi phí sử dụng vốn vay bình quân thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ tác động tích cực làm tăng ROE cho các DN. DHG và TRA là hai DN thuộc nhóm có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp (năm 2011 DFL của TRA cao nhất là 1.158) và hệ số nợ bình quân giảm dần. PMC mặc dù đã có sự điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng hợp lý hơn là tăng hệ số nợ trung bình nhưng tốc độ điều chỉnh chậm, DFL của PMC ở cả 3 năm vẫn luôn dừng lại ở con số 1.

Ngược lại, nhóm DN có BEP thấp hơn hẳn chi phí sử dụng vốn vay bình quân thì việc sử dụng càng nhiều nợ càng làm giảm ROE của DN. VMD là DN thuộc nhóm này, có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính thuộc nhóm cao nhất trong các DN được niêm yết lại điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng hệ số nợ.

Số ít các DN là có sự điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng hợp lý để đôn bẫy tài chính phát huy mặt tích cực đồng thời hạn chế được mặt tiêu cực, OPC, DHT điều chỉnh theo hướng tăng hệ số nợ, LDP điều chỉnh theo hướng giảm hệ số nợ.

Một số DN còn chưa khai thác triệt để các nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn thấp hơn để giảm chi phí sử dụng vốn bình quân cho DN. Doanh nghiệp đưa ra chính sách huy động vốn theo hướng an toàn, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn, nhưng trong chính sách huy động vốn của một số DN chưa thực sự lựa chọn được những kênh huy động vốn có chi phí sử dụng vốn thấp nhất. Cụ thể như VMD sử dụng phát hành trái phiếu với lãi suất 22%, hay TRA dành phần lớn lợi nhuận trả cổ phiếu thưởng cho cá nhân có thành tích xuất sắc nhưng lại không tiếp cận được nguồn vốn vay từ chính người lao động. Nguồn vốn này rõ ràng sẽ có chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với nguồn vốn vay ngân hàng, hơn nữa các thủ tục vay vốn cũng sẽ nhanh chóng và thuận lợi hơn nhiều so với nguồn vốn vay ngân hàng.

Thứ ba, một số DN duy trì cơ cấu nguồn vốn tiềm ẩn rủi ro cao đe dọa tới khả năng thanh toán của DN, làm mất cân đối dòng tiền.

VMD là DN có hệ số nợ cao nhất trong các DN, hệ số nợ trung bình các năm duy trì ở mức 0,92 - 0,95. Cơ cấu nguồn vốn thiên hẳn về nợ vay như vậy đưa lại rủi ro tài chính cao cho DN, khả năng tự chủ tài chính thấp. Có thể nói, VMD đã chạm tới ngưỡng giới hạn vay nợ, rất khó để có thể vay được các khoản vay mới. Điều này thực sự nguy hiểm khi khả năng tạo tiền từ hoạt động kinh doanh thấp, DN bị mất cân đối về dòng tiền, thiếu tiền thanh khoản.

SPM là DN có hệ số nợ bình quân năm rất ổn định và ở mức trung bình 0,41 - 0,43, dòng tiền của DN cũng rất tốt khi khả năng tạo tiền của DN cao. Tuy nhiên, DN này đầu tư phần lớn vào TSDH nên NWC âm liên tục trong nhiều kỳ. Sự không tương thích giữa cơ cấu nguồn vốn với cơ cấu tài sản như vậy tiềm ẩn rủi ro mất thanh khoản cao khi không đảm bảo khả năng thanh toán nợ ngắn hạn

trong khoảng thời gian dài. DN luôn phải đối mặt với áp lực thanh toán các khoản nợ ngắn hạn, nợ đến hạn.

PPP là DN có cơ cấu nguồn vốn linh động nhất bởi quy mô vốn nhỏ bé. Với chính sách tài trợ thiên về nợ vay cho dự án đầu tư vào nhà máy Tân Tạo - một dự án có quy mô vốn lớn với chất lượng đạt chuẩn GMP đã làm thay đổi nhanh chóng cơ cấu nguồn vốn của DN. Hệ số nợ của DN liên tục tăng qua các năm đồng thời cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng tiêu cực làm mất cân đối trầm trọng dòng tiền của DN khi DN liên tục vay mới, trong khi lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh âm qua các năm.

2.4.2.2. Nguyên nhân của những hạn chế

**** Nguyên nhân từ phía Nhà nước trong việc điều hành vĩ mô nền kinh tế***

- *Thứ nhất*, Nhà nước điều hành nền kinh tế thiếu tính ổn định và dự báo, khiến việc hoạch định và thực hiện chiến lược của doanh nghiệp gặp khó khăn. Mặc dù nền kinh tế hoạt động theo cơ chế thị trường có sự giám sát của Nhà nước nhưng thị trường chứng khoán vẫn phát triển tự do với những thăng trầm và biến động khôn lường khiến việc huy động vốn của các DN gặp nhiều khó khăn. Chính sách tiền tệ bị động, thiếu tính dự báo, định hướng... thường là phản ứng lại trước những thay đổi của lạm phát, lãi suất và tỷ giá... chứ chưa chủ động đưa ra những quy định phù hợp tạo điều kiện cho doanh nghiệp hoạt động ổn định, do đó ảnh hưởng tới kế hoạch sản xuất kinh doanh, từ đó ảnh hưởng tới cơ cấu nguồn vốn của DN.

- *Thứ hai*, hệ thống văn bản pháp lý của ngành dược chưa đồng bộ, thiếu tính chặt chẽ. Ngành dược là ngành quan trọng vì nó ảnh hưởng trực tiếp tới sức khoẻ của con người nên Nhà nước kiểm soát và chi phối rất chặt chẽ thông qua nhiều luật định như luật DN, luật đầu tư, luật cạnh tranh, luật thương mại, luật sở hữu trí tuệ... chính vì vậy văn bản pháp lý của ngành dược bị chông chéo, gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong quá trình áp dụng.

Nhà nước kiểm soát chặt chẽ quy trình sản xuất, chất lượng sản phẩm từ khâu sản xuất, phân phối tới tiêu dùng nhưng Nhà nước lại thiếu sự kiểm soát về giá, khiến giá bán lẻ dược phẩm tăng cao và có sự chênh lệch lớn giữa các khu vực, điều này cũng gây ra những khó khăn rất lớn cho doanh nghiệp dược.

Các doanh nghiệp phát triển tự phát, thiếu chính sách định hướng và hỗ trợ. Số lượng doanh nghiệp lớn, sản phẩm dược trùng lặp... đã dẫn đến sự cạnh tranh không lành mạnh, chủ yếu cạnh tranh bằng giá chứ không cạnh tranh bằng chất lượng sản phẩm. Luật dược 2005 tuy đã quy định các chính sách tạo cơ chế phát triển ngành dược cũng như các doanh nghiệp dược, nhưng các chính sách này chưa cụ thể, thiếu đột phá, chưa tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp dược phát triển.

- *Thứ ba*, tính minh bạch thông tin trên thị trường vẫn ở mức thấp.

Thông tin trên thị trường hiện nay chủ yếu là do các doanh nghiệp hoặc các nhân đưa ra mà chưa có các đơn vị có chức năng đánh giá, xếp hạng. Hiện nay, hạng tín nhiệm của các doanh nghiệp chủ yếu là do các ngân hàng đánh giá căn cứ vào thời hạn trả nợ của các doanh nghiệp. Khi thông tin trên thị trường công khai, minh bạch và đáng tin cậy DN sẽ có những quyết định đúng đắn trong quá trình sản xuất kinh doanh và tìm kiếm lựa chọn các nguồn vốn huy động.

*** Nguyên nhân từ phía các DNNY trong ngành dược phẩm**

Cơ cấu nguồn vốn của DN phụ thuộc vào các yếu tố như: lợi nhuận mục tiêu của DN, mức độ chấp nhận rủi ro của nhà quản lý, kinh nghiệm của nhà quản lý, mối quan hệ giữa DN và các NHTM, giữa DN với các đối tác kinh doanh... Vì vậy việc DN chưa xây dựng được một cơ cấu nguồn vốn tối ưu có thể do những nguyên nhân cơ bản sau:

- *Thứ nhất*, các nhà quản trị DN thụ động trong việc tìm kiếm và tiếp cận các nguồn vốn mới. Trong điều kiện hội nhập kinh tế thế giới các DN chưa nắm bắt được cơ hội để mở rộng và đa dạng hoá đầu tư, chưa sử dụng công cụ mới để huy động vốn đáp ứng cho nhu cầu của DN.

- *Thứ hai*, trình độ lãnh đạo DN còn hạn chế. Tâm lý sợ rủi ro khiến nhiều DN lựa chọn cơ cấu nguồn vốn quá an toàn, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính thấp, làm hạn chế khả năng sinh lời vốn CSH. Trình độ lãnh đạo hạn chế dẫn tới sai lầm trong việc lựa chọn quyết định đầu tư. Năm 2010 - 2011, nhiều doanh nghiệp ngành dược đầu tư dàn trải ra ngoài ngành dẫn tới quy mô tài sản tăng mạnh gây áp lực cho việc huy động vốn, nguồn vốn chủ sở hữu và vốn nội sinh không đáp ứng kịp nhu cầu tăng trưởng buộc phải sử dụng nguồn vốn vay làm tăng hệ số nợ, tăng rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp.

- *Thứ ba*, các DN chưa có biện pháp và công cụ phòng ngừa rủi ro hữu hiệu. Các DN ngành dược thường gặp rủi ro về biến động tỷ giá. Mặc dù Nhà nước đã có chính sách nhằm giữ ổn định tỷ giá nhưng tỷ giá biến động là một điều không thể tránh khỏi. Vì nguồn nguyên vật liệu đầu vào của các doanh nghiệp hiện nay chủ yếu là nhập khẩu nên tỷ giá biến động rất nhỏ cũng có thể gây ra những thiệt hại lớn cho doanh nghiệp. Tỷ giá tăng làm chi phí tăng, cầu về vốn tăng. Chính vì vậy DN cần thực hiện trích lập dự phòng với các khoản liên quan tới ngoại tệ, đảm bảo phòng ngừa rủi ro tỷ giá phát sinh.

Chương 3

GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM Ở VIỆT NAM

3.1. BỐI CẢNH KINH TẾ - XÃ HỘI VÀ ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN NGÀNH DƯỢC PHẨM TRONG NHỮNG NĂM TỚI

3.1.1. Bối cảnh kinh tế - xã hội trong nước và quốc tế

3.1.1.1. Tổng quan về xu hướng phát triển ngành dược trên thế giới

Tình hình chính trị xã hội trên thế giới có nhiều diễn biến phức tạp, không ổn định, thường xuyên xảy ra các cuộc tranh chấp giữa các quốc gia, nền kinh tế sau khủng hoảng ở các nước cũng chưa hoàn toàn hồi phục. Việt Nam là một

quốc gia hội nhập kinh tế thế giới nên không tránh khỏi hệ lụy từ các cuộc xung đột chính trị, khủng hoảng kinh tế thế giới. Song với định hướng đúng đắn của Đảng và Nhà nước, Việt Nam vẫn giữ vững ổn định chính trị, đưa nền kinh tế nước ta từng bước vượt qua khó khăn.

Ngành dược là một ngành đặc thù nên ít bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế. Các quốc gia có ngành dược phát triển, đứng đầu là Mỹ, Nhật, Canada. Các quốc gia có ngành dược đang phát triển là Trung Quốc, Ấn Độ, Nga, Brazil, ngành dược Việt Nam cũng nằm trong nhóm những quốc gia đang phát triển. Dự báo Trung Quốc và Ấn Độ là hai quốc gia sản xuất nguyên liệu và thuốc thành phẩm lớn nhất thế giới trong thời gian tới.

Trong bối cảnh kinh tế - xã hội hiện nay, dân số toàn cầu tăng nhanh, môi trường sống bị ô nhiễm, thực phẩm bị nhiễm hóa chất độc hại... là các nguyên nhân chủ yếu làm phát sinh các loại bệnh mới, làm tăng nhu cầu sử dụng thuốc. Đây là một cánh cửa mà các DN dược Việt Nam có thể mở cửa khai thác, DN dược Việt Nam nên tập trung nghiên cứu và sản xuất thuốc điều trị các dịch bệnh mới phát sinh và các bệnh hiểm nghèo như ung thư, tiểu đường, hô hấp, béo phì, suy giảm hệ miễn dịch...

Theo dự báo, tổng giá trị tiêu thụ thuốc thế giới từ 731 tỷ USD năm 2007 sẽ tăng lên trên 1.000 tỷ USD vào năm 2017. Năm 2014 mức chi bình quân đầu người trên toàn thế giới cho dược phẩm là 186USD/người/năm. Người Mỹ, Nhật và Canada có mức chi cho sản phẩm dược nhiều nhất thế giới, người Mỹ chi 892 USD/ người/ năm, người Nhật chi 644USD/người/năm và người Canada chi 420 USD/người/năm. Chỉ ba nước dẫn đầu này đã chiếm 55% tổng giá trị tiêu thụ thuốc toàn cầu. Trong nhóm các nước có công nghiệp dược đang phát triển, Trung Quốc có mức chi 121 USD/người/năm và Ấn Độ là quốc gia có mức chi cho tiêu thụ thuốc thấp nhất thế giới là 33USD /người/năm. Việt Nam chi 104USD /người/năm. Qua con số thống kê đó có thể thấy Việt Nam là đất nước

có nhận thức về sức khỏe và nhu cầu chăm sóc sức khỏe cao, đây là một thị phần lớn mà các DN dược phẩm có thể khai thác.

Trong giai đoạn hiện nay, sản xuất thuốc generic là sự lựa chọn tối ưu cho ngành dược của các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam. Thuốc generic sản xuất theo thuốc phát minh đã hết thời gian bảo hộ sở hữu trí tuệ nên chi phí rất thấp vì không mất chi phí nghiên cứu ban đầu. Giá bán của thuốc phù hợp với mặt bằng thu nhập của các nước đang phát triển và các nước chưa phát triển. Trước năm 2000, thuốc generic chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu dược phẩm toàn cầu, nhưng trong vài năm gần đây công nghiệp sản xuất thuốc generic tăng trưởng mạnh mẽ, năm 2004, tỷ trọng thuốc generic chiếm 5,9%, năm 2013 tỷ trọng này tăng lên 10%, dự đoán trong thời gian tới tỷ trọng thuốc generic tiếp tục tăng hơn nữa.

Ngành dược Việt Nam những năm gần đây đã có những phát triển mạnh, tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2008 - 2013 đạt 23%/năm, nhưng quy hoạch phát triển chưa được bài bản, sản xuất chỉ tập trung vào các dòng thuốc phổ thông, bỏ ngỏ phân khúc thuốc đặc trị cho các bệnh nan y, nguyên liệu sản xuất thuốc 52% được nhập khẩu từ Trung Quốc, 18% nhập khẩu từ Ấn Độ. Định hướng phát triển trong thời gian tới, các DN dược phẩm cần có chiến lược dài hạn trong việc xây dựng, nâng cấp các nhà máy lên tiêu chuẩn quốc tế như PIC/S - GMP, EU - GMP để sản xuất thuốc generic chất lượng cao phục vụ thị trường trong nước và hướng xuất khẩu thuốc ra thế giới. Ngành dược Việt Nam cần tận dụng nguồn nguyên liệu thiên nhiên sẵn có trong nước, hạn chế nhập khẩu nguyên liệu, nhằm giảm chi phí sản xuất thuốc. Việt Nam cũng mở cửa cho các công ty nước ngoài, các DN có vốn nước ngoài FDI vào đầu tư cho phù hợp với xu thế hội nhập quốc tế. Việc này bước đầu đã có hiệu quả nhất định, các tập đoàn lớn trên thế giới đã đầu tư vào thị trường Việt Nam như tập đoàn Sanofi, Davinci...

