

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI**

**LÊ THỊ MỸ PHƯƠNG**

**TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN  
HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP  
SẢN XUẤT NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ**

**Hà Nội, Năm 2018**

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI

---

**LÊ THỊ MỸ PHƯƠNG**

**TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN  
HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP  
SẢN XUẤT NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Quản lý kinh tế**

**Mã số: 62.34.04.10**

**Luận án tiến sĩ kinh tế**

**Người hướng dẫn khoa học:**

- 1. PGS.TS Lê Thị Kim Nhung**
- 2. PGS.TS Nguyễn Đăng Nam**

**Hà Nội, Năm 2018**

## LỜI CAM ĐOAN

*Luận án này là cả công trình nghiên cứu khoa học độc lập của nghiên cứu sinh. Những số liệu, các thông tin trong Luận án có nguồn gốc rõ ràng, tin cậy và được trích dẫn theo đúng quy định về khoa học. **Những** kết quả nghiên cứu **trong** Luận án chưa được người khác công bố bất kỳ công trình nghiên cứu nào. Tác giả là người duy nhất chịu hoàn toàn trách nhiệm về nội dung Luận án.*

*Tác giả*

*Lê Thị Mỹ Phương*

## MỤC LỤC

<b>LỜI.CAM.ĐOAN .....</b>	<b>i</b>
<b>MỤC LỤC.....</b>	<b>ii</b>
<b>DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT .....</b>	<b>v</b>
<b>DANH MỤC BẢNG BIỂU SƠ ĐỒ .....</b>	<b>vii</b>
<b>DANH MỤC BẢNG.....</b>	<b>xi</b>
<b>DANH MỤC BIỂU.....</b>	<b>xii</b>
<b>DANH MỤC SƠ ĐỒ .....</b>	<b>xii</b>
<b>PHẦN MỞ ĐẦU .....</b>	<b>1</b>
1. Tính cấp thiết của đề tài .....	1
2. Mục đích và nhiệm.vụ nghiên cứu.....	3
3. Câu hỏi nghiên cứu .....	3
4. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu .....	4
5. Những đóng góp của Luận áp.....	4
6. Kết cấu của Luận áp.....	6
<b>CHƯƠNG 1 TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....</b>	<b>7</b>
1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài Luận áp .....	7
1.1.1. Các nghiên cứu lý thuyết về quản trị tài chính và hiệu.quả tài chính.....	7
1.1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về tác.động của quản trị tài.chính đến hiệu quả tài chính .....	11
1.1.3. Khoảng trống nghiên cứu.....	19
1.2. Phương pháp nghiên cứu .....	21
1.2.1. Phương pháp nghiên cứu định tính .....	21
1.2.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng.....	22
<b>CHƯƠNG 2 CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP .....</b>	<b>30</b>
2.1. Những vấn đề cơ bản về quản trị tài chính doanh nghiệp.....	30
2.1.1. Khái niệm .....	30
2.1.2. Mục tiêu quản trị tài chính .....	31
2.1.3. Nội dung cơ bản của quản trị tài chính .....	33
2.2. Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.....	42
2.2.1. Khái niệm hiệu quả tài chính .....	42
2.2.2. Các chỉ tiêu biểu thị hiệu quả tài chính của doanh nghiệp .....	44
2.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.....	46

2.3. Tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài của doanh nghiệp.....	48
2.3.1. Tác động của quản trị nguồn vốn đến hiệu quả tài chính.....	48
2.3.2. Tác động của quản trị đầu tư, sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính .....	52
2.3.3. Tác động quản trị phân phối kết quả kinh doanh đến hiệu quả tài chính.....	57
2.4. Kinh nghiệm quản trị tài chính của các doanh nghiệp tại một số quốc gia và bài học đối với Việt Nam .....	58
2.4.1. Kinh nghiệm quản trị tài chính của các doanh nghiệp tại một số quốc gia ....	58
2.4.2. Bài học kinh nghiệm cho doanh nghiệp Việt Nam .....	61
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....</b>	<b>63</b>
<b>CHƯƠNG 3 THỰC TRẠNG TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....</b>	<b>64</b>
3.1. Tổng quan về doanh nghiệp sản xuất niêm yết.....	64
3.1.1. Doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ....	64
3.1.2. Thực trạng quản trị tài chính của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam .....	70
3.2. Nghiên cứu định tính tác động quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính.....	89
3.2.1. Đánh giá hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam .....	89
3.2.2. Nghiên cứu tác động của quản trị nguồn vốn đến hiệu quả tài chính.....	94
3.2.3. Nghiên cứu tác động của quản trị đầu tư, sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính...97	
3.2.4. Nghiên cứu tác động của quản trị phân phối kết quả hoạt động kinh doanh đến hiệu quả tài chính .....	101
3.3. Nghiên cứu định lượng tác động quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của DNSXNY .....	105
3.3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan giữa các biến .....	105
3.3.2. Hệ số tương quan giữa các biến .....	107
3.3.3. Phân tích kết quả hồi quy .....	108
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 3.....</b>	<b>113</b>
<b>CHƯƠNG 4 CÁC KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ.....</b>	<b>114</b>
4.1. Các kết luận từ nghiên cứu .....	114
4.1.1. Kết luận từ kết quả nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng .....	114
4.1.2. Những kết quả đạt được .....	116
4.1.3. Những điểm hạn chế và nguyên nhân .....	119
4.2. Bối cảnh kinh tế xã hội và sự tác động đến phát triển kinh tế giai đoạn 2017-2020, tầm nhìn 2030.....	123
4.2.1. Triển vọng kinh tế thế giới đến Năm 2020 .....	123

4.2.2. Bối cảnh kinh tế Việt Nam đến Năm 2020, tầm nhìn 2030 .....	124
4.3. Các khuyến nghị đối với doanh nghiệp Sản xuất niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam .....	126
4.3.1. Khuyến nghị về quản trị nguồn vốn .....	126
4.3.2. Khuyến nghị về quản trị vốn lưu động .....	130
4.3.3. Khuyến nghị về quản trị vốn cố định và tài sản cố định.....	135
4.3.3. Khuyến nghị về quản trị phân phối lợi nhuận.....	138
4.3.4. Khuyến nghị về hoàn thiện hệ thống quản trị doanh nghiệp sản xuất niêm yết	138
4.4. Khuyến nghị đối với các đối tượng liên quan .....	141
4.4.1. Khuyến nghị đối với các cơ quan Quản lý Nhà nước .....	141
4.4.2. Khuyến nghị đối với các cơ quan Quản lý thị trường chứng khoán.....	143
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 4 .....</b>	<b>145</b>
<b>KẾT LUẬN .....</b>	<b>146</b>
<b>DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN CỦA NGHIỆP CỨU SINH</b>	
<b>DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO</b>	

## DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT



Viết tắt	Từ đầy đủ tiếng Anh	Từ đầy đủ tiếng Việt
BEP	Basic Earning Power	Lợi nhuận trước thuế, lãi vay trên tổng tài sản
CCC	Cash Conversion Cycle	Chu kỳ luân chuyển tiền mặt
DNNY		Doanh nghiệp niêm yết
<b>DNSX</b>		Doanh nghiệp sản xuất
DNSXNY		Doanh nghiệp sản xuất niêm yết
DN		Doanh nghiệp
DTT		Doanh thu thuần
EPS	Earning Per Share	Thu nhập mỗi cổ phiếu
FEM	fixed effects model	Mô hình ảnh hưởng cố định
KPT		Khoản phải thu
HĐQT		Hội đồng quản trị
HĐKD		Hoạt động kinh doanh
HOSE	Ho Chi Minh Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
HNX	Hanoi Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
HQTC		Hiệu quả tài chính
HTK		Hàng tồn kho
KNTT		Khả năng thanh toán
LNST		Lợi nhuận sau thuế
LN		Lợi nhuận
MCP		Mã cổ phiếu
MM-TB-ĐT		Máy móc – Thiết bị - Điện tử
P/E	Price to Earning Ratio	Hệ số giá trên thu nhập
QTTC		Quản trị tài chính
REM	random effects model	mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên
ROA	Return on Assets	Tỷ suất sinh lời từ tài sản
ROC	Ruturn on Capital	Tỷ suất sinh lời vốn đầu tư
ROE	Return on Equity	Tỷ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu
SGDCK		Sở giao dịch chứng khoán

<b>Viết tắt</b>	<b>Từ đầy đủ tiếng Anh</b>	<b>Từ đầy đủ tiếng Việt</b>
SX		Sản xuất
SXKD		Sản xuất kinh doanh
ST		Số tiền
TNDN		Thu nhập doanh nghiệp
TT		Tỷ trọng
TTCK		Thị trường chứng khoán
TSDH		Tài sản dài hạn
TSCĐ		Tài sản cố định
TSNH		Tài sản ngắn hạn
VCSH		Vốn chủ sở hữu
VCD		Vốn cố định
VLD		Vốn lưu động



## DANH MỤC BẢNG, BIỂU, SƠ ĐỒ

### DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1. Bảng tóm tắt giả thuyết tác động của các biến độc lập đến ROE .....	28
Bảng 3.31. Hiệu quả tài chính phân theo từng trường hợp.....	92
Bảng 3.32. Một số DNSXNY có hiệu quả tài chính (ROE) âm .....	92
Bảng 3.33. Một số DNSXNY có hiệu quả tài chính (ROE) cao.....	93
Bảng 3.34. ROE và lãi suất cho vay trung bình giai đoạn 2010-2016.....	93
Bảng 3.35. ROE theo phương trình Dupont .....	94
Bảng 3.36. Xu thế tác động của cấu trúc vốn đến ROE .....	95
Bảng 3.37. Hệ số nợ trên VCSH và ROE của DNSXNY .....	96
Bảng 3.38. Mối quan hệ giữa Hệ số nợ trên VCSH và ROE.....	96
Bảng 3.39. Mối quan hệ giữa hệ số nợ trên VCSH và ROE của một số DN.....	97
Bảng 3.40. Mối quan hệ giữa KNTT trên VCSH và ROE.....	97
Bảng 3.41. Mối quan hệ KNTT và ROE của một số DN .....	98
Bảng 3.42. Mối quan hệ giữa CCC và ROE .....	98
Bảng 3.43. Mối quan hệ CCC và ROE của một số DN .....	98
Bảng 3.44. Mối quan hệ giữa tỷ lệ VLĐ và ROE .....	99
Bảng 3.45. Mối quan hệ tỷ lệ VLĐ và ROE của một số DN.....	99
Bảng 3.46. Mối quan hệ giữa tỷ lệ TSCĐ và ROE.....	99
Bảng 3.47. Mối quan hệ tỷ lệ TSCĐ và ROE của một số DN.....	100
Bảng 3.48. Mối quan hệ giữa Hiệu suất sử dụng TSCĐ và ROE.....	100
Bảng 3.49. Mối quan hệ hiệu suất sử dụng TSCĐ và ROE của một số DN.....	101
Bảng 3.50. Quy mô LNST của DNSXNY giai đoạn 2010-2016.....	101
Bảng 3.51. Chính sách cổ tức của DNSXNY giai đoạn 2010-2016 .....	102
Bảng 3.52. Mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và ROE của các DN chi trả cổ tức cao .....	103
Bảng 3.53. Mối quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và ROE của các DN không chi trả cổ tức.....	103
Bảng 3.54. Thống kê tóm tắt các biến.....	105
Bảng 3.55. Ma trận tương quan giữa biến.....	108
Bảng 3.56. Kết quả hồi quy.....	109
Bảng 3.57. Kết quả hồi quy theo từng nhóm ngành .....	111
Bảng 3.58. Kết quả hồi quy theo quy mô doanh nghiệp.....	112
Bảng 4.1. So sánh kết quả nghiên cứu và kỳ vọng .....	115
Bảng tính toán EPS dự tính trong các trường hợp .....	128

### DANH MỤC BIỂU

Biểu đồ 3.1. Phân loại DN theo nhóm ngành.....	64
Biểu đồ 3.2. Phân loại DN theo quy mô .....	66

Biểu đồ 3.3. Diễn biến doanh thu và lợi nhuận của các DNSXNY giai đoạn 2010-2016.....	67
Biểu đồ 3.24. Tỷ suất sinh lời từ tài sản (ROA) của DNSXNY theo nhóm ngành .	89
Biểu đồ 3.25. TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) của DNSXNY theo từng nhóm ngành.....	90
Biểu đồ 3.26. Tỷ suất sinh lời từ tài sản (ROA) của DNSXNY theo quy mô DN ...	91
Biểu đồ 3.27. TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) của DNSXNY theo quy mô DN .....	91

## **DANH MỤC SƠ ĐỒ**

Sơ đồ 3.1. Cơ cấu tổ chức bộ máy của công ty cổ phần sữa Việt Nam .....	70
Sơ đồ 3.2. Cơ cấu tổ chức bộ máy của công ty mía đường Lam Sơn.....	72

## PHẦN MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Trong nền kinh tế thị trường, mọi doanh nghiệp đều hướng tới mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu. Để đạt tới mục tiêu đó, hiệu quả kinh doanh nói chung và hiệu quả tài chính nói riêng luôn là mối quan tâm hàng đầu của các nhà quản trị điều hành doanh nghiệp, chủ sở hữu và các chủ thể liên quan khác. Để thực hiện mục tiêu nâng cao hiệu quả kinh doanh đòi hỏi các doanh nghiệp phải thực hiện đồng bộ nhiều giải pháp khác nhau bao gồm: các giải pháp về kỹ thuật, tổ chức sản xuất kinh doanh; giải pháp về quản trị tài chính; giải pháp về tổ chức và quản lý nhân sự; giải pháp về marketing, khai thác thị trường,... nhằm sử dụng tối ưu các nguồn lực.

