



**CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH,
RỦI RO VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG
CỦA DOANH NGHIỆP**

CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH, RỦI RO VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

LỜI NGỎ	3
MỤC ĐÍCH TIN	4
Điểm tin Tài chính	4
Điểm tin Ngân hàng	6
Điểm tin Kinh tế Vĩ mô	8
NGHIÊN CỨU- TRAO ĐỔI	11
Các yếu tố tác động đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE)	11
Rủi ro tín dụng của các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp, năng lượng và bất động sản niêm yết trên sàn HOSE và sàn HNX tại Việt Nam	18
Ảnh hưởng của sở hữu Nhà nước đến hiệu quả hoạt động của công ty phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp.HCM	25
Định giá Tập đoàn Hoa Sen	28
Khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp vừa và nhỏ Việt Nam	32
GÓC SINH VIÊN	36



BAN CỐ VẤN

TS. Nguyễn Anh Phong | Quyền Trưởng Khoa Tài chính - Ngân hàng
Ths. Tô Thị Thanh Trúc | Phó Trưởng Khoa Tài chính - Ngân hàng
Ths. Hoàng Thọ Phú | Nguyên Phó Trưởng Khoa Tài chính - Ngân hàng
Ths. Nguyễn Thị Hai Hằng
Ths. Nguyễn Hải Yến
Cùng tập thể Giảng viên Khoa Tài chính - Ngân hàng

BAN BIÊN TẬP

Lê Hà Huệ Trinh
Nguyễn Vũ Ái Ly
Nguyễn Ngọc Quỳnh Trang
Nguyễn Thị Bích Trâm
Nim Cẩm Hoa

LỜI NGỎ

Thân chào các bạn đọc giả! Sau một thời gian vắng bóng để chuẩn bị cho số phát hành đặc biệt kỳ này, Chuyên san Kinh tế Tài chính - Ngân hàng rất cảm ơn các bạn đã luôn quan tâm, ủng hộ cho chuyên san trong suốt thời gian qua.

Chuyên san kỳ này với chủ đề: "Chính sách tài chính, rủi ro và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp" tập trung vào các nghiên cứu về quyết định tài chính trong doanh nghiệp, ảnh hưởng của các quyết định đó đến rủi ro và hiệu quả hoạt động cũng như phân tích đánh giá rủi ro tín dụng các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. Cùng với chủ đề này, Chuyên san cũng điểm lại những văn bản pháp luật quan trọng về quản lý tài chính doanh nghiệp được ban hành, và tổng hợp lại những con số, sự kiện kinh tế vĩ mô nổi bật trong 5 tháng đầu năm.

Với đối tượng độc giả hướng đến là sinh viên, ban biên tập hy vọng Chuyên san sẽ mang đến cho các bạn sinh viên khối ngành kinh tế đặc biệt là ngành Tài chính - Ngân hàng những thông tin bổ ích. Đồng thời, các bạn có thể sử dụng Chuyên san làm tài liệu tham khảo trong quá trình học tập, cũng như lên ý tưởng trong quá trình viết tiểu luận, nghiên cứu khoa học và khóa luận tốt nghiệp sau này. Mặc dù Chuyên san đã được chuẩn bị kỹ cho sự trở lại lần này, song không tránh khỏi thiếu sót. Vì vậy, Ban biên tập mong nhận được những ý kiến nhận xét, đóng góp và bài viết cộng tác từ phía các bạn đọc giả để Chuyên san ngày càng hoàn thiện hơn về nội dung và phục vụ bạn đọc tốt hơn trong những lần xuất bản tới.

Trong số phát hành lần này, Ban biên tập đã nhận được sự đóng góp nhiệt tình của các bạn cộng tác viên đến từ Khoa Tài chính- Ngân hàng. Đặc biệt Ban biên tập rất cảm ơn các Thầy Cô Khoa Tài chính-Ngân hàng đã có những đóng góp quý báu giúp thành viên Chuyên san và các cộng tác viên hoàn thiện bài viết của mình. Hy vọng Chuyên san Kinh tế tài chính ngân hàng sẽ là người bạn đồng hành thân thiết với những bạn sinh viên quan tâm và yêu thích lĩnh vực Kinh tế Tài chính - Ngân hàng. Xin gửi lời tri ân đến quý độc giả.

Trân trọng

Ban biên tập

1. MỤC TIÊU ĐẠT 70% GDP TỪ VỐN HÓA THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

Tại Hội nghị lần thứ tư Ban chấp hành Trung ương Đảng khóa XII về chủ trương, chính sách lớn nhằm tiếp tục đổi mới mô hình tăng trưởng, nâng cao chất lượng tăng trưởng, năng suất lao động, sức cạnh tranh của nền kinh tế của Chính phủ trong chương trình hành động thực hiện Nghị quyết số 05-NQ/TW ngày 1/11/2016 và Nghị quyết số 24/2016/QH14 ngày 08/11/2016 của Quốc hội về Kế hoạch cơ cấu lại nền kinh tế giai đoạn 2016-2020 thì mục tiêu vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 70% GDP vào năm 2020 là một trong những mục tiêu lớn được Chính phủ đặt ra (Tại nghị quyết số 27/NQ-CP).

Trong kế hoạch cơ cấu lại nền kinh tế giai đoạn 2016-2020 thì việc nâng cao quy mô và hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu chính phủ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường bảo hiểm để đến năm 2020 quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 70% GDP, dư nợ trái phiếu đạt 30% GDP, doanh thu ngành bảo hiểm đạt

tối thiểu 4%GDP được Chính phủ chú trọng và đề ra những nhiệm vụ và giải pháp cụ thể.

2. BAN HÀNH THÔNG TƯ 23/2017/TT-BTC VỀ CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH

Theo dự kiến, ngày 19/05/2017, thị trường chứng khoán phái sinh sẽ chính thức khai mở, ngày 2/6 sẽ mở cửa đón nhà đầu tư. Nhằm tạo sự thông thoáng cho thị trường, và dễ dàng cho các nhà đầu tư tiếp cận về sản phẩm phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh, Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 23/2017 /TT-BTC nhằm sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 11/2016/TT-BTC của Chính phủ về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh. Thông tư này có hiệu lực thực hiện từ ngày 01/5/2017.

Thông tư số 23 có một số điểm sửa đổi bổ sung cần lưu ý so với Thông tư số 11 như sau:

Bổ sung quy định liên quan đến tài khoản giao dịch tổng của khoản 2 điều 24. Theo đó, tài khoản giao dịch tổng là tài khoản giao dịch của nhà

đầu tư mà các vị thế mua và bán của cùng một hợp đồng tương lai (có cùng tài sản cơ sở và cùng tháng đáo hạn) được mở và duy trì cho đến khi thành viên bù trừ có đề nghị thực hiện đối trừ trên cơ sở thỏa thuận hoặc yêu cầu của nhà đầu tư.

Tại điểm c Khoản 2 Điều 6 được sửa đổi, bổ sung: Nhà đầu tư phải đảm bảo vị thế trên tài khoản giao dịch giới hạn vị thế theo quy định của Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam. Trường hợp vượt quá giới hạn vị thế, nhà đầu tư có trách nhiệm thực hiện các giao dịch đối ứng để giảm vị thế, bổ sung ký quỹ (nếu cần thiết).

Bổ sung khoản 5 Điều 24 như sau: Trường hợp thành viên bù trừ mất khả năng thanh toán và đã được trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam thực hiện các biện pháp hỗ trợ thanh toán tại khoản 2, khoản 3 điều này, thành viên bù trừ có trách nhiệm hoàn trả Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam toàn bộ phần tài sản đã sử dụng từ Quỹ bù trừ, Quỹ dự phòng rủi ro và các nguồn khác để đảm bảo thanh toán và chịu mọi phát sinh chi phí liên quan.

3. NGHỊ ĐỊNH 20/2017/NĐ-CP KHIẾN DOANH NGHIỆP LO LẮNG "BỊ TRÓI TAY".

Ngày 24/2/2017, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 20/2017/NĐ-CP (NĐ 20) quy định về Quản lý thuế đối với các công ty có giao dịch liên kết. NĐ 20 có hiệu lực thi hành từ 1/5/2017 nhằm hạn chế được tình trạng chuyển giá trong khối doanh nghiệp FDI thông qua các giao dịch giữa các doanh nghiệp có mối liên kết về sở hữu, quản trị.

Cụ thể tại khoản 3 điều 8 của NĐ 20 quy định: Tổng chi phí lãi vay được khấu trừ cho mục đích tính thuế không vượt quá 20% chỉ số EBITDA (lợi nhuận trước thuế chưa trừ chi phí lãi vay và chi phí khấu hao). Khi đó một phần chi phí lãi vay vượt quá 20% sẽ bị coi là chi phí không hợp lý và bị tính thuế. Mặc dù được quy định trong NĐ 20 về giá giao dịch liên kết nhưng điều khoản này được áp dụng đối với cả khoản vay từ bên liên kết và bên độc lập. NĐ không có điều khoản quy định về chuyển tiếp và hồi tố.

Trước vấn đề này, nhiều DN trong nước bày tỏ lo ngại NĐ 20 sẽ tạo ra nhiều khó khăn, đặc biệt là các tập đoàn kinh tế tư nhân với mô hình công ty mẹ - con như EVN, Maan, HAGL,... Khi quy định sẽ tạo ra rào cản giữa việc cho vay nội bộ, khả năng điều tiết chung, các cơ hội đầu tư dài hạn vào các ngành nghề cần vốn có ý nghĩa lâu dài cho nền

kinh tế. Bên cạnh đó, hiện nay việc chuyển giá chủ yếu tập trung ở khối DN nước ngoài do lợi dụng được chênh lệch thuế giữa các quốc gia, còn DN trong nước thì có chung một mặt bằng thuế nên nguy cơ chuyển giá là khá thấp. Ngoài ra, các doanh nghiệp lo lắng NĐ 20 sẽ làm giảm khả năng tạo lợi nhuận của DN do chi phí lãi vay có thể không được tính đầy đủ vào chi phí tính thuế. Từ đó, khiến cho DN tổn kém chi phí vốn, làm giảm sức cạnh tranh của các tập đoàn kinh tế trong nước. Đồng thời quy định sẽ làm giảm cơ hội tiếp cận các nguồn vốn vay nước ngoài với chi phí rẻ vì khả năng tạo lợi nhuận được các ngân hàng, các quỹ đầu tư đánh giá là thấp do chi phí thuế cao.

4. HƯỚNG DẪN KHẤU TRỪ THUẾ TIÊU THỤ ĐẶC BIỆT HÀNG NHẬP KHẨU

Theo Thông tư số 20/2017/TT-BTC ngày 06/03/2017 của Bộ Tài chính sửa đổi, bổ sung khoản 2 Điều 8 Thông tư số 195/2015/TT-BTC quy định người nộp thuế tiêu thụ đặc biệt đối với hàng hóa chịu thuế tiêu thụ đặc biệt nhập khẩu được khấu trừ số thuế tiêu thụ đặc biệt đã nộp ở khâu nhập khẩu khi xác định số thuế tiêu thụ đặc biệt phải nộp bán ra trong nước.

Số thuế tiêu thụ đặc biệt được khấu trừ tương ứng với số thuế tiêu thụ đặc biệt của hàng hóa chịu thuế tiêu thụ đặc biệt nhập khẩu bán ra và chỉ được khấu trừ tối đa bằng

tương ứng số thuế tiêu thụ đặc biệt tính được ở khâu bán ra trong nước. Riêng với số thuế tiêu thụ đặc biệt không được khấu trừ thuế, người nộp thuế được hạch toán vào chi phí để tính thuế thu nhập doanh nghiệp.

Để được khấu trừ thuế tiêu thụ đặc biệt, người nộp thuế phải có chứng từ nộp thuế tiêu thụ đặc biệt khâu nhập khẩu hoặc hợp đồng mua bán hàng hóa, bản sao Giấy chứng nhận kinh doanh của cơ sở bán hàng, chứng từ thanh toán qua ngân hàng và hóa đơn giá trị gia tăng khi mua hàng.

5. 4 THÁNG ĐẦU NĂM NHÀ NƯỚC THU VỀ 12.190 TỶ ĐỒNG TỪ THOÁI VỐN

Theo báo cáo của Bộ Tài chính về công tác cổ phần hóa cho biết, trong tháng 4/2017, đã có 2 doanh nghiệp được cấp có thẩm quyền phê duyệt phương án cổ phần hóa, bao gồm Công ty TNHH MTV dệt may 7 thuộc Công ty TNHH MTV Đông Hải/QK7 và Công ty TNHH Dịch vụ Truyền hình Viễn thông Việt Nam thuộc Đài Truyền hình Việt Nam.

Trong 4 tháng đầu năm 2017, đã có 9 doanh nghiệp được cấp có thẩm quyền phê duyệt phương án cổ phần hóa với tổng giá trị thực tế là 2.468 tỷ đồng, trong đó giá trị thực tế phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp là 564 tỷ đồng; vốn điều lệ của 9 doanh nghiệp là 878,5 tỷ đồng. Về thoái vốn, trong tháng

4/2017, các đơn vị đã thoái được 29 tỷ đồng, thu về 63 tỷ đồng. Lũy kế 4 tháng đầu năm 2017, các đơn vị đã thoái được 3.101 tỷ đồng, trong đó SCIC đã bán vốn tại 16 doanh nghiệp với giá trị là 1.353 tỷ

đồng, thu về 12.190 tỷ đồng. Trước đó, Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) cũng công bố danh sách bán vốn tại 100 doanh nghiệp trong năm 2017.

Nguồn: <http://tinnhanhchungkho-an.vn>
Nguồn: <http://vietnamnet.vn/vn/kinh-doanh/tai-chinh>

ĐIỂM TIN

NGÂN HÀNG

LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG GIẢM TRỞ LẠI DÙ NHNN HÚT RÒNG TIỀN.

Việc lãi suất liên ngân hàng giảm dù NHNN hút ròng tiền về cho thấy thanh khoản hệ thống ngân hàng đang dần trở về trạng thái dư thừa.

qua đêm giảm 0,137% về mức 4,783%/năm; lãi suất trung bình kỳ hạn 1 tuần giảm 0,037% về mức 4,783%/năm và lãi suất trung bình kỳ hạn 2 tuần giảm 0,07% còn mức 4,75%/năm.

"Diễn biến này cho thấy thanh khoản hệ thống ngân hàng đang dần trở về trạng thái dư thừa" (Theo BVSC).

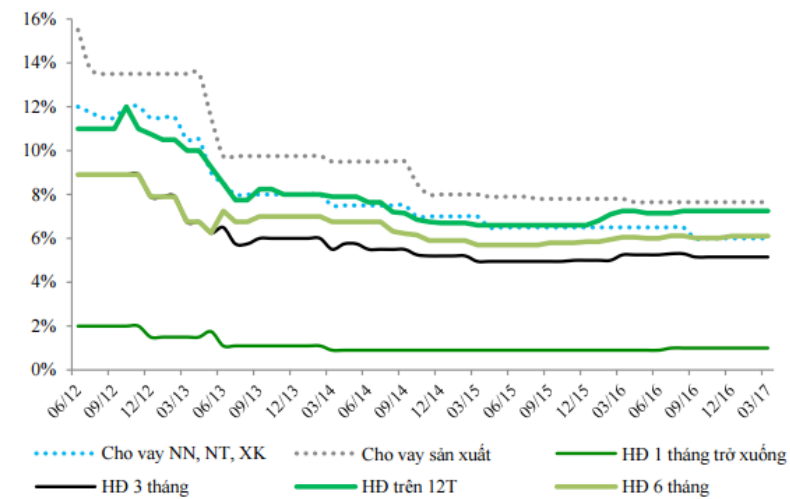
SỨC ÉP TĂNG LÃI SUẤT SẼ LỚN DẦN TRONG NỬA CUỐI NĂM

Trong quý 1, lãi suất huy động ghi nhận mức tăng cục bộ khoảng vài chục điểm cơ bản ở các kỳ hạn tại một số ngân hàng vừa và nhỏ. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất huy động không có nhiều thay đổi so với đầu năm, trần lãi suất huy động phổ biến trong khoảng 4,3% - 5,5%/năm.

Trong khi đó, mặt bằng lãi suất cho vay khá ổn định, phổ biến đối với các lĩnh vực ưu tiên ở mức 6%-7%/năm đối với ngắn hạn và 9%-10%/năm đối với trung và dài hạn.

Áp lực tăng lãi suất huy động cục bộ tại một số ngân hàng có thể là do một số ngân hàng gần đây liên tục phát hành CCTG với lãi suất cao làm tăng đáng kể áp lực cạnh tranh huy động nhằm

Lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: CEIC, VCBS

mục đích tăng vốn và đáp ứng các tỷ lệ an toàn cùng với việc thiếu hụt thanh khoản. Lãi suất liên ngân hàng luôn ở mức cao ảnh hưởng đến việc tiếp cận nguồn vốn trên thị trường liên ngân hàng. Thêm vào đó, còn do tăng trưởng tín dụng tốt hơn cùng kỳ (tính đến 30/03 đạt 4,03% ytd (year to day), cao hơn đáng kể con số 1,79% của cùng kỳ 2016). Mặt bằng lãi suất được dự báo sẽ ổn định và ít biến động trong quý 2.

fault ratings - IDR) của 5 ngân hàng Việt Nam. Cụ thể, Fitch Ratings xếp hạng Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam (Agribank), Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (VietinBank), Ngân hàng TMCP Ngoại thương (Vietcombank) ở mức B+. Còn Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) và Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) được tổ chức này đánh giá ở hạng B. Bên cạnh đó, tổ chức này còn đánh giá triển vọng của tất cả 5 ngân hàng khá ổn định.

"Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2017, rủi ro từ tỷ giá nhiều khả năng nóng trở lại và sức ép lên lãi suất sẽ lớn dần trong nửa cuối năm", chuyên gia của VCBS nhận định.