3.1.1.2. Bối cảnh kinh tế xã hội trong nước

*** Về thể chế, luật pháp**

- Việt Nam là một quốc gia có môi trường chính trị ổn định, an ninh quốc phòng đảm bảo. Nhà nước ban hành hệ thống pháp luật, tạo môi trường lành mạnh cho hoạt động kinh doanh của các DN nói chung và DN dược phẩm nói riêng.

- Ngành dược có tính chất đặc thù, chịu sự kiểm soát chặt chẽ của Nhà nước nên các DN dược bị chi phối bởi nhiều luật liên quan. Điều này dẫn đến sự chồng chéo trong các văn bản luật, hơn nữa hệ thống văn bản pháp luật của nước ta đang trong quá trình chỉnh sửa, bổ sung, hoàn thiện. Sự chưa đồng bộ và còn tồn tại một số bất cập trong các văn bản pháp luật ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động của các DN dược phẩm, khiến DN gặp phải những khó khăn nhất định.

- Ngành dược chịu sự quản lý chặt chẽ của Nhà nước, từ khâu sản xuất tới khâu phân phối, từ đầu vào tới đầu ra, tuân thủ các quy định về kinh doanh thuốc... điều này buộc các DN thay đổi, đáp ứng được yêu cầu về sản xuất và tiêu thụ, nâng cao chất lượng dược phẩm, từ đó thanh lọc các DN yếu kém không đáp ứng được quá trình sản xuất kinh doanh và nâng cao hơn nữa khả năng cạnh tranh cho các DN dược trong nước.

*** Về kinh tế**

- Tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân giai đoạn năm 2009 - 2013 của Việt Nam là 5,69% /năm. Ngân hàng Thế giới (World Bank) dự báo tăng trưởng của các nền kinh tế trong năm 2014 cho rằng kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng 5,5% trong năm 2014, năm 2015 và 2016 sẽ lần lượt ở mức 5,6% và 5,8%. Với dự đoán này, Việt Nam sẽ có tốc độ tăng trưởng đứng thứ 9 trong 14 nước Đông Á - Thái Bình Dương. Nguyên nhân của tốc độ tăng trưởng khiêm tốn này là Nhà nước vẫn đang tiếp tục theo đuổi đường lối kinh tế vĩ mô thận trọng bằng việc theo đuổi chính sách tiền tệ thận trọng, tập trung tái cấu trúc DN, xử lý nợ xấu và kiểm chế lạm phát.

- **Lạm phát:** Tỷ lệ lạm phát trung bình giai đoạn 2009 - 2013 là 9,85%. Trong đó tỷ lệ lạm phát năm 2012 giảm còn 6,81%, năm 2013 giảm còn 6,04% cho thấy chính sách điều hành của Nhà nước nhằm kiềm chế lạm phát có hiệu quả. Hiện có rất nhiều ý kiến khác nhau trong việc dự báo lạm phát trong 2 năm tới. Theo WB tỷ lệ lạm phát Việt Nam năm 2014 là 7%, IMF đưa ra con số 7,9% trong khi đó báo cáo "Dự báo triển vọng tại các thị trường tăng trưởng nhanh", Ernst & Young đã đánh giá khá lạc quan về triển vọng kinh tế của Việt Nam và đưa ra dự báo lạm phát của Việt Nam 2 năm tới lần lượt là 6,5% và 6%. Như vậy, lạm phát năm 2014 dự kiến trong khoảng 6,5% - 7,9%. Theo kết quả nghiên cứu của TS. Hà Quỳnh Hoa, tác giả sử dụng mô hình SARIMA cho kết quả dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam và lạm phát năm 2014 là 6,7% và 6,9%; năm 2015 là 5,6% và 7,8%. Như vậy, kết quả dự báo chỉ ra lạm phát ở nước ta có xu hướng tăng. Điều này cho thấy sức ép về lạm phát luôn tồn tại trong nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt khi năm 2014, chính sách tài khóa và trần thâm hụt ngân sách được mở rộng, nhu cầu phát hành tiền để xử lý nợ xấu của các ngân hàng thương mại vẫn tồn tại... Ngoài ra, những biến động của kinh tế thế giới cũng sẽ có những ảnh hưởng không nhỏ đến mục tiêu tăng trưởng và lạm phát của Việt Nam từ nay đến 2020.

- **Lãi suất và tỷ giá hối đoái:** Nhà nước áp dụng chính sách trần lãi suất huy động, lãi suất giảm ở năm 2013 và còn tiếp tục giảm ở năm 2014. Hiện nay, lãi suất huy động kỳ hạn dưới 1 năm giảm còn khoảng 6%/năm, lãi suất dài hạn cao nhất khoảng 8,5%/năm, do đó lãi suất cho vay cũng có xu hướng giảm dần, điều này cho phép các DN tiếp cận vốn vay với chi phí sử dụng vốn thấp hơn. Tuy nhiên, lãi suất tiền gửi tiết kiệm của các ngân hàng giảm nhanh trong khi lãi suất cho các DN vay giảm chậm hơn nhiều, nguyên nhân do các ngân hàng thận trọng hơn trong việc cho vay sau khi nợ xấu của các DN tăng mạnh trong thời gian qua. Mặc dù lãi suất tiết kiệm giảm song đại bộ phận cá nhân, hộ gia đình vẫn tiếp tục

gửi tiền vào ngân hàng vì như vậy an toàn hơn so với đầu tư vàng, chứng khoán hay bất động sản.

Chính phủ điều hành chính sách tỷ giá ổn định suốt thời gian qua, cam kết biên độ dao động trong thời gian tới không quá 1%. Lạm phát và tỷ giá đều ảnh hưởng tới giá cả hàng hóa nói chung từ đó gây ảnh hưởng tới cả doanh thu và chi phí của DN, đặc biệt là DN được bởi phân lớn nguyên vật liệu, tá dược cho sản xuất phải nhập khẩu từ nước ngoài.

*** Về văn hoá - xã hội**

- **Tốc độ tăng dân số:** Dân số nước ta năm 2013 đạt khoảng 90 triệu người, tốc độ hàng năm khoảng 1,05% nên nhu cầu về thuốc chữa bệnh là rất lớn. Việt Nam là một nước đi lên từ nông nghiệp, trên 70% dân số sinh sống ở khu vực nông thôn có mức sống thấp nên nhu cầu thuốc chủ yếu là thuốc có giá thành rẻ. Đây là thị trường cho các doanh nghiệp dược phẩm nội địa sản xuất thuốc generic đáp ứng nhu cầu điều trị với giá dược phẩm phải chăng, phù hợp với thu nhập trung bình thấp của người dân.

- **Thói quen tiêu dùng thuốc:** Mức sống của người dân tăng lên, ý thức về chăm sóc sức khoẻ cũng ngày càng được chú trọng, vì vậy vai trò dược phẩm ngày càng trở nên quan trọng và có xu hướng phát triển mạnh, nhất là ở mảng thuốc bổ và các thực phẩm chức năng tăng cường thể trạng. Tuy nhiên thói quen tiêu dùng thuốc không cần kê toa đối với các bệnh thông thường của đại bộ phận người dân dẫn khiến cho việc quản lý giá thuốc cũng như chất lượng thuốc trở nên khó khăn hơn, trình dược viên giới thiệu bệnh nhân cho các hiệu thuốc dẫn tới tình trạng ăn chia hoa hồng đẩy giá thuốc cao hơn cùng các vấn đề liên quan khác là một khó khăn rất lớn mà các DN dược phẩm cần tìm ra biện pháp điều chỉnh phù hợp.

3.1.2. Định hướng phát triển ngành dược phẩm trong những năm tới

*** Mục tiêu phát triển**

Theo quy hoạch chi tiết phát triển công nghiệp dược Việt Nam giai đoạn 2010 – 2020 tầm nhìn 2030 của Bộ y tế, mục tiêu phát triển tổng quát là: “Xây dựng ngành công nghiệp dược theo hướng chuyên môn hoá phù hợp với phát triển chung của ngành và nhu cầu của xã hội. Hiện đại hóa công nghệ sản xuất, đổi mới trang thiết bị và nghiệp vụ quản lý, chủ động và tích cực hội nhập quốc tế, tăng cường hợp tác đầu tư nước ngoài nhằm nâng cao khả năng đáp ứng nhu cầu thuốc phòng và chữa bệnh cho nhân dân. Sản xuất trong nước là chủ đạo đối với thuốc thuộc danh mục thuốc thiết yếu, thuốc thuộc các chương trình y tế quốc gia.” Như vậy đặt ra yêu cầu cho các doanh nghiệp dược niêm yết cần phải có sự đầu tư rất mạnh theo chiều sâu nhằm thực hiện chuyên môn hoá trong sản xuất và hoàn thành nhiệm vụ đặt ra. Do đó cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp dược niêm yết cũng cần có sự thay đổi nhất định cho phù hợp theo cơ cấu đầu tư.

*** Định hướng phát triển doanh nghiệp dược phẩm niêm yết**

Để đạt mục tiêu phát triển đã đề ra, các DN ngành dược cần có bước đi thích hợp để phát triển chuyên sâu và đồng bộ cả công nghiệp bào chế, công nghiệp sản xuất, công nghiệp bao bì và công nghiệp trang thiết bị phục vụ sản xuất. Định hướng đầu tư phát triển trong giai đoạn 2010 - 2020 tầm nhìn 2020 - 2030 như sau:

- Phát triển và ổn định sản xuất trong nước, xây dựng ngành công nghiệp dược đặc biệt là công nghiệp bào chế có cơ cấu hợp lý, đảm bảo đáp ứng các mục tiêu, chỉ tiêu của ngành. Chú trọng sản phẩm thuốc thiết yếu, thuốc phục vụ các chương trình y tế quốc gia trong từng giai đoạn phát triển cho phù hợp với tình hình thực tiễn của Việt Nam. Hiện tại, các DN mới khai thác hết khoảng 60 - 80% công suất thiết kế, các sản phẩm của các DN ngành dược có sự trùng lặp cao, các dây chuyền sản xuất thuốc có công nghệ hiện đại như thuốc ngấm qua da chưa được các DN đầu tư sản xuất... Do ngành dược Việt Nam phát triển sau, công nghiệp bào chế lạc hậu, nguyên vật liệu chủ yếu phải nhập khẩu nên giá

thành dược phẩm cao, trong khi giá nhập khẩu dược phẩm của Hàn Quốc, Ấn Độ khá rẻ, nên khả năng cạnh tranh của các sản phẩm dược trong nước với sản phẩm dược của các nước trên thế giới là khó khăn. Trước mắt, bên cạnh việc từng bước khắc phục công nghệ bào chế dược, các DN cần tiếp tục khai thác hết công suất của các dây chuyền sản xuất tại các nhà máy cho các nhóm sản phẩm thuộc nhóm thuốc thiết yếu, thuốc chuyên khoa không yêu cầu công nghệ hiện đại, đồng thời kêu gọi đầu tư công nghệ sản xuất hiện đại đối với các dược phẩm đòi hỏi công nghệ sản xuất cao hơn.

- Xây dựng quy hoạch phát triển ngành dược trên cơ sở định hướng chiến lược, đồng thời hoàn thiện các chính sách đầu tư, thu hút, huy động mọi nguồn lực trong xã hội nhằm triển khai thực hiện hiệu quả. Trước hết, các DN dược cần tập trung vào mảng có thể mạnh nhất là công nghiệp dược bào chế trên cơ sở tổng động viên nguồn lực. Tiếp đến, tăng cường hợp tác đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực sản xuất, đặt biệt đối với các sản phẩm mới, thực hiện chuyển giao, tiếp nhận, ứng dụng công nghệ vào sản xuất, đẩy mạnh các hoạt động tiếp thị, xúc tiến thương mại và quảng bá thương hiệu thuốc sản xuất trong nước.

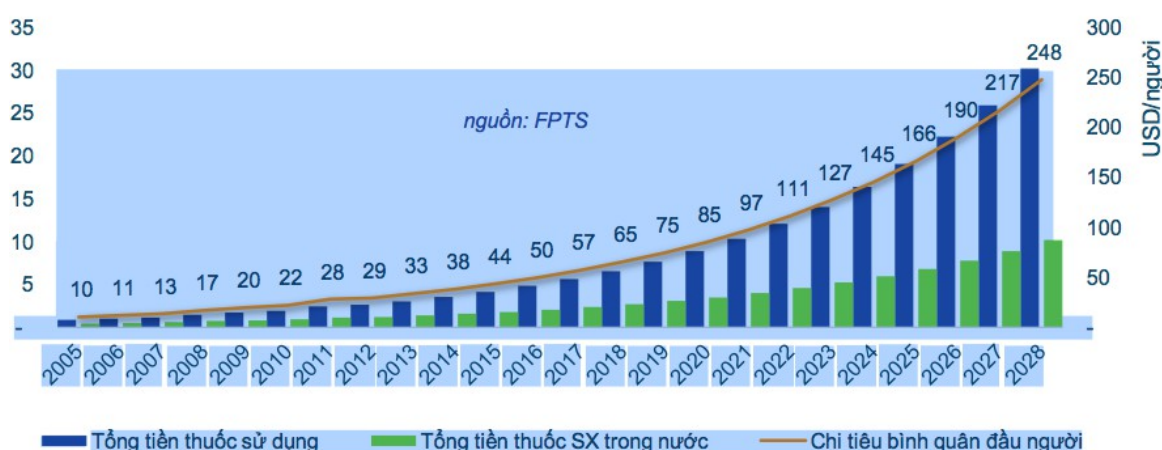
- Các DN ngành dược cần chú trọng nâng cao chất lượng thuốc và dịch vụ cung cấp thông qua việc đáp ứng các tiêu chuẩn về thực hành, bào chế, phân phối theo đúng lộ trình đã ký kết khi tham gia WTO, các DN trang thiết bị phục vụ ngành dược triển khai theo chuẩn ISO.

- Các DN ngành dược được khuyến khích phát triển hoạt động R&D bao gồm nghiên cứu cơ bản, ứng dụng, triển khai và sản xuất thử nghiệm, nhất là các loại thuốc công nghệ cao, vắc-xin sinh phẩm, bao bì và trang thiết bị hiện đại... Điều này góp phần phát triển mạnh ngành công nghiệp hoá dược ở nước ta. Vấn đề sử dụng các công nghệ thân thiện với môi trường và con người cũng cần được chú trọng, DN chủ động áp dụng các biện pháp xử lý phế thải, đảm bảo an toàn chất lượng cuộc sống cho cộng đồng, không gây ô nhiễm môi trường, giữ gìn hệ sinh thái tự nhiên của quốc gia.