Trong quá trình đó với vai trò điều hòa, phối hợp và chỉ huy mọi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, hoạt động quản trị doanh nghiệp nói chung, quản trị tài chính doanh nghiệp nói riêng có vị trí đặc biệt quan trọng. Thông qua hoạt động quản trị tài chính (QTTC), các nguồn lực của quá trình sản xuất kinh doanh (lao động, vật tư, tiền vốn) của doanh nghiệp được kết nối, phân bổ và sử dụng một cách cân đối, đồng bộ, nhịp nhàng và hiệu quả, hướng tới thực hiện tốt nhất mục tiêu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đặt ra. Quản trị tài chính là hoạt động mang tính chủ quan của nhà quản trị, đó là sự tác động có mục đích của nhà quản trị đến các hoạt động tài chính trong doanh nghiệp, đặt trọng tâm vào giải quyết 3 nội dung cơ bản là: huy động tạo lập vốn đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh (quyết định tài trợ); phân bổ vốn cho từng hoạt động, đầu tư mua sắm tài sản, sử dụng vốn trong từng hoạt động kinh doanh (quyết định đầu tư); và phân phối kết quả kinh doanh, phân phối lợi nhuận sao cho hợp lý, đảm bảo sự phát triển bền vững của doanh nghiệp trong tương lai (quyết định phân phối). Mục tiêu của QTTC suy cho cùng là nhằm thực hiện tốt nhất mục tiêu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu. Hiệu quả của hoạt động QTTC tốt hay xấu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến việc thực hiện được hay không các mục tiêu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Một quyết định tài chính không được cân nhắc, hoạch định kỹ lưỡng hay thực hiện kém hiệu quả có thể dẫn đến những tổn thất lớn làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp có thể xem xét theo nhiều góc độ, trong đó hiệu quả kinh doanh xem xét dưới góc độ tài chính (đo lường bằng các chỉ tiêu tài chính) hay còn gọi là hiệu quả tài chính là góc tiếp cận của các nhà quản trị tài chính nhằm đưa ra được các quyết định đúng đắn trong điều hành doanh nghiệp. Có nhiều nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, trong đó các nhân tố thuộc về quản

trị tài chính được coi là quan trọng cần được nghiên cứu cả trên phương diện lý thuyết và phương diện thực nghiệm. Điều này đòi hỏi cần có những nghiên cứu để đánh giá đúng đắn mối quan hệ và ảnh hưởng của hoạt động quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Ở Việt Nam, thị trường chứng khoán sau 17 năm phát triển tính đến cuối năm 2016 đã có 695 doanh nghiệp niêm yết (chỉ tính SGDCK HOSE và SGDCK HNX), trong đó có hơn 300 doanh nghiệp có đăng ký giao dịch cổ phiếu với giá trị vốn hoá trên thị trường bằng 40% GDP. Trong 695 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2010-2016 các doanh nghiệp sản xuất niêm yết (DNSXNY) luôn chiếm tỷ trọng cao nhất, khoảng 1/3 tổng số DNNY trên TTCK. Phần lớn các DNSXNY đều là những doanh nghiệp có quy mô vốn lớn và tốc độ tăng trưởng cao trong những năm vừa qua. Tuy nhiên, khi xem xét hiệu quả kinh doanh các DNSXNY trong giai đoạn này cũng cho thấy còn rất nhiều doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ hoặc hiệu quả thấp, chỉ một số ít doanh nghiệp đạt được hiệu quả kinh doanh cao với ROE trên 30%. Trong xu hướng hội nhập quốc tế ngày càng sâu, rộng, cạnh tranh ngày càng khốc liệt, yêu cầu đẩy mạnh tái cơ cấu hoạt động kinh doanh và tài chính, không ngừng nâng cao hiệu quả kinh doanh các DNSXNY ngày càng trở nên cấp thiết.

Trong những năm qua, đã có nhiều công trình nghiên cứu về quản trị tài chính, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp và mối liên hệ giữa hai vấn đề này. Phần lớn các công trình nghiên cứu đã sử dụng cơ sở lý luận và các mô hình lý thuyết hiện đại để giải thích và đánh giá sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Đối tượng nghiên cứu chủ yếu là các công ty niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán (TTCK) ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển như Mỹ, Châu Âu, Úc, Nhật Bản... Các nghiên cứu ở các nước đang phát triển thường lựa chọn ở một số nền kinh tế điển hình như Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan,... Một số nghiên cứu ở các nước có nền kinh tế chuyển đổi như Trung Quốc, các nước Trung và Đông Âu. Tuy nhiên ở Việt Nam, cho đến nay vẫn còn rất ít công trình nghiên cứu về sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Vì vậy, nghiên cứu một cách khoa học, khách quan nhằm đánh giá đúng tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY ở Việt Nam là rất cần thiết và có ý nghĩa khoa học.

Xuất phát từ những căn cứ lý luận và thực tế nêu trên, tác giả đã lựa chọn vấn đề ***“Tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*** làm đề tài luận án Tiến sĩ của mình.

## **2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu**

*Mục đích nghiên cứu:* Mục đích nghiên cứu của luận án là: thông qua nghiên cứu sự tác động một chiều của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, từ đó rút ra được các kết luận cần thiết làm cơ sở đề xuất một số khuyến nghị đối với doanh nghiệp và các chủ thể liên quan.

*Nhiệm vụ nghiên cứu:*

*Thứ nhất:* Tổng quan các kết quả nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm đã có về mối quan hệ giữa quản trị tài chính và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

*Thứ hai:* Hệ thống hóa, làm rõ những cơ sở lý luận khoa học về quản trị tài chính và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp, các nhân tố ảnh hưởng và tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính và đề xuất phương pháp nghiên cứu.

*Thứ ba:* Trên cơ sở báo cáo tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2016, sử dụng kết hợp phương pháp nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng để chỉ ra sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

*Thứ tư:* Đưa ra các kết luận về kết quả nghiên cứu, chỉ ra các điểm đạt được và những hạn chế, nguyên nhân của nó. Từ đó, đề xuất một số khuyến nghị đối với các DNSXNY trên TTCK Việt Nam nhằm hoàn thiện quản trị tài chính để nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

### **3. Câu hỏi nghiên cứu**

Để thực hiện nhiệm vụ nghiên cứu nêu trên, luận án xác lập câu hỏi nghiên cứu như sau:

*Câu hỏi 1:* Quản trị tài chính và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp là gì? Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được biểu thị và đo lường như thế nào?

*Câu hỏi 2:* Các nhân tố nào ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp?

*Câu hỏi 3:* Tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp như thế nào?

*Câu hỏi 4:* Tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2016 như thế nào?

*Câu hỏi 5:* Khuyến nghị nào từ các kết quả nghiên cứu đối với các DNSXNY trên TTCK Việt Nam?

### **4. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu**

*Đối tượng nghiên cứu:* Đối tượng nghiên cứu của luận án là: Quản trị tài chính, hiệu quả kinh doanh của các DNSXNY từ góc độ tài chính (hiệu quả tài chính); và tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam.

*Phạm vi nghiên cứu:*

- *Về nội dung nghiên cứu:* Quản trị tài chính doanh nghiệp có thể tiếp cận theo nhiều góc độ, trong luận án này, nghiên cứu sinh tiếp cận nội dung quản trị tài chính theo 3 quyết định tài chính chủ yếu là: (i) quản trị nguồn vốn (quyết định tài trợ); (ii) quản trị đầu tư, sử dụng vốn (quyết định đầu tư); và (iii) quản trị phân phối lợi nhuận (quyết định phân phối). Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cũng có thể xem xét dưới nhiều góc độ khác nhau, trong luận án này, nghiên cứu sinh tiếp cận hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp dưới góc độ tài chính (được đo lường bằng các chỉ tiêu tài chính). Từ đó, luận án tập trung nghiên cứu cơ sở lý luận và nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY.

- *Về không gian nghiên cứu:* Luận án nghiên cứu các DNSXNY trên HOSE và HNX.

- *Về thời gian nghiên cứu:* Luận án sử dụng số liệu, tài liệu thứ cấp trên báo cáo tài chính của các DNSXNY trên HOSE và HNX trong giai đoạn từ 2010-2016 và các thông tin kinh tế liên quan đến đề tài luận án trên website của Ủy ban chứng khoán Nhà nước, HOSE, HNX; các giải pháp đề xuất và khuyến nghị có giá trị tham khảo đến năm 2025.

## **5. Những đóng góp mới của luận án**

Đóng góp của luận án thể hiện trên các mặt, khoa học, thực tiễn và giải pháp, cụ thể:

### **\* Những đóng góp mới về mặt học thuật, lý luận**

Hệ thống hóa một số vấn đề lý luận cơ bản về quản trị tài chính doanh nghiệp, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, xác lập các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp gồm: vòng quay tài sản, ROS, ROA, ROE và Q-tobin. Từ đó, hình thành khung phân tích, lựa chọn mô hình lý thuyết phân tích sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp sản xuất, chọn các biến đưa vào các mô hình cho phù hợp với bối cảnh nghiên cứu các DNSXNY trên TTCK Việt Nam.

### **\* Những đóng góp mới về đánh giá thực tiễn**

*Thứ nhất*, luận án đã đưa ra các đánh giá tổng kết về thực trạng quản trị tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam, trong đó có một số vấn đề còn gặp phải như:

- + Các DNSXNY bỏ qua lợi thế về đòn bẩy để khuếch đại hiệu quả tài chính.
- + Các DNSXNY quá tập trung cho bán hàng mà quên đi công tác thu hồi những công nợ phải thu hoặc cố kéo dài công nợ phải trả đã phần nào làm cho nhu cầu nguồn vốn của doanh nghiệp tăng cao không cần thiết.

+ Việc thiếu đi những hoạch định chiến lược kinh doanh làm cho hiệu quả tài chính không được tương xứng với quy mô doanh nghiệp, dẫn đến hiệu quả tài chính không tương xứng với tiềm lực sẵn có.

Những phát hiện trên đây làm cơ sở cho luận án đi tìm kiếm bằng chứng thực nghiệm, phân tích và đánh giá nguyên nhân ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp dưới góc độ tài chính.

*Thứ hai*, luận án tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy quản trị tài chính của các DNSXNY có tác động đến hiệu quả quản trị tài chính. Cụ thể, cấu trúc vốn tác động cùng chiều, tỷ lệ VLĐ và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính của DN; trong khi đó, tỷ lệ TSCĐ và hiệu suất sử dụng TSCĐ tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính. Ngoài ra, nếu xét kỹ từng loại hình doanh nghiệp cho ra kết quả khác nhau. Đây là điểm khác biệt so với các nghiên cứu thực nghiệm đối với các doanh nghiệp ngành khác tại Việt Nam đã được công bố trong các nghiên cứu trước đây, là cơ sở thực tiễn cho các khuyến nghị chính sách đối với các DNSXNY.

#### **\* Những đóng góp mới về giải pháp và kiến nghị**

Trên cơ sở những phát hiện qua nghiên cứu, luận án đã đề xuất được các khuyến nghị cụ thể, đồng bộ và có tính hệ thống cho nhà quản trị DNSXNY như: nên điều chỉnh cơ cấu vốn qua lợi thế của đòn bẩy, tăng nợ dài hạn qua hình thức thuê tài chính và phát hành trái phiếu; đặc biệt các nhà quản trị cần xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp để tối đa hóa hiệu quả tài chính. Với đặc thù của ngành sản xuất, trong công tác quản trị vốn lưu động các DNSXNY cần đưa ra các chính sách quản trị về hàng tồn kho, quản trị khoản phải thu và quản trị vốn bằng tiền một cách hợp lý nhất thông qua kế hoạch cụ thể. Trong quản trị TSCĐ cần hoàn thiện quy trình mua sắm, khấu hao và thanh lý TSCĐ một cách hợp lý và khoa học. Cuối cùng, để cho sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính một cách tích cực, các DNSXNY trên TTCK cần thay đổi tư duy quản trị, thay đổi bộ máy hiện đại hơn để phù hợp nền kinh tế hội nhập.

### **6. Kết cấu của Luận án**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, Luận án bao gồm 4 chương, cụ thể:

Chương 1: Tổng quan tình hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp

Chương 3: Thực trạng tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## Chương 4: Các kết luận và khuyến nghị



## CHƯƠNG 1

### TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIỆP CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIỆP CỨU

#### 1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài Luận án

Trong phần này tác giả trình bày các công trình nghiên cứu ở Việt Nam và thế giới với nội dung liên quan đến quản trị tài chính, hiệu quả tài chính và các nhân tố tác động đến hiệu quả tài chính. Khi tìm hiểu về sự tương quan giữa quản trị tài chính đối với hiệu quả tài chính, các nhà nghiên cứu đã tiếp cận các vấn đề theo chiều hướng khác nhau như sau:

- Từ góc độ quản trị tài chính: các tác giả thường quan tâm đến cấu trúc vốn và chính sách tài trợ, quản trị đầu tư và sử dụng vốn, chính sách cổ tức của doanh nghiệp, qui mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng;

- Từ góc độ hiệu quả tài chính: các tác giả thường quan tâm đến các chỉ tiêu đo lường hiệu quả như khả năng sinh lời từ tài sản hoặc vốn chủ sở hữu, thu nhập từ cổ phần và tỷ suất lợi tức cổ phần, vòng quay vốn, giá trị Q-Tobin và giá trị doanh nghiệp nói chung.

##### *1.1.1. Các nghiên cứu lý thuyết về quản trị tài chính và hiệu quả tài chính*

###### *(1) Nghiên cứu về các lý thuyết quản trị tài chính*

Các nghiên cứu về quản trị tài chính trước đây của các nhà khoa học chủ yếu nhấn mạnh về khái niệm hiệu quả tài chính, mục tiêu quản trị tài chính và các nội dung, quyết định trong quản trị tài chính. Cụ thể như sau:

Sudhindra Bhat (2008) và Great Britain (2011) đưa ra các quyết định tài chính chủ yếu bị ảnh hưởng bởi Bảng cân đối kế toán, các quyết định đó bao gồm: các quyết định đầu tư; các quyết định tài chính và các quyết định liên quan đến phân phối kết quả kinh doanh.

Eugene F.Brigham, Michael Ehrhardt (2008) lại cho rằng khái niệm quản trị tài chính nên dựa trên việc huy động và sử dụng nguồn vốn. Quản trị tài chính là việc đưa ra các quyết định trong việc sử dụng các quỹ tiền tệ trong doanh nghiệp nhằm tới mục tiêu cao nhất của doanh nghiệp. Quản trị tài chính hiện đại liên quan đến việc lập kế hoạch, kiểm soát và trách nhiệm ra quyết định gồm:

- Các loại và nguồn tài chính một doanh nghiệp có thể sử dụng, làm thế nào có thể được tiếp cận nó, và làm thế nào để lựa chọn các nguồn tài chính trong số đó.

- Các nhu cầu tài chính có thể được sử dụng trong một doanh nghiệp và làm thế nào để có thể tiếp cận nó, làm thế nào để lựa chọn nguồn tài chính trong số đó.

- Các nhu cầu tài chính có thể được sử dụng trong một doanh nghiệp và làm thế nào để lựa chọn những người có khả năng Quản lý tài chính sao cho doanh nghiệp có lợi nhất.

- Các phương tiện khác nhau để đảm bảo rằng tài chính được phân bổ cho các hoạt động cụ thể đem lại lợi nhuận cho doanh nghiệp, dự kiến phân bổ lợi nhuận doanh nghiệp ra sao.

H.Kent Baker, Gary Powell (2009) chỉ ra ba loại quyết định quản trị tài chính của một doanh nghiệp phải thực hiện trong kinh doanh: Quyết định ngân sách, quyết định tài chính và quyết định liên quan đến tài chính ngắn hạn và liên quan đến vốn lưu động ròng. Tương tự như vậy, Jain (2007) cũng chỉ ra ba quyết định tài chính chủ yếu bao gồm các quyết định đầu tư, quyết định tài chính và quyết định chia cổ tức.

Walker và Petty (1978) định nghĩa các lĩnh vực chính của quản trị tài sản bao gồm lập kế hoạch, đòn bẩy tài chính, ra quyết định đầu tư, Quản lý vốn hoạt động và các nguồn tài chính.