FITCH RATINGS CÔNG BỐ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM CỦA 5 NGÂN HÀNG TẠI VIỆT NAM

Mới đây, tổ chức xếp hạng tín dụng Fitch Ratings vừa đưa ra bậc xếp hạng tín nhiệm nhà phát hành nợ dài hạn (Long-term Issuer de-

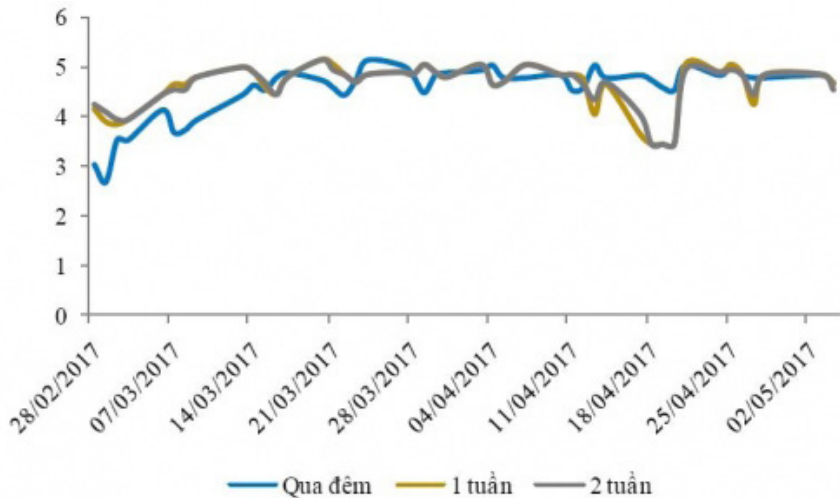
ra, điều kiện hoạt động tốt, thu nhập giữ lại và nguồn vốn định kỳ cũng hỗ trợ.

CHÍNH PHỦ NHẤT TRÍ DỪNG MUA NGÂN HÀNG GIÁ 0 ĐỒNG

Các thành viên Chính phủ thống nhất từ nay sẽ không đặt ra vấn đề Ngân hàng Nhà nước mua lại các nhà băng với giá 0 đồng. Nội dung nêu trên được lãnh đạo cơ quan điều hành nhất trí sau phiên thảo luận đầu tuần này về dự thảo Luật Hỗ trợ tái cơ cấu các tổ chức tín dụng và xử lý nợ xấu.

Theo Ngân hàng Nhà nước, phương án chuyển giao bắt buộc là phương án chủ sở hữu, thành viên góp vốn, cổ đông của TCTD được kiểm soát đặc biệt phải chuyển giao toàn bộ phần vốn góp, cổ phần cho TCTD được chỉ định hoặc Ngân hàng Nhà nước. Áp dụng cho TCTD có thực trạng yếu kém nhất, điều kiện, quy trình, thẩm quyền cũng được quy định chặt chẽ nhất.

Như vậy, từ nay trở đi, sẽ không mua lại các ngân hàng với giá 0 đồng. Các ngân hàng yếu kém sẽ được đưa vào diện kiểm soát đặc biệt mà không dùng hình thức Ngân hàng Nhà nước mua lại với giá 0 đồng, sau đó có các biện pháp tài chính, cuối cùng mới áp dụng biện pháp mua bắt buộc. Còn đối với các ngân hàng đã được Ngân hàng Nhà nước mua lại với giá 0 đồng sẽ được xử lý theo các phương án mà dự án luật



Diễn biến lãi suất liên ngân hàng (Nguồn: BVSC/ Bloomberg)

Trong khi đó trên thị trường mở (OMO) tuần qua, NHNN đã bơm mới 7.000 tỷ đồng qua kênh OMO trong khi đó lượng vốn đáo hạn trong tuần đạt 31.000 tỷ đồng. Do vậy, 24.000 tỷ đồng đã được NHNN hút ròng qua kênh này. Trong khi đó, NHNN không phát hành tín phiếu đối với tất cả các loại kỳ hạn.

quy định.

TỶ GIÁ TRUNG TÂM LÊN KỶ LỤC MỚI

NHNN tăng tỷ giá trung tâm trong khi các ngân hàng lại điều chỉnh giảm giá mua bán USD. Trần tỷ giá lên 23.000 đồng/USD.

Sáng ngày 20/4/2017, Ngân hàng Nhà nước đã điều chỉnh tăng tỷ giá trung tâm lên mức 22.330 đồng/USD - mức cao nhất của tỷ giá trung tâm từ đầu năm 2016.

Với biên độ +/- 3%, tỷ giá tại các ngân hàng chỉ được phép giao dịch trong khoảng 21.660 - 23.000 đồng/USD. Tỷ giá tham khảo tại Sở Giao dịch NHNN cũng tăng lên mức 22.980 đồng/USD. Tuy nhiên trên thị trường, giá USD của các ngân hàng lại có xu hướng giảm với ngày hôm trước, phổ biến ở mức 22.685 - 22.755 đồng/USD đối với các ngân hàng thương mại nhà nước.

Nguyên nhân là do dự liệu trước áp lực tăng tỷ giá USD/VNĐ trong thời gian tới. Thêm vào đó, chặn đà rơi tỷ giá trước tình hình cán cân thương mại đang có xu hướng đảo chiều từ thặng dư trong năm 2016 sang thâm hụt ở mức cao. Hỗ trợ thanh khoản VNĐ và giảm lãi suất. Dự báo về độ tăng của tỷ giá USD/VNĐ vào khoảng từ 1-2% trong năm nay.

VAY TIÊU DÙNG TẠI CÁC CÔNG TY TÀI CHÍNH VÀ FINTECH SẼ BÙNG NỔ MẠNH MẼ

Ước tính thị trường tài chính tiêu dùng ở Việt Nam lên đến 15 tỷ USD/năm và với khoảng 30 triệu người trong khoảng 29-50 tuổi. Tuy nhiên thị trường cho vay tiêu dùng chưa phát triển tương xứng với tiềm năng.

Nhu cầu và văn hóa tiêu dùng của người dân đang thay đổi dần. Trong năm 2016, việc vay mua điện thoại,

xe máy, máy tính trả góp với các khoản giải ngân dưới 40 triệu đồng được ưu chuộng bởi hình thức mới - cho vay tiền mặt qua bảng lương, theo hóa đơn tiền điện, giấy phép đăng ký kinh doanh... linh hoạt, đơn giản, nhanh chóng (thậm chí chỉ mất 15 phút), lãi suất cực thấp, thậm chí có nơi cho vay 0%.

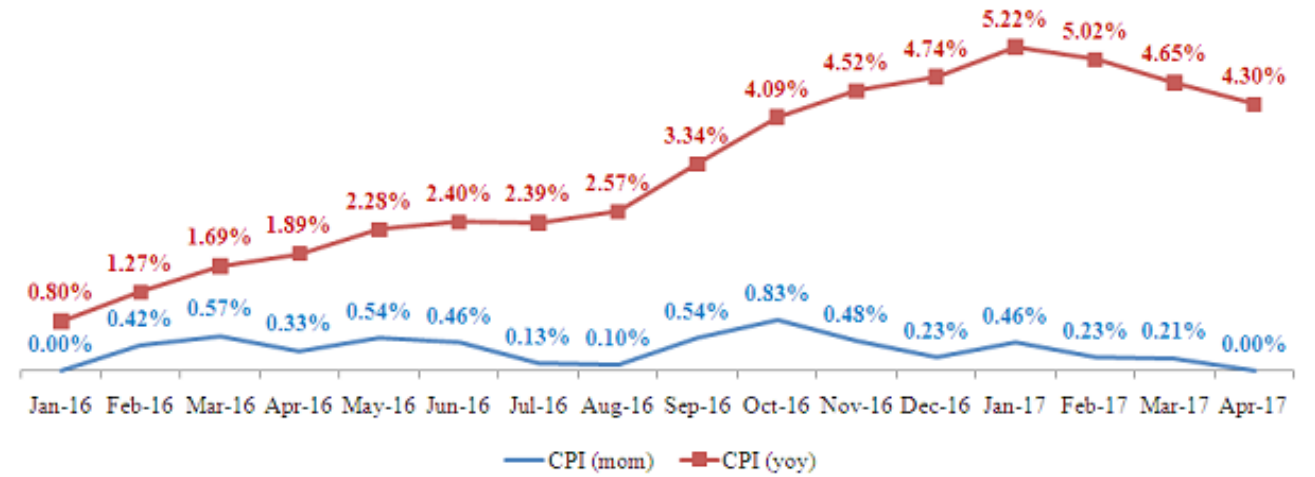
Nhưng tỉ lệ cho vay tiêu dùng hiện nay khá thấp (5-10% tổng dư nợ tín dụng) so với trên thế giới (40-50%). Trái lại, tín dụng ngầm vẫn tồn tại và thu hút nhiều người dân tham gia.

Cuộc CMCN lần thứ 4 với sự thay đổi nhanh chóng về công nghệ, kết nối người cho vay và người đi vay theo công nghệ mới, không cần đến các điểm giao dịch sẽ khiến cho vay ở các công ty tài chính và các công ty Fintech sẽ bùng nổ mạnh mẽ.

CHỈ SỐ GIÁ TIÊU DÙNG GIẢM NHIỆT

Chỉ số giá tiêu dùng tuy đã giảm nhiệt trong 3 tháng gần đây nhưng áp lực tăng trong thời gian tới là rất lớn, trước khả năng điều chỉnh giá các dịch vụ công và những diễn biến từ thị trường quốc tế cũng ảnh hưởng lên mặt

Chỉ số giá tiêu dùng



bảng giá trong nước. Do đó, nhiều dự báo cho rằng lạm phát có thể vượt mức mục tiêu 4% đặt ra trong năm nay. vượt mức mục tiêu 4% đặt ra trong năm nay. (Nguồn: <http://vietstock.vn>)

XUẤT KHẨU TĂNG TỐT NHƯNG VẪN CẦN NHIỀU NỖ LỰC

Tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước 3 tháng đầu năm 2017 đạt gần 44,64 tỷ USD, tăng 15,1% so với cùng kỳ năm 2016. So với mức tăng dưới 10% của năm 2016 thì đây là con số tương đối tốt.

Tốc độ tăng trưởng 15,1% trong quý I/2017 cao so với cùng kỳ 2016 là nhờ có sự đóng góp của tất cả các nhóm hàng. Nhất là nhóm nhiên liệu khoáng sản tăng chủ yếu do tác động của yếu tố giá. Sau đó là nhóm nông, lâm, thủy sản, công nghiệp chế biến, đồ điện tử,... Có 3 mặt hàng sụt giảm về kim ngạch là gạo (giảm 23,3%), hạt tiêu và sắn.

Điều đáng mừng là kim ngạch xuất khẩu của khối các DN trong nước tăng trưởng khoảng 12%, DN FDI là 13% tăng cao so với năm ngoái (DN trong nước tăng trưởng dưới 1%).

Dù kim ngạch xuất khẩu quý I khá ấn tượng, lãnh đạo Bộ Công Thương-Ông Lê Quốc Phương vẫn cho rằng việc duy trì mức tăng này còn phụ thuộc nhiều yếu tố như giá hay rào cản kỹ thuật...và sẽ có tác động 2 chiều đến kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong thời gian tới nên không thể chủ quan. Cần tiếp tục đưa ra những phương hướng phù hợp để phát triển xuất khẩu

FDI VÀO VIỆT NAM TĂNG 77,6% SO VỚI CÙNG KỶ NĂM 2016

Theo Cục đầu tư nước ngoài (Bộ Kế hoạch và đầu tư) Trong quý I/2017, tổng vốn FDI đăng ký cấp mới, tăng thêm và góp vốn mua cổ phần trên cả nước đạt 7,71 tỷ USD, tăng 77,6% so với cùng

kỳ năm 2016. Hàn Quốc dẫn đầu về vốn FDI vào Việt Nam, với tổng vốn đầu tư đạt 3,74 tỷ USD, chiếm 48,51% tổng vốn đầu tư; tiếp đến là Singapore với 910,8 triệu USD, chiếm 11,81% và Trung Quốc đứng thứ 3, tổng vốn đăng ký 823,6 triệu USD, chiếm 10,68%.

Trong khi đó thì Bắc Ninh là địa phương thu hút nhiều vốn ĐTNN nhất với tổng số vốn đăng ký là 2,61 tỷ USD, chiếm 33,86% tổng vốn đầu tư. Bình Dương đứng thứ 2 với tổng vốn đăng ký là 1,39 triệu USD, chiếm 18,04% tổng vốn đầu tư. TP Hồ Chí Minh đứng thứ 3 với tổng số vốn đăng ký gần 600 triệu USD chiếm 7,78% tổng vốn đầu tư.

DOANH NGHIỆP ĐĂNG KÝ KINH DOANH TĂNG TRONG 3 THÁNG ĐẦU NĂM 2017

Trong 3 tháng đầu năm 2017, cả nước có thêm 26.478 doanh nghiệp thành lập mới với số vốn đăng ký là 271.238 tỷ đồng, tăng 11,4%

ĐIỂM TIN

KINH TẾ VĨ MÔ

GDP GIẢM TRONG QUÝ I/2017

GDP quý I năm 2017 ước tính chỉ đạt 5,10%, thấp hơn so với mức 6,12% của cùng kỳ năm 2015 và 5,48% của cùng kỳ 2016. Nguyên nhân chính làm mức GDP quý I thấp như vậy là do sự sụt giảm mạnh của ngành khai

khoáng, điều kiện thời tiết khô hạn, xâm nhập mặn ảnh hưởng đến nông nghiệp và sản xuất sản phẩm điện tử có mức tăng trưởng âm trong quý I/2017 (Theo Ông Hà Quang Tuyến, Vụ trưởng Vụ Hệ thống tài khoản quốc gia (Tổng cục Thống kê).

về số doanh nghiệp và tăng 45,8% về số vốn đăng ký so với cùng kỳ năm ngoái (So sánh 2016/2015: doanh nghiệp tăng 24,8%; vốn tăng 67,2%).

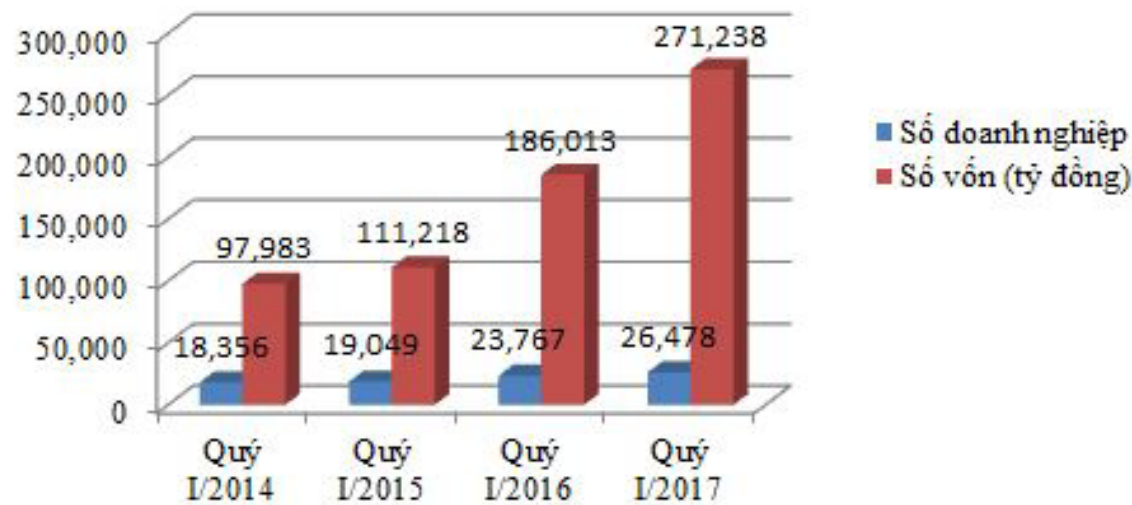
Thống kê theo Quý, số doanh nghiệp đăng ký thành lập mới trong Quý I/2017 của cả nước có 26.478 doanh nghiệp thành lập mới với số vốn đăng ký là 271.238 tỷ đồng, tăng 11,4% về số doanh nghiệp và tăng 45,8% về số vốn đăng ký so với Quý I/2016; so với

Quý I/2015, tăng 38,9% về số doanh nghiệp và 143,8% về số vốn đăng ký; so với Quý I/2014, tăng 44,2% về số doanh nghiệp và tăng 176,8% về số vốn đăng ký. Tổng số vốn đăng ký bổ sung vào nền kinh tế trong 3 tháng đầu năm là 596.653 tỷ đồng, bao gồm: tổng số vốn đăng ký của doanh nghiệp đăng ký thành lập mới là 271.238 tỷ đồng và tổng số vốn đăng ký tăng thêm của các doanh nghiệp thay đổi tăng vốn là 325.415 tỷ đồng.

Điều này cho thấy, Luật doanh nghiệp 2014 đã lan tỏa một luồng sinh khí mới cho môi trường kinh doanh. Số lượng doanh nghiệp thành lập mới tăng liên tục so với các Quý và số vốn cam kết đưa vào thị trường duy trì ở mức cao cho thấy doanh nghiệp vẫn tiếp tục tin tưởng và nhìn thấy nhiều cơ hội kinh doanh từ thị trường.

(Nguồn: <https://dangky-kinhdoanh.gov.vn/Newsand-Updates>)

Biểu đồ 1: Tình hình doanh nghiệp và vốn theo Quý



NGHIÊN CỨU- TRAO ĐỔI CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH (HOSE)

Hồ Thị Quỳnh Trâm
hotquynhtram@gmail.com

Lớp K13404C - Khoa Tài chính - Ngân hàng
Trường Đại học Kinh Tế Luật, HCM, Việt Nam

Tóm tắt. Bài viết nhằm nghiên cứu tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của doanh nghiệp (DN) niêm yết trên HOSE từ 2005-2015. Nghiên cứu sử dụng công cụ kinh tế lượng GMM (Generalized Method of Moments) và 8 nhân tố được đưa vào mô hình gồm có: tài sản cố định hữu hình, khả năng sinh lời, lợi ích phi thuế nợ vay, thuế suất thực tế, quy mô của công ty, cơ hội tăng trưởng, tính thanh khoản và doanh nghiệp nhà nước. Kết quả cho thấy quyết định tài trợ ngắn hạn và dài hạn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác nhau. Ngoài ra, nghiên cứu còn tìm ra quyết định nợ ngắn hạn phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng trong khi quyết định nợ dài hạn có được ủng hộ bởi lý thuyết đánh đổi.

Từ khóa: cấu trúc tài chính, đòn bẩy nợ ngắn hạn, nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, tổng nợ.