*** Dự đoán một số chỉ tiêu kinh tế của ngành dược Việt Nam**

Tốc độ tăng trưởng sản xuất và tiêu dùng thuốc:

Sơ đồ 3.1: Tăng trưởng tổng tiền sử dụng thuốc và mức chi tiêu bình quân đầu người cho dược phẩm



(Nguồn: Báo cáo ngành dược phẩm tháng 4/2014 của FPT securities)

Căn cứ số liệu thống kê của BMI, IMS Health và Cục quản lý dược phẩm Việt Nam, Công ty chứng khoán FPTTS dự đoán một số chỉ tiêu tăng trưởng trọng yếu giai đoạn 2014 - 2028 của ngành dược như sau:

- Tốc độ tăng dân số bình quân cả giai đoạn là 2%/năm, năm 2028 sẽ vượt mốc 120 triệu người. Nhà nước vẫn đang có chính sách giảm tốc độ tăng dân số.
- Tăng trưởng tổng tiền sử dụng thuốc ở nước ta bình quân 17%/năm do nhu cầu sử dụng thuốc tăng và giá thuốc tăng (bình quân 8,6%/năm).
- Tăng trưởng tổng tiền sử dụng thuốc sản xuất 14,3%. Với tốc độ tăng nhanh và mạnh như vậy dự tính các DN trong nước đáp ứng được 80 - 90% nhu cầu thuốc cần thiết trong nước, đẩy mạnh xuất khẩu, cải thiện cán cân thanh toán xuất nhập khẩu dược phẩm hiện nay.

3.2. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

Cơ cấu nguồn vốn có tác động tới tất cả các hoạt động của DN, đặc biệt là rủi ro tài chính và tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, điều đó quyết định đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Trên cơ sở phân tích đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn, thấy được điểm mạnh, điểm yếu của cơ cấu nguồn vốn hiện tại; căn cứ vào định hướng phát triển ngành được đặt trong bối cảnh kinh tế - xã hội cụ thể; dựa trên cơ sở kết quả nghiên cứu trình bày ở chương 1 và chương 2, tác giả đề xuất một số giải pháp góp phần hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn cho các DNNY trong ngành dược phẩm ở Việt Nam. Để các giải pháp được triển khai đi vào thực tế, đòi hỏi sự nỗ lực và quyết tâm rất lớn từ phía các doanh nghiệp.

3.2.1. Doanh nghiệp đưa ra các quyết định đầu tư đúng đắn

Một trong những nội dung quan trọng nhất của doanh nghiệp là đưa ra được các quyết định đầu tư. Quyết định đầu tư mang tính chiến lược, giữ vai trò quyết định tới sự tồn tại và phát triển của DN. Quyết định đầu tư liên quan tới tài sản đầu tư mà tài sản đầu tư ảnh hưởng trực tiếp đến cơ cấu nguồn vốn. Nếu doanh nghiệp đầu tư mở rộng sản xuất thì doanh nghiệp phải đầu tư bổ sung tài sản cố định mà vốn đầu tư cho tài sản cố định thường là vốn dài hạn được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, khi đó vốn chủ sở hữu tăng. Nếu doanh nghiệp đầu tư mở rộng hoạt động thương mại, dịch vụ... thì doanh nghiệp không đầu tư nhiều vào tài sản cố định mà đầu tư bổ sung vốn lưu động, đặc điểm VLD nhỏ, luân chuyển nhanh, nên DN sử dụng vốn vay, khi đó cơ cấu nguồn vốn sẽ nghiêng về nợ phải trả.

Nếu quyết định đầu tư đúng đắn sẽ tạo ra giá trị gia tăng cho DN. Dự án đầu tư tốt sẽ tạo tiền đề cho việc sử dụng vốn đạt hiệu quả cao, giá trị doanh nghiệp tăng, từ đó tăng vốn chủ sở hữu cho doanh nghiệp. Ngược lại, nếu quyết định đầu tư sai sẽ gây ra nhiều hệ lụy xấu. Một sai lầm trong quyết định đầu tư, kéo theo sai lầm trong quyết định tài trợ, kết quả hoạt động kinh doanh thua lỗ, DN mất vốn, cơ cấu nguồn vốn bị ảnh hưởng nghiêm trọng.

Ví dụ công ty Dược Imexpharm đã lựa chọn đầu tư có trọng điểm các dự án theo đúng định hướng chiến lược tập trung vào phân khúc sản phẩm chất lượng cao với các dòng sản phẩm chính. Nhà máy Cephalosporin đạt chuẩn sản xuất từ năm 2011. Công ty quyết định lựa chọn đầu tư nhà máy thuốc tiêm Pelicillin và lựa chọn thiết bị máy móc tiên tiến hiện đại nhất được nhập từ Bosch của Đức có giá trị rất cao. Hai nhà máy này của IMP có thể sản xuất thuốc kháng sinh dạng bột tiêm, đây là dòng sản phẩm riêng của IMP mà đa số các DN dược trong nước không sản xuất được. Như vậy, có thể thấy rõ chiến lược đầu tư của IMP, đầu tư các dự án có chi phí đầu tư ban đầu cao, thời gian quay vòng vốn và thu hồi vốn dài, rủi ro rất lớn, nhưng đây là một chiến lược đầu tư hợp lý và có tầm nhìn dài hạn, thể hiện qua lợi nhuận các năm cao và tăng đều, vốn chủ sở hữu được bổ sung đáng kể (năm 2009 đến năm 2013, tỷ suất vốn chủ sở hữu tăng từ 74% lên 83%)

Khác với IMP, VMD ít chú trọng đầu tư TSCĐ, VMD đầu tư chủ yếu vào các khoản đầu tư tài chính, đầu tư kinh doanh bất động sản, đầu tư góp vốn vào công ty con... Trong giai đoạn vừa qua, hội đồng quản trị của Công ty đã quyết định chấm dứt hoạt động của nhiều chi nhánh tại Đà Nẵng, Cần Thơ, An Giang và ngừng hoạt động trung tâm nghiên cứu trồng và chế biến cây thuốc ở Đà Lạt. VMD cũng đã liên tiếp lựa chọn đầu tư thành lập các công ty con: đầu tư lập công ty TNHH Vimedimex ở Bình Dương năm 2010, công ty TNHH Vimedix ở Hà Nội năm 2011 và công ty TNHH dược liệu Vimedimex năm 2012. Ngoài ra Công ty tham gia đầu tư dự án thông qua các hợp đồng liên doanh, liên kết như dự án Bệnh viện Phổi trung ương, đầu tư CTCP BV Pharma... Có thể thấy hoạt động đầu tư của VMD thiếu định hướng chiến lược rõ ràng, dàn trải và hiệu quả đầu tư thấp, điều này ảnh hưởng nghiêm trọng tới tỷ lệ vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Con số cho thấy quy mô tài sản của VMD giảm dần, năm 2011 tổng tài sản gần 3.200 tỉ đồng, nhưng đến năm 2013 tổng tài sản còn gần 2.000 tỉ đồng. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu của VMD giảm dần qua các năm, năm 2009 là 60%, năm 2010 là 55%, năm 2011 là 42% và năm 2012, 2013 là 27%. Con số này

cũng là một bài học đắt giá để VMD xem lại các quyết định đầu tư của mình. Trong thời gian tới VMD cần định hướng lại chiến lược đầu tư rõ ràng. VMD nên tập trung vào thế mạnh là phân phối, kinh doanh dược phẩm, hạn chế đầu tư ngoài ngành, thực hiện rà soát lại dự án đã đầu tư, tập trung cho các dự án trọng điểm như dự án phối hợp với công ty Pharma, dự án đầu tư vào bệnh viện... nhanh chóng thu hồi vốn ở các dự án đầu tư vào công ty con mà hiện đang duy trì hoạt động dưới dạng ứng vốn.

Với những quyết định đầu tư khả khi được lựa chọn, nhà quản trị tài chính phải tìm mọi biện pháp để huy động tối đa số vốn hiện có. Trước hết ưu tiên sử dụng nguồn vốn bên trong, DN cần khai thác triệt để nguồn vốn nội sinh từ lợi nhuận để lại vì sử dụng nguồn vốn này DN chủ động trong việc đáp ứng kịp thời vốn cho đầu tư, không bị lỡ các cơ hội đầu tư tốt, không bị áp lực thanh toán khi đến hạn. Đồng thời DN khai thác triệt để các nguồn vốn bên ngoài có chi phí sử dụng vốn thấp, tận dụng tối đa nguồn vốn chiếm dụng, có thể áp dụng biện pháp động viên vốn từ cá nhân, tập thể người lao động trong DN, tranh thủ các mối quan hệ với bạn hàng hoặc dùng chính uy tín của DN để hỗ trợ cho việc huy động vốn.

Ví dụ Công ty Imexpharm, Dược Hậu Giang đã thực hiện biện pháp để lại lợi nhuận, huy động vốn từ người lao động trong DN làm tăng đáng kể số vốn chủ sở hữu. Nhưng TRA, VMD. VMD lại trả cổ tức cao, dành phần lớn lợi nhuận để khen thưởng. Cổ tức năm 2011 của VMD là 20% trên vốn điều lệ ứng với số tiền là 16,3 tỷ đồng. Số tiền này lớn hơn lợi nhuận từ kết quả kinh doanh, năm 2011 là 257 triệu đồng và lớn hơn cả số dư lợi nhuận sau thuế chưa phân phối là 3,5 tỷ đồng. Có thể thấy đây là 1 quyết định không có lợi cho cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp, nó ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn, làm giảm tỷ lệ vốn chủ sở hữu của VMD. Trong thời gian tới VMD nên xây dựng chính sách phân chia lợi nhuận hợp lý để gia tăng lợi nhuận để lại, tận dụng được nguồn vốn nội sinh, xây dựng cơ cấu nguồn vốn hợp lý.

3.2.2. Doanh nghiệp hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

Trong mỗi giai đoạn phát triển, DN đưa ra mục tiêu cụ thể cho phù hợp với đặc điểm của DN, phù hợp với tình hình kinh tế - xã hội ở giai đoạn đó. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu cũng là một trong những mục tiêu mà doanh nghiệp cố gắng đạt tới. Cơ cấu nguồn vốn luôn biến động vì vậy DN cần xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho từng giai đoạn phát triển cụ thể.

Đứng trước cuộc khủng hoảng kinh tế trong giai đoạn vừa qua, các DN gặp rất nhiều khó khăn do khách quan đem lại. Muốn tồn tại và phát triển trong giai đoạn tới, các DN cần xây dựng một cơ cấu nguồn vốn mục tiêu chi tiết, làm cơ sở cho việc tổ chức huy động các nguồn vốn một cách kịp thời, tiết kiệm và có hiệu quả. Trong thực tế, việc lựa chọn nguồn vốn huy động là rất phức tạp bởi với mỗi hình thức huy động vốn đều tồn tại những ưu nhược nhất định. Đặc điểm mỗi doanh nghiệp phù hợp với mỗi nguồn vốn khác nhau, nên không có một cơ cấu nguồn vốn mục tiêu chung cho tất cả các DN, kể cả các DN cùng lĩnh vực, cùng ngành nghề kinh doanh, có điều kiện kinh doanh tương đồng, thậm chí trong một DN, ở những thời điểm khác nhau thì cơ cấu nguồn vốn cũng khác nhau. Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của mỗi doanh nghiệp là khác nhau và sẽ thay đổi theo từng thời kỳ, từng giai đoạn phát triển nhất định.

Để hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu, DN cần tuân thủ các nguyên tắc, xem xét các nhân tố ảnh hưởng, kết hợp các dự báo thay đổi trong tương lai, căn cứ vào chiến lược phát triển, mục tiêu của DN trong từng giai đoạn cụ thể... có như vậy DN mới đảm cơ cấu nguồn vốn mục tiêu có hiệu quả trong thực tiễn.

Doanh nghiệp muốn xây dựng cơ cấu nguồn vốn mục tiêu thì DN cần xuất phát từ những yếu tố căn bản của doanh nghiệp và hướng giải pháp vào các yếu tố đó. Các yếu tố này chia thành 3 nhóm: nhóm 1 là các yếu tố ảnh hưởng đến thiện chí sử dụng nợ vay, nhóm 2 là các yếu tố ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng nợ vay, nhóm 3 là các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng huy động nợ vay.

Nhóm 1: Yếu tố ảnh hưởng đến thiện chí sử dụng nợ vay: tâm lý của nhà quản lý thể hiện qua khuynh hướng chấp nhận rủi ro và mức độ chấp nhận chia

sẽ quyền kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp. Những DN mà nhà quản lý có nhiều năm kinh nghiệm, dám chấp nhận rủi ro, chấp nhận chia sẻ quyền kiểm soát DN thì sẽ có xu hướng vay nợ nhiều hơn.

Nhóm 2: Yếu tố ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng nợ vay: từ mục tiêu chiến lược và tiềm lực vốn nội bộ trong DN, nhà quản trị DN sẽ xác định nhu cầu vốn vay của DN mình. Các DN không có dự định mở rộng kinh doanh hoặc có nguồn vốn nội bộ dồi dào sẽ sử dụng ít nợ vay, các DN có kế hoạch mở rộng kinh doanh nhưng nguồn vốn hạn chế có nhu cầu sử dụng nợ vay lớn.

Nhóm 3: Yếu tố ảnh hưởng đến khả năng huy động nợ vay: DN có thông tin minh bạch và mạng lưới quan hệ rộng thì khả năng tiếp cận và huy động vốn vay tốt. DN có quy mô lớn, nhiều tài sản thế chấp hoặc có tiềm năng tăng trưởng tốt cũng có thể vay vốn dễ dàng hơn.

Ví dụ: Trong giai đoạn phát triển thời gian tới, Dược phẩm Imexpharm (IMP) lựa chọn hướng đi tập trung vào chất lượng sản phẩm, nên ngoài nguồn nguyên liệu cao cấp được nhập khẩu từ các nước Châu Âu - Bắc Mỹ thì IMP còn đầu tư công nghệ sản xuất hiện đại của Đức. Mục tiêu trong những năm tới là DN đi đầu về công nghệ trong sản xuất thuốc. Năng lực sản xuất hiện tại của Công ty với 2 nhà máy Cephalosporin và nhà máy thuốc tiêm Penicillin sẽ đáp ứng nhu cầu sản xuất của IMP trong 10 năm tới. Nhà máy Non - betalactam nếu tăng trưởng sản lượng 6%/năm thì tới năm 2023 mới chạm ngưỡng công suất thiết kế.

Cơ cấu nguồn vốn của IMP những năm 2009 - 2013 chủ yếu thiên về vốn CSH với tỷ trọng chiếm từ 74% - 86. IMP kiên trì sử dụng chính sách không vay nợ, toàn bộ các kế hoạch đầu tư IMP sử dụng nguồn vốn tự có hoặc thông qua phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu - cổ đông chiến lược. Lợi nhuận sau thuế của IMP lớn, năm 2013 là 61 tỷ đồng, năm 2014 là 92 tỷ đồng. Nguồn thặng dư vốn cổ phần là quỹ đầu tư phát triển của công ty đạt 511 tỷ đồng.