Barrow (1988) nhấn mạnh đến một quan điểm thực tế hơn là lý thuyết. Thay cho việc xác định các lĩnh vực quản trị tài chính cụ thể, ông liệt kê các công cụ phân tích tài chính bao gồm các biện pháp Quản lý kinh doanh, xác định khả năng sinh lợi, kiểm soát vốn hoạt động, kiểm soát tài sản cố định, chi phí, khối lượng, các quyết định giá và lợi nhuận, các kế hoạch kinh doanh và ngân sách.

Meredith (1986) nhấn mạnh vào các hệ thống thông tin như là cơ sở cho việc quản trị tài chính bao gồm các hồ sơ và báo cáo Quản lý tài chính. Điều này được xem là rất quan trọng bởi vì chủ doanh nghiệp – các nhà Quản lý hoặc các nhà quản trị tài chính thấy khó quyết định khi có thể nếu họ thiếu thông tin tài chính.

Cohen (1989) tập trung vào quản trị vốn hoạt động và các công cụ quản trị tài chính như là phân tích tỷ số, xác định khả năng sinh lợi.

English.J.W (1990) nhấn mạnh các kết quả quản trị tài chính bao gồm khả năng thanh toán ngắn hạn, khả năng sinh lợi và tăng trưởng. Do vậy, các lĩnh vực có thể liên quan đến quản trị tài chính là quản trị thanh khoản, quản trị khả năng sinh lợi và quản trị tăng trưởng.

Trong nghiên cứu của Mahon (1995) liên quan mọi hoạt động quản trị tài chính sẽ liên quan đến các khoản mục của Bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Các hoạt động cụ thể bao gồm quản trị vốn hoạt động, quản trị tài sản dài hạn, quản trị các nguồn tài chính, lập kế hoạch cơ cấu tài chính, lập kế hoạch và đánh giá khả năng sinh lợi.

Hay những nghiên cứu tại Việt Nam về quản trị tài chính như:

Với nghiên cứu của Nguyễn Minh Kiều (2014), để xác định quản trị tài chính có hiệu quả hay không chúng ta cần có chuẩn mực nhất định. Chuẩn mực để đánh giá hiệu quả quản trị tài chính chính là mục tiêu do doanh nghiệp đề ra. Doanh nghiệp có rất nhiều mục tiêu khác nhau được đề ra nhưng dưới góc độ quản trị tài

chính, mục tiêu của doanh nghiệp chính là tối ưu hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu.

Nguyễn Văn Thuận (2010), quản trị tài chính thực hiện thông qua các quyết định: Quyết định đầu tư vào tài sản (thể hiện chức năng sử dụng vốn), quyết định chọn nhà tài trợ (thể hiện chức năng tổ chức và HDV), và quyết định phân phối thu thập (thể hiện chức năng tổ chức và HDV), và quyết định phân phối thu nhập (thể hiện chức năng phân phối). Đó là ba công tác trọng tâm quản trị tài chính.

Võ Thị Quý (2003), “*Một số giải pháp hoàn thiện hoạt động quản trị tài chính của DNNN sau cổ phần hoá*”, Luận án tiến sĩ kinh tế, Đại học kinh tế TP.HCM. Luận án là những nghiên cứu đầu tiên tại Việt Nam về QTTC. Luận án đã đưa ra khái niệm về QTTC, “là một quá trình Quản lý trong đó nhà QTTC xử lý các thông tin liên quan đến môi trường tài chính và môi trường nội bộ của công ty, giải quyết một cách đúng đắn các mối quan hệ tài chính phát sinh trong HĐSXKD, đưa ra các quyết định tài chính nhằm tối ưu hóa giá trị công ty”. Trên cơ sở đánh giá thực trạng chung về hoạt động quản trị tài chính tại các doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hoá, Luận án đã nêu rõ hạn chế về cơ chế quản lý đó là sự thiếu kiến thức về chuyên môn dẫn đến các sai lầm đáng tiếc và gây hậu quả nghiêm trọng như trường hợp EPCO...Luận án nghiên cứu và kiến nghị một cách có hệ thống việc đổi mới và hoàn thiện đổi mới hoạt động quản trị tài chính tại các doanh nghiệp Nhà nước nói riêng và các doanh nghiệp nói chung, đặc biệt chú trọng vào nguồn nhân lực về nhân viên lẫn các nhà quản lý cấp cao.

Vũ Anh Tuấn (2013), “*Quản lý tài chính góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh của tập đoàn kinh tế Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ kinh tế, ĐH KTQD Hà Nội, trong Luận án đã đề cập đến nội dung cơ chế Quản lý tài chính ở các TĐKT gồm cơ chế HDV, cơ chế Quản lý, sử dụng vốn, tài sản, cơ chế Quản lý doanh thu, chi phí và phân phối kết quả kinh doanh đối với TĐKT. Và qua Luận án cũng chứng minh sự ảnh hưởng của các cơ chế Quản lý tài chính đối với nâng cao năng lực cạnh tranh của các TĐKT trong mở rộng quy mô, phân bổ nguồn lực, điều tiết, Quản lý. Trên cơ sở đánh giá thực trạng chung cơ chế quản lý tài chính của nhà nước đối với TĐKT giai đoạn 2006 - 2010. Luận án đã nêu rõ ưu điểm và hạn chế về cơ chế quản lý về nguồn vốn; quản lý tài sản; quản lý doanh thu, chi phí, kết quả sản xuất; cơ chế giám sát tài chính của Nhà nước đối với các TĐKT. Đồng thời Luận án cũng đã chứng minh bằng thực tế cơ chế quản lý tài chính đối với các tập đoàn kinh tế như Tập đoàn dầu khí Việt Nam; Tập đoàn công nghiệp tàu thủy Vinashin...Luận án nghiên cứu và kiến nghị một cách có hệ thống việc đổi mới và hoàn thiện đổi mới cơ chế quản lý kinh tế của Nhà nước đối với các tập đoàn kinh tế.

Nguyễn Thị Minh (2014), “*Quản lý tài chính của các Doanh nghiệp nhỏ và*

vừa trên địa bàn Hà Nội”, ĐH KTQD, Hà Nội. Luận án tập trung nghiên cứu tác động của các yếu tố định tính đến kết quả Quản lý tài chính của doanh nghiệp vừa và nhỏ trên địa bàn Hà Nội. Đề tài đã điều tra và mô tả thực tiễn tất cả doanh nghiệp vừa và nhỏ. Trong đó, Luận án nghiên cứu 5 nội dung chủ yếu của Quản lý tài chính đó là lựa chọn cơ hội đầu tư, tổ chức HĐV, Quản lý chi phí và hạch toán chi phí, phân phối kết quả kinh doanh và tái đầu tư, phân tích và hoạch định tài chính. Từ đó kết quả Quản lý tài chính của doanh nghiệp vừa và nhỏ được thể hiện ở năng lực thanh toán, năng lực kinh doanh, năng lực cân đối vốn và năng lực thu lợi.

### **(2) Nghiên cứu về chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính**

Với hiệu quả tài chính, Quian (2012), Tuwajiri & cộng sự (2003) sử dụng ROA như là một chỉ tiêu đo lường. Theo Quian (2012), ROA được coi là thang đo phù hợp với nhiều nghiên cứu trước đó như nghiên cứu của Russo & Fouts (1997), King & Lenox (2002) và Nakao & cộng sự (2007). Cũng theo Ong, T. & cộng sự (2014, 387), ROA cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Jaggi & cộng sự (1992), Cordeiro & Sarkis (1997). ROA là thước đo phổ biến được sử dụng trong nhiều nghiên cứu (Ulmann, 1985; Chan, 1996; Chan & Kent, 2003) là chỉ tiêu đại diện cho hiệu quả hoạt động kinh tế (Ten, 2005).

Wagner & cộng sự (2002) sử dụng 2 chỉ tiêu ROE và ROS như là những thang đo về hoạt động tài chính trong ngành công nghiệp sản xuất giấy ở Châu Âu; Elsayed & Paton (2005) sử dụng chỉ tiêu ROA và ROS. Hart & Ahuja (2006); Konar & Cohen (2001) sử dụng 3 thang đo là ROS, ROA và ROE để đánh giá hiệu quả tài chính cho 500 doanh nghiệp có vốn hóa thị trường lớn nhất niêm yết trên 2 sàn NYSE hoặc NASDAQ (S&P 500 FIRMS). Ba chỉ tiêu trên cũng được Iwata & Okada (2010) áp dụng nghiên cứu của họ tại DN sản xuất ở Nhật Bản.

Nguyễn Thị Bích Thủy, Nguyễn Thị Hạnh Duyên (2016), đăng trên Tạp chí tài chính “Chỉ tiêu đánh giá cấu trúc và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp” đưa ra 2 nhóm chỉ tiêu để đánh giá hiệu quả tài chính thông qua hai nhóm hệ số kết hợp lại, trong đó 4 chỉ tiêu thiết yếu nhất bao gồm ROA, ROE, MBVR và Tobin’s Q. Sự kết hợp của các nhóm chỉ tiêu này giúp cho các đối tượng như (nhà Quản lý, lãnh đạo DN, cổ đông và thị trường) những đánh giá bao quát về hiệu quả tài chính trong quá khứ cũng như tiềm năng lợi nhuận và tăng trưởng tương lai của DN.

Lê Thị Bích Vân (2009) đưa ra “Các chỉ tiêu tài chính cơ bản phản ánh hiệu quả kinh doanh của các Công ty cổ phần trên TTCK Việt Nam” đăng trên tạp chí kinh doanh của doanh nghiệp bao gồm: nhóm chỉ tiêu liên quan đến hiệu quả sử dụng vốn, hiệu quả sử dụng tài sản và một số chỉ tiêu khác như thu nhập trên mỗi cổ phiếu thường (EPS), tỷ suất chi trả lãi cổ phần hoặc tỷ suất sinh lãi cổ phần.

### ***1.1.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính***

#### ***(1) Các nghiên cứu về tác động của quản trị nguồn vốn đến hiệu quả tài chính***

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh nói chung và hiệu quả tài chính nói riêng của doanh nghiệp là một vấn đề nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà nghiên cứu cũng như những người Quản lý doanh nghiệp. Tuy nhiên, những kết quả nghiên cứu cho đến thời điểm hiện tại còn chưa thống nhất. Mỗi nghiên cứu đều sử dụng các mô hình khác nhau với mẫu nghiên cứu khác nhau trên các ngành nghề. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra sự tác động của quản trị nguồn vốn tới hiệu quả tài chính theo các góc độ khác nhau.

Kết quả ước lượng của Abor (2005), Gill, Biger và Mathur (2011) cho thấy, ảnh hưởng đồng biến của hệ số nợ lên tỷ số ROE của 20 doanh nghiệp niêm yết tại Ghana trong giai đoạn 1998 – 2002 hay 272 doanh nghiệp dịch vụ và sản xuất niêm yết tại New York giai đoạn 2005 – 2007. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Berger và Udell (2006) chỉ ra rằng, tỷ trọng của nợ trong cơ cấu tài sản gia tăng 1% sẽ làm cho khả năng sinh lợi của doanh nghiệp tăng 6%, thậm chí trong trường hợp nợ ở mức rất cao. Nguyên nhân dẫn đến kết luận này là do Berger và Udell (2006) dựa trên mẫu quan sát là các ngân hàng tại Hoa Kỳ.

Trái ngược hoàn toàn với những kết luận ở trên, Majumdar và Chhibber (1999) tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc vốn và thành quả kinh doanh dựa trên một mẫu quan sát gồm 1.000 doanh nghiệp tại Ấn Độ trong giai đoạn 1988 – 1994. Nghiên cứu của Gleason và cộng sự (2000) cũng cho thấy ảnh hưởng tiêu cực của tỷ lệ nợ trên tổng tài sản lên hệ số ROA của các doanh nghiệp trong ngành bán lẻ tại 14 quốc gia ở Châu Âu, nghiên cứu giải thích rằng, các nhà bán lẻ tại Châu Âu có mức sử dụng nợ vay nhiều hơn mức thích hợp và do đó ảnh hưởng xấu đến thành quả doanh nghiệp. Zeitun và Tian (2007) khi xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn (đại diện bởi tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) và hiệu quả kinh doanh (đại diện bởi hệ số ROA và ROE) của 167 doanh nghiệp tại Jordan trong giai đoạn 1989 – 2003 đã kết luận rằng, cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh có mối quan hệ ngược chiều. Kết luận của Zeitun và Tian (2007) được hỗ trợ bởi phát hiện của Harris và Raviv (1991); Krishnan và Moyer (1997); Agarwal và Elston (2001). Kết quả nghiên cứu của Ahmad, Abdullah và Roslan (2012), dựa trên mẫu quan sát gồm 58 doanh nghiệp niêm yết tại Malaysia trong giai đoạn 2005 – 2010 cũng đã cho thấy rằng, ROA và ROE của các doanh nghiệp sẽ giảm khi mức sử dụng nợ vay tăng cao. Pratheepkanth (2011) giải thích rằng, doanh nghiệp phụ thuộc quá nhiều vào vốn vay sẽ phải chi trả nhiều lãi vay và do đó làm giảm hiệu quả kinh doanh.