1. GIỚI THIỆU

Cấu trúc tài chính là một trong những vấn đề quan trọng nhất đối với bất kỳ doanh nghiệp nào. Tầm quan trọng của cấu trúc tài chính bắt nguồn từ hiệu quả của nó đối với lợi nhuận, thanh khoản, rủi ro tài chính và đặc biệt là giá trị của công ty. Do đó, các cổ đông, các nhà đầu tư tiềm năng hoặc các chủ nợ đều rất quan tâm đến cấu trúc tài chính của một doanh nghiệp.

Suốt sáu mươi năm qua, kể từ nghiên cứu về lý thuyết M&M của Modigliani và Miller (1958) về cơ cấu vốn, quyết định lựa chọn cấu trúc vốn đã thu hút và tạo nguồn cảm hứng cho nhiều nhà nghiên cứu. Từ đó, nhiều bài viết cả về lý thuyết và thực nghiệm đã được tiến hành nhằm nghiên cứu, phân tích và giải thích cách lựa chọn cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Ví dụ, một số nghiên cứu của các tác giả ở các nước phát triển như Rajan & Zingales - G7 (1995); Booth et al - Brazil, Mexico, Ấn Độ, Hàn Quốc, Malaysia, Pakistan, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Zimbabwe (2001); Chen- Trung Quốc (2003); Oleh Myroshnichenko- Ukraina (2004); Wanrapee Banchuenvijit (2009) - Thái Lan, ...

Tại Việt Nam, các nhà nghiên cứu gần đây đã bắt đầu nghiên cứu cấu trúc vốn/ cấu trúc tài chính như nghiên cứu của Lê Hoàng Vinh (2009), Đỗ Văn Thắng và Trịnh Quang Thiệu (2010), Lê Thị Thanh Tú (2012), Lê Đạt Chí (2013), Võ Thị Quỳnh (2014) và Đặng Thị Quỳnh Anh và Quách Thị Hải Yến (2015). Phần lớn các nghiên cứu điều tra các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của công ty, giá trị của công ty và đề xuất mô hình cấu trúc vốn tối ưu. Tuy nhiên, theo tìm hiểu của tác giả, số lượng các nghiên cứu một cách độc lập, tách biệt các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định nợ ngắn hạn và nợ dài hạn còn hạn chế.

Ngoài ra, toàn cầu hóa đã và đang làm cho các công ty Việt Nam cạnh tranh không chỉ với các công ty trong nước mà còn với các tập đoàn đa quốc gia lớn có tiềm năng tài chính mạnh. Đáng chú ý, sự hội nhập của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới ngày càng trở nên sâu sắc hơn trong thời gian gần đây bằng cách gia nhập AEC, ký kết các hiệp định TPP, TFA. Tăng vốn để mở rộng quy mô sản xuất, nâng cao năng lực cạnh tranh là việc không thể tránh khỏi đối với các DNVN. Vì vậy, biết rõ những yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính để đưa ra quyết định tài trợ phù hợp là vô cùng cần thiết và quan trọng.

Nghiên cứu này nhằm tìm ra các yếu tố quyết định cấu trúc tài chính (nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, tổng nợ) của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2005-2015 và kiểm tra lý thuyết cơ cấu vốn cổ điển như lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đánh đổi. Nghiên cứu cũng đánh giá sự khác biệt trong chính sách tài chính giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1 Cấu trúc tài chính

Theo Engene F.Brigham và Joel F.Houston 210, cấu trúc tài chính được cấu thành từ các khoản vay ngắn hạn, và nguồn vốn có tính chất dài hạn như nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi, cổ phần thường. Theo Klayman (1994) định nghĩa cấu trúc tài chính là sự kết hợp giữa vốn chủ sở hữu và các khoản nợ phải trả, trong đó nợ phải trả bao gồm các khoản nợ vay dài hạn, nợ hình thành từ phát hành trái phiếu, thuê tài chính, các khoản tín dụng thương mại và các khoản phải trả khác. Như vậy khác với cấu trúc vốn, cấu trúc tài chính là sự kết hợp của các nguồn tài trợ bao gồm nguồn vốn ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho các tài sản của doanh nghiệp. Quan điểm này thường được áp dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm tại các nước đang phát triển, các nền kinh tế mới nổi hay trong các DN đặc thù có quy mô nhỏ khả năng tiếp cận nguồn vốn còn hạn chế.

2.2 Lý thuyết M&M

Đây là nghiên cứu khởi đầu cho các nghiên cứu về cấu trúc vốn hiện đại do Modigliani & Miller đưa ra năm 1958. Với hai trường hợp được nghiên cứu là doanh nghiệp hoạt động trong môi trường không thuế và trong môi trường có thuế. M&M đã đưa ra các kết luận quan trọng về cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Đó là trong trường hợp không thuế giá trị công ty không vay nợ và có vay nợ là như nhau, hay nói một cách khác cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị công ty và không có cấu trúc vốn nào là tối ưu cả. Còn trong trường hợp có thuế thì giá trị công ty có vay nợ cao hơn giá trị công ty không vay nợ do được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Các kết luận trên được đưa ra dựa trên các giả định về thị trường hoàn hảo, không có chi phí kiệt quệ tài chính, không có chi phí giao dịch. Tuy nhiên, các giả định trên khó có thể xảy ra nên đã hạn chế khả năng ứng dụng của lý thuyết M&M trong thực tế

2.3 Lý thuyết đánh đổi

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cho rằng cấu trúc vốn của doanh nghiệp được xác định dựa trên sự đánh đổi giữa lợi ích của tấm chắn thuế (do lãi vay được khấu trừ thuế) và chi phí kiệt quệ tài chính. Khi doanh nghiệp vay càng nhiều nợ thì lợi ích của tấm chắn thuế càng lớn nhưng chi phí kiệt quệ tài chính cũng tăng theo. Vì vậy, chủ nợ cũng sẽ đòi hỏi một tỷ suất sinh lợi cao hơn, làm gia tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

2.4 Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng chủ yếu dựa trên mối quan tâm về việc bất cân xứng thông tin (theo Myers và Majluf, 1984) ảnh hưởng lên quyết định đầu tư và tài trợ của doanh nghiệp. Bởi vì các nhà quản lý có nhiều thông tin hơn những nhà đầu tư bên ngoài, đứng ở vị thế của những nhà đầu tư đang hiện hữu thì những nhà đầu tư mới yêu cầu một mức chiết khấu cao khi doanh nghiệp phát hành chứng khoán và điều này dẫn đến việc chi phí cho các nguồn tài trợ bên ngoài thì đắt đỏ. Chính vì thế khi các doanh nghiệp có nhu cầu về

vốn, họ thường sử dụng nguồn tài trợ nội bộ (lợi nhuận giữ lại) đầu tiên, sau đó là chứng khoán nợ và phát hành cổ phần thường mới là lựa chọn cuối cùng.

3. TỔNG HỢP CÁC NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN

3.1. Trên thế giới

Nghiên cứu của Titman và Wessels (1998) được thực hiện trên 469 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn 1972 - 1982 nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự tương quan âm giữa khả năng sinh lời và việc sử dụng nợ.

Raghuram G. Rajan và Luigi Zingales (1995) đã so sánh mức độ sử dụng đòn bẩy nợ tổng thể của các nước phát triển G7. Kết quả cho thấy có sự tương quan âm giữa lợi nhuận và hiệu quả hoạt động của công ty và mối quan hệ này sẽ rõ ràng hơn nếu quy mô công ty trở nên lớn hơn.

Nghiên cứu của Jean.J.Chen (2003) sử dụng dữ liệu của 77 công ty lớn được niêm yết trên thị trường chứng khoán Thượng Hải, Trung Quốc. Tác giả dựa trên lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết, bao gồm: lợi nhuận, quy mô, cơ hội tăng trưởng, tài sản hữu hình, chi phí tổn thất tài chính và lá chắn thuế. Kết quả nghiên cứu cho thấy lợi nhuận và quy mô có tương quan âm với đòn bẩy nợ, trong khi cơ hội tăng trưởng và tài sản hữu hình lại tương quan dương với đòn bẩy nợ. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Chen cũng phát hiện ra rằng các công ty Trung Quốc thích sử dụng nợ ngắn hạn hơn nợ dài hạn và lý thuyết trật tự thì giải thích tốt hơn so với lý thuyết đánh đổi.

Nghiên cứu của Wanrapee Banchuenvijit (2009) được thực hiện trên 81 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Thái Lan giai đoạn 2004 - 2008. Với năm nhân tố được đưa vào gồm: khả năng sinh lời, quy mô DN, tài sản hữu hình, tăng trưởng tài sản, sự biến

động của thu nhập hoạt động. Kết quả cho thấy khả năng sinh lời, tài sản hữu hình tương quan ngược chiều với đòn bẩy nợ; trong khi quy mô của công ty thì tương quan cùng chiều với đòn bẩy nợ.

3.2. Trong nước

Lê Đạt Chí (2013) đã nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn cho các công ty Việt Nam niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007-2010. Nghiên cứu dựa trên các lý thuyết cổ điển như trật tự phân hạng, đánh đổi và thời điểm thị trường; Bài viết cũng sử dụng thêm lý thuyết tài chính hành vi. Kết quả cho thấy mối quan hệ giữa tổng đòn bẩy nợ và thuế (+), lạm phát (-), tỷ số giá trị thị trường (-), đòn bẩy ngành (+), ROA (-) và hành vi nhà quản lý (+). Kết quả cũng cho thấy cấu trúc vốn của các công ty trong giai đoạn nghiên cứu không có tương quan đáng kể với lý thuyết đánh đổi nhưng tương quan mạnh với lý thuyết trật tự phân hạng.

Trần Đình Khôi Nguyễn và Neelakanta Ramachandran (2006) xác định các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN) ở Việt Nam. Kết quả thực nghiệm cho thấy DNVVN chủ yếu sử dụng các khoản nợ ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản của nó. Cơ cấu vốn của các DNVVN ở Việt Nam bị tác động cùng chiều bởi tăng trưởng, rủi ro kinh doanh, quy mô doanh nghiệp, mạng lưới và mối quan hệ với các ngân hàng; nhưng ngược chiều với tính hữu hình. Khả năng sinh lời không có tác động đáng kể đến cấu trúc vốn của các DNVVN Việt Nam. Tác động mạnh mẽ của các yếu tố như quyền sở hữu công ty, quy mô doanh nghiệp, mối quan hệ với các ngân hàng, và mạng lưới cho thấy những đặc điểm bất đối xứng của quá trình huy động vốn trong một nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam.

Lê Thị Kim Thu (2012) đã nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các công ty cổ phần bất động sản niêm yết trên sàn HOSE từ năm 2007 đến năm 2011. Kết quả cho thấy quy mô doanh nghiệp; hiệu

quả hoạt động, tính độc nhất tương quan âm với cấu trúc vốn trong khi cơ hội tăng trưởng tương quan dương với cấu trúc vốn.

4. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu nghiên cứu sử dụng trong bài được cung cấp bởi Thomson Reuters, bao gồm tất cả các DN niêm yết không thuộc ngành Tài chính trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh HOSE giai đoạn 2005-2015. Các doanh nghiệp tài chính (DNTC) bị loại ra khỏi dữ liệu nghiên cứu do DNTC phải tuân thủ theo các quy định chặt chẽ của NHNN về cấu trúc tài chính.

Mô hình nghiên cứu:

$$LEV = \beta_0 + \beta_1TANG + \beta_2PROF + \beta_3NDTS + \beta_4ETR + \beta_5SIZE + \beta_6GROW + \beta_7LIQ + \beta_8SOE$$

Trong đó: LEV là một trong TLEV, SLEV, LLEV

Bảng 1: Giải thích các biến

Viết tắt	Biến	Cách tính
TLEV	Tổng đòn bẩy nợ	= Tổng nợ / Tổng TS
SLEV	Đòn bẩy nợ ngắn hạn	= Nợ ngắn hạn / Tổng TS
LLEV	Đòn bẩy nợ dài hạn	= Nợ dài hạn / Tổng TS
TANG	Tài sản hữu hình	= Tài sản hữu hình / Tổng TS
PROF	Khả năng sinh lời	= EBIT / Tổng TS
NDTS	Lợi ích phi thuế nợ vay	= Khấu hao / Tổng TS
ETR	Thuế suất thực tế	= Thuế TNDN / LN trước thuế
SIZE	Quy mô DN	= log(DT thuần)
GROW	Cơ hội tăng trưởng	= % thay đổi tổng TS
LIQ	Tính thanh khoản	= TS ngắn hạn / Nợ ngắn hạn
SOE	Doanh nghiệp nhà nước (DNNN)	1 = DNNN (NN sở hữu ≥ 50%) 0 = Phi DNNN (NN sở hữu < 50%)

Tác giả sử dụng phương pháp Generalized Method of Moments (GMM) được phát triển bởi Arellano và Bond (1991) để hồi quy mô hình nghiên cứu đã đề cập ở trên.

5. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Theo bảng 1, tổng nợ trung bình của DNVN trong giai đoạn 2005 - 2015 là 44,74%, thấp hơn so với mức 52% của giai đoạn 2002 - 2003 (Biger et al, 2008). Điều này có thể là do sự khác biệt trong số liệu phân tích (số lượng công ty, quy mô công ty) hoặc có thể do việc gia tăng phát hành cổ phiếu để huy động vốn được chứng minh thông qua sự gia tăng số lượng công ty niêm yết từ năm 2000 (2000: 5 công ty niêm yết, 2006: 121: Công ty, 2015: khoảng 300 công ty niêm yết). Thêm vào đó, các DNVN có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn (36,77%) nhiều hơn nợ dài hạn (8,14%). Tuy nhiên, sự biến động của đòn bẩy nợ được đo lường bằng độ lệch chuẩn (21,23%) tương đối cao, nó cho thấy sự khác biệt lớn trong mức độ sử dụng nợ của các doanh nghiệp. Mức sinh lợi trung bình của DNVN trong giai đoạn 2005 - 2015 (PROF = 8.58%) và tốc độ tăng trưởng trung bình (GROW = 27.75%) cao hơn so với giai đoạn 2002-2003 (PROF = 3 % và GROW = 17%) mà Biger et al (2008) nghiên cứu. Điều này có thể do yêu cầu niêm yết đảm bảo lợi nhuận của công ty trước khi đưa ra thị trường ngày một cao hơn. Cuối cùng, trung bình của tài sản hữu hình, lợi ích phi thuế nợ vay, tính thanh khoản, quy mô DN lần lượt là 37,48%; 1,47%; 257%; 117,89%.

Bảng 2: Thống kê mô tả

	Mean	Median	Max	Min	Std.Dev
TLEV	0,447	0,460	0,943	0,003	0,2123
SLEV	0,367	0,343	0,930	0,003	0,197
LLEV	0,081	0,024	0,650	0	0,1213
TANG	0,374	0,314	1,464	0	0,2881
PRO	0,085	0,066	0,969	-0,562	0,0982
NDTS	0,014	0,006	0,207	-0,193	0,0239
ETR	0,217	0,187	11,482	-6,582	0,722
SIZE	11,789	11,801	13,866	-0,198	0,9317
GRO	0,277	0,123	11,444	-0,687	0,6994
LIQ	2,575	1,631	159,105	0,165	6,0877

Nguồn: Tác giả tính toán

Bảng 2 thể hiện tương quan giữa các biến. Để tìm hiểu sâu hơn về tác động của các biến đối với đầu tư DN, tác giả thực hiện hồi quy với công cụ GMM.

Bảng 3: Ma trận tương quan

	TLEV	SLEV	LLEV	ETR	GROW	LIQ	NDTS	PROF	TANG	SIZE	SEO
TLEV	1										
SLEV	0,83	1									
LLEV	0,4	-0,19	1								
ETR	0,02	0	0,03	1							
GROW	-0,01	-0,02	0,01	0,01	1						
LIQ	-0,29	-0,29	-0,03	0,03	0,07	1					
NDTS	-0,05	-0,08	0,04	-	-0,04	0,02	1				
PROF	-0,41	-0,29	-0,24	0	0,08	0,06	0,14	1			
TANG	-0,07	-0,24	0,27	0,08	-0,17	0,08	0,44	0,08	1		
SIZE	0,28	0,25	0,09	0	-0,06	0,18	0,1	0,11	0,09	1	
SOE	0,02	-0,07	0,14	0,01	-0,07	0,03	0,12	0,04	0,3	0,14	1

Nguồn: Tác giả tính toán

Tiến hành chạy mô hình hồi quy lần đầu bằng phần mềm Eviews với phương pháp GMM, thu được kết quả như bảng 3.

Các ký hiệu ***, **, * lần lượt chỉ các hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%.

Các giá trị P-value cho thấy hầu hết các biến có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và 5%. Tuy nhiên, một số biến không có ý nghĩa trong một hoặc hai mô hình như mô hình TLEV: ETR, NDTS, SEO; Mô hình SLEV: ETR, GRO, SEO và mô hình LLEV: LIQ. Kiểm định Wald được sử dụng để phát hiện biến không cần thiết của mô hình. Kết quả kiểm định cho thấy P-value lớn hơn 10% nên có thể loại tất cả các biến trên ra khỏi mô hình.

Bảng 4: Kết quả hồi quy lần đầu

Dependent Variables	TLEV		SLEV		LLEV	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
Constant	-0.6677	0	-0.4886	0	-0.1791	0
ETR	0.0176	0.3	-0.0069	0.67	0.0245	0.03
GRO	0.0124	0.05	-0.0028	0.65	0.0151	0
LIQ	-0.0075	0	-0.0079	0	0.0004	0.4
NDTS	0.1365	0.5	0.4692	0.02	-0.3328	0.01
PRO	-0.9318	0	-0.5898	0	-0.3419	0
SIZE	0.1039	0	0.0843	0	0.0196	0
TANG	-0.0655	0	-0.197	0	0.1314	0
SOE	0.0081	0.45	-0.0087	0.39	0.0167	0.01
R ²	32.96%		28.66%		16.62%	
Observation	217		217		217	
Hausman test	92.18		61.81		29.5	

Nguồn: Tác giả tính toán

Kết quả hồi quy lần hai cho R2 của hai mô hình TLEV và SLEV lần lượt là 32,88% và 28,61%, tức hai mô hình đã được giải thích tương tốt. Tuy nhiên, R2 của mô hình LLEV khá thấp, chỉ 16,59%, ẩn dụ cho một phạm vi rộng hơn các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính.