Xét về chi phí sử dụng vốn, nếu IMP sử dụng vốn CSH sẽ phải chịu chi phí sử dụng vốn cao hơn nhiều so với chi phí sử dụng vốn vay. Hiện chi phí sử dụng vốn CSH của Công ty là 18,6%/năm, trong khi đó nếu đi vay, với mức độ tín nhiệm cao công ty dễ dàng vay vốn với mức lãi suất dưới 15%/năm. Công ty dự kiến cơ cấu nguồn vốn mục tiêu trong giai đoạn 2014 - 2023 có tỷ lệ vốn CSH từ 78% - 80%, đây là cơ cấu nguồn vốn rất an toàn cho hoạt động của DN.

3.2.3. Doanh nghiệp đa dạng hoá nguồn vốn huy động

Hiện nay, các DN được phần lớn mới chỉ sử dụng các hình thức huy động vốn cơ bản đó là vốn CSH (nguồn lợi nhuận để lại, phát hành cổ phiếu thường) và vốn vay (vay ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng). Trong đó, vốn CSH giữ vai trò quan trọng tạo điều kiện để DN tiếp cận các nguồn vốn vay.

Nguồn vốn nội sinh tạo ra sự tăng trưởng bền vững cho DN để tăng vốn CSH, ngoài phần đóng góp từ lợi nhuận không phân phối thì DN thường phát hành thêm cổ phiếu. Tuy nhiên, thị trường cổ phiếu giai đoạn hiện nay trầm lắng, thiếu tính ổn định, DN phát hành cổ phiếu sẽ gặp phải một số bất lợi nhất định như: giá cổ phiếu giảm, tính thanh khoản thấp, cổ phiếu của các DN không hấp dẫn các nhà đầu tư... nên chỉ các DN kinh doanh tốt, có tiềm năng phát triển mạnh, có sự tín nhiệm cao (như DHG, TRA) mới có thể lựa chọn hình thức phát hành cổ phiếu để tăng vốn CSH. Các DN cũng có thể lựa chọn hình thức phát hành cổ phiếu ưu đãi, tăng độ an toàn, tính hấp dẫn cho cổ phiếu nhằm thu hút các nhà đầu tư trên thị trường.

Nguồn vốn ngoại sinh mà DN có thể huy động bao gồm: các nguồn tín dụng ngân hàng; các nguồn tài chính từ thị trường chứng khoán, ngoài ra DN có thể tìm hiểu các loại công cụ tài chính và trung gian tài chính khác giúp DN huy động nguồn vốn nhàn rỗi của các nhà đầu tư.

Với nguồn vốn tín dụng ngân hàng, thực tế hiện nay các ngân hàng cho DN vay đều dựa trên mức độ xếp hạng tín dụng. Thông thường các DN lớn chứng tỏ được tiềm lực tài chính mạnh có hệ số tín nhiệm cao thường vay vốn khá dễ dàng, DN có thể dựa vào mối quan hệ, uy tín của các thành viên trong

HDQT hoặc đối tác để vay vốn theo hình thức tín chấp. Các DN nhỏ muốn vay vốn cần phải chứng minh các tài sản đảm bảo thì mới tiếp cận được các nguồn vốn, đây là một khó khăn rất lớn cho các DN nhỏ. Để tạo dựng mạng lưới quan hệ tín dụng tốt nhằm huy động vốn vay tín dụng, DN có thể áp dụng nhiều giải pháp khác nhau, một trong các giải pháp các DN đã và đang áp dụng là đề cử thành viên của HDQT tham gia vào các tổ chức đoàn thể, các hiệp hội kinh doanh, tích cực, chủ động tham gia các diễn đàn, các hoạt động xã hội để xây dựng niềm tin và phối kết hợp chặt chẽ với các NH trên tinh thần hợp tác - tương hỗ.

Với nguồn vốn tín dụng trung và dài hạn, các DN được có thể sử dụng nhiều hình thức huy động vốn mới phù hợp hơn trong giai đoạn hiện nay như: thuê tài chính, phát hành trái phiếu thường và trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu... Các DN hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, khai thác, xây dựng có nhu cầu vốn lớn để đầu tư TSCĐ, mà khả năng tài chính không đáp ứng được thì thuê tài chính là một lựa chọn phù hợp. Về bản chất thì thuê tài chính cũng là một hình thức tín dụng ngân hàng nhưng là hình thức tín dụng bằng tài sản, doanh nghiệp chẳng những không cần ký quỹ đảm bảo hay thế chấp tài sản mà còn có thể được tài trợ đến 100% vốn đầu tư. Lãi suất dựa trên sự thỏa thuận của hai bên. DN được hoàn toàn chủ động trong việc lựa chọn máy móc thiết bị, nhà cung cấp, cũng như mẫu mã chủng loại theo yêu cầu. Như vậy doanh nghiệp vừa được sử dụng tài sản cố định đáp ứng nhu cầu sản xuất kinh doanh, vừa đảm bảo vốn lưu động. Có thể thấy hình thức này phù hợp với các DN được có quy mô vốn nhỏ, tiềm lực tài chính yếu, rủi ro công nghệ cao.... Tuy hình thức này có chi phí sử dụng vốn cao hơn so với các hình thức tín dụng trung và dài hạn khác nhưng đây là kênh huy động vốn hữu hiệu, phù hợp cho các DN được trong điều kiện hiện nay.

Một hình thức huy động vốn quan trọng mà DN có thể khai thác sử dụng chính là trái phiếu DN. Đây là hình thức vay vốn cực kỳ phổ biến trên thế giới và nhiều quốc gia phát triển trong khu vực. Hiện nay nguồn vốn huy động được từ trái phiếu DN tại Việt Nam không đáng kể, trong thời gian tới các DN Việt Nam,

đặc biệt là những DN lớn nên cân nhắc việc huy động vốn bằng phát hành trái phiếu. Các DN nên chú ý giới thiệu trái phiếu đến các nhà đầu tư nước ngoài, vì đây là nguồn vốn vô cùng tiềm năng mà các DN Việt Nam hầu như chưa khai thác được. Các nhà đầu tư nước ngoài, nhất là những nhà đầu tư lớn có tiềm lực tài chính mạnh rất thích đầu tư trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp của các nước đang phát triển như Việt Nam, vì tiềm năng tăng trưởng của các loại trái phiếu này là rất cao, lãi suất cũng hấp dẫn hơn so với trái phiếu của các quốc gia phát triển. Khi nguồn vốn trong nước bị hạn chế và gặp khó khăn thì việc tận dụng nguồn vốn nước ngoài sẽ là một kênh huy động vốn rất thuận lợi đối với các DN Việt Nam.

Với các DN có quy mô nhỏ, việc phát hành trái phiếu gặp khó khăn hoặc chưa đủ điều kiện phát hành thì DN có thể tìm đến các quỹ đầu tư hoặc các công ty đầu tư mạo hiểm, vì đây là những trung gian tài chính sẵn sàng chấp nhận mạo hiểm đầu tư vào các DN nhỏ thậm chí các DN mới thành lập nếu các dự án của các DN đó hấp dẫn, khả năng sinh lợi cao và lãi suất trái phiếu cao. Điều này giúp các DN nhỏ hạn chế rủi ro, giảm chi phí huy động sử dụng vốn, đa dạng hóa cơ cấu tài trợ nguồn vốn.

Với các DN xuất nhập khẩu, nên tận dụng những hình thức tài trợ thương mại quốc tế đang ngày càng được nhiều ngân hàng trong nước áp dụng như: chiết khấu thương phiếu, cầm cố giấy tờ có giá, các loại thư tín dụng (L/C), bao thanh toán... Đây là những phương tiện vô cùng thuận lợi và hữu ích đối với các DN xuất nhập khẩu vì chúng giúp hạn chế rủi ro trong giao dịch và thanh toán quốc tế, đồng thời giúp DN chủ động tránh khỏi những thiếu hụt tạm thời về vốn lưu động trong quá trình hoạt động kinh doanh. Trong xu thế hội nhập toàn cầu hóa, quy trình thực hiện xuất nhập khẩu đang được ngày càng hoàn thiện hơn, nhiều văn bản quy định và hướng dẫn được ban hành, biểu phí của ngân hàng cũng đã và đang được giảm xuống... việc sử dụng những phương tiện tài trợ này trở thành một xu hướng tất yếu. Đây là một nguồn vốn các DN nên chủ động tìm hiểu, tiếp cận, khai thác và sử dụng.

Các DN cũng có thể kêu gọi nguồn vốn liên doanh liên kết với các nhà đầu tư nước ngoài. Việc đầu tư vào dây chuyền công nghệ mới, sản xuất các loại thuốc đặc trị, nhóm thuốc chuyên khoa... làm nảy sinh nhu cầu vốn đầu tư rất lớn. Các DN dược nên xem xét lựa chọn hình thức gọi vốn liên doanh liên kết. Đây là xu hướng hiện được nhiều DN dược sử dụng, đi đầu là IMP, DMC...

Có thể nói, hiện nay các DN có nhiều kênh huy động vốn nhiều hình thức khác nhau. Mỗi hình thức huy động vốn đều có những ưu điểm, nhược điểm và điều kiện thực hiện riêng. Các DN dược phải căn cứ vào điều kiện cụ thể của DN mình, chủ động, mạnh dạn và tích cực hơn nữa trong việc lựa chọn, tiếp cận, áp dụng các kênh huy động vốn mới sao cho phù hợp, tiết kiệm chi phí và đạt hiệu quả cao nhất.

Ví dụ DHG áp dụng biện pháp khai thác hiệu quả nguồn vốn vay cá nhân người lao động trong công ty. TRA áp dụng biện pháp hạn chế vay nợ mới, tranh thủ khoản vay cũ theo hạn mức tín dụng với lãi suất tương đối thấp. TRA có khoản vay với NH TMCP Công thương Việt Nam theo hạn mức tín dụng 210 tỷ, số dư nợ gốc cuối năm 2013 mới sử dụng là 65 tỷ, lãi suất cho vay trên kế ước nhận nợ không quá 6 tháng với lãi suất 7%/năm. OPC cũng đã ưu tiên sử dụng các nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn thấp hơn như sử dụng các nguồn vốn vay ngắn hạn, năm 2013 không còn khoản vay dài hạn. Với khoản vay ngắn hạn khi hết hợp đồng, OPC đàm phán kí kết gia hạn hợp đồng tranh thủ quan hệ hiểu biết lẫn nhau với ngân hàng, OPC đã gia hạn hợp đồng tín dụng với NH TMCP phát triển nhà Đồng bằng sông Cửu Long, nâng hạn mức tín dụng từ 20 tỷ lên 30 tỷ và kéo dài thời gian đáo hạn đến 2/12/2015.

Bên cạnh những DN khai thác đa dạng nguồn vốn, vẫn còn nhiều DN chưa khai thác tốt nguồn vốn hiện có, chưa chủ động tìm nguồn vốn có chi phí sử dụng thấp hơn như VMD, Dược Hà Tây, Dược Bến Tre... VMD hiện có rất nhiều khoản vay mới chỉ sử dụng chưa đến 50% dư nợ cho vay nhưng năm 2013 vẫn vay thêm các khoản vay mới, đặc biệt có khoản vay cá nhân với lãi suất cao,

khoản vay cá nhân với lãi suất cao này VMD dùng để đảo nợ trong thời gian thiết lập hợp đồng vay mới.

Các DN nhỏ hơn như DHT, DBT có nhu cầu vay vốn lớn nhưng việc tiếp cận được các nguồn vốn vay từ NHTM, đặc biệt là vay dài hạn rất khó khăn do không đáp ứng các điều kiện cho vay, nên cả hai DN này đều phải sử dụng khoản vay cá nhân với lãi suất cao hơn lãi suất vay ngân hàng 2 - 3%/ năm. Năm 2013, DBT vay ngắn hạn NH với lãi suất 9% - 10,5% trong khi đó phải vay cá nhân theo hình thức tín chấp với lãi suất 10,5% - 12%/năm. Việc tìm được nguồn tài trợ với chi phí sử dụng vốn thấp hơn là cần thiết cho các DN để giảm thiểu chi phí lãi vay trong kỳ.

3.2.4. Doanh nghiệp nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp

Quản trị doanh nghiệp là hoạt động tổng quát, điều hành mọi vấn đề của doanh nghiệp, như cơ cấu doanh nghiệp, định hướng phát triển, khoa học công nghệ, nhân sự, dây chuyền sản xuất, sản phẩm và quản trị tài chính... Quản trị doanh nghiệp hiệu quả bao hàm cả việc thiết lập tốt mối quan hệ với các bên liên quan, nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn vốn, giảm chi phí huy động vốn, từ đó hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Muốn như vậy DN cần áp dụng các chuẩn mực quốc tế về quản trị DN, đảm bảo chất lượng quản trị doanh nghiệp.

Theo kết quả khảo sát 100 DNNY lớn nhất TTCK Việt Nam do IFC - diễn đàn Quản trị toàn cầu và UBCKNN thực hiện năm 2012, thì hầu hết các DN có chung nhược điểm là kiến thức chuyên sâu về quản trị DN còn yếu, việc thực hiện quản trị DN chủ yếu nhằm đối phó, tuân thủ quy định hơn là tự nguyện. Để nâng cao chất lượng công tác quản trị DN, DN cần thực hiện một số nội dung sau:

Thứ nhất, nâng cao hơn nữa nhận thức về tầm quan trọng của việc quản trị DN, chú trọng hơn đến vấn đề bảo vệ quyền của cổ đông cũng như các bên liên quan, tăng cường công khai minh bạch, đảm bảo trách nhiệm của HĐQT trong giám sát rủi ro.

Thứ hai, thiết lập một chuẩn mực quản trị điều hành riêng cho DNNY dựa trên bộ quy tắc về quản trị DN và những đặc điểm riêng của DNNY theo hướng phù hợp với chuẩn mực quốc tế, DN có thể nhờ các chuyên gia kinh tế, chuyên gia luật... để tư vấn đúng đắn về nội dung này.

Thứ ba, tăng cường vai trò của ban kiểm soát và bộ phận kiểm toán nội bộ. Đây là công cụ giúp phát hiện và cải tiến điểm yếu trong hệ thống quản lý của DN. Các thống kê trên thế giới cho thấy các DN có bộ phận kiểm soát và kiểm toán nội bộ hoạt động hiệu quả thường có báo cáo đúng hạn, BCTC minh bạch và có độ chính xác cao, khả năng gian lận thấp, hiệu quả sản xuất kinh doanh cao.

Quản trị tài chính là nội dung quan trọng nhất của quản trị DN. Vì vậy DN cần tăng cường sự phối hợp giữa HĐQT, ban kiểm soát, giám đốc tài chính... trong việc ra quyết định tài chính nói chung và quyết định CCNV nói riêng. DN cần tăng cường vai trò của giám đốc tài chính (CFO). Ngoài các vai trò truyền thống về nguyên tắc kế toán tài chính, CFO phải đưa ra những kiến nghị mang tính chiến lược cho HĐQT dựa trên những phân tích và dự báo tài chính.