Alalade, Oguntodu và Adalakun (2015) khuyên rằng, người Quản lý doanh nghiệp nên giảm mức sử dụng nợ vay để gia tăng thành quả doanh nghiệp dựa trên nghiên cứu một nhóm các doanh nghiệp ngành thực phẩm tại Nigeria giai đoạn 2009 – 2013. Phần lớn những nghiên cứu trước đây cho thấy rằng cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều. Dù lý thuyết M&M (Modigliani & Miller, 1963) giải thích rằng sử dụng nhiều nợ vay sẽ có lợi cho doanh nghiệp nhờ tác dụng của lá chắn thuế, hay Jensen và Meckling (1976) và Jensen (1986) cho rằng nợ vay có tác dụng làm giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu, từ đó giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên, Jensen và Meckling (1976) và Jensen (1986) cũng chỉ ra rằng, nếu sử dụng nợ quá cao sẽ làm cho lợi ích của nợ vay vượt qua chi phí sử dụng nợ, bao gồm chi phí đại diện của nợ vay và rủi ro tài chính, và do đó, ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh. Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2008 – 2009, nền kinh tế Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng nặng nề của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới (Ngân hàng Nhà nước, 2010), lạm phát và lãi suất cho vay tăng cao trong Năm 2008. Dù sang Năm 2009, lạm phát và lãi suất cho vay đã giảm đáng kể (theo Báo cáo thường niên 2009 của Ngân hàng Nhà nước (2010), lạm phát trong Năm 2008 và 2009 lần lượt là 22,97% và 6,88%), nhưng do đặc thù của thị trường tiền tệ Việt Nam, việc điều chỉnh giảm lãi suất cho vay thường có độ trễ khoảng 6 tháng, do đó, các doanh nghiệp nào vay nợ nhiều trong Năm 2008, đặc biệt là nợ dài hạn, sẽ ảnh hưởng khá nhiều đến chi phí lãi vay của Năm 2009, và do đó sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Dù việc sử dụng quá nhiều nợ vay có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, ta cũng không thể phủ nhận vai trò của nợ vay với tác dụng của lá chắn thuế (Modigliani & Miller, 1963) hay giúp giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu (Jensen & Meckling, 1976) hay chi phí đại diện của DT tự do (Jensen, 1986), từ đó giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh. Madan (2007) đã chỉ ra rằng, đòn bẩy của doanh nghiệp ở mức 50% - 80% sẽ tạo ra ROE cao. Do đó, các doanh nghiệp muốn cải thiện hệ số ROE có thể tăng hoặc giảm đòn bẩy của doanh nghiệp về mức mục tiêu (Madan, 2007). Nghiên cứu của Lin và Chang (2009), dựa trên một mẫu quan sát bao gồm 196 doanh nghiệp niêm yết tại Đài Loan trong giai đoạn 1993 – 2005, đã phát hiện ra ngưỡng 33,33% là cấu trúc vốn tối ưu. Các doanh nghiệp gia tăng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản vượt qua ngưỡng này sẽ không thể gia tăng thêm hiệu quả kinh doanh, trong trường hợp các yếu tố khác không đổi. Phát hiện này đã ủng hộ cho kết luận của Stulz (1990) và Margaritis và Psillaki (2010) khi cho rằng cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp có mối quan hệ theo hình chữ U ngược (Inverted U-shape). Dựa trên những tranh luận của

các lý thuyết gia (Modigliani & Miller, 1963; Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) cũng như kết quả từ các nghiên cứu thực nghiệm (Madan, 2007; Lin và Chang, 2009; Stulz, 1990; Margaritis và Psillaki, 2010), ta thấy rằng có một giới hạn nhất định, mà trong giới hạn đó, tỷ trọng của nợ trong cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng tích cực lên hiệu quả kinh doanh, và nếu cấu trúc vốn vượt qua giới hạn đó sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh.

Ngoài các nghiên cứu trên thế giới, thì ngay tại Việt Nam, cũng đã có nhiều nghiên cứu về sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính.

TS. Trần Thị Thanh Tú (2010), “Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các DNSX trên TTCK Việt Nam”, Tạp chí nghiên cứu và trao đổi, đại học Kinh tế Quốc dân, số 6/2010. Nghiên cứu sử dụng số liệu 400 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2005 – 2008. Kết quả nghiên cứu cho thấy ROE dường như không phụ thuộc vào cơ cấu nợ của các DN nhưng EPS lại chịu tác động. Cho thấy, chính sách trả cổ tức của các DNSX là một yếu tố ảnh hưởng đến EPS, doanh nghiệp sẽ quyết định tỷ lệ giữa lợi nhuận để tái đầu tư và tỷ lệ giữ tiền mặt, do vậy, sẽ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn.

Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: Tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn”, tạp chí Khoa học và Công nghệ, Đại học Đà Nẵng, số 5/2010. Nghiên cứu sử dụng số liệu từ báo cáo tài chính của 428 doanh nghiệp niêm yết trên TTCKVN. Với các tiếp cận theo phương pháp đường dẫn với phần mềm AMOS, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng hiệu quả kinh doanh và cấu trúc tài chính có quan hệ tỷ lệ thuận với HQTTC.

Bùi Đan Thanh (2016), “*Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP.Hồ Chí Minh*”, Đại học Ngân hàng TP.HCM. Luận án đã tìm được bằng chứng thực nghiệm cho thấy cấu trúc vốn tác động cùng chiều với hiệu quả quản trị tài chính

**(2) Các nghiên cứu về tác động của quy mô doanh nghiệp đến hiệu quả tài chính**

Các nghiên cứu đều chỉ ra sự tác động của quy mô doanh nghiệp đến lợi nhuận, đến kết quả kinh doanh, đến TSSL, đến hiệu quả tài chính.

Theo kết quả nghiên cứu của Anderson (1967), Gupta (1969), Davidson và Dutia (1991), Punnose (2008); Vijayakumar và Tamizhelvan (2010) cho ra kết quả là quy mô doanh nghiệp tác động thuận chiều đến TSSL. Mức sinh lời của doanh nghiệp nhỏ nhìn chung là thấp hơn khả năng sinh lời của các doanh nghiệp lớn ở Hoa Kỳ. Trong nghiên cứu ảnh hưởng của tăng trưởng và quy mô doanh nghiệp đến kết quả kinh doanh của Elliott (1972). Cụ thể, thứ nhất doanh nghiệp với quy mô dưới trung bình có sự tăng trưởng DT cao hơn và có tỷ lệ đầu tư vốn cao hơn so với các doanh

nghiệp quy mô trên mức trung bình. Penrose (1959) quan sát thấy rằng các doanh nghiệp lớn tạo ra hiệu suất cao là do họ có khả năng đa dạng, và khai thác nền kinh tế bởi quy mô đầy đủ của mình. Hay Serrasqueiro và Nunes (2008); Abiodun (2013); Dogan (2013). Nghiên cứu của Kumar và Kaur (2016) khi xét về chuỗi thời gian cho từng doanh nghiệp, thì có sự liên hệ dương giữa quy mô doanh nghiệp và khả năng sinh lời.

Nhưng cũng có những nghiên cứu tìm thấy quy mô doanh nghiệp tác động âm đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Một số lý thuyết tổ chức như: Miller và Chen (1994); Aldrich và Austen (1986) cho rằng: Quy mô, và tuổi của doanh nghiệp có liên quan đến tính trì trệ của doanh nghiệp. Sự trì trệ là không thỏa đáng, hoặc chậm chạp, thích nghi những thay đổi, hoặc sự đề kháng với những thay đổi cơ bản trong Hoạt động kinh doanh, dẫn đến doanh nghiệp có thể bỏ lỡ những cơ hội có lợi nhuận. Hay là các nghiên cứu của (Shepherd (1972), Ammar và cộng sự (2003). Baummun và Kaenn (2003) đã bắt kịp với lý thuyết tổ chức để giải thích quy mô doanh nghiệp trong sự liên hệ với khả năng lợi nhuận. Lý thuyết này cũng giải thích sự liên hệ với chi phí giao dịch của tổ chức, chi phí đại diện và toàn bộ chi phí kiểm soát. Leibensten (1976), và Shephar (1986) lập luận rằng quy mô doanh nghiệp có tương quan với sức mạnh của thị trường, từ đó dẫn dắt sức mạnh của thị trường, làm cho thị trường không hiệu quả, dẫn đến hiệu suất thấp hơn.

Lê Khương Ninh & Nguyễn Lê Hoa Tuyết (2012), “*Ảnh hưởng của quy mô đến lợi nhuận của doanh nghiệp ở đồng bằng sông Cửu Long*”, Tạp chí Phát triển Kinh tế số 11 (265). Đây là nghiên cứu kiểm định sự tác động của quy mô đến lợi nhuận của doanh nghiệp bằng cách sử dụng hệ thống dữ liệu sơ cấp thu thập từ 495 doanh nghiệp ở Đồng bằng sông Cửu Long. Kết quả cho thấy, lợi nhuận của doanh nghiệp không chỉ phụ thuộc vào quy mô doanh nghiệp mà còn phụ thuộc vào các yếu tố khác như tỷ lệ tài sản lưu động, tốc độ tăng trưởng doanh thu, chất lượng nguồn nhân lực, thái độ đối với rủi ro của người Quản lý.

### ***(3) Các nghiên cứu về tác động quản trị đầu tư, sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính***

Về các nghiên cứu này, tập trung đưa ra những kết luận về sự tác động của việc đầu tư, sử dụng vốn lưu động và đầu tư, sử dụng vốn cố định thông qua đầu tư chủ yếu là tài sản cố định đến hiệu quả kinh doanh dưới góc độ tài chính. Các nghiên cứu về tác động của quản trị vốn lưu động chủ yếu thông qua mối quan hệ giữa tính thanh khoản, chu kỳ luân chuyển tiền mặt.

Yung-Jang (2002) nghiên cứu trên các doanh nghiệp Nhật Bản và Đài Loan với quy mô dữ liệu gần 2.000 doanh nghiệp trong giai đoạn 1985-1996. Thông qua



mối quan hệ giữa kết quả của quản trị tính thanh khoản với kết quả kinh doanh, hay liên quan giữa quản trị thanh khoản với giá trị doanh nghiệp đã chứng minh quản trị VLD có tác động đến HQKD. Trong đó chỉ tiêu đo lường thanh khoản là chu kỳ luân chuyển tiền mặt, còn chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh là tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn kinh doanh (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu. Kết quả nghiên cứu trong các doanh nghiệp Nhật Bản chỉ ra kết quả thứ 1 là mối tương quan âm đáng kể giữa CCC và ROA, giữa CCLC và ROE trong 5 ngành: lương thực, xây dựng, chế tạo, dịch vụ và các ngành khác, kết quả thứ 2 là tương quan dương đáng kể giữa CCC và ROA trong ngành hóa dầu và ngành vận tải. Đối với các doanh nghiệp của Đài Loan, kết quả chỉ ra tương quan âm đáng kể giữa CCC và ROA trong tất cả các ngành. Kết quả từ phân tích hồi quy xác nhận tương quan âm đáng kể giữa CCC và ROA.

Một trong những chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản trị vốn lưu động là chu kỳ luân chuyển tiền mặt (Cash Conversion Cycle-CCC) được đưa ra bởi Richards & Laughlin (1980), Chu kỳ luân chuyển tiền bắt đầu khi doanh nghiệp mua các nguồn nguyên liệu vật liệu, sản xuất, bán sản phẩm và đến khi nhận được tiền từ các sản phẩm bán ra. Các doanh nghiệp có chu kỳ luân chuyển tiền ngắn hơn sẽ ít phải đầu tư vào vốn lưu động hơn, do vậy chi phí tài trợ của những doanh nghiệp này thường thấp. Bằng cách sử dụng chu kỳ luân chuyển tiền, các nhà Quản lý có thể theo dõi vốn lưu động hiệu quả trong thời kỳ kinh doanh của họ.

Phương pháp nghiên cứu truyền thống đối với mối tương quan giữa chu kỳ luân chuyển tiền mặt và TSSL cho thấy rằng chu kỳ luân chuyển tiền khá dài sẽ có xu hướng làm giảm TSSL (Samiloglu và Demirgunes – 2008). Điều đó có nghĩa là giảm đầu tư vào vốn luân chuyển sẽ ảnh hưởng tích cực lên TSSL. Hay tại Châu Âu và Châu Mỹ, Shin and Soenen, 1998 đã sử dụng chu kỳ thương mại ròng (Net Trade Cycle, NTC) như là một đo lường cho quản trị VLD. Họ đã phát hiện ra mối quan hệ nghịch giữa NTC và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp khi điều tra một mẫu các doanh nghiệp Mỹ giai đoạn 1975-1994, Lazaridis and Tryfonidis, 2006 đã sử dụng chu kỳ luân chuyển tiền mặt CCC như một đo lường quản trị vốn lưu động đối với một mẫu các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Athens giai đoạn 2001-2004, và cũng tìm thấy mối quan hệ nghịch giữa CCC và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Gill, Biger&Neil (2010) cũng tìm thấy mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê trên mẫu quan sát gồm 88 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán New York cho 3 Năm 2005-2009. Tương tự, Garcia, Martin and Brandao (2011) đã nghiên cứu 2.974 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên 11 thị trường chứng khoán châu Âu

trong 12 Năm 1998-2009, kết quả phân tích hồi quy GLS và OLS cho rằng các doanh nghiệp có thể gia tăng TSSL bằng cách giảm thời gian chu chuyển tiền mặt.

Ở châu Á, Nobanee et al (2009) tại Nhật Bản; Azhar & Noriza (2010) tại Malaysia; Vijaykumar, 2011 tại Ấn Độ Mansoori and Muhammad, 2012 tại Singapore, Napomech, 2012 tại Thái Lan, Dong and Su, 2010 tại Việt Nam cũng tìm thấy mối quan hệ nghịch giữa CCC và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Riêng ở Việt Nam, tác giả Dong, Huynh Phuong & Jyh-tay Su (2010) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa chu kỳ luân chuyển tiền mặt và khả năng sinh lời được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận hoạt động gộp trên một mẫu 130 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2006-2008. Nhóm tác giả đã tìm ra mối quan hệ mạnh giữa các biến.

Bùi Đan Thanh (2016), “*Cấu trúc vốn và vốn luân chuyển tác động đến hiệu quả quản trị tài chính của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn TP.Hồ Chí Minh*”, Đại học Ngân hàng TP.HCM. Luận áp đã tìm được bằng chứng thực nghiệm cho thấy các thành phần vốn luân chuyển như ACR, ICP, CCC tác động ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính và APP tác động cùng chiều. Luận áp cũng sử dụng chỉ tiêu ROA, ROE là chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản trị tài chính.

***(4) Các nghiên cứu về tác động quản trị đầu tư sử dụng tài sản cố định đến hiệu quả tài chính***

Trong một nghiên cứu của R.Zeitun và G.G.Tian (2007) chỉ ra rằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản lại có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, việc đầu tư vào tài sản cố định (trang bị mới TSCĐ, nâng cao kỹ thuật công nghệ) cũng có thể làm gia tăng hiệu quả tài chính nếu TSCĐ được các doanh nghiệp sử dụng một cách có hiệu quả.

**(5) Các nghiên cứu về tác động một số nhân tố khác đến hiệu quả tài chính**

Các nghiên cứu này tập trung vào các nhân tố như năng lực Quản lý, tốc độ tăng trưởng, nhân tố điều hành đến hiệu quả tài chính.

Chu Thị Thu Thủy, Ngô Thị Quyên, Nguyễn Thanh Huyền (2015), “*Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính, nghiên cứu điển hình tại các CTCP phi tài chính niêm yết trên SGDCK TP.HCM*”, tạp chí Kinh tế và Phát triển, số 215/tháng 5. Nghiên cứu sử dụng số liệu của 230 CTCP phi tài chính niêm yết tại Sở GDCK HOSE giai đoạn 2011-2013 trong 14 ngành. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng hiệu quả tài chính của các CTCP bị ảnh hưởng đáng kể bởi tỷ lệ vốn Nhà nước, đòn bẩy tài chính, năng lực Quản lý, quy mô doanh nghiệp, khả năng thanh toán nhanh và chu kỳ sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Phạm Quốc Việt (2010), “*Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố điều hành doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cổ phần*”, Đại học kinh tế TP.HCM. Luận án tập trung nghiên cứu mối tương quan giữa các nhân tố điều hành doanh nghiệp với hiệu quả hoạt động của CTCP tại Việt Nam. Đề tài đã khảo sát tất cả các CTNY trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM. Kết quả nghiên cứu của Luận án cho thấy xác nhận giả thiết nghiên cứu về tỷ lệ sở hữu cổ phần tư nhân lớn có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong nhóm doanh nghiệp có quy mô lao động nhỏ; Xác nhận giả thiết nghiên cứu về việc chủ tịch HĐQT kiêm nhiệm Tổng giám đốc có tương quan dương với HQHĐ của doanh nghiệp trong nhóm doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ, hoặc nhóm doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp; Xác nhận giả thiết nghiên cứu về tỷ lệ sở hữu cổ phần của thành viên BKS có tương quan dương với HQHĐ của doanh nghiệp trong nhóm doanh nghiệp có sở hữu Nhà nước kiểm soát, hoặc nhóm doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ; Xác nhận giả thiết nghiên cứu về tồn tại đồng thời hiệu ứng “hội tụ lợi ích” và hiệu ứng ngăn chặn trong nhóm doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ đối với thành viên nước ngoài trong BGD.