Bảng 5: Kết quả hồi quy sau khi đã hiệu chỉnh

Dependent Variables	TLEV		SLEV		LLEV	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
Constant	-0.6766	0	-0.484	0	-0.1694	0
ETR					0.0247	0.02
GRO	0.0124	0.05			0.0153	0
LIQ	-0.0074	0	-0.0079	0		
NDTS			0.4739	0.02	-0.3305	0.01
PRO	-0.9279	0	-0.5921	0	-0.34	0
SIZE	0.105	0	0.0837	0	0.0189	0
TANG	-0.0583	0	-0.1993	0	0.1308	0
SOE					0.0168	0.01
R2	32.88%		28.61%		16.59%	
Observation	217		217		217	

Nguồn: Tác giả tính toán

Theo bảng 4, thuế suất thực tế (ETR) chỉ có ý nghĩa thống kê trong mô hình SLEV. Một cách giải thích hợp lý cho việc này là sử dụng nợ dài hạn thường tốn kém hơn việc sử dụng nợ ngắn hạn. Vì vậy khi ETR tăng, các công ty cũng tăng nợ dài hạn để tận dụng lá chắn thuế và giảm chi phí vốn. Đối với giả thuyết 2, cơ hội tăng trưởng (GROW) tương quan cùng chiều với TLEV và LLEV mặc dù không có ý nghĩa thống kê với SLEV. Kết quả này tương đối dễ hiểu vì các nhà cho vay ngắn hạn thường quan tâm đến tính thanh khoản hơn là các triển vọng dài hạn. Bên cạnh đó, tính thanh khoản (LIQ) tương quan âm với TLEV và SLEV nhưng không có ý nghĩa thống kê với LLEV bởi các nhà cho vay dài hạn quan tâm đến cơ hội tăng trưởng và tài sản hữu hình hơn là tính thanh khoản (Dzung Nguyen, Ivan Diaz Raney, Andros Grogonou, 2014). Kết quả trên cũng phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng khi các công ty thanh khoản cao thích sử dụng các tài sản thanh khoản như tiền mặt để tài trợ cho hoạt động của họ hơn là huy động vốn từ bên ngoài. Theo kết

quả trong Bảng 4, NDTs có ý nghĩa thống kê với SLEV và LLEV. Tuy nhiên, có một sự khác biệt đáng kể giữa SLEV và LLEV. Mỗi quan hệ nghịch đảo giữa NDTs và LLEV cho thấy khấu trừ thuế nhờ khấu hao là sự thay thế cho các lợi ích về thuế của việc vay nợ. Đáng chú ý, khả năng sinh lời (PROF) tương quan ngược chiều với cả TLEV, SLEV và LLEV. Kết quả trên phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng rằng các doanh nghiệp có mức lợi nhuận cao thường ưa thích sử dụng tài chính nội bộ doanh nghiệp như lợi nhuận giữ lại hơn là huy động vốn bên ngoài. Ngược lại với khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp tương quan cùng chiều với cả 3 biến phụ thuộc. Theo đó, các công ty lớn ưa thích sử dụng nợ hơn để tài trợ cho hoạt động của công ty và các công ty nhỏ sẽ ưa thích sử dụng vốn cổ phần hơn. Một cách giải thích hợp lý là các ngân hàng thương mại, khách hàng, nhà cung cấp trên thị trường có mối quan hệ gần gũi hơn với các công ty lớn do đó tiếp cận nợ dễ dàng hơn đối với các DN lớn. Bên cạnh đó, tài sản hữu hình (TANG) tương quan âm với TLEV, SLEV và tương quan dương với LLEV. Kết quả này phù hợp với lý thuyết kết hợp (Matching theory) của Gun, 2011 rằng tài sản ngắn hạn nên được tài trợ bằng nợ ngắn hạn và các tài sản dài hạn cần được tài trợ bằng nợ dài hạn. Mối liên hệ ngược chiều của TANG và SLEV cũng phù hợp với các nghiên cứu trước đây của Việt Nam (Nguyễn và Ramchandran, 2006, Biger et al, 2008) rằng các doanh nghiệp có ít tài sản hữu hình thường dựa nhiều hơn vào nợ ngắn hạn như tín dụng thương mại. Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu được coi là một yếu tố đặc biệt khi nghiên cứu các yếu tố quyết định cơ cấu vốn tại HOSE. Kết quả cho thấy quyền sở hữu nhà nước (STATE) ảnh hưởng tích cực đến LLEV nhưng không ảnh hưởng đến TLEV và SLEV. Kết quả một lần nữa hàm ý rằng các công ty nhà nước sử dụng các khoản nợ dài hạn hơn các công ty tư nhân và có nhiều lợi thế hơn để tiếp cận với nguồn nợ dài hạn nhưng cả hai nhóm không khác gì việc khai thác các khoản nợ ngắn hạn từ các mạng lưới để tài trợ cho hoạt động của họ.

6. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý

Kết quả trên cho thấy rằng, quyết định tài trợ ngắn hạn của các DNNY trên HOSE phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng. Nói cách khác, các nguồn đầu tư ngắn hạn cho các công ty này chủ yếu dựa vào tài chính nội bộ, được thể hiện bằng dòng tiền và khấu hao. Ngược lại, quyết định tài trợ dài hạn phù hợp với lý thuyết đánh đổi.

Từ nghiên cứu này, chúng ta cũng có thể kết luận rằng mặc dù thị trường vốn ngày càng phát triển hơn, cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam vẫn còn bị chi phối bởi các nguồn nợ vay ngắn hạn. Tác giả thấy rằng đối với các công ty lớn có nhiều cơ hội tiếp cận nợ vay hơn nhờ mối quan hệ rộng và khả năng trả giá, đàm phán. Đối với các công ty có nhiều lợi nhuận, họ vẫn thích sử dụng nguồn tài chính nội bộ hơn là huy động bên ngoài (trái phiếu, vay nợ, phát hành cổ phiếu mới). Cơ hội tăng trưởng, thuế suất thực tế chỉ ảnh hưởng đến quyết định nợ dài hạn trong khi thanh khoản lại chi phối đến quyết định nợ ngắn hạn. Lợi ích phi thuế nợ vay ảnh hưởng khác nhau với các quyết định nợ khác nhau; tương quan dương với đòn bẩy nợ ngắn hạn nhưng tương quan âm với đòn bẩy nợ dài hạn. Trong số các yếu tố được nghiên cứu, lợi ích phi thuế nợ vay và khả năng sinh lợi có ảnh hưởng lớn nhất đến quyết định nợ.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Andreas William Hay Jensen, 2013, "Determinants of Capital Structure: An empirical study of Danish listed companies".
- [2] Ben Ukaegbu and Isaiah Onio, 2013, "The determinants of capital structure in a regulatory industry: the case of Kenya banks".
- [3] Biger, N., Nguyen, N.V., Hoang, Q.X., 2008, Chapter 15 - The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam, in: Kim, S.J. and McKenzie, M.D. (Eds.), Asia-Pacific Financial Markets: Integration, Innovation and Challenges (International Finance Review, Volume 8)

[4] Brigham & Houston - 12th edition, Fundamentals of Financial Management .

[5] Dang Thi Quynh Anh and Quach Thi Hai Yen, 2014, "Determinants of companies listed on Ho Chi Minh stock market (HOSE)".

[6] Dzung Nguyen; Ivan Diaz Rainey; Andros Gregoriou, 2014, "Financial Development and the Determinants of Capital Structure in Vietnam".

[7] Kibrom Mehari Fisseha, 2010, "The determinants of capital structure: Evidence from Commercial Banks in Ethiopia".

[8] Nelson Vergas, Antonio Cerqueria, Elisio Brandao, 2015, "The determinants of the capital structure of listed on stock market non-financial firms: Evidence for Portugal".

[9] Nguyen Tran Dinh Khoi, Ramachandran, Neelakantan, 2006, "Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The case of Vietnam".

[10] Oleh Myroshonichenko, 2004, "Determinants of Capital structure of Ukrainian Corporation"

[11] Tran Hung Son, 2011, "Firm characteristics and partial adjustment toward target capital structure".

NGHIÊN CỨU- TRAO ĐỔI RỦI RO TÍN DỤNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH CÔNG NGHIỆP, NĂNG LƯỢNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN, NIÊM YẾT TRÊN SÀN HOSE VÀ SÀN HNX TẠI VIỆT NAM

Hoàng Thị Kim Ngân | Lớp chất lượng cao khóa 13, Khoa Tài chính - Ngân hàng
nganhtk13404@st.uel.edu.vn | Trường Đại học Kinh Tế Luật, HCM, Việt Nam

Tóm tắt. Nghiên cứu này được thực hiện và phát triển dựa trên ý tưởng của mô hình KMV-Merton (1974) để tính toán xác suất vỡ nợ của những công ty niêm yết trên sàn chứng khoán thuộc ngành Công nghiệp, Năng lượng và Bất động sản từ năm 2011 đến 2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy xác suất vỡ nợ ngành Năng lượng cao nhất, khoảng 66%, theo sau đó là ngành Công nghiệp với xác suất khoảng 62% và ngành Bất động sản có rủi ro tương đối thấp hơn 2 ngành trên, khoảng 49%.

Từ khóa: Rủi ro tín dụng, Mô hình KMV-Merton, ngành Công nghiệp, ngành Năng lượng, ngành Bất động sản.

1. GIỚI THIỆU

Kinh tế thế giới đã trải qua đợt khủng hoảng tài chính và hệ quả là nhiều công ty bị phá sản, hệ thống ngân hàng và nền kinh tế gặp nhiều khó khăn. Thị trường tài chính Việt Nam cũng trải qua một giai đoạn khó khăn khi đối diện với những bất ổn và tiềm ẩn những rủi ro. Việc quản trị rủi ro tài chính đang là một vấn đề thu hút nhiều sự quan tâm đặc biệt từ góc độ nhà quản trị doanh nghiệp cũng như từ góc độ của Chính Phủ. Trong đó, rủi ro tín dụng là một trong những rủi ro dẫn đến phá sản nhanh nhất, đang được quan tâm đặc biệt là từ sau khủng hoảng tài

chính 2008.

Việt Nam đã tham gia các hiệp định quốc tế, điều này đã mang lại nhiều cơ hội về thương mại quốc tế cho Việt Nam. Nhưng song song đó cũng mang lại nhiều rủi ro khác nhau cho các doanh nghiệp cũng như hệ thống ngân hàng hiện tại, đặc biệt là rủi ro tín dụng đã gây ra những tổn thất và ảnh hưởng nghiêm trọng đến chất lượng kinh doanh của các doanh nghiệp.

Vậy vấn đề được đặt ra ở đây là: Làm thế nào để giải quyết bài toán giảm thiểu tối đa rủi ro tín dụng cho các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và sàn HNX nói riêng? Để áp dụng, khắc phục cũng như phát triển cho tình hình của từng doanh nghiệp khác nhau với mục tiêu hàng đầu - hạn chế rủi ro tín dụng, luôn cần có sự nghiên cứu, phân tích và đo lường cụ thể đối với các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là các doanh nghiệp niêm yết hai sàn lớn của TTCK Việt Nam.

Vi vậy, nhận thấy được vai trò, tính chất và sự cấp thiết của việc đo lường rủi ro tín dụng trong việc nhận diện, đánh giá và dự báo tình trạng "sức khỏe" của mỗi doanh nghiệp trong giai đoạn hiện nay, nghiên cứu đã tập trung

phân tích rủi ro tín dụng của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn Hose và HNX tại Việt Nam.

2. TỔNG HỢP CÁC NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN

Mô hình KMV là một trong những mô hình đánh giá rủi ro tín dụng quan trọng nhất trên thế giới.

Trong nghiên cứu của mình, Bharath (2004) bác bỏ giả thuyết xác suất phá sản của mô hình Merton và thay vào đó ông đã chỉ ra được một mô hình tính toán rút gọn hiệu quả cho xác suất phá sản mà không cần dựa vào nhiều việc tính toán 2 phương trình phi tuyến tính như ở mô hình cổ điển. Ngoài ra, ông lại đánh giá tiến độ biến động của khoản nợ doanh nghiệp thông qua những tính toán cố định liên quan với biến động của giá trị vốn chủ sở hữu. Điều này có thể đúng với một số trường hợp và không đúng với một số trường hợp khác nếu chúng ta xét đến doanh nghiệp đến từ nhiều ngành nghề khác nhau. Nhìn vào những mô hình dự báo rủi ro vỡ nợ, ông cho rằng mô hình KMV-Merton dường như là không thể tính toán hoàn toàn chính xác xác suất vỡ nợ. Nó dường như chỉ có khả năng xây dựng mô hình dự báo vỡ nợ một cách chính xác mà không xem xét đến khả năng KMV-Merton xác suất vỡ nợ bị lặp. Ông cho rằng khá là đơn giản để xây dựng một mô hình làm tốt hơn so với các mô hình KMV-Merton mà không sử dụng xác suất mặc định KMV-Merton làm biến giải thích.

Cách tiếp cận này cũng đã từng được Powell và Alen (2009) nghiên cứu trên thị trường Australia và mang lại kết quả khá tích cực. Đề tài sử dụng phương pháp của mô hình KMV-Merton lẫn mô hình CvaR để đo lường và xếp hạng rủi ro vỡ nợ của các công ty trong phạm vi nước Úc. Kết quả cho thấy có sự giống nhau đáng kể giữa cách xếp hạng bằng phương pháp Market VaR (dựa trên mô hình CvaR) và phương pháp Credit PD (dựa trên mô hình KMV-Merton). Cả hai mô hình đều chỉ ra sự kết hợp quan trọng của việc tiếp cận xuyên suốt từ cơ sở dữ liệu của 7 năm liên tục thay vì chỉ 1 năm. Kết luận chỉ ra rằng

những ngành nghề có một mức độ rủi ro từ phương diện thị trường thì có cùng mức độ rủi ro ở phương diện tín dụng.

Zhang, Li, Wang (2010) so sánh 10 công ty hậu cần được niêm yết tương ứng từ thị trường chứng khoán Trung Quốc và Mỹ làm ví dụ rồi tính toán khoảng cách đến điểm vỡ nợ của các công ty dựa trên mô hình KMV mà được đề xuất lần đầu tiên bởi công ty Mỹ, sau đó phân tích các xu hướng thay đổi của rủi ro tín dụng từ quý III năm 2008 đến quý III năm 2009. Kết quả cho thấy cuộc khủng hoảng tài chính có tác động nghiêm trọng đến rủi ro tín dụng của các công ty hậu cần và mô hình KMV là một công cụ hiệu quả để đo lường rủi ro tín dụng của các công ty này.

Tại Việt Nam, Lâm Chí Dũng và Phan Đình Anh (2009) đã sử dụng mô hình KMV để định lượng rủi ro tín dụng trong việc sử dụng tài sản đảm bảo gắn liền với hành vi sử dụng vốn của người vay thông qua các biến tỷ lệ người vay sử dụng tài sản hình thành từ vốn làm tài sản đảm bảo. Kết luận của nghiên cứu có thể nhận thấy, rủi ro tín dụng trong hoạt động cho vay thế chấp bất động sản không chỉ đơn thuần phụ thuộc vào sự biến động giá cả thị. Kết quả nghiên cứu này sẽ rất hữu ích với thị trường tín dụng Việt Nam, nơi mà phần lớn các khoản cho vay đều dựa trên thế chấp bất động sản.

Mới nhất là nghiên cứu của Nguyễn Thị Cành & Phạm Chí Khoa (2014) áp dụng mô hình KMV trong tính toán, dự báo xác suất phá sản của các khách hàng doanh nghiệp cho ngân hàng Vietcombank. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ có xác suất phá sản thấp hơn các doanh nghiệp có quy mô lớn. Phân theo ngành nghề, nghề có xác suất phá sản thấp nhất là ngành vận tải đường bộ, đường sông, còn các ngành có xác suất phá sản lớn nhất là ngành sản xuất, truyền tải và phân phối điện. Những ngành và nhóm doanh nghiệp có xác suất phá sản cao, có dư nợ cao sẽ gây thất thoát cho ngân hàng nhiều nhất.

Tóm lại, dựa trên mô hình KMV - Merton (1974) và các nghiên cứu trước, các dữ liệu cần thiết trong nghiên cứu này được hiệu chỉnh để phù hợp hơn với cơ sở dữ liệu trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng. Ngoài ra tác giả cũng thừa hưởng ý tưởng của mô hình KMV - Merton (1974) để khắc phục một số hạn chế của mô hình tạo điều kiện thuận lợi trong việc xây dựng mô hình kiểm định rủi ro vỡ nợ của các công ty thuộc ba ngành: Công nghiệp, Năng lượng và Bất động sản.

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập bởi Thomson Reuters, bao gồm tất cả các DN công nghiệp, năng lượng và bất động sản niêm yết trong giai đoạn 2011-2016. Các biến sử dụng trong mô hình: nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, giá trị tài sản và giá chứng khoán theo quý.

Quá trình sử dụng để tính toán xác suất rủi ro vỡ nợ theo mô hình KMV hiệu chỉnh được diễn ra theo trình tự như sau:

1. Tính giá trị nợ của DN
2. Xác định giá trị tài sản (giá trị thị trường) của DN
3. Xác định dạng phân phối của giá trị tài sản và giá trị nợ
4. Tính xác suất vỡ nợ của DN (Dạng động)

Việc xác định điểm vỡ nợ của công ty được tính dựa với công thức sau:

$$\text{Giá trị nợ (Default point)} = \text{Nợ ngắn hạn} + \frac{1}{2} \text{Nợ dài hạn} \quad (1)$$

Công thức này cũng giữ nguyên và sử dụng số liệu như mô hình KMV - Merton (1974).

Sau khi tính được giá trị nợ của công ty, bước tiếp theo sẽ xác định giá trị tài sản của công ty. Nghĩa vụ thực hiện tài chính được thực hiện từ những nguồn từ vốn chủ sở hữu của công ty, cụ thể là lợi nhuận, tài sản cố định, cổ phiếu, trái phiếu. Giá trị sổ sách được dùng để xác định giá trị tài sản là tốt nhất. Theo nghiên cứu của Bharath (2004) và một số nghiên cứu khác đã có thực nghiệm rằng

biến động giá trị tài sản theo giá trị sổ sách là cùng chiều với biến động của giá trị thị trường vốn chủ sở hữu hay giá cổ phiếu DN trên thị trường.