3.2.5. Doanh nghiệp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính giống như con dao hai lưỡi, doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính một mặt có thể khuếch đại ROE và EPS, mặt khác cũng có thể khiến ROE và EPS sụt giảm rất sâu. Vì vậy các DN cần điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn sao cho việc sử dụng đòn bẩy tài chính phát huy được các lợi thế, đem lại hiệu quả tích cực cho DN.

Qua phân tích thực trạng cơ cấu nguồn vốn, tác động của cơ cấu nguồn vốn tới các hoạt động của DN, đặc biệt là ROE, tác giả đề xuất một số giải pháp cho các nhóm DN như sau:

- Nhóm doanh nghiệp có BEP cao hơn lãi suất vay vốn: Tiêu biểu cho nhóm này là một số doanh nghiệp như DHG, TRA và PMC, những DN này nên điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng sử dụng nợ vay, tăng hệ số nợ để khuếch đại ROE hơn nữa, nhất là DHG vì DHG có hệ số vốn CSH rất cao.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp dược Việt Nam có đặc điểm chung là: đầu tư dây chuyền trùng lắp, công nghệ đạt mức trung bình, chủ yếu tập trung vào dòng sản phẩm bình dân, phổ biến, thiếu các dòng thuốc đặc trị và chuyên dùng, các DN sản xuất dừng lại ở khâu bào chế dược liệu đơn giản... vì vậy, để nâng cao năng lực cạnh tranh, để có những thành công mới xuất sắc, các doanh nghiệp cần có những đầu tư mang tính đột phá như: nghiên cứu dược phẩm mới cho những bệnh nan y và những dịch bệnh mới xuất hiện, áp dụng thành tựu khoa học công nghệ hiện đại vào chế biến sản xuất dược phẩm... khi đó nhu cầu vốn rất lớn, nhất là nguồn vốn dài hạn, DN sẽ phải tìm nguồn huy động vốn để đáp ứng nhu cầu vốn cho doanh nghiệp.

Một số giải pháp nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của doanh nghiệp là sử dụng vốn vay, phát hành trái phiếu hoặc sử dụng phương thức thuê tài chính... DHG hiện nay là DN dẫn đầu về thị phần cũng như quy mô vốn trong các DN dược niêm yết nhưng so với các DN có vốn đầu tư nước ngoài thì quy mô vốn của DHG còn rất nhỏ bé. DHG cần gia tăng mức độ sử dụng nợ vay, đồng thời cần tăng vốn CSH trong tương lai để mở rộng quy mô, nâng cao khả năng cạnh tranh với các DN có vốn đầu tư nước ngoài. Các doanh nghiệp có quy mô lớn, có uy tín cao có thể cân nhắc, xem xét, lựa chọn hình thức huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu phổ thông hoặc trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu để huy động lượng vốn lớn, nhằm khuyến khích đại tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. Các doanh nghiệp khác tùy điều kiện cụ thể để áp dụng các hình thức huy động vốn mới gia tăng mức độ sử dụng nợ vay, từ đó điều chỉnh dần cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng hệ số nợ, tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu.

- Nhóm doanh nghiệp có BEP ở mức thấp: khi đòn bẩy tài chính tác dụng ngược chiều làm giảm ROE thì DN cần điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng giảm hệ số nợ. Tiêu biểu cho các DN nhóm này là VMD, SPM, PPP... các DN này đã ưu tiên để lại lợi nhuận tái đầu tư nhưng phần lợi nhuận để lại này không lớn, chỉ đáp ứng một phần rất nhỏ nhu cầu vốn của doanh nghiệp, vì vậy DN cần

huy động thêm các nguồn vốn khác. Để giảm hệ số nợ, nâng cao hệ số vốn CSH, các DN có thể tăng vốn CSH bằng cách phát hành cổ phiếu để huy động vốn.

Thị trường chứng khoán giai đoạn hiện nay tuy không phát triển mạnh nhưng cũng khá thuận lợi cho các DN phát hành cổ phiếu huy động vốn vì Nhà nước đang thực hiện tái cấu trúc thị trường chứng khoán. Nhóm DN này cũng có thể giảm hệ số nợ bằng cách thương lượng với chủ nợ thực hiện chuyển đổi từ nợ vay thành vốn góp cổ phần. Trong trường hợp quy mô vốn tăng, để giảm hệ số nợ các DN cần đảm bảo tốc độ tăng của vốn CSH luôn cao hơn so với tốc độ tăng của nợ vay.

Với nhóm doanh nghiệp có BEP thấp, giải pháp ưu tiên sẽ tập trung vào kiểm soát chi phí, doanh thu, lợi nhuận để tạo nguồn vốn nội sinh, từ đó tăng hệ số vốn chủ sở hữu cho doanh nghiệp. Song song với nâng cao kết quả hoạt động kinh doanh, DN cần thực hiện các giải pháp tăng vốn CSH để giảm tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính.

Bên cạnh việc chia nhóm doanh nghiệp theo BEP, tác giả xin đề xuất chia nhóm doanh nghiệp theo đặc điểm sản xuất kinh doanh. Chuỗi giá trị của các doanh nghiệp ngành dược tập trung mạnh theo từng khâu như khâu nghiên cứu, khâu sản xuất, khâu phân phối... nên mỗi nhóm DN sẽ có một cơ cấu nguồn vốn mục tiêu khác nhau.

Nhóm các DN nghiên cứu, sản xuất nên duy trì một cơ cấu nguồn vốn tương đối ổn định, hệ số nợ thấp, cơ cấu nguồn vốn thiên về vốn CSH vì DN phải đầu tư rất lớn về tài sản cố định và chi phí nghiên cứu sản phẩm mới. Các doanh nghiệp như Imexpharm, Traphaco, Pharmedic, OPC... tỷ lệ vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng từ 69 % - 83%. Nếu các doanh nghiệp này có tỷ suất lợi nhuận cao hơn lãi suất huy động vốn thì doanh nghiệp nên xem xét việc huy động vốn vay, tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế để tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, sử dụng đòn bẩy tài chính để khuếch đại lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Nhóm các DN phân phối thường có hệ số nợ cao, vốn CSH chiếm một tỷ trọng nhỏ. Qua nghiên cứu chi tiết các doanh nghiệp, hầu hết các doanh nghiệp phân phối chủ yếu sử dụng vốn vay ngắn hạn, tín dụng thương mại và vốn chiếm dụng của người bán... Nguồn vốn này, về hình thức DN không phải trả lãi, nhưng về bản chất lãi phải trả nằm ở giá mua các yếu tố đầu vào. Việc sử dụng vốn chiếm dụng tuy thuận tiện nhưng lại khá nguy hiểm, bởi các nguồn vốn này có thời hạn ngắn, tính ổn định thấp, DN sẽ gặp phải nguy cơ mất khả năng thanh toán. Các doanh nghiệp được phẩm hoạt động phân phối có hệ số nợ khá cao từ 69% - 92%, tiêu biểu là được phẩm Phong Phú, được phẩm Vimedimex, được phẩm Bền tre... Tuy nhu cầu vốn nhỏ, vốn luân chuyển nhanh nhưng các DN phân phối nên gia tăng vốn chủ sở hữu, đảm bảo an toàn tài chính cho doanh nghiệp, tuyệt đối tránh tình trạng mất khả năng thanh toán, gây ảnh hưởng đến lợi nhuận và uy tín của doanh nghiệp.

3.2.6. Doanh nghiệp quản trị hiệu quả dòng tiền

Quản trị dòng tiền là một trong các nội dung rất quan trọng trong quản trị tài chính DN, quyết định tới sự tồn tại của DN. Dòng tiền được quản trị tốt đồng nghĩa với việc DN đảm bảo khả năng thanh toán đối với các khoản nợ đến hạn, như vậy DN tránh được các khoản vay phát sinh để đáp ứng cho các khoản phải chi trả. Quản trị dòng tiền ảnh hưởng trực tiếp đến cơ cấu nguồn vốn của DN, nếu DN không quản trị tốt dòng tiền, sẽ phát sinh các khoản vay đột xuất không nằm trong kế hoạch, doanh nghiệp sẽ mất sự chủ động, có thể gặp phải những rủi ro khi không đáp ứng được các nhu cầu cấp thiết, điều đó đe dọa tới khả năng thanh toán, uy tín và lợi nhuận của DN.

Để quản trị tốt dòng tiền, nhà quản trị tài chính DN cần hiểu và nắm rõ cách thức vận hành, lưu chuyển tiền của DN mình để có hướng điều chỉnh phù hợp. Dòng tiền trong DN lưu thông theo một chu trình khép kín, liên tục vào, ra phục vụ cho ba hoạt động chính là hoạt động sản xuất kinh doanh, hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính. Cơ cấu nguồn vốn sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu

quả quản trị dòng tiền, và ngược lại, khi dòng tiền được quản trị tốt cũng góp phần nâng cao hiệu quả của cơ cấu nguồn vốn.

Để quản trị tốt dòng tiền DN cần thực hiện các nhiệm vụ cụ thể bao gồm: Lập kế hoạch và dự báo dòng tiền; cải thiện dòng tiền vào; quản lý chặt chẽ dòng tiền ra, chủ động sử dụng linh hoạt các biện pháp tài chính khi thâm hụt tiền mặt.

Lập kế hoạch và dự báo dòng tiền là việc làm cần thiết, thường xuyên của các DN niêm yết. Tuy nhiên, vấn đề lập và dự báo sao cho sát với thực tế không phải DN nào cũng làm tốt, nó phụ thuộc phần lớn bởi năng lực của nhà quản trị DN. Mỗi DN đều có đặc điểm hoạt động đặc thù riêng, từ thị trường nguyên liệu, quy trình sản xuất, mạng lưới phân phối, chiến lược đầu tư, chiến lược huy động trong từng thời kỳ... nên dự báo dòng tiền đòi hỏi phải là những dự đoán có căn cứ hợp lý dựa trên nhiều yếu tố như: nhu cầu sản xuất và đầu tư trong tương lai, tính chất các khoản thu - chi, dự kiến biến động của thị trường... Điều cần chú ý trong việc lập kế hoạch dòng tiền đó là tính linh hoạt để phù hợp với điều kiện thực tế thị trường, DN cũng cần tuân thủ nguyên tắc thận trọng đảm bảo sự an toàn cho dòng tiền của DN. Đối với các khoản mục nhạy cảm như dự báo sản lượng tiêu thụ có thể xác định một số lượng kỳ vọng theo các thông tin thị trường. Giá bán sản phẩm cũng là yếu tố DN cần nghiên cứu kỹ vì nó ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu, chính sách bán chịu sẽ chi phối lớn tới số tiền phải thu trong kỳ. Với các khoản thu chi cố định theo hợp đồng như các hợp đồng vay vốn thì DN cần chú ý tới sự biến động của yếu tố lãi suất...

Một nội dung nữa hết sức quan trọng ở khâu này là DN cần xác định một lượng tiền mặt dự trữ tối thiểu để sử dụng như một công cụ phòng ngừa rủi ro sau khi đã cân đối thu - chi trong kỳ. Trong điều kiện luồng thu - chi tiền mặt thay đổi, các DN sử dụng mô hình Miller để định lượng. Thông qua mô hình này nhà quản trị DN dự tính được số tiền cần huy động hay đầu tư trong kỳ để đảm bảo mức tồn quỹ tối ưu, từ đó chủ động huy động vốn hay đầu tư sử dụng hiệu quả vốn của DN.

Giải pháp tiếp theo là cải thiện dòng tiền vào: Đây là giải pháp quan trọng và thực sự cần thiết cho các DN có lưu chuyển tiền thuần trong kỳ âm như 3 doanh nghiệp VMD, SPM và PPP. Dòng tiền thuần của DN giảm chủ yếu do sự giảm sút từ hoạt động kinh doanh. Để cải thiện dòng tiền vào các DN cần chủ động thực hiện các biện pháp cụ thể nhằm cải thiện và nâng cao hiệu quả kinh doanh để tăng dòng tiền vào như: gia tăng doanh thu bán hàng, tăng khả năng thu hồi nợ, quản lý tốt và giảm thiểu các khoản phải chi.

VMD là nhà phân phối chính cho dòng thuốc nhập ngoại, có doanh thu lớn, nhưng do giá vốn hàng bán cao nên lợi nhuận thấp. Nhu cầu thị trường Việt Nam cho dòng thuốc nhập ngoại rất yếu, VMD cần linh hoạt điều chỉnh cơ cấu sản phẩm để phù hợp với thị trường nội địa, góp phần tăng dòng tiền vào cho DN chứ không đơn thuần là chỉ tăng doanh thu.

Đối với các khoản phải thu, nhiều DN có khoản này chiếm tỷ lệ cao so với tài sản ngắn hạn như DHG (khoảng 40%), VMD (82%), SPM (50%), Domesco (56%)... Để giảm thiểu các khoản phải thu, DN cần kiểm soát tốt các khoản công nợ phải thu khách hàng, cải thiện tốc độ bán hàng cũng như tốc độ thu tiền hàng thông qua các biện pháp cụ thể như: có định hướng chính sách bán hàng rõ ràng, xây dựng chính sách tín dụng thương mại phù hợp, xây dựng quy trình thanh toán và thu hồi nợ, chuẩn hoá các quy định thanh toán tiền hàng và có hình thức xử phạt các trường hợp vi phạm và áp dụng các biện pháp thu hồi nợ cần thiết...

Nhà quản trị tài chính cần lập dự báo nhu cầu chi tiêu để cân đối dòng tiền. Lập kế hoạch dòng tiền một cách khoa học và hợp lý góp phần nâng cao khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Thông qua kế hoạch dòng tiền sẽ giúp nhà quản trị hình dung trước dòng tiền vào, dòng tiền ra để chủ động đáp ứng nhu cầu thanh toán chi trả. Qua đó, DN đảm bảo khả năng thanh toán, điều chỉnh ngược lại cơ cấu nguồn vốn cho hợp lý hơn, nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

3.2.7. Doanh nghiệp thực hiện phòng ngừa rủi ro

Các doanh nghiệp được phẩm thường gặp phải ba loại rủi ro chính, đó là rủi ro thị trường, rủi ro tín dụng và rủi ro thanh khoản. Các DN có thể thực hiện một số giải pháp như sau:

- Rủi ro thị trường xảy ra do sự biến động tỷ giá hối đoái, biến động lãi suất và biến động giá cả hàng hoá. Hầu hết các doanh nghiệp được phẩm không thực hiện các biện pháp phòng ngừa rủi ro này vì thiếu thị trường mua bán các công cụ nợ để phòng ngừa. Thực tế phân tích cho thấy có ba doanh nghiệp là TRA, VMD, IMP chịu tổn thất lớn từ rủi ro này do các DN thanh toán nguyên vật liệu nhập khẩu bằng ngoại tệ. Theo phân tích của ban giám đốc TRA, năm 2013 nếu tỷ giá USD thay đổi 10% thì lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp sẽ thay đổi 2,5 tỷ đồng còn nếu lãi suất của các khoản vay thả nổi thay đổi 20% thì lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp thay đổi tương ứng 1,3 tỷ. Đánh giá lại chênh lệch lợi nhuận do tỷ giá biến động của IMP qua các năm 2009 - 2013 lần lượt là âm 130 triệu; âm 1.300 triệu và âm 136 triệu đồng. Tương tự với VMD năm 2010 là âm 55 tỷ đồng và năm 2011 là âm 15 tỷ đồng.