Tô Thị Ngọc Lan (2013), “*Hệ thống Quản lý tài chính của tập đoàn bưu chính viễn thông Việt Nam và ảnh hưởng của nó đến hiệu quả tài chính của tập đoàn*”, Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon. Luận án phân tích thực trạng hệ thống Quản lý tài chính của VNPT và ảnh hưởng của nó đến hiệu quả tài chính của tập đoàn qua các khía cạnh: HDV, Quản lý và sử dụng vốn, Quản lý tài sản, Quản lý doanh thu, chi phí và phân phối kết quả kinh doanh, đánh giá hiệu quả tài chính thông qua các chỉ tiêu vòng quay tài sản, nợ phải thu. Biến độc lập: Thông tin doanh nghiệp (Các loại hình doanh nghiệp và quy mô doanh nghiệp). Thực trạng hệ thống Quản lý tài chính (HDV; Quản lý và sử dụng vốn; Quản lý tài sản; Quản lý doanh thu, chi phí, phân phối kết quả kinh doanh). Biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính: ROE

Phạm Anh Ngọc (2013), Ảnh hưởng của Quản lý tài chính và một số khía cạnh tài chính đến lợi nhuận của DN VVN thương mại và dịch vụ trong tỉnh Thái Nguyên, Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon. Luận án khám phá những ảnh hưởng của thực tiễn Quản lý tài chính, các khía cạnh tài chính và lợi nhuận của DN VVN. Kết quả nghiên cứu chỉ ra mối liên hệ giữa ảnh hưởng của thực tiễn Quản lý tài chính, các khía cạnh tài chính và lợi nhuận của DN VVN, đồng thời sẽ hỗ trợ các nhà Quản lý thúc đẩy lợi nhuận của họ. Mô hình đề tài:  $PRO = f(CAR, DER, TAT, AIS, WCM, FAM)$ . Trong đó, PRO: Lợi nhuận = bình quân của ROS, ROA, ROE; CAR: Tỷ lệ tiền mặt; DER: Tỷ lệ nợ; TAT: Doanh thu trên tổng tài sản; AIS: Hiệu quả của hệ thống thông tin kế toán; WCM: Hiệu quả Quản lý VLĐ; FAM: Hiệu quả của Quản lý tài sản cố định.

Trần Thị Xuân Mai (2011) và Nguyễn Thị Thúy Hằng (2012), trong Luận văn thạc sĩ, hai tác giả nghiên cứu mối tương quan giữa cơ chế quản trị doanh nghiệp và tỷ lệ sở hữu vốn tác động đến hiệu quả kinh doanh của các CTNT tại Việt Nam. Cả hai luận văn đều sử dụng phương pháp nghiên cứu kinh tế lượng với hồi quy đa biến để xem xét các yếu tố quản trị như: quy mô doanh nghiệp, cơ cấu HĐQT, tỷ lệ sở hữu vốn... tác động đến các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh như ROA, ROE. Các nghiên cứu này đều đưa ra kết luận các yếu tố quản trị doanh nghiệp có tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Nguyễn Văn Phúc (2016), *“Giải pháp tài chính nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp xây dựng thuộc tổng doanh nghiệp Sông Đà”*, Luận án tiến sĩ Học viện Tài chính. Luận án nghiên cứu 10 doanh nghiệp xây dựng quan trọng của Tổng doanh nghiệp Sông Đà giai đoạn 2012-2015. Luận án tập trung các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh. Tác giả đề ra các nhân tố thành hai nhóm, Nhóm khách quan (chính sách vĩ mô của Nhà nước và chỉ tiêu của Nhà nước cho xây dựng cơ bản, chu kỳ nền kinh tế và thị trường bất động sản, lạm phát trong nền kinh tế, chính sách thuế và lãi suất thị trường, sự tiến bộ của khoa học công nghệ, bối cảnh của ngành xây dựng và tình hình cạnh tranh trong ngành, đặc điểm kinh tế - kỹ thuật của ngành xây dựng). Trong khi nhóm tố chủ quan (Cơ chế Quản lý tài chính của doanh nghiệp định hướng chiến lược của doanh nghiệp mẹ và cơ chế phân quyền trong tập đoàn, hoạt động hoạch định chiến lược và kế hoạch sản xuất kinh doanh và lựa chọn chiến lược đầu tư, năng lực thiết bị, năng lực thi công và trình độ tay nghề người lao động, trình độ quản trị doanh nghiệp, trình độ tổ chức sản xuất, cơ chế khuyến khích và trách nhiệm vật chất trong doanh nghiệp và chi phí sử dụng vốn.)

Nguyễn Thị Khánh Phương (2015), *“Nghiên cứu mối quan hệ giữa thông tin*

*kế toán và giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCKVN*”, Luận án tiến sĩ ĐH KTQD. Dữ liệu gồm 326 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2000-2010. Mô hình nghiên cứu đưa ra giá cổ phiếu bị ảnh hưởng dương bởi EPS, BVS, DPS, ROE và DT thuần từ HĐKD. Ngoài ra giá cổ phiếu bị ảnh hưởng nghịch chiều bởi đòn bẩy tài chính.

Đoàn Thục Quyên (2015), “*Các giải pháp nâng cao hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ Học viện Tài chính. Dữ liệu nghiên cứu gồm 50 DNSXNY được phân theo 6 lĩnh vực sản xuất chủ yếu trong nền kinh tế quốc dân trên TTCK Việt Nam. Luận án tổng hợp và hệ thống hóa lý luận về hiệu quả kinh doanh, đưa ra hệ thống chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh, đồng thời đánh giá các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sản xuất. Mô hình kinh tế lượng được xây dựng gồm có biến phụ thuộc là ROE và các biến độc lập gồm hệ số nợ, vòng quay VLD, hiệu suất sử dụng vốn cố định, tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu và tỷ suất lợi nhuận trên vốn kinh doanh. Các biến điều tác động theo quan hệ tỷ lệ thuận đến ROE.

### **1.1.3. Khoảng trống nghiên cứu**

Qua quá trình tham khảo các công trình nghiên cứu trước đây, tác giả nhận thấy có một số khoảng trống sau đây:

**Một là**, các nghiên cứu tại Việt Nam đã công bố chủ yếu tập trung về vấn đề quản trị tài chính chứ chưa làm rõ mối quan hệ giữa quản trị tài chính và hiệu quả tài chính. Đặc biệt, các nghiên cứu quản trị tài chính trước đây chủ yếu là đối với các DNNN, các Tập đoàn kinh tế hay các doanh nghiệp nhỏ và vừa, chưa có nghiên cứu nào về các doanh nghiệp niêm yết. Các nghiên cứu về hiệu quả tài chính lại tập trung vào việc xác lập các nhóm chỉ tiêu tài chính cơ bản để phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Có thể nhận định rằng nghiên cứu tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính là một khoảng trống nghiên cứu cần được khai thác.

**Hai là**, một số nghiên cứu thực nghiệm bằng các mô hình kinh tế lượng đã được triển khai nhằm xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính, hay tác động quy mô doanh nghiệp, tác động của quản trị vốn lưu động, tài sản cố định hay tác động của các nhân tố điều hành đến hiệu quả tài chính. Ngoài ra, cách tiếp cận chủ yếu bằng phân tích thực nghiệm thông qua các mô hình kinh tế lượng. Một số đề tài lại nghiên cứu tác động của QTTC đến HQTTC bằng phương pháp phân tích định tính dựa trên kết quả điều tra khảo sát thực tế ý kiến đánh giá của cán bộ Quản lý, chuyên gia, chưa có sự đánh giá bằng các mô hình định lượng. Hạn chế

của các nghiên cứu này là chưa có sự kết hợp giữa các đánh giá bằng định tính và định lượng. Với Luận án này, tác giả tiếp cận nghiên cứu một cách toàn diện tác động quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính.

**Ba là**, trong công tác quản trị tài chính, đặc trưng đặc điểm ngành nghề kinh doanh có ảnh hưởng rất lớn đến việc đưa ra các quyết định trong quản trị tài chính. Và từ đó sẽ tác động đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Các nghiên cứu định lượng đã khảo sát đối với tất cả các DNNY trên TTCK Việt Nam hoặc nghiên cứu trên các DN nhỏ và vừa mà chưa phân nhóm theo đặc trưng ngành nghề. Vì vậy, mỗi công trình nghiên cứu đều cho ra kết luận khác nhau về mối tương quan, có những nghiên cứu cho thấy các biến tác động thuận chiều nhưng nghiên cứu khác lại cho ra tác động nghịch chiều hoặc không ảnh hưởng. Bên cạnh đó, cũng có nhiều quan điểm khác nhau về hệ thống chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Và kết quả các nghiên cứu này cho các kết luận khác nhau. Tuy nhiên phần lớn các nghiên cứu này tập trung vào nghiên cứu tổng thể các doanh nghiệp niêm yết, hoặc có cụ thể thì số ngành cũng chưa đa dạng. Bên cạnh đó, đặc thù của các doanh nghiệp đó là cách quản trị tài chính khác xa so với đặc thù các doanh nghiệp nói chung ở Việt Nam, cũng như các doanh nghiệp sản xuất niêm yết. Tác động của các nội dung quản trị tài chính tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp nhận được sự quan tâm nhiều ở các nước có thị trường phát triển. Nhưng đều gói gọn trong biến độc lập là các nhân tố nói chung, biến phụ thuộc là hiệu quả kinh doanh. Ít có nghiên cứu nào tập trung vào các nội dung cơ bản trong quản trị tài chính và đề cập cụ thể đến hiệu quả tài chính. Với Luận án này, tác giả tập trung nghiên cứu đến nhóm doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên TTCK Việt Nam.

**Bốn là**, việc vận dụng các nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam vẫn còn hạn chế. Cụ thể một số nghiên cứu ở Việt Nam đã ứng dụng các nghiên cứu trước ở trên thế giới như sử dụng phương pháp đơn giản trong định lượng để đo lường sự ảnh hưởng của các nội dung là việc sử dụng phương pháp bình quân nhỏ nhất (OLS). Do các doanh nghiệp niêm yết trong khoảng thời gian không giống nhau, vì vậy trong nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới, các nhà phân tích thường xuyên sử dụng phân tích dữ liệu mảng không cân bằng với khoảng thời gian 5 Năm trở lên nhằm khắc phục các nhược điểm về thu thập cũng như xử lý số liệu, đồng thời nghiên cứu trong thời gian dài sẽ có kết quả thuyết phục hơn. Với Luận án này, tác giả sử dụng tổng hợp các phương pháp từ phương pháp phân tích định tính đến việc kết hợp các mô hình như OLS, FEM, REM để nghiên cứu.

Đây chính là các khoảng trống mà đề tài tập trung nghiên cứu.

Luận án sẽ kế thừa các nghiên cứu lý thuyết và các công trình nghiên cứu thực nghiệm đã công bố, Luận án sẽ kế thừa các cơ sở lý luận về quản trị tài chính, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Dựa trên các mô hình nghiên cứu thực nghiệm đã công bố, Luận án xem xét và lựa chọn các biến số phù hợp với đặc thù của các DNSX niêm yết, từ đó xây dựng mô hình nghiên cứu khảo sát để đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra.

Với khoảng trống nghiên cứu như trên, đề tài “*Tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp DNSX niêm yết trên TTCK Việt Nam*” là đề tài nghiên cứu có tính độc lập, hoàn toàn không trùng lặp với các nghiên cứu đã công bố.

## **1.2. Phương pháp nghiên cứu**

Với mục tiêu giải quyết một cách toàn diện các vấn đề của Luận án, Nghiên cứu sinh đã tiến hành kết hợp 2 phương pháp nghiên cứu là phương pháp nghiên cứu định tính và phương pháp nghiên cứu định lượng.

### **1.2.1. Phương pháp nghiên cứu định tính**

Phương pháp nghiên cứu định tính dùng để phân tích thực trạng QTTC của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam, qua sự biến động về các chỉ tiêu để đánh giá sự tác động của QTTC đến HQTC. Luận án sử dụng chủ yếu các dữ liệu sau:

- *Dữ liệu thứ cấp*

Số liệu thống kê: Số liệu từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam. Việc thu thập này khó tránh khỏi những doanh nghiệp không có đầy đủ số liệu, hoặc số liệu có những bất thường, dị biệt. Do đó, Luận án áp dụng phương pháp chọn mẫu, tiến hành làm sạch số liệu, loại bỏ những doanh nghiệp thiếu nhiều dữ liệu cần thiết phục vụ cho nghiên cứu. Và bên cạnh đó, Luận án lựa chọn những doanh nghiệp có niên độ kế toán trùng với Năm tài chính (bắt đầu từ ngày 01/01 và kết thúc ngày 31/12/ hàng Năm). Ngoài ra, những doanh nghiệp này phải có thời gian niêm yết tối thiểu 5 Năm (tính đến 31/12/2015), tức là thời gian niêm yết trước Năm 2010 và số liệu nghiên cứu trong vòng 7 Năm từ Năm 2010 – 2016. Cho nên, mẫu nghiên cứu của Luận án gồm 207 DNSXNY trên SGDCK HOSE và SGDCK HNX. Mẫu nghiên cứu trong phân tích mô tả trùng với mẫu trong phân tích mô hình chạy hồi quy.

Ngoài ra tham khảo số liệu tại các trang web như vietstock.vn...

- *Xử lý thông tin, dữ liệu thứ cấp*

Các số liệu sau khi đã thu thập được mô tả trên công cụ sau:

Các bảng số liệu Excel tính toán theo các chỉ tiêu tổng số, tăng giảm theo số tương đối và số tuyệt đối.

Các biểu đồ dạng đường (line) chủ yếu mô tả xu hướng biến động của các biến số; biểu đồ dạng hình cột (column) tập trung mô tả tỷ trọng của các biến số và các biểu đồ kết hợp dạng đường và dạng cột mô tả sự biến động của nhiều biến số kinh tế theo thời gian.