Việc xác định giá trị tài sản của công ty được dựa trên công thức sau:

$$\text{Giá trị tài sản} = \text{Giá trị vốn hóa thị trường của công ty} \quad (2)$$

Các phân phối sau khi được kiểm định phù hợp với dữ liệu giá trị nợ và giá trị tài sản sẽ được tiến hành bằng phần mềm tính toán để xác định xác suất rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp theo như hình vẽ sau:

Trong đó:

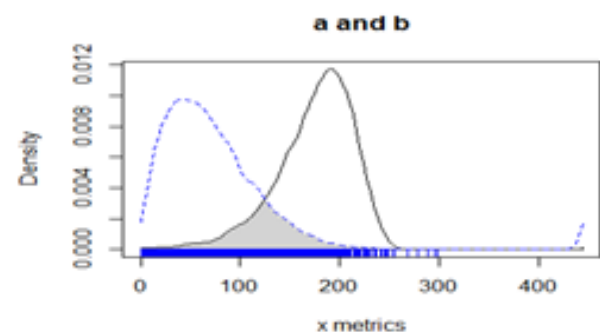
- Phân phối a biểu thị cho phân phối của giá trị nợ (phân phối được vẽ bởi nét đứt)

- Phân phối b biểu thị cho phân phối của giá trị thị trường. (phân phối được vẽ bởi nét liền)

Có 2 trường hợp có thể xảy ra khi sử dụng phương pháp này:

- Trường hợp khi giá trị nợ nhỏ hơn giá trị thị trường (Đồ thị 1) thì phần giao nhau giữa hai phân phối đó chính là phần rủi ro kinh doanh mà doanh nghiệp phải chịu. Khi phần giao nhau này chiếm tỷ trọng càng lớn thì rủi ro vỡ nợ càng cao.

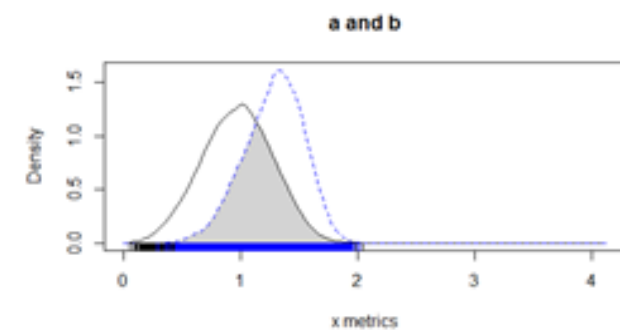
Đồ thị 1: Đồ thị phân phối của giá trị nợ nhỏ hơn giá trị thị trường



- Trường hợp giá trị nợ lớn hơn giá trị thị trường (Đồ thị 2) thì điều này cho biết rằng

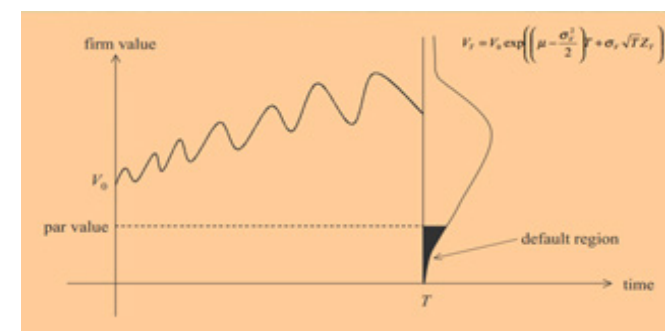
phần giao nhau giữa hai phân phối là phần không chịu bất cứ rủi ro nào. Muốn tính chính xác rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp phải chịu thì lấy phần bù giá trị.

Đồ thị 2: Đồ thị phân phối của giá trị nợ lớn hơn giá trị thị trường



Bởi vì hạn chế của KMV đó là đã sử dụng phân phối của giá trị tài sản theo dạng phân phối normal ($\mu T, \mu 2$) và giá trị nợ theo hàm $D = \text{constant}$, để tính toán rủi ro tín dụng nếu nợ phải trả lớn hơn tài sản. Tác giả đã lấy ý tưởng cải tiến: phân phối của giá trị tài sản không nhất thiết phải là hàm phân phối chuẩn và hàm D không là hằng số mà là phân phối thực, bài nghiên cứu sử dụng lại cách tính giá trị nợ bằng tổng nợ ngắn hạn và nửa nợ dài hạn.

Hình 1: Sơ đồ phân phối của giá trị tài sản doanh nghiệp theo thời gian đáo hạn nợ,



Source: KMV - Merton (1974)

Tóm lại, dựa trên phân tích của 2 mô hình trên đã cho thấy sự khác nhau nếu thay đổi hàm D, một lựa chọn hàm D là constant, một lựa chọn hàm D là phân phối. Vì vậy, rủi ro tín dụng được xác định theo hai cách khác nhau: theo dạng tĩnh (Static) và dạng động

(Dynamic).

Bảng 1: So sánh sự khác biệt giữa mô hình KMV- Merton (1974) và mô hình KMV hiệu chỉnh

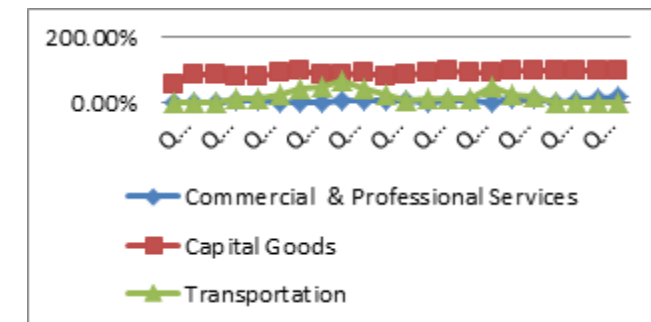
	KMV - Merton Model 1974	Mô hình KMV hiệu chỉnh
Giá trị tài sản	Phân phối chuẩn (Normal)	Không cần giả thiết phân phối chuẩn
Giá trị nợ	Toàn bộ nợ	Phân phối xác suất giá trị nợ (Nợ ngắn hạn + 1/2 Nợ dài hạn)
Phân phối tổn thất (Rủi ro tín dụng)	Dạng tĩnh (Cố định trong một khoảng thời gian)	Dạng động (thời gian được xem xét là liên tục)

4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

4.1. Ngành Công nghiệp

Kết quả tính toán xác suất phá sản trung bình của các DN trong toàn bộ ngành công nghiệp với khả năng xác suất phá sản và chịu rủi ro tương đối cao là 62%.

Biểu đồ 1: Kết quả chi tiết xác suất rủi ro tín dụng theo phân loại nhóm ngành chi tiết của ngành Công nghiệp



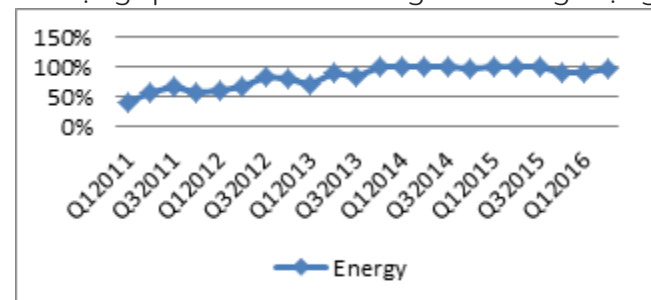
Biểu đồ 1 giới thiệu kết quả tính toán xác suất phá sản theo phân loại nhóm ngành chi tiết trong lĩnh vực công nghiệp theo chuẩn GICS(Cấp II): Vận tải, Sản xuất và Xây dựng. Theo kết quả tính toán, ngành Xây dựng có tổn thất phá sản cao nhất với 94% khả năng phá sản. Điều này cũng dễ hiểu khi đa số DN ngành này trong danh mục của lĩnh vực công nghiệp nói chung đều là DN lớn và có dư nợ

lớn do cần vốn trong giai đoạn đầu. Chúng ta có thể thấy những chi phí thực tế phát sinh trong suốt quá trình xây dựng được hạch toán thường cao hơn dự toán ban đầu, thêm vào đó nhiều dự án mang tính quy mô lớn cũng gặp vấn đề bị đội vốn lên gấp nhiều lần so với kế hoạch ban đầu do phụ thuộc khá nhiều vào các tác động của yếu tố bên trong và bên ngoài dự án như sự sẵn có nguyên nhiên vật liệu, giá trị thi công, vấn đề tỷ giá cũng như là quy trình giải phóng mặt bằng. Những yếu tố trên đã góp phần tạo ra rủi ro tương đối cao trong hoạt động của bất kỳ doanh nghiệp xây dựng nào.

4.2. Ngành Năng lượng

Kết quả tính toán xác suất trung bình của các DN trong toàn bộ lĩnh vực năng lượng với khả năng xác suất phá sản và chịu rủi ro cao nhất, khoảng 66%.

Biểu đồ 2: Kết quả chi tiết xác suất rủi ro tín dụng qua các năm của ngành Năng lượng



Lĩnh vực năng lượng được xem như một lĩnh vực đầu tư ít rủi ro do nó là một trong những ngành chủ lực và luôn nhận được sự ưu ái của chính phủ từ khung pháp lý đến các quyết định đầu tư vào cơ sở vật chất. Tuy nhiên, tình trạng hưởng lợi từ thế độc quyền đã giảm dần nhường chỗ lại cho thị trường cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn với sự tham gia của các Tổ chức Quốc tế trong dài hạn, đặc biệt là về giá cả bán điện. Điều này đặt ra nhiều vấn đề về việc huy động vốn đầu tư phát triển hiệu quả thông qua vay nợ tín dụng của các TCTD khác.

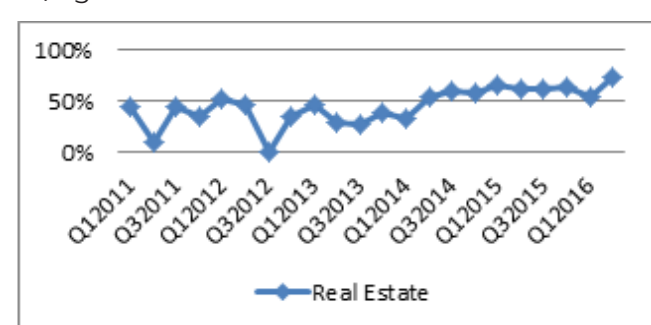
Rủi ro từ biến động tỷ giá mang lại nhiều ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí tài chính của nhiều doanh nghiệp đến từ mảng xăng dầu, dầu khí, nhiệt điện,...thuộc ngành năng lượng

nói chung. Từ năm 2013 đến năm 2016, sự tăng trưởng chậm lại của kinh tế thế giới, đã tác động trực tiếp đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam; xu hướng tỷ giá biến động tăng giảm liên tục và không ổn định. Đặc biệt, năm 2016, kinh tế Trung Quốc giảm tốc, gây ra sự phá giá đồng tiền Nhân dân tệ đã tác động rất lớn đến thị trường tài chính toàn cầu. Từ quý 3 năm 2013 đến quý 2 năm 2016, có thể thấy tình hình rủi ro tín dụng của các DN trong ngành này tăng cao và luôn ở mức gần 100%. Những rủi ro ngành phân tích trên đã chứng minh được khả năng xác suất rủi ro tín dụng mà mỗi DN phải gánh chịu của ngành năng lượng tương đối khá cao, từ 80% trở lên.

4.3. Ngành Bất động sản

Kết quả tính toán xác suất trung bình của các DN trong toàn bộ lĩnh vực bất động sản với khả năng xác suất phá sản và chịu rủi ro tương đối thấp so với 2 ngành trên, khoảng 49%.

Biểu đồ 3: Kết quả chi tiết xác suất rủi ro tín dụng qua các năm chi của ngành Bất động sản



Đây là nhóm ngành có cơ cấu tổ chức của những DN với quy mô lớn và có vốn hóa thị trường trên 2 sàn khá cao, đặc biệt như DN Novaland hoặc Coteccons... Tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng nói trên có sự tương quan chặt chẽ tới sự phát triển của ngành bất động sản. Sự tăng trưởng của ngành đem lại nhiều lợi nhuận cho các DN sẽ đi kèm với tốc độ rủi ro tăng cao, trung bình tổn thất phải chịu từ quý 1 năm 2014 đến những quý đầu năm 2016 của ngành tăng từ 59% đến 70%, quan sát qua Biểu đồ 3.8. Tuy nhiên, những tín hiệu tích cực, xu hướng ấm lên của thị trường bất động sản tiếp tục được ghi nhận

đã tạo ra được khoản bù đắp tương xứng với những tổn thất mà các DN phải gánh chịu. Ngành bất động sản chịu tác động nhiều nhất bởi các rủi ro tài chính và các chính sách kinh tế. Bất động sản là những sản phẩm có tuổi thọ cao và hầu như không bị hao mòn cũng như ít chịu tác động của tự nhiên. Nhưng bất động sản lại chịu khá nhiều rủi ro tài chính. Cụ thể hơn, về phía chủ đầu tư thì đòi hỏi phải có năng lực pháp lý, năng lực hoạt động kinh doanh, về phía dự án thì bị ảnh hưởng bởi các cơ chế chính sách, nền kinh tế vĩ mô, tác động của lãi suất, thị trường, tính khả thi của dự án và vấn đề môi trường xã hội. Tuy nhiên, rủi ro lớn nhất là tỷ lệ nợ xấu. Thấy rằng cách xử lý nợ chưa triệt để và tiếp theo là lãi suất thị trường đi kèm với chuyện đầu cơ, kinh doanh thứ cấp dẫn đến là nguyên nhân giải thích cho những rủi ro mà ngành bất động sản phải gánh chịu.

5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý

Kết quả tính toán xác suất phá sản của các DN thuộc 3 ngành Công nghiệp, Năng lượng và Bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán do rủi ro tín dụng dựa trên mô hình KMV - Merton có thể giúp các nhà quản trị xếp hạng rủi ro mà mỗi DN đang phải gánh chịu theo từng mức độ rủi ro và danh mục nhóm ngành của từng lĩnh vực, từ đó có thể ước lượng phần trăm tổn thất mà mỗi DN ở các nhóm ngành có thể xảy ra khi bản thân DN không có khả năng trả nợ do rủi ro phá sản cao. Rủi ro tín dụng của ngành công nghiệp được đánh giá cao có thể nhận xét là tỷ lệ thuận với tốc độ đô thị hóa và những nhu cầu hàng hóa thiết yếu của xã hội ngày càng được tập trung phát triển mạnh vì thế tiềm ẩn nhiều rủi ro đến từ nguồn vốn sử dụng và các khoản vay nợ dùng cho mỗi dự án mà mỗi doanh nghiệp hiện tại phải gánh chịu. Mặc dù, nhóm ngành bất động sản cũng có liên quan mật thiết đối ngành công nghiệp nhưng tình trạng ấm lên của thị trường bất động sản tạo ra khoản bù đắp tương xứng cho khoản rủi ro mà DN phải chịu vì đó toàn cảnh ngành bất động sản cho kết quả xác suất phá sản chỉ khoảng 49%. Kết quả tính toán xác suất phá sản của toàn danh mục ngành năng

lượng cho kết quả cao nhất, khoảng 66%. Sự cạnh tranh về giá cả trên thị trường cạnh tranh ngày càng gay gắt với các tổ chức quốc tế cũng như chịu ảnh hưởng trọng yếu trực tiếp đến từ biến động rủi ro tỷ giá, đã làm ảnh hưởng đến chi phí tài chính và hoạt động kinh doanh của các DN trong ngành chủ lực này. Từ đó khái niệm xác suất rủi ro tín dụng sẽ được sử dụng nhiều khi phân tích đầu tư vào ngành này trong thời gian hiện tại.

Nguồn : Nghiên cứu của tác giả

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Cheng P, Wu C (2002). "New method to analyze credit status of the listed companies", Systems Engineering Theory, Methodology and Applications, 11(2), pp. 89-93.

[2] Chen, X., X. Wang, and D.D. Wu (2010), "Credit risk measurement and early warning of SMEs: An empirical study of listed SMEs in China", Decision Support Systems, 49(3), pp. 301-310.

[3] Đặng Tùng Lâm (2010), "Application of Value-at-risk based credit risk models", Tạp chí khoa học và công nghệ, Đại học Đà Nẵng, số 1(36), Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng.

[4] Fischer Black and Myron Scholes (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3 (May - Jun., 1973), pp. 637-654, The University of Chicago Press.

[5] Lâm Chí Dũng và Phan Đình Anh (2009), "Application of KMV - Merton Model to the qualification of relations between the assets guarantee, the borrower's funds apportionment and the credit risk", Tạp chí Khoa học và công nghệ, Đại học Đà Nẵng, số 2(31).2009, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng.

[6] Lê Văn Tuấn (2016), "Khám phá sự thú vị của phần mềm R trong định lượng rủi ro tín dụng", Đại học Thương mại.

[7] Liang Lin, Ting Lou, Ni Zhan (20 June 2014), "Empirical Study on Credit Risk of Our Listed Company Based on KMV Model", College of Science, Guilin University of Technology, Guilin, China.

[8] Lu Y (2008), "Default Forecasting in KMV", University of Oxford.

[9] Nguyễn Thị Cành & Phạm Chí Khoa (Tháng 11/2014), "Áp dụng mô hình KMV-Merton dự báo rủi ro tín dụng khách hàng doanh nghiệp và khả năng thiệt hại của ngân hàng", Tạp chí Phát triển Kinh tế, số (289), Trường đại học Kinh tế-Luật - ĐHQG Tp.HCM,.

[10] Robert C. Merton (1974), "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", The Journal of Finance, Vol. 29, No. (2), 449-470.

[11] Sreedhar T Bharath and Tyler Shumway (December 17, 2004), "Forecasting Default with the KMV-Merton Model", University of Michigan.

[12] Thomas P. Fitch (May 1, 2012), "Dictionary of Banking System".

[13] Ths.Phạm Thu Thủy & Đỗ Thị Thu Hà, "Đổi mới cách thức đo lường rủi ro tín dụng tại các NHTM Việt Nam trong quá trình tái cấu trúc hệ thống".