Nhà nước đã và đang thực hiện đề án tái cấu trúc thị trường chứng khoán một cách toàn diện, trong đó có lộ trình xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh ở nước ta. Khi đó thị trường sẽ cung cấp cho các DN công cụ tài chính như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn và hợp đồng hoán đổi Swap để phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Trong thời gian tới các DN muốn sử dụng các công cụ này hiệu quả cần có sự đầu tư trang bị kiến thức nghiệp vụ và am hiểu thấu đáo về các công cụ, vì vậy doanh nghiệp nên chú trọng công tác đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao, đặc biệt là cán bộ quản lý, quản trị doanh nghiệp.

Về lộ trình, các doanh nghiệp có thể áp dụng từng bước, sử dụng các công cụ đơn giản, ít phức tạp trước như hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng quyền chọn để phòng ngừa rủi ro thị trường. Rủi ro thị trường xảy ra do biến động giá cả hàng

hoá, giá nguyên vật liệu đầu vào, và điều đó ảnh hưởng tới tất cả các DN trong ngành. Các DN một mặt vẫn có thể sử dụng các công cụ tài chính phái sinh phòng ngừa rủi ro này, mặt khác phải quản lý chặt chẽ khoản thu chi, tiết kiệm chi phí, hạ giá thành sản phẩm để cạnh tranh về giá và giảm thiệt hại khi thị trường biến động mạnh.

- Rủi ro tín dụng: Rủi ro này xảy ra khi khách hàng hoặc đối tác không đáp ứng được các nghĩa vụ trong hợp đồng dẫn đến các tổn thất tài chính cho doanh nghiệp. Một số giải pháp mà các doanh nghiệp được phẩm sử dụng để kiểm soát rủi ro này là quản trị chặt chẽ các khoản phải thu, thực hiện trích lập dự phòng các khoản phải thu, có phương án đòi nợ hiệu quả... Để hạn chế rủi ro này các DN có thể xem xét điều chỉnh cấp tín dụng hợp lý cho khách hàng để khuyến khích đối tác thanh toán sớm, giảm khoản phải thu và giảm rủi ro không thu hồi được nợ. Với DN có chính sách tín dụng khác nhau, cần có sự phân loại khách hàng cho phù hợp với từng loại chính sách. Ngoài ra các DN có thể áp dụng các công cụ tài chính mới đó là các dịch vụ tài chính như mua bán nợ và các khoản phải thu để thu hồi vốn.

- Rủi ro thanh khoản: Rủi ro này xảy ra khi DN không đảm bảo đủ nguồn vốn để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính hiện tại và trong tương lai. Phân tích thực trạng cho thấy đa phần các DN được đều đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn, chênh lệch thanh khoản thuần ở cuối các năm đều dương, rủi ro thanh khoản với các DN được thấp, trong các doanh nghiệp được phẩm thì VMD có rủi ro thanh khoản cao nhất.

Để phòng ngừa rủi ro thanh toán, DN cần có sự phối kết hợp đồng bộ các giải pháp, chú trọng vào các giải pháp chính như: thường xuyên phân tích tình hình tài chính để nhận diện rủi ro thanh khoản, lập kế hoạch dòng tiền chi tiết ngắn hạn, chủ động cân đối nguồn tiền, tăng khả năng tạo tiền mặt đảm bảo thanh toán các khoản nợ tới hạn.

3.2.8. Doanh nghiệp công khai thông tin tài chính - kế toán

Một trong số các nguyên nhân dẫn đến hoạt động huy động vốn không hiệu quả, xây dựng CCNV tối ưu gặp khó khăn là việc công khai thông tin về BCTC của DN còn hạn chế, nên nhà đầu tư có tâm lý lo lắng, phân vân khi quyết định đầu tư vốn vào DN. Điều đó khiến DN mất cơ hội sử dụng nhiều nguồn vốn có chi phí sử dụng thấp, điều kiện sử dụng vốn thuận lợi, đơn giản.

Thực tế trong thời gian vừa qua, việc công bố thông tin về BCTC của các DNNY còn rất nhiều bất cập: báo cáo lỗ thành lãi, các chỉ tiêu tài chính sai lệch trước và sau khi kiểm toán, công bố thông tin BCTC chậm so với thời gian quy định... Chất lượng thông tin được công bố trong các báo cáo thường niên chưa đầy đủ, chưa tuân thủ các yêu cầu công bố thông tin. Điều này ảnh hưởng rất lớn đến quyền lợi của các nhà đầu tư, từ đó niềm tin của nhà đầu tư với DN giảm, ảnh hưởng đến khả năng phát hành chứng khoán nhằm huy động vốn của các DNNY.

Để nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn vốn, các DNNY cần nhận thức được tầm quan trọng của chất lượng thông tin báo cáo tài chính và vai trò của công khai thông tin BCTC. Thông tin BCTC trung thực góp phần làm tăng tính thanh khoản của chứng khoán và giảm chi phí vốn của các DN phát hành và niêm yết chứng khoán. Thông tin BCTC có độ tin cậy cao là căn cứ quan trọng để đánh giá sức khỏe của DN, từ đó nhà đầu tư sẽ phân tích xem xét và đưa ra quyết định đầu tư vốn vào DN.

Để khắc phục những hạn chế còn tồn tại của thông tin BCTC, DNNY cần phải có các biện pháp cụ thể từng bước hoàn thiện công tác kế toán, quy trình lập BCTC, công bố thông tin BCTC, đảm bảo thông tin đến được với các nhà đầu tư một cách kịp thời và có độ tin cậy cao. Các biện pháp cụ thể đó là:

Thứ nhất, DNNY cần xây dựng bộ máy kế toán phù hợp với cơ cấu quản lý của công ty, đồng thời ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý, sử dụng phần mềm kế toán để cập nhật dữ liệu hàng ngày, giúp nhanh chóng có được những thông tin cần thiết cũng như việc tìm kiếm dữ liệu nhanh và kịp thời.

Thứ hai, ngoài các thông tin trên BCTC, DNNY nên công bố đầy đủ hơn một số chỉ tiêu “nhạy cảm” trên thuyết minh BCTC. Đây thực chất là một bản giải trình của DN, gồm những thông tin bổ sung với mục đích làm rõ và chi tiết hơn các thông tin và dữ liệu kế toán đã bị bỏ qua trong Bảng cân đối kế toán và Báo cáo kết quả kinh doanh. Thông qua thuyết minh BCTC, các nhà đầu tư quan tâm sẽ tìm hiểu sâu hơn về các khoản mục trên BCTC như đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn, các khoản vay nợ dài hạn của các DNNY, qua thông tin bổ sung trên thuyết minh BCTC, DNNY sẽ đáp ứng đầy đủ hơn tính minh bạch về thông tin trên BCTC, giúp nhà đầu tư có thêm nhiều thông tin hữu ích trong việc đưa ra các quyết định đầu tư vốn của mình vào DN.

Thứ ba, các DNNY cần giao việc công bố thông tin cho người hoặc bộ phận chuyên trách, họ sẽ chịu trách nhiệm theo dõi việc công bố thông tin của DN, hạn chế tình trạng người công bố thông tin là người kiêm nhiệm các chức danh như kế toán trưởng, giám đốc tài chính, thành viên HĐQT. Có như vậy việc công bố thông tin mới đầy đủ, kịp thời và được chịu trách nhiệm bởi người thực hiện công bố.

3.3. ĐIỀU KIỆN THỰC HIỆN CÁC GIẢI PHÁP

Để hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn, ngoài nỗ lực từ phía bản thân các doanh nghiệp, còn cần những điều kiện nhất định thì DN mới thực hiện tốt các giải pháp đã được đưa ra. Các điều kiện này có thể là các điều kiện về thị trường, có thể là các điều kiện xuất phát từ phía Nhà Nước. Qua nghiên cứu thực tế tác giả đề xuất một số điều kiện thực hiện giải pháp như sau:

3.3.1. Nhà Nước hoàn thiện hệ thống pháp lý

Bất kỳ doanh nghiệp nào thành lập và hoạt động đều quan tâm đến hệ thống pháp lý mà Nhà nước ban hành, vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến mọi hoạt động của doanh nghiệp. Mặc dù Nhà nước đã có những nỗ lực lớn về hoàn thiện chính sách luật pháp, nhưng cho tới nay các văn bản pháp luật vẫn còn nhiều vấn đề bất cập gây trở ngại rất lớn cho hoạt động sxkd nói chung và hoạt động huy động vốn nói riêng. Qua nghiên cứu quá trình áp dụng hệ thống luật pháp trong

hoạt động của DN, tác giả đề xuất với Nhà nước một số giải pháp hoàn thiện các vấn đề pháp lý liên quan đến hoạt động huy động vốn của DNNY như sau:

Thứ nhất, Nhà nước sửa đổi, bổ sung Luật Doanh nghiệp: Luật doanh nghiệp có một số điểm chưa thực sự phù hợp với sự phát triển kinh tế - xã hội, phần nào gây khó khăn đến hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh đất nước đang trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế. Nhà nước cần xem xét một số vấn đề bất cập như: đăng ký kinh doanh của doanh nghiệp; quy định về vốn công ty cổ phần, quy định các trường hợp về phát hành cổ phiếu.

Thứ hai, Nhà nước kiểm soát việc cho phép DN phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá, một mặt hỗ trợ các DN huy động vốn, mặt khác phải đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư.

Theo dự thảo Thông tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), DN được phép phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá khi doanh nghiệp có thặng dư vốn cổ phần hay lợi nhuận chưa phân phối đủ bù đắp số thiếu hụt ở vốn chủ sở hữu do bán cổ phần dưới mệnh giá. Mục tiêu tạo hành lang pháp lý cho phép DN được phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá để tăng vốn đã được Ủy ban chứng khoán Nhà nước theo đuổi suốt thời gian qua, nhưng hiện vẫn chưa có văn bản pháp lý nào quy định rõ ràng. Vì vậy Nhà nước cần có quy định và chế tài mức độ hay ngưỡng cho phép doanh nghiệp được phát hành cổ phiếu, tạo hành lang pháp lý thuận lợi cho các DN hoạt động.

Có hai hướng phân tích khi DN phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá như sau:

Một là, các doanh nghiệp phải bán cổ phiếu dưới mệnh giá do cạn kiệt nguồn tiền, khi doanh nghiệp phải chọn hình thức này nghĩa là đã cân nhắc rất kỹ và có thể nói là "bước đường cùng". Việc bán cổ phiếu dưới mệnh giá tuy giúp doanh nghiệp huy động vốn, nhưng không phải DN nào sau đó cũng tháo gỡ được các khó khăn gặp phải.

Theo hướng phân tích này, không nên phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá, bởi lãi suất đã xuống quá thấp mà doanh nghiệp vẫn không tiếp cận được vốn thì cần xem lại khả năng hoạt động của DN. Các nhà đầu tư rất cân nhắc khi mua cổ

phiếu này bởi một doanh nghiệp phải phát hành cổ phiếu dưới mệnh giá, nhiều khả năng không vì mục đích lấy vốn kinh doanh mà rất có thể là để trả nợ. Nếu doanh nghiệp sắp phá sản mà vẫn được phát hành thì không bảo đảm quyền lợi cho nhà đầu tư.

Hai là, các doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu để mở rộng quy mô, đầu tư vào các dự án lớn, xu hướng tăng vốn qua phát hành cổ phiếu dù phải bù đắp phần thiếu hụt nhưng nhanh và thuận tiện, doanh nghiệp huy động được vốn để đầu tư cho sản xuất, phát triển thị trường mà không phải gia tăng nợ nần, không phải trả lãi.

Nhà nước nên cân nhắc lựa chọn một trong hai phương án theo kinh nghiệm quốc tế. Thứ nhất, không quy định mệnh giá cổ phần, để tạo thuận lợi tối đa cho DN chào bán cổ phần theo nguyên tắc thị trường, thuận mua vừa bán, giúp DN huy động vốn đáp ứng nhu cầu sản xuất kinh doanh. Thứ hai, nếu tiếp tục duy trì quy định mệnh giá cổ phần, thì nên tham khảo kinh nghiệm của một số nước sau khủng hoảng, họ đưa mệnh giá cổ phần xuống rất thấp, để đảm bảo rằng gần như không bao giờ xuất hiện tình trạng giá thị trường của cổ phiếu giảm quá mệnh giá cổ phần...

Thứ ba, Nhà nước cần giám sát chặt chẽ quá trình triển khai thực hiện các văn bản hướng dẫn thi hành luật chứng khoán về công bố thông tin, cần tiếp tục nghiên cứu, hoàn thiện các nội dung về công bố thông tin, phối hợp với các văn bản pháp quy về kế toán và kiểm toán, cần làm rõ vai trò trách nhiệm của từng chủ thể của cơ quan quản lý Nhà nước về chứng khoán... Các văn bản cần phải quy định rõ nghĩa vụ và nội dung thông tin cần công bố, tránh chung chung, mập mờ. Ngoài ra các văn bản pháp lý cũng cần phải dự liệu trước những phát sinh trong quá trình phát triển của TTCK Việt Nam, các văn bản này phải đảm bảo sự thống nhất đồng bộ, phù hợp với các văn bản pháp luật điều chỉnh các hoạt động khác trên TTCK, không chông chéo để đảm bảo hiệu quả thực thi cao, để TTCK thực sự làm tốt vai trò là kênh huy động vốn và kênh đầu tư hiệu quả.

3.3.2. Nhà nước thúc đẩy thị trường vốn phát triển

Nền kinh tế vĩ mô ổn định là điều kiện tiên quyết để các DN có môi trường hoạt động tốt. Sự bất ổn của các thị trường như thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng, thị trường bất động sản... sẽ gây ảnh hưởng nghiêm trọng tới hiệu quả hoạt động các DN nói chung và các DNNY ngành dược nói riêng.

Nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường tất nhiên sẽ không thể kiểm soát được một cách tuyệt đối, nhưng Nhà nước có thể can thiệp và kiểm soát thông qua việc điều chỉnh các chính sách và các công cụ của mình. Nhà nước cần phối hợp hài hoà giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá để kiềm chế lạm phát, ổn định giá trị sức mua tiền đồng; xây dựng chính sách tỷ giá hợp lý, tăng dự trữ ngoại hối; có chính sách đầu tư có trọng tâm trọng điểm, không đầu tư dàn trải; chính sách thuế linh động, phù hợp, động viên ở mức hợp lý... đảm bảo vừa tăng nguồn thu cho nhà nước, vừa hỗ trợ các DN phát triển.

Muốn phát huy vai trò của mình trong nền kinh tế, Nhà nước cần nâng cao trình độ đội ngũ cán bộ quản lý để xây dựng chiến lược có tầm nhìn xa và sát thực tế hơn nữa, nâng cao được năng lực dự báo. Từ đó, có các chính sách phù hợp để kiểm soát, ổn định vĩ mô nền kinh tế, không gây ảnh hưởng tiêu cực tới kế hoạch sản xuất kinh doanh cũng như việc huy động vốn của DN, tạo môi trường thuận lợi cho các DN phát triển.