### **1.2.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng**

#### **(1) Quy trình nghiên cứu**

Để nghiên cứu về sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp DNSX niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2016, các bước tiến hành của phương pháp này như sau:

Bước 1: Xác định mô hình nghiên cứu

Bước 2: Xây dựng giả thiết nghiên cứu

Bước 3: Phân tích tương quan và mô hình hồi quy

Bước 4: Đưa ra hàm ý chính sách

#### **(2) Xác định mô hình nghiên cứu**

- Mô hình OLS

Mô hình thực nghiệm nghiên cứu mối quan hệ này thường được sử dụng dữ liệu bảng kết hợp chuỗi thời gian. Do dữ liệu dưới bảng nên ngoài mô hình hồi quy OLS thì mối quan hệ này cũng sẽ được kiểm chứng bằng mô hình ảnh hưởng cố định FEM (fixed effects model) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên REM (random effects model).

Mô hình hồi quy có dạng:

$$Y = \beta_{1i} + \beta_{2i}X01 + \beta_{3i}X2 + \beta_{4i}X3 + \beta_{5i}X4 + \beta_{6i}X5 + \beta_{5i}X6 + \beta_{6i}X7 + \varepsilon_{it}$$

Mô hình OLS này có nhược điểm là ràng buộc quá chặt về các đơn vị chéo, trái ngược với thực tế. Nên mô hình FEM và REM sẽ được khắc phục những nhược điểm này.

- Mô hình ảnh hưởng cố định – FEM

Với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến các biến giải thích, FEM phân tích mối tương quan này giữa phần dư của mỗi thực thể với các biến giải thích qua đó kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt (không đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để chúng ta có thể ước lượng những ảnh hưởng thực của biến giải thích lên biến phụ thuộc.

Mô hình ước lượng sử dụng:

$$Y_{it} = C_i + \beta X_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

$Y_{it}$  : biến phụ thuộc với  $i$  : doanh nghiệp,  $t$  : thời gian (quý)

$X_{it}$  : biến độc lập

$C_i$  : hệ số chặn cho từng thực thể nghiên cứu ( $i = 1 \dots n$ )



$\beta$  : hệ số góc đối với nhân tố X

$u_{it}$  : phần dư

- Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên – REM

Điểm khác biệt giữa FEM và REM được thể hiện ở sự biến động giữa các thực thể. Nếu sự biến động giữa các thực thể có tương quan đến biến độc lập - biến giải thích trong mô hình ảnh hưởng cố định thì trong mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên sự biến động giữa các thực thể được giả sử là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Chính vì vậy, nếu sự khác biệt giữa các thực thể có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc thì REM sẽ thích hợp hơn so với FEM. Trong đó, phần dư của mỗi thực thể (không tương quan với biến giải thích) được xem là một biến giải thích mới.

Ý tưởng cơ bản bắt đầu:

$$Y_{it} = C + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_n X_{nit} + u_{it}$$

Thay vì xem  $\beta_{1i}$  là cố định, ta giả định đó là một biến ngẫu nhiên với một giá trị trung bình là  $\beta_1$ . Và giá trị tung độ gốc cho một cá nhân riêng lẻ có thể được biểu thị là:

$$C = C + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, N$$

Trong đó:  $\varepsilon_i$  : là số hạng ngẫu nhiên với một giá trị trung bình bằng 0 và phương sai bằng  $\sigma^2_\varepsilon$ .

Thay vào công thức trên ta có:

$$Y_{it} = C + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_i + u_{it}$$

$\varepsilon_i$  : Sai số thành phần của các đối tượng khác nhau

$u_{it}$  : Sai số thành phần theo không gian và chuỗi thời gian kết hợp

Giả định thông thường mà mô hình đưa ra là:

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2_\varepsilon)$$

$$u_{it} \sim N(0, \sigma^2_u)$$

$$E(\varepsilon_{it}, u_{it}) = 0 \quad E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \quad (i \neq j)$$

Nghĩa là các thành phần sai số riêng biệt ( $\varepsilon_{it}$ ) không có tương quan với nhau và không tự tương quan giữa các đơn vị theo không gian và chuỗi thời gian.

Nhìn chung, mô hình FEM hay REM tốt hơn cho nghiên cứu phụ thuộc vào giả định có hay không sự tương quan giữa  $\varepsilon_i$  và các biến giải thích X. Nếu giả định rằng không có tương quan, thì REM phù hợp hơn, và ngược lại.

Ngoài ra, nếu căn cứ vào N (số dữ liệu chéo) và T (độ dài thời gian nghiên cứu) thì theo Judge:

- Trường hợp T lớn và N nhỏ: Trong trường hợp này không có sự khác biệt lớn về giá trị của các tham số ước lượng trong mô hình FEM và REM. Vì vậy việc

lựa chọn mô hình nào phụ thuộc vào tiện ích trong xử lý. Thông thường trong trường hợp này mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) được lựa chọn

Trường hợp T nhỏ và N lớn: Trong trường hợp này, kết quả ước lượng khác biệt nhau rất lớn. Nếu các đối tượng nghiên cứu không được chọn ra một cách ngẫu nhiên từ một tổng thể lớn hơn nhiều thì FEM sẽ phù hợp hơn. Ngược lại, nếu các đối tượng nghiên cứu được lựa chọn một cách ngẫu nhiên từ một tổng thể lớn hơn thì REM sẽ thích hợp hơn bởi vì trong trường hợp này hệ số chặn  $\beta_{1i}$  là thật sự ngẫu nhiên nên việc suy luận thống kê hay giải thích mô hình sẽ dễ dàng và không có điều kiện ràng buộc. Do đó, nếu các điều kiện của REM được đảm bảo thì kết quả ước lượng của REM sẽ chính xác hơn sơ với FEM.

- Lựa chọn mô hình

Kiểm định Hausman được sử dụng lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu với giả thiết:

$H_0$ : Ước lượng của FEM và REM là không khác nhau;

$H_1$ : Ước lượng của FEM và REM là khác nhau.

Nếu p-value  $< \alpha$ ,  $H_0$  bị bác bỏ. Khi đó, mô hình REM không hợp lý, nếu mô hình FEM được lựa chọn. Ngược lại, mô hình REM phù hợp để lựa chọn nếu chấp nhận giả thiết  $H_0$ .

### **(3) Xây dựng giả thiết nghiên cứu**

#### *a. Biến phụ thuộc*

Có rất nhiều các chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, nhưng Luận án sẽ sử dụng chỉ tiêu TSSL của Vốn chủ sở hữu (ROE) làm biến phụ thuộc. Bởi vì ROE là hệ số được sử dụng phổ biến nhất, ROE là những chỉ báo kết quả cho kết quả sản xuất kinh doanh hiện tại và phản ánh khả năng lợi nhuận mà doanh nghiệp đã đạt được trong các kỳ kế toán đã qua. Đáng chú ý là giá trị của hệ số này có thể phụ thuộc vào cách tính lợi nhuận. Mặt khác, do hạn chế về cơ sở dữ liệu và đặc tính về thông tin bất cân xứng của TTCK Việt Nam.

#### *b. Biến độc lập*

Về biến độc lập, nghiên cứu sử dụng hai nhóm biến, đó là nhóm biến giải thích và nhóm biến kiểm soát. Nhằm phù hợp với mục đích nghiên cứu, phù hợp với lý thuyết về quản trị tài chính tại Việt Nam và phù hợp với nghiên cứu là các DNSXNY trên TTCK Việt Nam.

Nhóm biến giải thích bao gồm các biến phản ánh nội dung quản trị tài chính trong phạm vi nội bộ là cấu trúc vốn, tỷ lệ vốn lưu động, chu kỳ luân chuyển tiền mặt, tỷ lệ TSCĐ, hiệu suất sử dụng TSCĐ.

Nhóm biến kiểm soát bao gồm các biến quy mô doanh nghiệp, khả năng thanh toán ngắn hạn.

Như vậy, dựa vào mô hình nghiên cứu trước và để phù hợp với nghiên cứu của các doanh nghiệp tại Việt Nam, nghiên cứu sử dụng tất cả 7 biến như sau: cấu trúc vốn, tỷ lệ vốn lưu động, chu kỳ luân chuyển tiền mặt, tỷ lệ TSCĐ, hiệu suất sử dụng TSCĐ, quy mô doanh nghiệp, khả năng thanh toán ngắn hạn. Trong đó:

*- Cấu trúc vốn được đo lường bằng chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu.*

Theo lý thuyết cơ cấu vốn thì tỷ lệ nợ gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp bởi lợi ích từ lá chắn thuế. Khi chi phí sử dụng nợ thấp cùng với lá chắn thuế, DN sẽ được lợi khi nâng cao mức nợ. Khi chi phí sử dụng nợ thấp cùng với lá chắn thuế, DN sẽ được lợi khi nâng cao mức nợ. Tuy nhiên, khi tỷ lệ nợ trên VCSH tăng, tác động của tỷ lệ nợ buộc tăng lợi tức yêu cầu của chủ sở hữu, nghĩa là chi phí sử dụng VCSH tăng. Vì lợi ích thu được từ mức vay nợ tăng thêm nhỏ hơn mức gia tăng chi phí đại diện. Ở mức tỷ lệ nợ trên VCSH cao, chi phí nợ cũng tăng do đó khả năng DN không trả được nợ, tỷ lệ nợ trên VCSH lúc này khiến DN làm giảm HQTG.

*Giả thiết được đặt ra là, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có quan hệ cùng chiều hoặc ngược chiều với hiệu quả tài chính.*

*- Quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ tiêu logarit của tổng tài sản.*

Một số lý thuyết tổ chức cho rằng: Quy mô, và tuổi của doanh nghiệp có liên quan đến tính trì trệ của doanh nghiệp. Sự trì trệ là không thỏa đáng, hoặc chậm chạp, thích ứng với những thay đổi, hoặc sự đề kháng với những thay đổi cơ bản trong Hoạt động kinh doanh, dẫn đến doanh nghiệp có thể bỏ lỡ những cơ hội có lợi nhuận. Các doanh nghiệp lớn tạo ra hiệu suất cao là do họ có khả năng đa dạng, và khai thác nền kinh tế bởi quy mô đầy đủ của mình.

*Giả thiết được đặt ra là, quy mô tác động cùng chiều với hiệu quả tài chính.*

*- Khả năng thanh toán được đo lường bằng chỉ tiêu khả năng thanh toán ngắn hạn.*

Khả năng thanh toán ngắn hạn có vai trò rất quan trọng đối với tình hình tài chính của doanh nghiệp. Khả năng thanh toán ngắn hạn thấp, kéo dài thường xuyên sẽ xuất hiện dấu hiệu rủi ro tài chính, nguy cơ phá sản có thể xảy ra. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp duy trì khả năng thanh toán ngắn hạn quá cao cũng có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Cụ thể như: Khi KNTT ngắn hạn cao thì đồng nghĩa với việc doanh nghiệp hoặc đầu tư quá nhiều vào TSNH.

*Giả thuyết đặt ra là, khả năng thanh toán tác động cùng chiều hoặc ngược chiều đến hiệu quả tài chính.*

- *Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC).*

Một trong những chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản trị vốn lưu động là chu kỳ luân chuyển tiền mặt. Chu kỳ luân chuyển tiền bắt đầu khi doanh nghiệp mua các nguồn nguyên liệu vật liệu, sản xuất, bán sản phẩm và đến khi nhận được tiền từ các sản phẩm bán ra. Các doanh nghiệp có chu kỳ luân chuyển tiền ngắn hơn sẽ ít phải đầu tư vào vốn lưu động hơn, do vậy chi phí tài trợ của những doanh nghiệp này thường thấp. Bằng cách sử dụng chu kỳ luân chuyển tiền, các nhà Quản lý có thể theo dõi vốn lưu động hiệu quả trong thời kỳ kinh doanh của họ.

Phương thức nghiên cứu truyền thống đối với mối tương quan giữa chu kỳ luân chuyển tiền mặt và TSSL cho thấy rằng chu kỳ luân chuyển tiền khá dài sẽ có xu hướng làm giảm TSSL (Samiloglu và Demirgunes – 2008). Điều đó có nghĩa là giảm đầu tư vào vốn luân chuyển sẽ ảnh hưởng tích cực lên TSSL.

*Giả thuyết đặt ra là, chu kỳ luân chuyển tiền mặt tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính.*

- *Tỷ lệ vốn lưu động.*

Quan điểm đầu tiên cho rằng, doanh nghiệp đầu tư VLD càng lớn có thể góp phần làm tăng doanh thu, rút ngắn thời gian thanh toán và do đó, có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp .

Quan điểm thứ hai cho rằng, doanh nghiệp đầu tư vốn lưu động càng lớn sẽ phải đối mặt với chi phí tài trợ vốn bổ sung, do đó có thể làm tăng khả năng phá sản của doanh nghiệp . Tức là có mối quan hệ nghịch giữa đầu tư vốn lưu động và hiệu quả hoạt động.

Quan điểm thứ ba cho rằng tồn tại một mức độ đầu tư VLD tối ưu để cân bằng giữa chi phí và lợi ích nhằm tối ưu hóa giá trị doanh nghiệp , Quản lý vốn lưu động có tầm quan trọng đối với các doanh nghiệp nhỏ, các doanh nghiệp nhỏ có xu hướng tăng các thành phần VLD trong ngắn hạn và đầu tư cao vào hàng tồn kho và khoản phải thu thì lợi nhuận sẽ thấp, nghiên cứu này cũng cho thấy mức độ tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp nhỏ.

*Giả thuyết đặt ra là, mức đầu tư VLD tác động cùng chiều hoặc ngược chiều với hiệu quả tài chính.*

- *Tỷ lệ tài sản cố định.*

Trong một nghiên cứu của R.Zeitun và G.G.Tian (2007) chỉ ra rằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản lại có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, việc đầu tư vào tài sản cố định (trang bị mới TSCĐ, nâng cao kỹ thuật công nghệ..) cũng có thể làm gia tăng hiệu quả tài chính nếu TSCĐ được các doanh nghiệp sử dụng một cách có hiệu quả.



*Giả thuyết đặt ra là, tỷ lệ tài sản cố định tác động cùng chiều hoặc ngược chiều hiệu quả tài chính.*

*- Hiệu suất sử dụng tài sản cố định.*

Ngoài chỉ tiêu mức đầu tư vào tài sản cố định, theo nghiên cứu của Tô Thị Ngọc Lan (2013) Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon. Luận án phân tích thực trạng hệ thống Quản lý tài chính của VNPT và ảnh hưởng của nó đến hiệu quả tài chính của tập đoàn qua các khía cạnh bằng chỉ tiêu vòng quay TSCĐ hay nghiên cứu của Phạm Anh Ngọc (2013), Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon. Luận án khám phá những ảnh hưởng của thực tiễn Quản lý tài chính, các khía cạnh tài chính và lợi nhuận của DNVVN.