[14] TS. Lê Đạt Chí và Ths. Lê Tuấn Anh (Tháng 7-8/2012), "Kết hợp phương pháp CVar và mô hình Merton/KMV để đo lường rủi ro vỡ nợ. Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam", Tạp chí Phát triển & Hội nhập.

NGHIÊN CỨU- TRAO ĐỔI ẢNH HƯỞNG CỦA SỞ HỮU NHÀ NƯỚC ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM

Trần Tuấn Lực, Lê Hà Huệ Trinh,
Nguyễn Trần Phong Vy

Lớp K14404-C
Trường Đại học Kinh tế-Luật, VNU-HCM, Việt Nam

Tóm tắt. Nghiên cứu này xem xét tác động của tỷ lệ sở hữu nhà nước (SHNN) đến hiệu quả hoạt động (HQHĐ) của các công ty phi tài chính được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp.HCM (HOSE). Kết quả cho thấy tỷ lệ SHNN không ảnh hưởng đến HQHĐ của các công ty; đồng thời tỷ lệ SHNN hợp lý là khoảng từ 20-50%.

Từ khóa: Sở hữu nhà nước; hiệu quả hoạt động.

GIỚI THIỆU

Mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động đang là vấn đề được quan tâm của các nhà nghiên cứu trên thế giới, trường phái nghiên cứu cổ điển cho rằng không có mối quan hệ nào giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo kết quả những nghiên cứu được thực hiện ở các quốc gia có bề dày tài chính khác nhau, cấu trúc sở hữu tác động lên cả hai mặt tích cực và tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, một trong những chiến lược phát triển quan trọng là tái cấu trúc nền kinh tế tiêu biểu như tái cơ cấu đầu tư với trọng tâm là đầu tư công, tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, tái cơ cấu thị trường tài chính, tái cơ cấu hệ thống ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác. Các đề án trên được đề cập và nghiên cứu nhiều hơn tại các cơ

quan, tổ chức trong nước nhưng hầu hết các bài nghiên cứu chỉ mới tập trung phân tích từng ngành riêng biệt, chưa phân tích tổng thể các ngành nghề kinh doanh và đưa ra một cái nhìn tổng quan về việc sở hữu nhà nước đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Từ các đề án tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước cho thấy vấn đề tái cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và doanh nghiệp Nhà nước nói riêng sẽ là vấn đề cấp thiết cần được nghiên cứu trong giai đoạn hiện nay. Vì thế, nhóm quyết định thực hiện đề tài: "Ảnh hưởng của sở hữu nhà nước đến hiệu quả hoạt động của công ty phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp. HCM"

TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Các nghiên cứu tại Trung Quốc:

Nghiên cứu nền kinh tế Trung Quốc, Xiaonian Xu và Yan Wang (1999) kết luận rằng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp có mối quan hệ tiêu cực hoặc không có mối quan hệ rõ rệt với sở hữu Nhà nước. Nghiên cứu quá trình chuyển dịch cơ cấu sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết của Trung Quốc, John Beirne và cộng sự (2013) đã chỉ ra quá trình tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp có vốn Nhà nước. Tong và Sun (2003), nghiên cứu về các doanh ng-



hiệp niêm yết trên 2 sàn chứng khoán chứng khoán Trung Quốc (1994 - 1998) đưa ra kết luận rằng không có mối quan hệ nào giữa sở hữu nhà nước và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Gần đây nhất, nhóm nghiên cứu của Wei và Varela (2003) đã nghiên cứu và kết luận rằng SHNN tác dụng tích cực nếu tỉ lệ nhà nước sở hữu đạt từ 25.67% trở lên.

2.2. Các nghiên cứu tại Việt Nam:

"Nghiên cứu ảnh hưởng của nhân tố sở hữu nước ngoài đến cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tạo các doanh nghiệp cổ phần Việt Nam" của tác giả Phạm Băng Trinh kết luận sở hữu nước ngoài có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Đề tài nghiên cứu "Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam" của Võ Xuân Vinh cho kết quả các công ty có sở hữu nhà nước cao thì hiệu quả hoạt động càng cao. Bài nghiên cứu của tác giả Lê Đức Hoàng về "Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam", kết quả cấu trúc sở hữu Nhà nước tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết.

3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Để tiến hành ước lượng những nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết, đề tài sử dụng dữ liệu được lấy từ các nguồn sau đây: Số liệu được sử dụng trong mô hình được thu thập từ báo cáo thường niên của 262 doanh nghiệp niêm yết phi tài chính trên thị trường chứng khoán Tp.HCM (HOSE) trong vòng 3 năm 2013, 2014 và 2015..Do đặc thù của lĩnh vực nghiên cứu là tỉ lệ sở hữu Nhà nước, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nên việc thu thập dữ liệu sơ cấp khó có thể thực hiện được. Do đó, dữ liệu sử dụng trong bài là dữ liệu đã được công bố - dữ liệu thứ cấp trong giai đoạn 2013 đến 2015 được cung cấp bởi Thomson Reuters. Các số liệu về tỷ lệ sở hữu Nhà nước, số năm hoạt động kể từ khi công ty được niêm yết được thu thập từ các báo cáo tài chính qua các năm.

MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

H1: Sở hữu Nhà nước có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết.

Mô hình 1: $HQHD = \beta_1 + \beta_2 SO + \beta_3 X_{it} + \epsilon_{it}$

Trong đó:

- HQHD là ROE hoặc ROA;
- SO: Sở hữu Nhà nước;
- X_{it} là các biến kiểm soát.

Biến được giải thích: ROE, ROA phản ánh giá trị sổ sách.

Biến giải thích: SO (State Ownership - Sở hữu Nhà nước).

Các biến kiểm soát: quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy, tuổi niêm yết, tăng trưởng.

KẾT QUẢ THẢO LUẬN

Tác giả đã chia nhóm các doanh nghiệp có SHNN thành ba nhóm nhỏ có tỉ lệ SHNN lần lượt là: Dưới 20%, Từ 20% đến 50% và Trên 50% dựa trên mức độ tác động đến quyền biểu quyết trong công ty. Theo bảng 1, chỉ số ROE của nhóm có SHNN và không SHNN đều tăng qua các năm theo đà phát triển kinh tế. Tuy nhiên trong từng năm, chỉ số ROE của nhóm có SHNN luôn cao hơn. Nhóm Dưới 20% có xu hướng tăng qua các năm, tuy nhiên giá trị ROE trung bình thấp hơn hai nhóm còn lại. Nhóm Trên 50% có giá trị ROE trung bình khá cao nhưng lại giảm dần qua các năm. Nhóm 20%-50% có hiệu quả nhất với giá trị ROE trung bình cao nhất và tăng đều theo các năm.

Bảng 1: Giá trị trung bình của ROE, ROA

ROE	2013	2014	2015	
	Trung Bình	Trung Bình	Trung Bình	
Không SHNN	8.73	11.72	12.06	
Có SHNN	11.37	11.57	12.69	
	Dưới 20%	7.13	8.87	9.59
	20%-50%	12.76	15.69	16.98
	Trên 50%	11.91	10.50	11.68
ROA	Trung Bình	Trung Bình	Trung Bình	

Không SHNN	6.88	7.43	7.96	
Có SHNN	8.28	8.15	8.17	
	Dưới 20%	5.32	5.74	5.43
	20% - 50%	8.89	10.47	10.93
	Trên 50%	10.35	7.84	7.70

Chỉ số ROA của nhóm không có SHNN qua các năm đều tăng còn nhóm có SHNN lại giảm. Tuy nhiên, các chỉ số của nhóm có SHNN cao hơn nhóm còn lại trong từng năm. Nhóm Dưới 20% có xu hướng tăng qua các năm nhưng khá chậm và giá trị ROA trung bình thấp hơn hai nhóm còn lại. Nhóm Trên 50% có giá trị ROA trung bình khá cao nhưng lại giảm qua các năm. Nhóm 20%-50% hiệu quả nhất với giá trị ROA trung bình cao và tăng nhanh theo các năm.

Bảng 2: Kết quả hồi quy theo REM với ROE và ROA

	ROE		ROA	
	Coef	P-value	Coef	P-value
Const	-1.2131	0.933	15.7616	0.101
So	1,9688	0.557	1.3745	0.476
Quy_mo	0.7205	0.291	-0.2326	0.588
He_so_no	-8.3721	0.124	-8.9442	0.000***
Tang_truong	7.0266	0.011****	1.6197	0.174
Tuoi	-0.0832	0.769	-0.0618	0.721

Hồi quy với ROE và ROA đều cho tác động dương của sở hữu nhà nước lên hiệu quả hoạt động của các DN. Kết quả nghiên cứu có sự tương đồng với các nghiên cứu tổng lược. Tuy nhiên tác động này không có ý nghĩa thống kê về mặt kinh tế lượng một phần do mẫu quan sát có thời gian ngắn.

5. KẾT LUẬN

Bằng phương pháp thống kê mô tả ta thấy nhóm có SHNN hoạt động hiệu quả hơn nhóm không có SHNN. Trong đó nhóm có từ 20%-50% là SHNN hoạt động hiệu quả hơn so với nhóm dưới 20% và nhóm trên 50%. Bên cạnh đó, phân tích mô hình hồi quy lại cho thấy SHNN không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động. Thời gian nghiên cứu đề tài từ 2013-2015, đây là khoảng thời gian nền kinh tế Việt Nam vừa trải qua cuộc khủng hoảng 2010. Ở giai đoạn hậu khủng hoảng này các công ty đã dần phục hồi được Nhà nước dẫn

dắt đi qua khủng hoảng. Một mặt nào đó, có thể coi SHNN ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động như kết quả của thống kê mô tả đã đưa ra. Nhưng, cũng vì nằm trong giai đoạn hậu khủng hoảng, các công ty đã dần ổn định hơn, phát triển nhờ nội lực, kinh nghiệm của công ty nên ở giai đoạn này SHNN không có tác động nhiều giống như kết quả mô hình hồi quy. Tóm lại, nghiên cứu đưa ra kết quả cho thấy SHNN không có tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch TP.HCM.

Tuy nhiên, trong quá trình nghiên cứu còn gặp nhiều khó khăn, nên kết quả nghiên cứu còn hạn chế. Nghiên cứu trên về các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE nhưng gặp khó khăn về dữ liệu nên mẫu nghiên cứu chỉ là 262 công ty. Tính đại diện của các công ty niêm yết ở HOSE cho các công ty cổ phần ở Việt Nam là chưa cao, vì nhiều công ty có quy mô lớn và mức độ tập trung sở hữu cao chưa niêm yết. Bên cạnh đó, dữ liệu về tỉ lệ sở hữu nhà nước không có dữ liệu thứ cấp, nhóm nghiên cứu lấy từ Báo cáo thường niên nên giới hạn trong 3 năm 2013-2015. Thời gian chưa đủ lớn để tăng mẫu quan sát. Đây cũng là cơ sở cho những nghiên cứu tiếp theo.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. "Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam" của tác giả Lê Đức Hoàng Luận án Tiến sĩ Trường Đại học Kinh tế Quốc dân 2015, được đăng trên tạp chí VUN Journal of Science: Economics and Business 2017.

2. Phạm Quốc Việt (2009), "Nghiên cứu mối tương quan giữa hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần và chất lượng của quản trị viên cao cấp". Tạp chí Thông tin và Dự báo Kinh tế - xã hội số 40 tháng 4/2009, Hà Nội.

"Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố điều hành công ty đến hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần" Võ Xuân Vinh (2015), Tạp chí Kinh tế và phát triển số 214 -4/2015 trang 43 -52.

3. "Cấu trúc sở hữu, hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam" của Phạm Hồng Thái, tạp chí Tài chính số 11 tháng 12/2013.

NGHIÊN CỨU- TRAO ĐỔI ĐỊNH GIÁ TẬP ĐOÀN HOA SEN

Nguyễn Ngọc Quỳnh Mai,
Nguyễn Hoàng Hải Ngân

Lớp K14404-C
Trường Đại học Kinh tế-Luật, HCM, Việt Nam

Tóm tắt: Bài viết sử dụng mô hình phân tích top-down và dữ liệu thu thập được từ báo cáo tài chính năm 2011-2016 để định giá cổ phiếu Tập đoàn Hoa Sen vào thời điểm cuối năm 2017. Kết quả cho thấy thị trường sắt thép vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng và HSG là một mã cổ phiếu đầu ngành hấp dẫn với nhà đầu tư.

Từ khóa: định giá, thị trường sắt thép, Hoa Sen

1. GIỚI THIỆU

Nếu như trong năm 2016 bối cảnh kinh tế thế giới không thuận lợi, giá cả và thương mại toàn cầu giảm, trong nước còn gặp nhiều khó khăn do nhiều yếu tố tác động làm cho tốc độ tăng trưởng không đạt được như kế hoạch đề ra thì trong năm 2017, bức tranh kinh tế toàn cầu bước vào giai đoạn phục hồi, do đó nền kinh tế Việt Nam cũng được dự báo sẽ có nhiều chuyển biến tích cực, khả quan hơn. Đặc biệt, là một quốc gia đang phát triển, việc đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng, cụ thể hơn là thị trường sắt thép cũng không nằm ngoài xu hướng tăng trưởng trên. Nhận thấy được điều đó, nhóm tiến hành thực hiện bài nghiên cứu với hai lý do: một là tìm kiếm cơ hội đầu tư từ cổ phiếu của các công ty sắt thép mà ở đây là cổ phiếu của Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen; hai là thông qua bài nghiên cứu, nhóm tác giả xây dựng cho mình mô hình định giá và sẽ tiếp tục hoàn thiện để làm tiền đề cho những nghiên cứu sau đó.

2. TỔNG QUAN VỀ TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ, NGÀNH, VÀ TẬP ĐOÀN HOA SEN

Bối cảnh kinh tế:

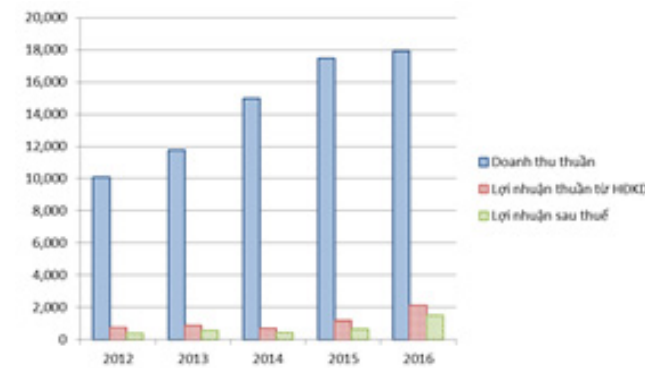
Nền kinh tế Việt Nam bước sang năm 2017 tuy còn đối mặt với nhiều khó khăn, thách thức từ các yếu tố tác động trong nước như lạm phát, tỷ lệ vốn đầu tư/GDP được thắt chặt, xuất khẩu tăng chậm lại... hay những tác động mạnh mẽ hơn từ những nền kinh tế, chính trị của các nước lớn trên thế giới... nhưng khi nhìn nhận một cách tổng thể thì nền kinh tế Việt Nam năm 2017 hứa hẹn với nhiều triển vọng, khi có lợi thế cạnh tranh là nền chính trị ổn định, tỷ giá trong tầm kiểm soát, có mức tăng trưởng cao và kinh tế vĩ mô ngày một ổn định hơn, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong nước tiếp tục phát triển.

Ngành sản xuất kinh doanh sắt thép:

Nguồn cung sắt thép của thế giới không ngừng gia tăng qua các năm nhưng vẫn có khả năng sẽ bị thiếu hụt trong tương lai do cầu sắt thép rất lớn, đặc biệt ở các nước khu vực châu Á. Việt Nam là một nước có tốc độ phát triển ngành thép tương đối cao khi so sánh với các nước trong khu vực, dự báo năm 2017 tốc độ tăng trưởng đạt 12%.

Tuy nhiên, vì khả năng sản xuất còn hạn chế mà ngành thép Việt chịu chi phối rất lớn từ nguồn cung nhập khẩu. Những năm gần đây, sản lượng sắt thép nhập khẩu ồ ạt, đáng chú ý nhất là từ Trung Quốc, đã có tác động không tốt đến sự phát triển của các doanh nghiệp trong nước do không thể cạnh tranh. Để bảo hộ ngành thép nội địa, Bộ Công thương đã áp dụng biện pháp tự vệ với một số loại thép nhập khẩu.

Biểu đồ 1: Kết quả hoạt động kinh doanh



(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Tập đoàn Hoa Sen:

Về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của Tập đoàn, năm 2016, doanh thu vượt 25% kế hoạch đề ra, đáng chú ý, nổi bật nhất là chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế mà Tập đoàn đạt được là 1,504 tỷ đồng, vượt hơn 128% kế hoạch, tăng trưởng 130% so với niên độ 2014 - 2015 với cơ cấu sản lượng chính vẫn là nhóm sản phẩm tôn và thép dày mạ.

Đánh giá tiếp đến tình hình tài chính của Tập đoàn thông qua các chỉ số tài chính cũng cho ra một tổng thể khả quan.

Bảng 1: Các chỉ số tài chính

Các tỷ số	Tập đoàn Hoa Sen		Tập đoàn Hòa Phát	Trung bình ngành
	2016	Q1/2017	2016	2016
Tỷ số thanh khoản	2016	Q1/2017	2016	2016
Thanh khoản hiện hành	1.04	1.03	1.46	1.17
Thanh khoản nhanh	0.25	0.28	0.61	0.50
Tỷ số quản lý Tài sản				
Vòng quay hàng tồn kho	2.84	3.04	2.36	2.82
Kỳ thu tiền bình quân	10.46	17.33	16.78	19.21
Vòng quay tài sản cố định thuần	3.90	4.24	2.63	2.95
Vòng quay tổng tài sản	1.45	1.41	1.00	0.99

Tỷ số quản trị Nợ				
Tỷ số nợ vay	66.45%	67.05%	40.25%	43.63%
Hệ số chi trả lãi	10.22	10.91	28.05	17.99
Tỷ số sinh lời				
Tỉ lệ lãi gộp	23.34%	23.18%	26.29%	20.06%
ROA	12.22%	12.57%	19.88%	14.00%
ROE	36.42%	38.14%	33.27%	26.97%

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Nhờ quản lý tốt các chi phí trong quá trình hoạt động nên tỷ lệ lãi gộp tiếp tục tăng qua các năm; tốc độ quay vòng các khoản mục tài sản cao chứng tỏ tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của Tập đoàn không ngừng phát triển; kèm theo đó, hệ số khuyếch đại cao cho thấy công ty sử dụng đòn bẩy tài chính lớn. Từ sự biến động của các yếu tố trên đã giúp cho ROE của HSG cao hơn khá nhiều so với trung bình ngành, thu hút được nhiều vốn đầu tư. Tuy hiện tại chưa thấy dấu hiệu không trả được nợ cũng như mất khả năng thanh khoản của Hoa Sen nhưng công ty vẫn luôn trong tình trạng thanh khoản kém do tỷ lệ nợ vay cao và tỷ trọng nợ ngắn hạn cao hơn nợ dài hạn, do đó HSG nên cải thiện phần nào khả năng thanh khoản của mình để hạn chế được những rủi ro có thể bất chợt xảy ra.

3. PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

Hiện nay, có nhiều phương pháp khác nhau để xác định giá trị nội tại của một cổ phiếu. Trong bài nghiên cứu này sẽ áp dụng ba phương pháp phổ biến bao gồm định giá bằng phương pháp tương đối với hai chỉ số so sánh là P/E và P/B ngành, định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của công ty FCFF. Với một ty hoạt động sản xuất kinh doanh như Tập đoàn Hoa Sen thì phương pháp định giá theo dòng tiền tự do nên được chú trọng hơn, thể hiện ở tỷ trọng cao 50%. Còn đối với hai phương pháp tính bằng cách so sánh với chỉ số ngành, nhóm ưu tiên sử dụng phương pháp P/E hơn (30%) là P/B (20%) bởi vì theo nguyên tắc Kế toán Việt Nam hiện hành chỉ ghi nhận nguyên giá của tài sản, mà không thể hiện được giá trị

thị trường. Điều này khiến cho các loại tài sản như đất đai, tài sản đi thuê,... chưa định giá một cách hợp lý.

Giả định:

Các giả định mà bài nghiên cứu đề ra trong quá trình định giá như sau:

Đối với dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh, giá vốn hàng bán sẽ tăng theo tỉ lệ tăng của năm 2016; các khoản doanh thu hoạt động tài chính, thu nhập khác, chi phí khác, thu nhập thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại bằng mức trung bình từ năm 2011 đến năm 2016; với chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ tăng với tốc độ tăng trung bình từ năm 2011 đến năm 2016; khoản mục chi phí lãi vay sẽ bằng chi phí nợ vay rd nhân với các khoản nợ vay mới; và cuối cùng, số cổ phiếu trong năm sẽ bằng số cổ phiếu cũ cộng với số cổ phiếu phát hành mới (tính theo giá trị sổ sách).

Đối với dự phóng bảng cân đối kế toán, tiền và các khoản tương đương tiền sẽ tăng theo tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần; khoản phải thu tăng theo tỷ lệ khoản phải thu trên doanh thu thuần tính trung bình qua các năm; lượng hàng tồn kho sẽ bằng số năm trước cộng thêm lượng tăng trung bình các năm; các khoản mục tài sản ngắn hạn khác, nợ ngắn và dài hạn khác tăng theo mức tăng trung bình qua các năm, riêng tài sản cố định tăng bằng với tốc độ tăng khoản mục này năm 2016; mức khấu hao sẽ bằng tài sản cố định năm đó nhân với tỷ lệ khấu hao trên tài sản cố định tính trung bình các năm trước; cuối cùng các tỷ lệ nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, vốn chủ sở hữu trên nợ và lợi nhuận giữ lại sẽ giữ nguyên như năm 2016.

4. KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Để định giá cổ phiếu Tập đoàn Hoa Sen, bài nghiên cứu dự phóng trên hai giai đoạn: Giai đoạn tăng trưởng không đều (2017-2022) và giai đoạn tăng trưởng đều (2023-về sau). Lý do để chọn năm 2022 làm cột mốc là vì chu kỳ kinh tế khoảng 10 năm của Việt

Nam và quá trình đô thị hóa theo dự báo của Bộ trưởng Bộ xây dựng. Quan sát dữ liệu quá khứ, tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần thực tế luôn khả quan hơn so với dự báo của Tập đoàn và tăng trưởng dao động trong khoảng từ 16-27%. Do đó, đối với thông tin Hoa Sen dự báo tốc độ tăng trưởng trong năm 2017 ước đạt 29% thì nhóm nghiên cứu cho là hợp lý và quyết định giữ nguyên tỷ lệ này. Đối với các năm còn lại trong giai đoạn tăng trưởng không đều, doanh thu thuần được dự báo sẽ tăng trưởng quanh mốc 29% nhưng có xu hướng giảm dần để bước qua giai đoạn ổn định với tốc độ tăng khoảng 8%.

Với nhóm rõ ngành gồm 10 công ty thép tiêu biểu tại thị trường Việt Nam như Hòa Phát, Pomina,... thì kết quả định giá bằng phương pháp định giá tương đối, cụ thể là phương pháp so sánh P/E và P/B ngành cho ra kết quả định giá cổ phiếu HSG lần lượt là 39 ngàn đồng và 30 ngàn đồng. Bên cạnh đó, Tập đoàn Hoa Sen còn được định giá bằng cách chiết khấu dòng tiền tự do trong tương lai của công ty thì kết quả cho ra cao hơn rất nhiều so với hai phương pháp tương đối, cụ thể là khoảng 79 ngàn đồng. Như đã đề cập ở trên về tỷ trọng sử dụng của các phương pháp định giá, mã cổ phiếu HSG tại giai đoạn cuối năm 2017 theo như đánh giá của nhóm nghiên cứu sẽ đạt mức khoảng 55 ngàn đồng.

Bảng 2: Kết quả định giá

Phương pháp	Tỷ trọng từng phương pháp	Giá ước tính theo từng phương pháp
FCFF	50%	74.689
P/E	30%	39.774
P/B	20%	30.198
Giá ước tính trong 1 năm tới		55.316

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Kết quả định giá cho ra cao hơn so với mức giá hiện tại của Hoa Sen (dao động quanh



mức giá 55 ngàn đồng). Với triển vọng nền kinh tế khả quan, cơ hội phát triển của ngành thép còn rộng mở, cộng thêm các kế hoạch kinh doanh tiềm năng, đang và sẽ tiếp tục triển khai hàng loạt dự án thép thì trong tương lai, giá trị nội tại của Tập đoàn sẽ được thị trường công nhận và đánh giá ở mức giá cao hơn. Có thể nhận thấy, nếu mức giá dự báo trên thực sự diễn ra thì đây là cơ hội cho các nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu HSG để thu được lợi nhuận.

5. TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (2017), Báo cáo thường niên niên độ tài chính 2015 - 2016, Việt Nam.

[2] Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (2016), Báo cáo thường niên niên độ tài chính 2014 - 2015, Việt Nam.

[3] Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (2015), Báo cáo thường niên niên độ tài chính 2013 - 2014, Việt Nam.

[4] Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (2014), Báo cáo thường niên niên độ tài chính 2012 - 2013, Việt Nam.

[5] Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (2013), Báo cáo thường niên niên độ tài chính 2011 - 2012, Việt Nam.

[6] Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (2012), Báo cáo thường niên niên độ tài chính 2010 - 2011, Việt Nam.

[7] Công ty Chứng khoán Vietcombank

(2017), Báo cáo Triển vọng 2017, Việt Nam.

[8] Eugence F. Brigham, Joel F. Houston (2009), "Fundamentals of Financial Management", Nhà xuất bản Cengage Learning, Hoa Kỳ.

[9] Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF (2017), "World economic outlook update January 2017", Hoa Kỳ.

[10] Quốc hội Việt Nam (2017), Nghị quyết về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2017, Việt Nam.

[11] Tổ chức Hợp tác và phát triển kinh tế OECD (2017), "Global Interim Economic Outlook March 2017", Hoa Kỳ.

[12] Tổng cục Thống kê (2017), Tình hình kinh tế - xã hội năm 2016, Việt Nam.

[13] Tổng cục Thống kê (2017), Tình hình kinh tế - xã hội 2 tháng đầu năm 2017, Việt Nam.

[14] Tổng cục Hải quan (2017), Xuất khẩu, nhập khẩu tháng 02/2017, Việt Nam.

[15] Trading economics (2017), Vietnam Inflation Rate, Hoa Kỳ.

[16] Worldsteel association (2016), "Steel Statistical Yearbook 2016", Trung Quốc.

[17] Worldsteel association (2016), "World Steel in figures 2016", Trung Quốc.

NGHIÊN CỨU- TRAO ĐỔI

KHẢ NĂNG TIẾP CẬN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Vũ Ái Ly | Ban Biên tập Chuyên san

Hiện nay, trong nền kinh tế Việt Nam, doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) chiếm một tỉ trọng khá lớn, là động lực phát triển chính của nền kinh tế tăng trưởng trong nước. DNNVV đã đạt mức tăng trưởng theo cấp số nhân trong một thập kỷ qua. Theo đó, loại hình doanh nghiệp này đóng một vai trò quan trọng trong nhiều hướng tích cực, tiêu biểu là tạo việc làm, tăng thu nhập cho lao động và hơn thế là giúp nhà nước tập trung các nguồn lực trong xã hội để đầu tư phát triển và xóa đói giảm nghèo. Sự đóng góp vào thuế, phí cho nhà nước bởi các DNNVV đã hỗ trợ lớn trong việc chi tiêu vào các công tác xã hội và các chương trình phát triển trong cả nước trong những năm qua.

Do có quy mô nhỏ, tiềm lực tài chính yếu và cấu trúc đơn giản, đặc biệt là không đảm bảo về tài sản thế chấp nên DNNVV thường gặp trở ngại trong việc vay vốn để phát triển sản xuất kinh doanh. Chính phủ cũng đã có những chính sách ưu đãi, hỗ trợ phát triển DNNVV. Tuy nhiên, theo thống kê của Bộ Kế hoạch và Đầu tư cho thấy, hiện mới chỉ có khoảng 32% DNNVV có khả năng tiếp cận vốn, 35% DN khó tiếp cận và khoảng 33% không thể tiếp cận nguồn vốn... Bài viết cung cấp cho bạn đọc có cái nhìn tổng quan về khả năng tiếp cận vốn của các DNNVV trong nền kinh tế Việt Nam hiện nay.

1. CÁC KÊNH CUNG CẤP VỐN CHO CÁC DNNVV

Từ Ngân hàng phát triển Việt Nam

Việc cho các DNNVV vay vốn khá là mạo hiểm vì vậy phần lớn các Ngân hàng thương mại chỉ muốn cho DNNVV vay ngắn hạn bổ sung vốn lưu động trong khi nhu cầu sử dụng vốn trung và dài hạn của các DNNVV khá cao. Phần lớn các DNNVV đều có quy mô nhỏ, dạng công ty gia đình nên chưa có chiến lược phát triển lâu dài, dự án kinh doanh không thuyết phục nên khó có thể được các Ngân hàng thương mại xét duyệt vay vốn dài hạn vì sợ rủi ro lớn. Sự ra đời của Ngân hàng phát triển đã phần nào giúp các DNNVV gia tăng khả năng tiếp cận vốn tại các Ngân hàng thương mại. Ngân hàng phát triển sẽ tiến hành thực hiện cam kết bảo lãnh vay vốn với Ngân hàng thương mại về việc sẽ trả nợ thay cho doanh nghiệp trong trường hợp doanh nghiệp không trả hoặc trả không đầy đủ, đúng hạn nợ vay (gốc và lãi) đối với Ngân hàng thương mại. Với những điều kiện về doanh nghiệp cụ thể, các Ngân hàng phát triển sẽ bảo lãnh vay vốn với mức tối đa không quá 5% vốn điều lệ thực có của Ngân hàng phát triển Việt Nam.

Ngoài việc bảo lãnh cho các DNNVV vay vốn tại Ngân hàng thương mại, Ngân hàng phát triển còn cho các DNNVV vay trực tiếp. Tuy nhiên, kết quả đạt được vẫn chưa đem lại kết quả như mong đợi.

Từ Quỹ bảo lãnh tín dụng

Quỹ bảo lãnh tín dụng cũng góp một

phần không hề nhỏ trong việc hỗ trợ nguồn vốn cho các DNNVV. Quỹ bảo lãnh tín dụng do Ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương thành lập và quản lý, là tổ chức tài chính, hoạt động không vì mục tiêu lợi nhuận; thực hiện chức năng bảo lãnh tín dụng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa vay vốn bằng đồng Việt Nam tại các tổ chức tín dụng thành lập và hoạt động theo Luật các tổ chức tín dụng. Khi doanh nghiệp bảo đảm thỏa 4 điều kiện của Quỹ sẽ được cấp một mức bảo lãnh tín dụng tối đa không quá 15% vốn chủ sở hữu của Quỹ bảo lãnh tín dụng.

Từ Hiệp hội ngành nghề

Hiệp hội doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam được thành lập vào ngày 19/07/2005 với 300 hội viên là các doanh nghiệp và 2 liên minh hợp tác xã tỉnh là thành viên. Sau hơn 12 năm hoạt động, hệ thống hiệp hội đã được xây dựng và phát triển rộng rãi trên toàn quốc. Với mục đích hợp tác, liên kết, hỗ trợ và giúp đỡ lẫn nhau để phát triển nghề nghiệp, nâng cao hiệu quả sản xuất; giữ vai trò là cầu nối giữa các DNNVV với nhà nước; phát triển quan hệ hợp tác với các tổ chức trong và ngoài nước, Hiệp hội đã đạt được khá nhiều thành tích đáng kể trong việc giúp đỡ các DNNVV trong nước tồn tại và phát triển.

2. NHỮNG THUẬN LỢI

DNNVV không những nhận được sự hỗ trợ từ các Ngân hàng, quỹ bảo lãnh tín dụng và hiệp hội ngành nghề đã nêu trên mà còn nhận được sự quan tâm khá lớn đến từ chính phủ cũng như các tổ chức trong nước và ngoài nước. Về mặt pháp lý, có rất nhiều văn bản quy định về việc hỗ trợ vốn cho doanh nghiệp vừa và nhỏ chẳng hạn: Nghị định số 56/2009/NĐ-CP ngày 30/06/2009; Quyết định số 601/QĐ-TTg ngày 17/04/2013; Thông tư số 119/2015/TT-BTC ngày 12/08/2015; Thông tư số 13/2015/TT-BKHĐT ngày 28/10/2015; Thông tư số 37/2016/TT-BTC ngày 29/02/2016....

Trên thực tế, hàng năm có rất nhiều chương trình hỗ trợ các DNNVV có cơ hội phát triển,

chẳng hạn: Chương trình hỗ trợ DNNVV đổi mới sáng tạo, Chương trình hỗ trợ DNNVV tham gia vào chuỗi sản xuất, chế biến và bảo quản nông, lâm và thủy sản, Chương trình hỗ trợ DNNVV sản xuất sản phẩm công nghiệp phụ trợ cho ngành điện tử và cơ khí,...; các hội thảo về chính sách hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) với kinh nghiệm từ nhiều quốc gia đã được các tổ chức, hiệp hội ngành nghề tổ chức nhằm mục tiêu tháo gỡ khó khăn, nâng cao khả năng tiếp cận vốn của nhóm doanh nghiệp này.

3. KHÓ KHĂN

Cơ hội luôn đi kèm với nhiều khó khăn thách thức, bởi vậy trên con đường phát triển, DNNVV gặp những khó khăn là điều không thể tránh khỏi.

Đối với các Ngân hàng phát triển

Các DNNVV hiện nay nói chung đều có quy mô nhỏ lẻ, cấu trúc đơn giản, chủ yếu là kinh doanh tự túc hộ gia đình nên Tài sản đảm bảo để vay vốn tại các Ngân hàng thương mại khó có thể thỏa mãn điều kiện để có thể vay một lượng vốn lớn. Ngoài ra các DNNVV cũng có chiến lược kinh doanh khá đơn giản, chưa thể thuyết phục trong việc giảm tỉ lệ nợ xấu nên dẫn đến tỉ lệ rủi ro bảo lãnh khá cao. Đó chính là điều làm các Ngân hàng thương mại khá e ngại khi cho các DNNVV vay vốn. Những năm gần đây, thực tế cho thấy tỷ lệ các DNNVV được bảo lãnh vay vốn từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) vẫn thấp cả về số lượng cũng như giá trị bảo lãnh. Tỷ lệ rủi ro bảo lãnh cao tới 26,96%. Tỷ lệ từ chối trả thay của VDB cũng khá cao 18,63%.

Bên cạnh đó, với đặc điểm hoạt động phụ thuộc vào nguồn cung cấp vốn bổ sung của Chính phủ theo các mục tiêu chính sách nên cách hoạt động cho vay và bảo lãnh của VDB thường tập trung vào thời kỳ đầu của mỗi chương trình, khi nguồn lực còn dồi dào. Khi nguồn lực được sử dụng gần hết, các hoạt động cho vay và bảo lãnh của Ngân hàng này sẽ chậm lại và tạm ngưng cho tới khi có nguồn lực mới. Thêm vào đó là áp lực phải

bảo toàn vốn trong điều kiện cơ chế hướng dẫn hoạt động chưa rõ ràng khiến hoạt động bảo lãnh cho DNVVN vay vốn gặp rất nhiều khó khăn.

Đối với quỹ bảo lãnh tín dụng

Theo Quyết định 58 của Chính phủ để được bảo lãnh, DN phải có tài sản hiện có hoặc tài sản hình thành trong tương lai làm tài sản bảo đảm. Nhiều quỹ bảo lãnh tín dụng nhận hồ sơ của Doanh nghiệp nhưng không bảo lãnh được vì vướng quy định về tài sản thế chấp... Vì vậy dù Doanh nghiệp có nhiều dự án tốt nhưng không đảm bảo về tài sản thế chấp cũng rất khó để các quỹ có thể thực hiện bảo lãnh.

Và quan trọng hơn hết, cần có các giải pháp nhằm gia tăng năng lực tài chính cho các Quỹ bảo lãnh tín dụng, tăng cơ hội tiếp cận nguồn vốn cho các DNNVV.