Nhà nước cần quan tâm phát triển thị trường vốn, nhất là thị trường chứng khoán bởi đây là thị trường quan trọng, là kênh điều tiết vốn, qua đó các DN có thể thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn bằng việc tăng vốn hoặc thoái vốn. Thị trường chứng khoán ổn định sẽ thu hút đông đảo các nhà đầu tư, ngân hàng, quỹ mạo hiểm... từ đó giúp DN dễ dàng tiếp cận với nhiều nguồn vốn hơn.

Nhà nước có thể tăng tính hiệu quả của thị trường chứng khoán trên cơ sở tái cơ cấu thị trường chứng khoán theo hướng hiện đại hoá cơ sở hạ tầng, ứng dụng công nghệ đảm bảo thông tin minh bạch, giao dịch thuận lợi. Từng bước hiện đại hoá công nghệ, tăng khả năng kết nối với các sở giao dịch chứng khoán quốc tế, thực hiện đa dạng hoá sản phẩm và phương thức giao dịch trên thị

trường. Đồng thời, Nhà nước cũng cần phát triển nhân lực chất lượng cao, chú trọng phát triển các sở giao dịch giỏi chuyên môn, giỏi công nghệ, am hiểu cơ chế vận hành thị trường. Nhà nước tăng cường năng lực quản lý của các cơ quan quản lý Nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán... Muốn vậy, Nhà nước cần phân định rõ quyền hạn, nghĩa vụ, chức năng giám sát của các cơ quan chủ quản như Ủy ban chứng khoán, Bộ tài chính và các bên liên quan.

Nền kinh tế Việt Nam giai đoạn vừa qua chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, có nhiều khoản nợ xấu... nên việc phát triển thị trường trái phiếu trong nước trở nên rất cần thiết. Phát triển thị trường trái phiếu, một mặt là giải pháp cho những khó khăn trong hoạt động huy động vốn dài hạn của các DN Việt Nam hiện nay, mặt khác sẽ góp phần đưa lại sự phát triển ổn định, bền vững cho toàn bộ nền kinh tế. Chứng khoán hóa là một trong những kỹ thuật tài chính phát triển nhất đã và đang được sử dụng rộng rãi tại nhiều thị trường trái phiếu khu vực và quốc tế do đem lại rất nhiều lợi ích cho DN huy động vốn. Với trình độ phát triển ở mức sơ khai của thị trường chứng khoán Việt Nam, phát hành trái phiếu DN thông qua kỹ thuật chứng khoán hóa sẽ dễ thu hút sự quan tâm, chấp nhận của công chúng đầu tư do trái phiếu có tính an toàn cao. Muốn vậy, Nhà nước cần xây dựng hệ thống pháp lý cho hoạt động chứng khoán hóa.

Phát triển thị trường chứng khoán hóa ở Việt Nam cũng là một trong những cam kết của chính phủ với các nước thành viên ASEAN trong khuôn khổ hợp tác và hội nhập. Nhà nước cần có chính sách và lộ trình hội nhập cụ thể phù hợp với điều kiện thị trường chứng khoán và nền kinh tế trong từng giai đoạn.

3.3.3. Nhà nước tái cấu trúc thị trường chứng khoán Việt Nam

TTCK với vai trò chủ đạo là tập trung tích tụ vốn cho thị trường, nó là kênh dẫn vốn trung và dài hạn quan trọng, đóng góp tích cực cho sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Khắc phục các khó khăn nội tại trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế nhằm đẩy TTCK Việt Nam phát triển bền vững, từng bước hội nhập với TTCK khu vực và quốc tế, BTC và UBCKNN đã xây dựng đề án tái cấu trúc TTCK nhằm phát huy tối đa vai trò của TTCK. Mục tiêu cần đưa

ra là phân đầu đưa TTCK trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế; hỗ trợ tích cực cho thị trường tiền tệ trong quá trình tái cơ cấu các tổ chức tín dụng.

Đề án tái cấu trúc TTCK đã nhấn mạnh những vấn đề cần tập trung triển khai đồng bộ, toàn diện gồm: tái cấu trúc cơ sở hàng hóa và sản phẩm dịch vụ; tái cấu trúc cơ sở nhà đầu tư; tái cấu trúc hệ thống các tổ chức kinh doanh chứng khoán và doanh nghiệp bảo hiểm và tái cấu trúc tổ chức thị trường.

Nhằm phát huy vai trò huy động vốn dài hạn cho các DNNY, quá trình tái cấu trúc TTCK cần tập trung vào các vấn đề sau:

Thứ nhất, UBCKNN cần hoàn thiện tiêu chuẩn niêm yết để nâng cao chất lượng hàng hóa cho TTCK. Cần quy định rõ ràng về tiêu chuẩn niêm yết của hai thị trường giao dịch. Ở thị trường có tiêu chuẩn niêm yết cao hơn, thông tin minh bạch hơn, khi niêm yết DN sẽ dễ dàng huy động vốn hơn. Còn ở thị trường có tiêu chuẩn niêm yết mềm thì khi tham gia huy động vốn DN sẽ phải trả chi phí cao hơn vì nhà đầu tư phải chấp nhận mức độ rủi ro cao.

UBCKNN cần yêu cầu DN nâng cao chất lượng quản trị, yêu cầu công bố thông tin, xử phạt nghiêm minh nhằm giảm thiểu rủi ro cho cả các DNNY, nhà đầu tư và các công ty kinh doanh chứng khoán. UBCKNN cần tăng cường giám sát, thực thi luật định công khai để góp phần tạo chuyển biến trong các DN, thường xuyên tổ chức các khóa đào tạo, các chương trình tập huấn cho lãnh đạo DN, đặc biệt ở các DN mới niêm yết để nâng cao nhận thức của DN về tầm quan trọng của một thông lệ quản trị doanh nghiệp tốt.

Thứ hai, UBCKNN cần sửa đổi quy định về đầu tư nước ngoài trên TTCK nhằm khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư, đặc biệt là các định chế đầu tư nước ngoài, thu hút được thêm nhiều nguồn vốn đầu tư gián tiếp và thúc đẩy thị trường chứng khoán, thị trường vốn phát triển.

Theo quy định tại QĐ số 55/2009/QĐ - TTg ngày 15/4/2009 của TTCP về tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên TTCK Việt Nam, nhà đầu tư nước ngoài có thể sở hữu tối đa 49% tổng số cổ phiếu của công ty cổ phần đại chúng.

Trong thời gian tới Chính phủ cần chủ trương nới lỏng giới hạn này, theo đó mức sở hữu tối đa có thể tăng lên đến 60%, thậm chí những ngành nghề NN không cần thiết kiểm soát thì có thể tăng hơn nữa.

Thứ ba, UBCKNN sắp xếp tổ chức lại các sàn giao dịch chứng khoán theo hướng hợp nhất hai sàn giao dịch hiện nay thành một sàn duy nhất. SGDCK Hà Nội hiện nay chủ yếu tập trung phát triển sàn chuyên biệt và các sản phẩm phái sinh, thị trường upcom. Việc sát nhập hai sàn giao dịch làm một là điều cần thiết về mặt quản lý vì hiện nay trên 2 sở giao dịch có 3 thị trường cổ phiếu (2 thị trường niêm yết và 1 thị trường upcom tại HNX). Tình trạng này đã dẫn tới sự không thống nhất trong việc quản lý, đặc biệt là công tác quản trị công ty, công bố thông tin của các DN và không tiết kiệm chi phí. Mặt khác, sau khi sát nhập sẽ có sự phân hóa rõ ràng về tính minh bạch thông tin giữa 2 thị trường, điều đó sẽ giúp cho các DNNY có nhiều thuận lợi hơn trong việc huy động vốn trên TTCK.

Tuy nhiên, việc hợp nhất 2 sàn giao dịch chứng khoán là một vấn đề lớn. Để tránh những xáo trộn thị trường, cần thiết phải chuẩn bị các sản phẩm, hàng hóa cho thị trường, đặc biệt cần xây dựng khuôn khổ pháp lý để sắp xếp tổ chức lại các sàn giao dịch chứng khoán.

Nhằm đảm bảo tính công khai, minh bạch của thông tin trên TTCK nhằm tạo ra một thị trường ổn định, phát triển, nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia thị trường, đặc biệt là công chúng đầu tư, thì vấn đề công bố thông tin của các DNNY một cách đầy đủ kịp thời, chính xác là rất quan trọng. Góp phần đạt được mục tiêu này UBCKNN cần tăng cường công tác thanh tra, giám sát đối với hoạt động công bố thông tin.

Tại Việt Nam hoạt động công bố thông tin của DNNY được thực hiện dưới sự giám sát của các bộ phận chức năng của UBCKNN, tùy thuộc vào từng đối tượng. Hoạt động công bố thông tin của các DNNY được giám sát bởi Ban Quản lý và phát hành, Ban Quản lý kinh doanh và SGDCK. Thanh tra UBCKNN giám sát chung hoạt động công bố thông tin trên TTCK, kể cả công bố thông tin của

SGDCK. Tuy nhiên cơ chế giám sát vẫn chưa rõ ràng cụ thể nên chưa có sự phối hợp nhịp nhàng. Thực tế vẫn có sự chòng chéo nên hoạt động giám sát trên TTCK thời gian qua chưa đạt hiệu quả cao, chưa có kết quả như mong muốn. Do đó để tăng cường và hoàn thiện công tác giám sát cần thực hiện một số giải pháp sau:

Thứ nhất, quy định rõ chức năng nhiệm vụ của từng cơ quan đơn vị có chức năng giám sát hoạt động công bố thông tin trên thị trường.

Thứ hai, tạo cơ chế phối hợp chặt chẽ trong hoạt động giám sát giữa các đơn vị thực hiện chức năng giám sát.

Thứ ba, xây dựng quy trình và các tiêu chí giám sát.

Thứ tư, thiết lập cơ chế kiểm tra, thẩm định các thông tin khi xử lý và trước khi công bố.

Về vấn đề xử lý vi phạm công bố thông tin hiện nay được quy định trong Nghị định số 108/203/NĐ - CP ngày 23/9/2013 của Chính phủ về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán tại Việt Nam, trong đó có hoạt động công bố thông tin. Ngoài các mức xử phạt hành chính tùy theo hình thức vi phạm, tổ chức các nhân trong trường hợp vi phạm quy định công bố thông tin còn có thể bị áp dụng các biện pháp bổ sung như: buộc hủy bỏ, cải chính những thông tin sai lệch không đúng sự thật, buộc tổ chức công bố thông tin phải bồi thường thiệt hại gây ra cho các nhà đầu tư. Tuy nhiên nếu xét về mức độ thiệt hại có thể phát sinh do các hành vi vi phạm công bố thông tin gây ra thì khung xử phạt hành chính cần cao hơn nữa. Để ngăn chặn và răn đe việc lợi dụng hành vi vi phạm công bố thông tin nhằm trục lợi, cần xem xét nâng cao khung xử phạt trong lĩnh vực này.

Bên cạnh đó, thực tế trong thời gian qua cho thấy, các cơ quan hữu quan chưa mạnh dạn và triệt để trong việc giải quyết những vi phạm trong hoạt động công bố thông tin để tạo ra một tiền lệ và thói quen tuân thủ pháp luật của các đối tượng có nghĩa vụ công bố thông tin.

3.3.4. Nhà nước xây dựng hệ thống xếp hạng tín nhiệm và phát triển các chương trình bảo lãnh tín dụng cho DN

Chính phủ và chính quyền địa phương cần nghiên cứu thành lập các cơ quan xếp hạng và xây dựng các chương trình bảo lãnh tín dụng cho các DN. Biện pháp này nhằm giảm bất cân xứng thông tin giữa các tổ chức tín dụng, các nhà đầu tư và DN. Như vậy chi phí huy động vốn của các DN sẽ giảm đáng kể.

Các công ty xếp hạng tín nhiệm danh tiếng trên thế giới như Moody's Standard & Poor rất có kinh nghiệm và uy tín trong lĩnh vực, Việt Nam có thể tham khảo những tiêu chí và áp dụng sao cho phù hợp. Phần lớn các DN của Việt Nam đều được xếp hạng tín nhiệm ở mức thấp từ BB đến BB -, ngay cả đối với những DN đang hoạt động có hiệu quả, mức xếp hạng như vậy ảnh hưởng rất lớn đối với các DN, đặc biệt là trong quá trình huy động vốn. TTCK Việt Nam cần có những công ty xếp hạng tín nhiệm riêng am hiểu thị trường trong nước để có thể đưa ra một thang đo tín nhiệm phù hợp với đặc điểm thị trường Việt Nam. Khi các công ty xếp hạng tín nhiệm đã được thành lập và đưa vào hoạt động thì cần thiết phải yêu cầu tất cả các DNNY trên TTCK nói riêng và các DN tại Việt Nam nói chung phải tham gia đánh giá xếp hạng DN mình. Điều này giúp thông tin về độ tin cậy của các DN được công khai đến mọi nhà đầu tư, tạo ra cơ sở và động lực để họ đầu tư vào cổ phiếu của các DN, nhờ đó nâng cao khả năng huy động vốn của DNNY.

Việc quy định bắt buộc xếp hạng tín nhiệm cũng tạo ra sức ép buộc các DN phải nỗ lực hoạt động kinh doanh có hiệu quả cao để duy trì và nâng cao mức độ xếp hạng của DN mình. Trên thực tế, phát triển các công ty xếp hạng tín nhiệm không chỉ mang lại lợi ích cho các DN hoạt động trên TTCK, mà ngay cả hoạt động cấp tín dụng của các ngân hàng cũng được tiến hành dễ dàng và minh bạch hơn.

Rất nhiều DNNY trên SGDCK HN là DNNVV, các DN này kém lợi thế hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn do quy mô nhỏ, tài sản thế chấp ít, dự án không lớn... Chương trình bảo lãnh tín dụng của Nhà nước sẽ giúp các DNNY này có thể tiếp cận được nguồn vốn dễ dàng hơn, vì các nhà đầu tư yên tâm hơn

khi có Nhà nước đứng ra bảo lãnh. Mặc dù Chính phủ đã có nhiều nỗ lực trong việc xây dựng các chương trình bảo lãnh tín dụng trong những năm vừa qua, nhưng các chương trình này vẫn chưa thực sự phát huy hiệu quả do các thủ tục hành chính còn quá rườm rà và thiếu sự hỗ trợ tài chính liên tục từ phía Nhà Nước. Trong thời gian tới Nhà nước cần tập trung xây dựng chương trình hỗ trợ tín dụng đơn giản, giảm thiểu các thủ tục hành chính, đem lại hiệu quả thiết thực cho các DNNY.

3.3.5. Nhà nước đẩy mạnh tái cấu trúc DNNN

Nếu như trước đây NHTM luôn dành ưu tiên cho DNNN thì sau những vi phạm nghiêm trọng của Vinashin, Vinaline... các NHTM có tâm lý e ngại cho vay với các DNNN. Trước tình hình đó, NN cần phải đẩy mạnh hơn nữa việc sắp xếp tổ chức lại, đổi mới phát triển và nâng cao hiệu quả hoạt động của DNNN thì các DNNN mới có thể tìm kiếm được các nguồn tài trợ vốn từ các nhà đầu tư và tổ chức tài chính.