*Giả thuyết đặt ra là, hiệu suất sử dụng tài sản cố định tác động cùng chiều hiệu quả tài chính.*

**Bảng 1.1. Bảng tóm tắt giả thuyết tác động của các biến độc lập đến ROE**

Tên biến	Viết tắt	Ký hiệu	Chiều hướng tác động đến ROE	
			Tác động âm	Tác động dương
TSSL trên VCSH	ROE	Y		
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	D/E	X <sub>1</sub>	X	X
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	X <sub>2</sub>		X
Khả năng thanh toán ngắn hạn	CR	X <sub>3</sub>	X	X
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt	CCC	X <sub>4</sub>	X	
Tỷ lệ VLĐ	CA/TA	X <sub>5</sub>	X	X
Tỷ lệ TSCĐ	FAR	X <sub>6</sub>	X	X
Hiệu suất sử dụng TSCĐ	FATO	X <sub>7</sub>		X

## KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 đã tổng quan khá toàn diện các công trình nghiên cứu liên quan đến đề tài Luận án như (i) các nghiên cứu lý thuyết về quản trị tài chính và các nội dung trong quản trị tài chính; (ii) Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính; (iii) Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính., Trên cơ sở đó đã chỉ ra khoảng trống nghiên cứu là những nghiên cứu kể trên còn có giới hạn như mỗi công trình nghiên cứu đều cho ra những kết luận khác nhau về mối tương quan, có những nghiên cứu cho thấy các biến tác động thuận chiều nhưng nghiên cứu khác lại cho ra tác động nghịch chiều hoặc không ảnh hưởng. Bên cạnh đó, cũng có nhiều quan điểm khác nhau về hệ thống chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp . Và kết quả các nghiên cứu này cho các kết luận khác nhau. Tuy nhiên phần lớn các nghiên cứu này tập trung vào nghiên cứu tổng thể các doanh nghiệp niêm yết, hoặc có cụ thể thì số ngành cũng chưa đa dạng. Để có thể lấp đầy khoảng trống trên Luận án lựa chọn kết hợp phân tích định tính và định lượng để minh chứng cho kết quả nghiên cứu. Đồng thời, chương 1 cũng đã mô tả rõ các phương pháp nghiên cứu mà Luận án đã sử dụng để giải quyết các mục tiêu nghiên cứu đặt ra.

## CHƯƠNG 2

### CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

#### 2.1. Những vấn đề cơ bản về quản trị tài chính doanh nghiệp

##### 2.1.1. Khái niệm

Trước hết cần phân biệt giữa quản trị (Governance) và Quản lý (Management). Nguồn gốc về quản trị bắt nguồn trên sự tách rời, phân biệt giữa quyền sở hữu với quyền Quản lý ở các doanh nghiệp đại chúng. Những nhà đầu tư vốn vào các doanh nghiệp luôn kỳ vọng sẽ sinh lời, do vậy họ có thể được hưởng lợi nhuận trong tương lai. Tuy nhiên, do nhiều nhà đầu tư thiếu thời gian và trình độ chuyên môn cần thiết để điều hành doanh nghiệp để đảm bảo rằng doanh nghiệp đó tạo ra lợi nhuận. Vì vậy, nhà đầu tư thuê các nhà Quản lý có trình độ để trực tiếp điều hành doanh nghiệp, đảm bảo rằng các hoạt động doanh nghiệp có khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động lâu dài.

*Quản trị (Governance)*, theo nghĩa chung nhất là sự tác động có mục đích của chủ thể lên đến đối tượng trong quản trị để đạt được các mục tiêu đã được xác định trước. Theo từ điển Bách khoa toàn thư Wikipedia thì “*Quản trị được định nghĩa là quá trình điều phối các công việc để chúng có thể được hoàn thành với hiệu suất và hiệu quả cao nhất*”. Dựa trên khái niệm cơ bản này có thể xem xét các quan niệm khác nhau về quản trị tài chính với các cách tiếp cận khác nhau.

Cho đến nay cũng còn nhiều quan điểm khác nhau về quản trị tài chính (QTTC) doanh nghiệp. Theo GS.TS Phạm Quang Trung, Đại học Kinh tế quốc dân thì “*QTTC là một trong những chức năng Quản lý cơ bản và quan trọng nhất có vai trò quyết định hiệu quả hoạt động và sự phát triển của DN. QTTC bao gồm những vấn đề Quản lý tài sản của DN, huy động và thu hút các nguồn vốn, phân bổ vốn và các quyết định về đầu tư và sử dụng thông tin tài chính trong quá trình ra quyết định*”.

Theo TS. Nguyễn Thu Thủy, Đại học Ngoại thương thì “*Quản trị tài chính là quá trình huy động, sử dụng và phân phối các quỹ tiền tệ của doanh nghiệp một cách có hiệu quả và đạt được các mục tiêu của doanh nghiệp đặt ra trong từng thời kỳ*”

Theo PGS,TS. Bùi Văn Vần, Học viện Tài chính cho rằng “*Quản trị doanh nghiệp là việc lựa chọn, đưa ra quyết định và tổ chức thực hiện các quyết định tài chính nhằm đạt được các mục tiêu hoạt động doanh nghiệp*”.

Rút ra từ những khái niệm trên, có thể tổng quát quản trị tài chính là sự tác động có mục đích của chủ thể quản trị đến đối tượng bị quản trị nhằm đạt được mục tiêu đã được xác định trước trong các hoạt động tài chính. Xét theo góc độ



quản trị tác nghiệp, quản trị tài chính là quá trình thực hiện các hoạt động của nhà quản trị liên quan đến các hoạt động HĐV, đầu tư, sử dụng vốn và phân phối kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhằm đạt được mục tiêu mà doanh nghiệp đã đặt ra.

Quản trị tài chính là một bộ phận cấu thành, một nội dung quan trọng của hoạt động quản trị doanh nghiệp, có quan hệ chặt chẽ và tác động đến mọi mặt Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp . Hầu hết các quyết định quản trị doanh nghiệp đều dựa trên cơ sở những đánh giá về kết quả của hoạt động tài chính doanh nghiệp . Các yếu tố cơ bản cấu thành hoạt động quản trị doanh nghiệp nói chung, quản trị tài chính nói riêng bao gồm:

- *Chủ thể quản trị*: Chủ thể quản trị là nguyên nhân tạo ra hoạt động quản trị. Chủ thể quản trị có thể là một người hoặc nhiều người (nhà quản trị). Các tác động của chủ thể quản trị có thể chỉ một lần và cũng có thể nhiều lần.

- *Đối tượng quản trị*: là đối tượng trực tiếp tiếp nhận các tác động của chủ thể quản trị. Đối tượng quản trị có thể là con người (một hoặc nhiều người), một tổ chức nào đó (doanh nghiệp , TĐKT, toàn bộ nền kinh tế), thế giới vô sinh (máy móc thiết bị, đất đai, nhà xưởng..), hoặc giới sinh vật (vật nuôi, cây trồng..), hoặc một hoạt động cụ thể (HĐV, đầu tư, sử dụng vốn, phân phối lợi nhuận doanh nghiệp )...;

- *Mục tiêu của quản trị*: Mục tiêu là cái đích cần đạt được của hoạt động quản trị. Mục tiêu là căn cứ để xác định các biện pháp tác động của chủ thể quản trị. Sự tác động của chủ thể quản trị đến đối tượng quản trị luôn được thực hiện theo một phương thức nhất định và trong một môi trường nhất định.

### **2.1.2. Mục tiêu quản trị tài chính**

Hoạt động quản trị tài chính là một bộ phận cấu thành, một nội dung quan trọng của quản trị doanh nghiệp nên mục tiêu của quản trị tài chính chính là tối ưu hóa các mục tiêu của hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Những mục tiêu này phải được thể hiện thành ý chí thường trực của những nhà quản trị tài chính khi lựa chọn và đưa ra các quyết định tài chính.

Mục tiêu Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nói chung, quản trị tài chính doanh nghiệp nói riêng được quyết định bởi mục tiêu thành lập doanh nghiệp của chủ sở hữu. Đối với các doanh nghiệp hoạt động công ích, mục tiêu hoạt động là cung cấp cho xã hội các sản phẩm, dịch vụ công cộng với chi phí tiết kiệm nhất. Lợi ích của doanh nghiệp này là những đóng góp của nó trong việc duy trì hoặc phát triển lợi ích chung của cộng đồng và xã hội. Lợi nhuận hoạt động chỉ được xem là mục tiêu thứ yếu, thậm chí không đặt ra đối với các doanh nghiệp này.

Đối với các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh, mục tiêu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là *tối ưu hóa lợi nhuận nhưng đồng thời phải tối thiểu hóa rủi ro, suy cho cùng là tối đa hóa lợi ích cho chủ sở hữu*. Tối đa hóa lợi nhuận đòi hỏi các doanh nghiệp phải sử dụng có hiệu quả các nguồn lực (lao động, vật tư, tiền vốn) để tạo ra nhiều của cải vật chất cho xã hội. Tuy nhiên, mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận chỉ mang tính chất ngắn hạn, được xem xét trong điều kiện giản đơn, ngắn hạn, phát sinh với hoạt động trong Năm tài chính và chịu ảnh hưởng nhiều bởi cách thức hạch toán kế toán của doanh nghiệp mà chưa xét đến các yếu tố phức tạp khác như trị thời gian của tiền, những rủi ro có thể gặp và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai. Vì vậy tối đa hóa lợi nhuận chỉ có thể coi là một tiêu chuẩn hiệu quả ngắn hạn để xem xét đưa ra các quyết định quản trị tài chính ở một thời điểm nhất định. Khi lựa chọn các quyết định tài chính dài hạn, mang tính chiến lược của doanh nghiệp đòi hỏi nhà quản trị phải xem xét đầy đủ hơn các yếu tố khác như giá trị thời gian của tiền, khả năng sinh lời và rủi ro có thể gặp trong Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai.

Mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp được coi là đầy đủ nhất chính là giúp nâng cao một cách cao nhất khả năng sinh lời từ vốn chủ sở hữu hay tối đa hóa trị doanh nghiệp. Đối với các công ty cổ phần, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp cũng đồng nghĩa với tối ưu hóa giá trị cổ phiếu doanh nghiệp trên thị trường. Bởi lẽ lợi nhuận mà chủ sở hữu đạt được bao gồm cả số lợi nhuận được chia (tức lợi tức cổ phần) và phần chênh lệch giữa giá bán và giá mua của tài sản đầu tư. Lợi ích của chủ sở hữu là tối ưu hóa giá trị hai bộ phận này. Vì vậy tối ưu hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp cũng chính là tối ưu hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu tại doanh nghiệp. Quá trình này vừa đáp ứng được yêu cầu, mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp, vừa phản ánh đầy đủ các yếu tố như mục đích đầu tư của chủ sở hữu, giá trị thời gian của tiền và rủi ro trong kinh doanh, giá trị tài sản của chủ sở hữu cũng được phản ánh theo qui luật cung cầu, qui luật cạnh tranh trên thị trường.

*Tóm lại*, mục tiêu của quản trị tài chính doanh nghiệp là nhằm tối ưu hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu hay tối ưu hóa giá trị cổ phiếu của công ty trên thị trường. Để đạt được mục tiêu này đòi hỏi nhà quản trị tài chính phải đưa ra được những quyết định tài chính đúng đắn, vừa đảm bảo tối đa hóa khả năng sinh lời nhưng đồng thời phải đảm bảo tối thiểu hóa rủi ro cho chủ sở hữu.

Nội dung quản trị tài chính chỉ rõ hoạt động quản trị tài chính doanh nghiệp cần làm những công việc gì. Có nhiều cách tiếp cận nội dung quản trị tài chính doanh nghiệp khác nhau. Tuy nhiên dù theo cách tiếp cận nào nội dung của hoạt động quản trị tài chính doanh nghiệp cũng bao hàm 3 nội dung cơ bản của hoạt động tài

chính doanh nghiệp là: hoạt động tạo lập, HĐV (quản trị nguồn vốn) ; hoạt động đầu tư sử dụng vốn (quản trị sử dụng vốn) và hoạt động phân phối kết quả kinh doanh (quản trị phân phối kết quả kinh doanh). Trong phạm vi Luận án, tác giả theo phương pháp tiếp cận này và trình bày nội dung QTTC doanh nghiệp thro 3 mục lớn là: (i) Quản trị nguồn vốn; (ii) Quản trị đầu tư, sử dụng vốn; (iii) Quản trị phân phối kết quả kinh doanh của doanh nghiệp . Liên quan đến từng nội dung này là những hoạt động QTTC cụ thể như: Lựa chọn cơ cấu nguồn vốn huy động; Các phương thức phân phối huy động các nguồn vốn để cung cấp kịp thời nguồn vốn cho doanh nghiệp; các mô hình tài trợ nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp; Xác định chí phí sử dụng vốn; Thẩm định, đánh giá lựa chọn đúng đắn quyết định đầu tư; Tổ chức và Quản lý sử dụng có hiệu quả vốn kinh doanh của doanh nghiệp có hiệu quả; Phân phối lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp; Mô hình chi trả lợi tức cổ phần; Chính sách chi trả cổ tức cho cổ đông; Trích lập và sử dụng các quỹ của doanh nghiệp .

### **2.1.3. Nội dung cơ bản của quản trị tài chính**

#### **2.1.3.1. Quản trị nguồn vốn kinh doanh**

Nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp phản ánh xuất xứ, nguồn gốc các nguồn tài chính mà doanh nghiệp có thể huy động đáp ứng nhu cầu vốn kinh doanh. Nguồn vốn được thể hiện ở bên phải bảng cân đối kế toán. Nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp có thể phân loại theo các tiêu thức khác nhau. Nếu căn cứ vào thời gian HĐV được chia thành nguồn vốn thường xuyên (dài hạn) và nguồn vốn tạm thời (ngắn hạn). Nếu theo phạm vi HĐV được chia thành nguồn vốn huy động bên ngoài và nguồn vốn huy động từ bên trong doanh nghiệp . Cách phân loại được sử dụng phổ biến và được thể hiện trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp là nguồn vốn nợ và nguồn vốn chủ sở hữu.

Quản trị nguồn vốn gắn liền với việc lựa chọn quyết định HĐV và mô hình tài trợ nhu cầu vốn của doanh nghiệp . Khi nói đến lựa chọn quyết định HĐV, doanh nghiệp phải trả lời được 3 câu hỏi cơ bản: HĐV từ đâu và bằng phương thức hay công cụ nào; khi nào thì HĐV; chí phí sử dụng vốn bình quân cao hay thấp. Mục tiêu của quản trị nguồn vốn là phải huy động được đầy đủ, kịp thời các nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp với cơ cấu vốn tối ưu, phù hợp với tình hình kinh doanh và tài chính của doanh nghiệp , với đặc điểm ngành nghề kinh doanh và đảm bảo nguyên tắc cân bằng tài chính.

Nội dung trước hết trong quản trị nguồn vốn là xác định đúng đắn nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp . Để HĐV trước hết doanh nghiệp cần xác định đúng đắn nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp trong ngắn hạn và dài hạn. Nhu cầu

vốn kinh doanh của doanh nghiệp là số vốn tối thiểu, cần thiết mà doanh nghiệp phải huy động để đáp ứng nhu cầu hoạt động sản xuất kinh doanh. Nếu xác định nhu cầu vốn không đúng, quá cao hay quá thấp so với nhu cầu thực tế sẽ dẫn đến thừa hoặc thiếu vốn, vốn bị ứ đọng, chậm luân chuyển, hoặc sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp sẽ bị gián đoạn, thậm chí ngừng sản xuất. Doanh nghiệp có thể sử dụng các phương pháp tính toán nhu cầu vốn trực tiếp hay gián tiếp để xác định nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp, làm cơ sở cho việc tổ chức HĐV của doanh nghiệp.