Đối với các hiệp hội ngành nghề

Theo dự án Luật hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV), các doanh nghiệp muốn được hỗ trợ phải gia nhập Hiệp hội DNNVV. Liệu quy định này có hợp lý? Đây là vấn đề gây tranh cãi khá nhiều trong thời gian qua. Tại Hội thảo lấy ý kiến hoàn thiện Dự án Luật hỗ trợ DNNVV do Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) phối hợp với Hội đồng Trung ương các Hiệp hội doanh nghiệp Việt Nam được tổ chức ngày 13/4/2017, đại diện các hiệp hội ngành nghề bày tỏ bất ngờ khi Dự án Luật hỗ trợ doanh nghiệp đưa quy định trách nhiệm của Hiệp hội DNNVV Việt Nam vào Điều 29 của Dự án Luật. Đại diện các doanh nghiệp cho rằng, quy định này là không hợp lý, vì đã quy định vào Luật có nghĩa là mang tính chất ràng buộc, không nhất thiết phải tham gia Hiệp hội DNNVV Việt Nam thì mới được nhận hỗ trợ.

4. KIẾN NGHỊ, GIẢI PHÁP KHẮC PHỤC NHỮNG KHÓ KHĂN

Để các DNNVV có thể phát triển được hết tiềm lực của mình, cần có những giải pháp tháo gỡ những khó khăn đã nêu trên một

cách triệt để nhất.

Thứ nhất, Đối với hoạt động bảo lãnh vay vốn tại các Ngân hàng thương mại nên theo hướng tập trung thực tế, bám sát tình hình doanh nghiệp hơn để giảm rủi ro bảo lãnh khi cho vay. Bên cạnh đó, các Ngân hàng thương mại cần có những quy định "sâu sát" và "nới lỏng" hơn về tài sản đảm bảo, tạo điều kiện để các DNNVV có thể sử dụng tài sản đảm bảo một cách dễ dàng hơn. Thủ tục vay vốn và bảo lãnh cũng nên được đơn giản hóa tránh trường hợp quá nhiều thủ tục rắc rối cũng làm các Doanh nghiệp khá e ngại khi đi vay vốn tại các Ngân hàng thương mại.

Thứ hai, Xây dựng lại cơ chế bảo lãnh tín dụng phù hợp hơn cho các DNNVV, tạo điều kiện để khuyến khích cho vay "tín chấp" khu vực DNNVV. Đồng thời cũng cần có giải pháp quy định về nợ xấu do những tác động của thị trường gây ra phù hợp và quan trọng nhất Ngân hàng nhà nước cần có chủ trương rõ ràng, dứt khoát về xử lý nợ xấu bằng cách khuyến khích tăng cường mở rộng sản xuất, tăng cầu tín dụng.

Thứ ba, Đối với Hiệp hội các DNNVV cần xem xét và khảo sát về vấn đề phải tham gia hiệp hội mới được hỗ trợ như đã nêu ở trên vì lẽ Hiệp hội là mang tính tự nguyện nếu "ép buộc" nhất thiết phải tham gia thì rất cứng nhắc và thiếu tính cạnh tranh trên thị trường.

Thứ tư, Ngân hàng nhà nước cần có những ưu đãi nhất định cho các Ngân hàng thương mại khi tiến hành cho các DNNVV vay vốn dài hạn để tạo điều kiện tăng khả năng tiếp cận vốn cho các DNNVV.

Cuối cùng, Về bản thân các DNNVV cũng nên có những thay đổi không ngừng về chính sách hoạt động, chiến lược kinh doanh dài hạn và vững chắc hơn. Áp dụng những phát triển khoa học kỹ thuật vào trong sản xuất để mở rộng kinh doanh, tăng thu nhập cũng như giảm tỉ lệ nợ xấu đáng kể.

5. LỜI KẾT

Các Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam đang từng ngày khẳng định vị thế và tầm quan trọng của mình trong nền kinh tế, vì vậy chúng ta tin rằng với những tác động ngoại lực lẫn nội lực như hiện nay cùng với sự nỗ lực không ngừng, các DNNVV sẽ từng bước tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn, mang đến nhiều lợi ích cũng như đóng góp vào GDP quốc gia một tỉ trọng không nhỏ cũng như nâng cao sức cạnh tranh và chỗ đứng trên thế giới.

NGUỒN THAM KHẢO:

[1]: <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu--trao-doi/trao-doi-binh-luan/kha-nang-tiep-can-von-cua-doanh-nghiep-nho-va-vua-trong-aec-63825.html>

[2]: <http://tcdcpl.moj.gov.vn/qt/tintuc/Pages/phap-luat-kinh-te.aspx?ItemID=35>

[3]: <http://business.gov.vn/tabid/60/catid/10/item/13469/b%E1%BA%A3o-l%C3%A3nh-cho-dnnvv-vay-v%E1%B%91n-t%E1%BA%A1i-ng%C3%A2n-h%C3%A0ng-th%C6%B0%C6%A1ng-m%E1%BA%A1i.aspx>

[4]: <http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tai-chinh-doanh-nghiep/doanh-nghiep-nho-va-vua-tiep-can-von-ngan-hang-nhung-van-de-dat-ra-93601.html>

[5]: <http://baocongthuong.com.vn/ngan-hang-tu-nhan-dau-tien-nhan-uy-thac-cho-doanh-nghiep-nho-va-vua-vay-von-tu-smedf.html>

[6]: <http://www.baomoi.com/doanh-nghiep-tham-gia-hiep-hoi-moi-duoc-ho-tro-quy-dinh-bat-hop-ly/c/22011546.epi>

[7]: <http://www.business.gov.vn/tabid/128/catid/10/item/12687/quy-ch%E1%BA%BF-th%C3%A0nh-l%E1%BA%ADp-t%E1%B%B%95-ch%E1%BB%A9c-ho%E1%BA%A1t-%C4%91%E1%BB%99ng-qu%E1%BB%B9-b%E1%BA%A3o-l%C3%A3nh-t%C3%ADn-d%E1%BB%A5ng-cho-dnnv.aspx>

[8]: <http://nld.com.vn/kinh-te/kho-tiep-can-quy-bao-lanh-tin-dung-20160717212534322.htm>

[9]: <http://www.kreston.vn/cuongcms/uploads/file/baiviet/2016-q4/kreston-cac-uu-dai-va-ho-tro-cua-nha-nuoc-doi-voi-dn-nho-va-vua.pdf>

GÓC SINH VIÊN

CÂU CHUYỆN SINH VIÊN

NGHIÊN CỨU KHOA HỌC

Trong thời kì hội nhập thì yêu cầu về trình độ, năng lực của sinh viên chúng ta ngày càng cao. Đặc biệt là đối với sinh viên trong các lĩnh vực kinh tế, đòi hỏi chúng ta phải hiểu sâu sắc về vấn đề và phải biết áp dụng chúng vào thực tiễn. Chính vì thế "Nghiên cứu khoa học" trong sinh viên thì rất cần thiết. Hiện nay cũng có khá nhiều bạn quan tâm, mong muốn thử sức mình với lĩnh vực này, tuy nhiên còn e dè, chưa hiểu rõ mình cần chuẩn bị và làm gì nên ngại tham gia, bỏ mất đi cơ hội tốt để học hỏi. Vì vậy để tiếp thêm động lực cho các bạn, số báo này chuyên san sẽ bật mí "bí kíp" chinh phục nỗi lo sợ khi nghe đến vấn đề "Nghiên cứu khoa học". Sau đây là những chia sẻ vô cùng hữu ích của bạn Phan Thị Ngọc Khuê đến từ khoa Kế toán- Kiểm toán, trường đại học Kinh tế - Luật.



Chuyên san: Để làm một bài Nghiên cứu khoa học (NCKH) thì bạn đã có công tác chuẩn bị như thế nào và các giai đoạn mà bạn đã trải qua là gì?

Ngọc Khuê: Theo mình nghĩ đầu tiên là suy nghĩ đề tài, mục tiêu nghiên cứu là gì để xác định phương pháp nghiên cứu. Từ đó xem xét đề tài đó có thực tiễn hay không, số liệu này đã từng có ai nghiên cứu trước đó. Từ đó đưa ra cơ sở lý thuyết chắc chắn cho bài nghiên cứu.

Chuyên san: Trải qua nhiều bước như vậy thì bạn thấy bước nào là khó khăn và tốn nhiều thời gian nhất? Và bằng cách nào bạn có thể vượt qua và hoàn thành xuất sắc bài NCKH như hôm nay?

Ngọc Khuê: Đối với mình khó khăn nhất là đưa ra cơ sở lý thuyết để làm cơ sở đưa ra

các biến và lý giải được tại sao lại ra kết quả mô hình như vậy. Cách duy nhất là đọc nhiều các bài nghiên cứu trước đó cả trong và ngoài nước. Quan trọng là dựa trên cơ sở kiến thức của mình nữa *cười*.

Chuyên san: Người ta nói khi làm teamwork thì sẽ xảy ra rất nhiều vấn đề, bạn nghĩ sao về câu nói này?

Ngọc Khuê: Mình không nghĩ như vậy, làm nhóm thì điều quan trọng là phải tin tưởng lẫn nhau đồng thời có sự phân chia công việc hợp lý. Như nhóm mình thì có 5 thành viên: 3 người làm cơ sở lý thuyết, mình cùng 1 bạn nữa chạy và khắc phục mô hình. Nên không có gì xích mích gì cả mà chỉ là bổ sung và giúp đỡ nhau thôi.

Chuyên san: Bạn có thể chia sẻ những kỉ niệm vui hay những câu nói "khó đỡ" mà

bạn ấn tượng nhất khi làm việc cùng bạn bè không?

Ngọc Khuê: Chắc là khi nhóm đang làm lý thuyết nhận xét nhầm biến. Khi mình chạy mô hình ví dụ như: A tác động thì không hiểu sao bạn nó nhìn ra A không tác động dẫn đến kết luận sai hoàn toàn. Làm cả nhóm một phen khốn đốn *cười lớn*.

Chuyên san: Vậy bạn hãy chia sẻ một vài kinh nghiệm cũng như lời khuyên để truyền động lực cho các bạn (các em) có thể hoàn thành được mục đích đặt ra ban đầu không? Bởi con người ta rất sợ gặp phải thất bại.

Ngọc Khuê: Theo mình thì NCKH thật sự không ghê gớm như các bạn nghĩ, chỉ cần thật sự muốn làm thì mọi chuyện sẽ dễ dàng hơn. Chúng mình có một TEAM, có đồng đội để cùng nhau chiến đấu chứ đâu phải một

mình. Vì vậy hãy kiếm đề tài thật sự quan tâm, phân chia công việc lý, đặc biệt là phải dễ tìm số liệu. Điều cuối cùng mình muốn nói là "hãy học thật kĩ môn kinh tế lượng" bởi nó rất quan trọng và hữu ích.

Cảm ơn những chia sẻ của bạn Ngọc Khuê dành cho chuyên san. Chúc bạn thành công trên con đường học vấn của mình.

GÓC SINH VIÊN BÀI THƠ VỀ KINH TẾ HỌC

Anh đến với em trong thời kỳ lam phát
Giá càng tăng anh lại thấy càng yêu
Anh nghĩ mãi mới biết được một điều
Tăng mức cung chính là do cầu kéo
Lúc vắng em tâm hồn anh khô héo
Giảm chi tiêu tăng mức tiết kiệm biên
Anh đâu biết hàm sản xuất biến thiên
Tăng lao động nghĩa là tăng thu nhập
Tình anh đó giống cung tiền Ms (mở ết)
Cứ hết rồi, nhà nước lại bơm thêm
Em hãy nhớ trong một năm tài khóa
Hai chúng mình mãi mãi được gần nhau
Em tươi sáng như ngân hàng thương mại
Anh vững trãi tựa chính sách trung ương
Em gục ngã cũng đừng lo lãi suất
Chiết khấu này anh giữ vững tặng em.

Những tháng ngày anh yêu em say đắm
Thị trường chứng khoán cũng sục sôi
Anh lên sàn mà lòng lo đứng ngồi
Phải xa em mệnh giá ất sẽ giảm
Tình anh trao như thương mại tự do
Chẳng biến chuyển trong thị trường ngoại hối
Nhưng em hỏi, nghe anh, đừng thả nổi
Để tình tan theo thất nghiệp tự nhiên
Nhớ em lắm những lúc phải lìa xa
Những biến động chốc lát rồi tan biến
Nền kinh tế đang thời kỳ phát triển
Dịch lên rồi đường giới hạn khả năng
Trong bóng tối anh có liếm ánh trăng
Sao chỉ thấy một thị trường tiền tệ
Nhưng em hỏi, tình đời ta mãi thế
Đầu tư tăng, mức sản lượng cũng tăng.

(Sưu tầm)



KEEP
CALM
I AM AN
ECONOMICS
STUDENT

Với mục đích nâng cao tính tương tác giữa chuyên san và độc giả, chuyên san sẽ nhận các bài viết cộng tác từ các độc giả có niềm đam mê viết báo, nghiên cứu khoa học và yêu thích lĩnh vực kinh tế, tài chính-ngân hàng

Các bài viết tốt sẽ được đăng tải lên chuyên san Fanpage của chuyên san. Đặc biệt bài viết hay, có chất lượng và nội dung phù hợp với chủ đề "Chính sách tiền tệ, chứng khoán và bất động sản" sẽ được góp mặt trong số chuyên san dự kiến phát hành tháng 9 tới.

THƯ NGỎ MỜI VIẾT BÀI CHỦ ĐỀ: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ, CHỨNG KHOÁN VÀ BĐS

QUYỀN LỢI

Các bạn không chỉ nhận được những đóng góp quý báu từ các thầy/cô mà còn nhận được nhuận bút vô cùng hấp dẫn từ phía ban biên tập chuyên san. Đây cũng là cơ hội tốt để các bạn rèn luyện khả năng viết luận và trau dồi kiến thức kinh tế, tài chính, ngân hàng.

Dự kiến
phát hành

9/2017

YÊU CẦU

- Về nội dung:

- + Chính sách tiền tệ: Tác động của các chính sách lãi suất, tỷ giá hối đoái, tiền gửi, tỷ lệ dự trữ bắt buộc,...
- + Thị trường chứng khoán: hiệu quả của thị trường chứng khoán, các loại hàng hóa trên thị trường chứng khoán, vai trò của các thành phần tham gia trên thị trường chứng khoán,...
- + Các vấn đề về bất động sản

Ban biên tập khuyến khích độc giả nên viết về các nội dung phù hợp với chủ đề số 16 của tờ chuyên san (cơ hội được đăng sẽ cao hơn). Tuy nhiên độc giả có thể viết bất cứ vấn đề gì về lĩnh vực kinh tế tài chính mà độc giả quan tâm nhé!

- Hình thức:

Để giúp ban biên tập thuận tiện trong việc xử lý bài viết đề nghị tác giả trình bày bài theo các quy định sau:

- + Tựa bài: khái quát được nội dung bài viết, không dông dài.
- + Tên tác giả, địa chỉ email, số điện thoại, lớp,...và những thông tin cần thiết khác.
- + Nội dung bài viết.
- + Tài liệu tham khảo: liệt kê tất các nguồn tài liệu tham khảo đã trích dẫn trong bài viết. Liệt kê theo thứ tự: Tên tác giả, tác phẩm, nơi xuất bản, số trang (đối với báo hoặc sách),...hoặc dẫn link đính kèm (đối với tài liệu tham khảo trên Internet).

- Trình bày:

- + Toàn bộ nội dung không quá 3.000 từ.
- + Font chữ: Sử dụng Font Times New Roman, size 12, line 1.15
- + Đồ thị, biểu đồ trình bày dưới dạng gốc (cho biết nguồn: excel, phần mềm khác hay tên website), không chuyển qua dạng ảnh (picture)

Bài viết được chấp nhận chỉ khi đáp ứng đủ các yêu cầu trên, đề nghị các tác giả lưu ý để thực hiện đúng.

Mọi thắc mắc xin gửi về:

[F]anpage : <https://www.facebook.com/chuyensantcnh/>

[E]mail : chuyensantcnh@uel.edu.vn

CHUYÊN SAN

Kinh tế tài chính ngân hàng

The
Economist
student

TUYỂN THÀNH VIÊN CHUYÊN SAN

Chuyên san đang tuyển thành viên ở nhiều lĩnh vực tham gia cộng tác trong những số báo và chương trình sắp tới của chuyên san.

- Bạn có đam mê trong các lĩnh vực kinh tế tài chính ngân hàng?
 - Bạn có nhiệt huyết và tinh thần trách nhiệm?
 - Bạn muốn khám phá khả năng bản thân?
- Bạn có thể ứng tuyển một trong các ban sau:

BAN THIẾT KẾ:

- Thiết kế các ấn phẩm truyền thông, thiết kế và dàn trang bài viết.
- Yêu cầu có khả năng sử dụng các phần mềm đồ họa; có ý tưởng sáng tạo trong sắp xếp, trình bày bố cục bài viết.

BAN NỘI DUNG:

- Tổng hợp các bài viết học thuật
- Thu thập, điểm tin các thông tin về kinh tế, tài chính-ngân hàng mang tính chất thời sự.
- Viết các mục khác trong chuyên san theo khả năng và sự phân công.
- Yêu cầu: Đam mê nghiên cứu khoa học; có khả năng phân tích, đánh giá vấn đề.

BAN TRUYỀN THÔNG:

- Mang những thông tin trong lĩnh vực kinh tế, tài chính- ngân hàng đến với cộng đồng sinh viên Kinh tế- Luật.
- Yêu cầu nhanh nhẹn, hài hước và giao tiếp tốt.
- Đối tượng ứng tuyển: Sinh viên của tất cả các chuyên ngành thuộc Trường Đại học Kinh tế - Luật.

QUYỀN LỢI

KHI THAM GIA CHUYÊN SAN

- Được học hỏi kinh nghiệm, trau dồi kỹ năng nghiên cứu học thuật và viết bài luận, và làm việc nhóm.
- Có những phần thưởng về vật chất và tinh thần cho những đóng góp đối với chuyên san.

Thông tin chi tiết và form đăng kí đọc giả theo dõi trên Fanpage của chuyên san nhé : <https://www.facebook.com/chuyensantcnh/>

Mọi thắc mắc xin gửi về email: chuyensantcnh@uel.edu.vn hoặc tương tác trực tiếp qua Fanpage của chuyên san