Vấn đề then chốt hiện nay là cần thực hiện các giải pháp nhằm minh bạch hóa hệ thống quản trị DN và thông tin tài chính của DNNN. Hiện nay, quản trị DNNN đang có nhiều kẽ hở về mặt pháp lý. Việc thiếu các quy định quản trị DN đang là rào cản cho sự phát triển của các DNNN.

Điều cần làm ngay là hợp lý hóa các quy định pháp lý và xây dựng một khuôn khổ quản lý rõ ràng và nhất quán để tạo điều kiện cải thiện thực tiễn quản trị doanh nghiệp ở các DNNN. Tổ chức OECD đã có riêng một quy định về hướng dẫn quản trị doanh nghiệp các DNNN và chúng ta có thể nghiên cứu và học hỏi trong quá trình xây dựng hành lang pháp lý quản trị DNNN. Dự thảo Luật Doanh nghiệp sửa đổi năm 2014 có bổ sung thêm chương bảy về DNNN trong đó chủ yếu quy định các vấn đề quản trị đặc thù về quản trị doanh nghiệp của DNNN, điều này hết sức cần thiết, làm củng cố thêm vị trí và chức năng của Luật Doanh nghiệp trong điều kiện Việt Nam hiện nay.

Bên cạnh đó, ở các lĩnh vực mà không cần thiết phải giữ vai trò kiểm soát, Nhà nước nên tiếp tục thoái vốn tại các DNNN. Hiện nay NN vẫn nắm giữ tỷ lệ

sở hữu chi phối tại nhiều DN không thuộc các ngành nhạy cảm như ngành hàng tiêu dùng, hàng sản xuất phân bón... Trước mắt, có thể giảm bớt sở hữu Nhà nước xuống dưới 50%, thời gian sau đó có thể giảm thêm nữa và trong tương lai Nhà nước có thể rút hẳn khỏi các DN thuộc các ngành này. Đối với những DN thuộc những ngành nhạy cảm, NN cũng không nhất thiết nắm giữ trên 50% mà có thể giảm xuống ở mức thấp hơn nhưng vẫn duy trì vai trò quản lý.

Trong thực tế, khi CPH DNNN số phần vốn Nhà nước tối thiểu vẫn duy trì ở mức trên 50%, cụ thể là 51%, 65%, 75% thậm chí 98%. Chính vì giữ phần vốn Nhà nước trong DNNN nhiều, khiến sau cổ phần hóa, cơ chế điều hành, cách quản trị vẫn như cũ. Dù có hội đồng quản trị, song với số cổ phần mua được ít, các nhà đầu tư sẽ mất tiếng nói và những quyết sách quan trọng. Đây chính là nguyên nhân chủ yếu khiến cho các nhà đầu tư không mặn mà khi DNNN chào bán cổ phần dẫn đến tình trạng huy động vốn của DN rất khó khăn.

Việc tách biệt giữa chức năng sở hữu và chức năng quản lý của DNNN cũng cần được tập trung giải quyết trong thời gian tới. Trong thực tế, chủ tịch HĐQT (người đại diện sở hữu NN) hay can thiệp vào quyết định tác nghiệp của giám đốc điều hành, vai trò của các thành viên HĐQT khác và ban kiểm soát thường không đáng kể. Dự thảo Luật DN (sửa đổi) đã quy định cụ thể về tổ chức thực hiện quyền chủ sở hữu vốn NN trong DN theo các nguyên tắc: (1) tách biệt việc thực hiện các quyền chủ sở hữu với các chức năng khác của Chính phủ. (2) thực hiện tất cả các quyền và nghĩa vụ của chủ sở hữu một cách độc lập và chuyên trách, tập trung và thống nhất. (3) không can thiệp và áp đặt mệnh lệnh hành chính vào hoạt động kinh doanh, đảm bảo quyền tự chủ kinh doanh của DN theo quy định của pháp luật. Tuy nhiên, muốn giải quyết được vấn đề thực hiện quyền chủ sở hữu NN tại các DN, cần sớm nghiên cứu để đưa ra một mô hình mới để thành lập cơ quan chủ sở hữu chuyên trách, độc lập với cơ quan thực hiện chức năng quản lý Nhà nước, nếu không các quy định dù được ban hành cũng chưa thể thực hiện được.

KẾT LUẬN

Xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu, phù hợp với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong mỗi giai đoạn phát triển là một nội dung quan trọng trong quản trị tài chính, nhằm đáp ứng yêu cầu đổi mới và phát triển của các doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp được phẩm niêm yết ở Việt Nam hiện nay nhìn chung quy mô kinh doanh còn nhỏ bé, cơ cấu nguồn vốn chủ yếu sử dụng vốn chủ sở hữu và vốn vay ngân hàng. Tuy thực tế cơ cấu nguồn vốn cũng có sự khác biệt giữa các nhóm doanh nghiệp được thuộc ngành sản xuất tân được, đông được hay thương mại phân phối, nhưng sự khác biệt này không lớn, chỉ khác nhau ở tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhiều hay ít, chứ chưa đa dạng hóa được các nguồn vốn huy động. Một số doanh nghiệp chưa tận dụng được đòn bẩy tài chính, một số doanh nghiệp khác lại có đòn bẩy tài chính quá cao, tiềm ẩn nguy cơ rủi ro tài chính quá lớn. Vì vậy việc hoạch định cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho từng nhóm doanh nghiệp là nhu cầu khách quan và rất cần thiết đối với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành được phẩm ở Việt Nam.

Tác giả đã nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn tối ưu theo định hướng chiến lược phát triển công nghiệp được Việt Nam giai đoạn 2010 - 2020, tầm nhìn 2030. Theo mỗi giai đoạn phát triển của doanh nghiệp thì nhà quản trị xây dựng một cơ cấu nguồn vốn phù hợp trên nguyên tắc tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn, tối đa hóa lợi ích của các cổ đông và đảm bảo an toàn tài chính cho doanh nghiệp. Qua nghiên cứu lý luận và thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp được phẩm niêm yết, luận án đã đạt được một số kết quả như sau:

- Luận án đã hệ thống hóa được những vấn đề lý luận chung về vốn kinh doanh và nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Làm rõ khái niệm, phân loại vốn, cơ cấu nguồn vốn; các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn; các lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn; nguyên tắc hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu; tác động của cơ cấu nguồn vốn đến lợi nhuận vốn chủ sở hữu, rủi ro tài

chính, chi phí sử dụng vốn, dòng tiền của doanh nghiệp. Tác giả cũng đã nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của một số tập đoàn dược phẩm lớn trên thế giới để so sánh, rút ra bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp dược phẩm ở Việt Nam.

- Luận án nghiên cứu đặc điểm sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp ngành dược, từ đó phân tích đánh giá một cách có hệ thống thực trạng tình hình tài chính và cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp dược niêm yết. Luận án đã phân tích tác động của cơ cấu nguồn vốn tới tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu của các nhóm doanh nghiệp có hệ số nợ thấp, trung bình và cao; tới rủi ro tài chính; đến chi phí sử dụng vốn; dòng tiền của doanh nghiệp... Qua đó chỉ ra những kết quả đạt được, hạn chế còn tồn tại và nguyên nhân của những hạn chế đó.

- Luận án xem xét bối cảnh kinh tế - xã hội và định hướng phát triển ngành dược trong những năm tới, từ đó đề xuất các giải pháp tương đối đồng bộ, khả thi để hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn. Luận án tập trung vào hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu với từng nhóm doanh nghiệp trong từng giai đoạn phát triển; áp dụng những phương pháp huy động vốn mới; nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp; cân trọng trong quyết định đầu tư... Luận án cũng đề xuất các khuyến nghị với cơ quan quản lý Nhà nước trong việc tạo lập các điều kiện để hỗ trợ và thúc đẩy hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm ở Việt Nam.

Mặc dù đã cố gắng trong nghiên cứu, tuy nhiên đề tài là một vấn đề khó và phức tạp, vì vậy luận án không tránh khỏi những hạn chế. Những kết quả nghiên cứu của tác giả dù đã kế thừa nhiều các kết quả của những nghiên cứu trước và bổ sung nhiều điểm mới nhưng vẫn không tránh khỏi những thiếu sót. Tác giả mong nhận được những ý kiến đóng góp quý báu của các nhà khoa học để luận án này được hoàn thiện hơn.

**NHỮNG CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ
LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN**

1. *Cơ cấu nguồn vốn để có giải pháp huy động vốn phù hợp với ngành dược ở Việt Nam hiện nay* - Dương Thị Thúy Hà, Tạp chí nghiên cứu Tài Chính Kế toán, 2014, số 09, tr 70 -72.
2. *Cơ hội đầu tư vào các công ty dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam - góc nhìn từ các chỉ tiêu tài chính* - Dương Thị Thúy Hà, Tạp chí Khoa học và đào tạo Ngân hàng, 2014, số 149, tr 67- 69.
3. *Hướng đi cho doanh nghiệp dược trên sân chơi TPP* - Dương Thị Thúy Hà, Báo Đầu tư, 2016, số 75, tr 10.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

I. Tiếng Việt

1. Ban đổi mới quản lý doanh nghiệp TW, *Báo cáo đánh giá đổi mới doanh nghiệp*.
2. Nguyễn Tấn Bình (2004), *Phân tích quản trị tài chính*, Nxb Thống kê, Hà Nội.
3. Bộ Tài chính (2005), *Thông tư 81/2005/TT-BTC ngày 19/9/2005 về hướng dẫn việc chuyển giao quyền đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước đầu tư tại các DN về Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước*.
4. Nguyễn Cúc, Kim Văn Chính (2006), *Sở hữu Nhà nước và doanh nghiệp Nhà nước trong nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở Việt Nam*, Nxb Lý luận Chính trị.
5. Chính phủ (2002), *Nghị định 69/2002/ND-CP ngày 12/4/2002 về quản lý và xử lý nợ tồn đọng đối với DNNN*.
6. Chính phủ (2004), *Nghị định số 199/2004/ND-CP ngày 3/12/2004 của Chính phủ ban hành quy chế quản lý tài chính của công ty Nhà nước và quản lý vốn Nhà nước vào doanh nghiệp khác*.
7. Nguyễn Tuấn Dương (2009), *Xây dựng cơ cấu vốn tối ưu tại công ty cổ phần bê tông và xây dựng Vinaconex Xuân Mai*, Luận văn Thạc sỹ kinh tế, Học viện Tài chính.
8. Nguyễn Thị Hà (2009), *Các giải pháp tài chính nhằm phát huy vai trò của DNNN trong điều kiện nền KTTT ở Việt Nam*, Luận án tiến sỹ kinh tế, Học viện Tài chính.
9. Dương Hữu Hạnh (2005), *Quản trị tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nxb Thống kê.
10. Lê Hồng Hạnh (2004), *Cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước - những vấn đề lý luận và thực tiễn*, Nxb Thống kê.
11. Bạch Đức Hiền (2008), *Giáo trình thị trường chứng khoán*, Nxb Tài chính - Hà Nội.

12. Nguyễn Minh Hoàng, Đoàn Hương Quỳnh (2009), *Nguyên tắc cơ bản để tài trợ vốn đối với doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường*, Tạp chí nghiên cứu Tài chính Kế toán, số 5 (70), tr.38-42
13. Phạm Quang Huân (2007), *Thi hành luật doanh nghiệp chung*, Tạp chí thời báo kinh tế Việt Nam, tr.27-31
14. Trần Tiến Hưng (2008), *Một số giải pháp đảm bảo an ninh tài chính doanh nghiệp Việt Nam trong quá trình hội nhập*, Luận án Tiến sỹ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
15. Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính doanh nghiệp*, Nxb Thống kê, Hà Nội.
16. Ngô Quang Minh (2004), *Kinh tế nhà nước và đổi mới doanh nghiệp Nhà nước*, Nxb Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
17. Nguyễn Đăng Nam (2004), *Tái cơ cấu vốn nhằm tăng cường năng lực tài chính, lành mạnh hóa tình hình tài chính của các DNNN*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, Học viện Tài chính, Hà Nội.
18. Nguyễn Đăng Nam (2008), *Đổi mới chính sách cơ chế quản lý vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp bộ, Học viện Tài chính, Hà Nội.
19. Nguyễn Văn Nam, Hoàng Xuân Quyến (2002), *Rủi ro tài chính thực tiễn và phương pháp đánh giá*, Nxb Tài chính.
20. Lê Thị Nguyệt (2009), *Cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tài chính tại các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam*, Công trình dự thi sinh viên nghiên cứu khoa học, Học viện Tài chính.
21. Quốc hội (2005), *Luật doanh nghiệp 2005*, Nxb Chính trị quốc gia.
22. Đoàn Hương Quỳnh (2009), *Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp*, Tạp chí Tài chính doanh nghiệp, (4), tr.18-19
23. Đoàn Hương Quỳnh (2009), *Sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp "con dao hai lưỡi"*, Tạp chí Tài chính, số 6 (536), tr.32-33.

24. Đoàn Hương Quỳnh (2009), *Một số quan điểm cơ bản về tái cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước*, Tạp chí kiểm toán, số 7 (104), tr.45-46.
25. Đoàn Hương Quỳnh (2010), *Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam*, Luận án tiến sỹ kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội.
26. Nguyễn Hải Sản (1996), *Quản trị tài chính doanh nghiệp*, Nxb Thống kê, Hà Nội.
27. Trung tâm thông tin tín dụng Ngân hàng Nhà Nước (2007), *Xếp hạng tín dụng các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Nxb Lao động.
28. Trần Thị Thanh Tú (2006), *Đổi mới cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hiện nay*, Luận án tiến sỹ kinh tế, Trường đại học Kinh tế quốc dân.
29. Bùi Văn Vân (2009), *Mấy ý kiến về chất lượng tăng trưởng của DNNN hiện nay*, Tạp chí nghiên cứu tài chính kế toán.
20. Bùi Văn Vân (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, Nxb Tài chính, Hà Nội.

II. Tiếng Anh

1. Aswath Damodaran, *Corporate Finance - Theory and Practice*, John Wiley & Sons, 1997.
2. Liu Li (1996), *An analysis of Capital Structure of SOEs*, Economic Science, Vol 56 p.105-109.
3. Shannon P.pratt, *Cost of Capital Estimation and Applications*, John Wiley & Sons, 1998.

III. Trang web

www.mof.gov.vn (Bộ Tài chính)

www.gdt.gov.vn (Tổng cục thuế - Bộ Tài chính)

www.moit.gov.vn (Bộ Công thương)

www.mpi.gov.vn (Bộ Kế hoạch và Đầu tư)

www.moh.gov.vn (Bộ Y tế)

www.dav.gov.vn (Cục quản lý Dược)

www.most.gov.vn (Bộ Khoa học và Công nghệ)

www.sbv.gov.vn (Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

www.worldbank.org.vn (Ngân hàng thế giới tại Việt Nam)

www. Saga.vn

www.vneconomy.com.vn

thoibaotaichinhvietnam.vn

thoibaonganhang.vn

http://chungkhoan.24h.com.vn/