Về nguồn vốn huy động, các doanh nghiệp phải đảm bảo cơ cấu nguồn vốn hợp lý. Trong điều kiện kinh tế thị trường các doanh nghiệp có thể lựa chọn các nguồn vốn khác nhau như vay vốn ngân hàng thương mại, liên doanh liên kết, HĐV cổ phần, vay vốn bằng phát hành tài phiếu doanh nghiệp, thuê tài chính, nguồn vốn khấu hao TSCĐ, sử dụng lợi nhuận tái đầu tư... Mỗi nguồn vốn có ưu nhược điểm riêng nhưng về cơ bản doanh nghiệp phải đảm bảo cơ cấu nguồn vốn hợp lý giữa nguồn vốn nợ và nguồn vốn chủ sở hữu. Sử dụng nợ có ưu điểm chi phí sử dụng vốn rẻ hơn VCSH, có lợi từ lá chắn thuế của nợ vay, phát huy tác động tích cực của đòn bẩy tài chính, làm tăng giá trị doanh nghiệp khi doanh nghiệp sử dụng nợ có hiệu quả. Tuy nhiên sử dụng nợ nhiều cũng làm tăng rủi ro cho doanh nghiệp, tăng sự phụ thuộc vào chủ nợ, khi doanh nghiệp kinh doanh kém hiệu quả dễ lam vào tình trạng khó khăn tài chính, thậm chí bị phá sản khi mất khả năng thanh toán nợ. Sử dụng vốn chủ sở hữu làm tăng tính tự chủ tài chính của doanh nghiệp nhưng chi phí sử dụng vốn thường cao hơn nguồn vốn nợ, không tạo nên hiệu ứng đòn bẩy tài chính cho doanh nghiệp.

Việc quản trị HĐV cũng cần đòi hỏi phải đảm bảo sự tương thích giữa thời gian huy động nguồn vốn với thời gian luân chuyển vốn của tài sản để hạn chế các rủi ro kỳ hạn. Đối với các nguồn vốn dài hạn như nguồn vốn ya dài hạn và vốn chủ sở hữu phải được sử dụng để tài trợ cho các nhu cầu đầu tư hình thành các tài sản dài hạn của doanh nghiệp (như TSCĐ và các khoản đầu tư dài hạn khác). Ngược lại, các nguồn vốn ngắn hạn như nợ chiếm dụng, vốn vay ngắn hạn chỉ nên sử dụng để tài trợ cho các nhu cầu đầu tư ngắn hạn như mua sắm TSLĐ, vốn trong thanh toán, vốn bằng tiền. Nguồn vốn dài hạn dư thừa sau khi đáp ứng các nhu cầu đầu tư TSDH có thể sử dụng để tài trợ cho nhu cầu đầu tư TSNH, hình thành nên nguồn vốn lưu động thường xuyên của doanh nghiệp.

Về chi phí sử dụng vốn, mỗi nguồn vốn của doanh nghiệp có chi phí sử dụng vốn khác nhau. Chi phí sử dụng vốn hay còn gọi là giá của quyền sử dụng vốn là mức doanh lợi đòi hỏi từ việc sử dụng nguồn vốn đã huy động để sao cho với

mức doanh lợi này lợi ích của các chủ sở hữu hiện có tại doanh nghiệp không bị sụt giảm. Về cơ bản chi phí sử dụng vốn là loại chi phí cơ hội, phản ánh mức doanh lợi cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro trong sử dụng vốn. Ngoài ra, chi phí sử dụng vốn cũng chịu ảnh hưởng của quan hệ cung cầu, vị thế tương quan giữa người bán và người mua quyền sử dụng vốn trên thị trường. Trên thực tế, các doanh nghiệp thường khai thác, sử dụng kết hợp nhiều nguồn vốn khác nhau. Mỗi nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn khác nhau tùy theo mức độ rủi ro. Vì thế các doanh nghiệp cần xác định được chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp để làm căn cứ cho các quyết định HĐV. Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) được tính theo phương pháp bình quân gia quyền chi phí của các nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động. Một doanh nghiệp có chi phí sử dụng vốn bình quân thấp sẽ có cơ hội tiết kiệm chi phí sử dụng vốn, nhờ đó tăng được hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Quản trị nguồn vốn cũng đòi hỏi doanh nghiệp phải tính đến tác động của cơ cấu nguồn vốn đến các Hoạt động kinh doanh và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Lý thuyết về cơ cấu vốn và thực tế đã cho thấy cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp có ảnh hưởng rất lớn đến chi phí sử dụng vốn, giá trị doanh nghiệp, lợi nhuận trước thuế và thuế thu nhập phải nộp của doanh nghiệp (lý thuyết M&M về cơ cấu vốn). Cơ cấu nguồn vốn cũng ảnh hưởng đến mức độ tác động của đòn bẩy tài chính, từ đó ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có tỷ trọng nợ cao (tức đòn bẩy tài chính cao) sẽ có cơ hội đạt được tỷ suất lợi nhuận VCSH lớn hơn khi sử dụng nợ có hiệu quả (Tỷ suất sinh lời từ tài sản lớn hơn chi phí sử dụng vốn nợ) và ngược lại, tỷ suất lợi nhuận vốn CSH sẽ bị sụt giảm nhiều hơn khi doanh nghiệp sử dụng nợ kém hiệu quả.

Việc sử dụng nợ trong kết cấu nguồn vốn cũng ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Lý thuyết cơ cấu vốn cũng chỉ ra rằng giá trị của doanh nghiệp có sử dụng nợ trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ được tăng thêm một lượng bằng với giá trị hiện tại của lá chắn thuế (khoản tiết kiệm thuế thu nhập bởi lại vay). Tuy nhiên, một khi việc sử dụng nợ kém hiệu quả dẫn đến xuất hiện các chi phí khó khăn tài chính thì giá trị doanh nghiệp có sử dụng nợ lại bị giảm thấp một lượng đúng bằng giá trị hiện tại của chi phí khó khăn tài chính. Đây cũng là những cơ sở lý thuyết để xem xét phân tích tác động của QTTC đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong mục 2.3 của Luận án.

#### *2.1.3.2. Quản trị đầu tư, sử dụng vốn*

Quản trị đầu tư, sử dụng vốn liên quan đến việc hình thành các loại tài sản ngắn hạn và dài hạn dùng cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và được thể hiện ở phần tài sản của bảng cân đối kế toán.

Mục đích của quản trị đầu tư, sử dụng vốn trước hết là nhằm hình thành một cơ cấu tài sản hợp lý, đồng bộ, phát huy tối đa năng lực sản xuất của doanh nghiệp, đồng thời đảm bảo các tài sản đó được sử dụng tiết kiệm, hiệu quả, tối đa hóa lợi nhuận sau mỗi chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp. Quản trị đầu tư, sử dụng vốn trả lời các câu hỏi cơ bản: đầu tư vào tài sản nào và cơ cấu đầu tư ra sao; khi nào thì đầu tư; và cách thức thực hiện việc đầu tư, sử dụng vốn như thế nào để có hiệu quả.

### ***(1) Quản trị đầu tư, sử dụng vốn dài hạn***

Đối với các tài sản dài hạn, quan trọng nhất là quản trị hoạt động đầu tư, sử dụng các TSCĐ hay vốn cố định của doanh nghiệp. Đầu tư vào tài sản cố định là hoạt động đầu tư dài hạn, mang tính chiến lược, ảnh hưởng lâu dài đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai. Các TSDH có thời gian sử dụng lâu dài, vốn đầu tư lớn, mức độ rủi ro cao nên đòi hỏi phải Quản lý chặt chẽ.

Việc Quản lý đầu tư, sử dụng TSCĐ và vốn cố định phải bắt đầu từ việc thẩm định, đánh giá lựa chọn đúng đắn các dự án đầu tư dài hạn để hình thành các TSCĐ của doanh nghiệp. Để đảm bảo hiệu quả đầu tư cao, các dự án đầu tư TSCĐ được so sánh, lựa chọn và đáp ứng được các tiêu chuẩn hiệu quả đòi hỏi như: tỷ suất lợi nhuận vốn đầu tư, thời gian thu hồi vốn đầu tư, giá trị hiện tại thuần (NPV), tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án (IRR), TSSL tính theo giá trị hiện tại (PI).

Khi các TSCĐ đã được hình thành và đưa vào sử dụng, các TSCĐ phải được Quản lý chặt chẽ và huy động tối đa các TSCĐ vào sản xuất kinh doanh, không để tình trạng TSCĐ ngừng sản xuất hoặc không cần dùng. Mặt khác do trong quá trình sử dụng, do TSCĐ bị hao mòn, vì thế để bảo toàn và phát triển vốn cố định đã đầu tư doanh nghiệp phải lựa chọn phương pháp trích khấu hao phù hợp. Mỗi phương pháp khấu hao có ưu nhược điểm riêng, doanh nghiệp cần căn cứ vào đặc điểm từng loại TSCĐ và điều kiện cụ thể của doanh nghiệp để cân nhắc, lựa chọn. Ngoài ra, để đảm bảo TSCĐ được sử dụng lâu bền, phát huy tối đa các tính năng kỹ thuật của nó trong quá trình sử dụng, các doanh nghiệp phải thực hiện đầy đủ chế độ sửa chữa dự phòng TSCĐ, tránh những hư hỏng bất thường. Quản lý giá trị TSCĐ phải gắn liền với quản lý hiện vật của TSCĐ để có thể bảo toàn được số vốn cố định đã đầu tư vào TSCĐ. Khi TSCĐ đã khấu hao hết và xét thấy việc sử dụng TSCĐ không còn hiệu quả do hao mòn vô hình lớn, chi phí sử dụng cao, năng suất thấp thì cần mạnh dạn thanh lý TSCĐ cũ và thay thế, đổi mới bằng TSCĐ mới.

### ***(2) Quản trị đầu tư, sử dụng vốn ngắn hạn***

Quản trị đầu tư, sử dụng vốn ngắn hạn liên quan đến việc hình thành và Quản lý sử dụng các tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp, bao gồm quản trị vốn bằng tiền, vốn hàng tồn kho, các khoản phải thu, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn khác của doanh nghiệp. Khác với các tài sản dài hạn, các tài sản ngắn hạn (còn gọi là TSLĐ) có thời gian luân chuyển ngắn (dưới 1 Năm), trong quá trình sử dụng không giữ nguyên hình thái vật chất ban đầu và hoàn thành một vòng tuần hoàn, chu chuyển vốn sau mỗi một chu kỳ kinh doanh. Do đó nội dung quản trị TSNH cũng có những yêu cầu riêng khác với TSDH. Việc bảo toàn vốn lưu động chủ yếu là bảo toàn giá trị của vốn ở thời điểm hiện tại so với thời điểm đầu tư ban đầu.

#### **a. Quản trị vốn bằng tiền**

Vốn bằng tiền của doanh nghiệp bao gồm tiền mặt tại quỹ, tiền gửi ngân hàng và tiền trong thanh toán. Vốn bằng tiền là yếu tố trực tiếp quyết định khả năng thanh toán của một doanh nghiệp tương ứng với quy mô kinh doanh nhất định. Việc dự trữ vốn bằng tiền là nhằm giúp doanh nghiệp nắm bắt kịp thời các cơ hội kinh doanh, khắc phục các rủi ro bất ngờ và đáp ứng nhu cầu giao dịch, thanh toán hàng ngày của doanh nghiệp.

Mục tiêu của công tác quản trị vốn bằng tiền là đáp ứng đầy đủ và kịp thời nhu cầu thanh toán của doanh nghiệp song vẫn đảm bảo khả năng sinh lời cao nhất. Do đó có thể hiểu quản trị tiền mặt là quyết định mức tồn quỹ tiền mặt, tức đi tìm bài toán tối ưu để quyết định cho mức tồn quỹ tiền mặt sao cho tổng chi phí tồn quỹ tiền mặt ở mức tối thiểu mà vẫn đủ để đáp ứng nhu cầu tiền mặt bình thường của doanh nghiệp (Nguyễn Tấn Bình, 2007).

Dưới góc độ quản trị tài chính, để đi đến quyết định trong công tác quản trị vốn bằng tiền, nhà quản trị tài chính cần xem xét, cân nhắc các khía cạnh sau:

- Dự toán mức dự trữ một cách hợp lý

Tính toán mức dự trữ vốn bằng tiền có vai trò quan trọng trong việc duy trì khả năng thanh toán của doanh nghiệp, tuy nhiên luôn luôn có sự đánh đổi với khả năng sinh lời. Bởi lẽ các khoản tiền dự phòng trong thanh toán tự thân nó không sinh lời. Chính vì vậy, nhà QTTC cần Dự toán mức dự trữ một cách hợp lý để tối đa hóa lợi ích kinh tế cho doanh nghiệp, cân bằng với khả năng thanh toán. Có nhiều phương pháp xác định mức dự trữ tiền mặt hợp lý của doanh nghiệp. Có nhiều phương pháp như căn cứ vào số liệu phân tích thống kê về nhu cầu, hoặc áp dụng mô hình Quản lý EOQ (còn gọi là mô hình Baumol) hoặc mô hình quản trị tiền Miller-Orr.

- Kiểm soát các khoản thu chi tiền mặt

Nhà QTTC cần tự lập và xây dựng một dự toán thu chi để tránh lạm dụng, lãng phí của những cá nhân trực lợi, từ đó việc thu chi đều được kiểm soát một cách chặt chẽ hơn. Theo dõi và quản lý chặt chẽ các khoản tiền tạm ứng, tiền đang trong quá trình thanh toán phát sinh do thời gian đợi thanh toán ở Ngân hàng.

- Thường xuyên lập kế hoạch thu chi, kế hoạch luân chuyển tiền theo định kỳ

Nhà QTTC cần kiểm soát các khoản vốn tạm thời nhàn rỗi để có kế hoạch sử dụng hiệu quả. Nhằm đảm bảo đáp ứng khoản nợ đến hạn thì nhà QtTC cần chủ động với sự luân chuyển của DT doanh nghiệp mình.

- Phải đảm bảo mức độ an toàn về khả năng thanh toán cho doanh nghiệp

Khả năng thanh toán của doanh nghiệp là năng lực tài chính mà doanh nghiệp có thể đáp ứng nhu cầu thanh toán các khoản nợ tới hạn của chủ nợ. Năng lực tài chính đó tồn tại dưới dạng tiền tệ, các KPT từ các tổ chức, cá nhân, các tài sản có thể chuyển đổi thành tiền như: hàng hóa, thành phẩm...tiền hàng, các khoản thuế chưa nộp NSNN. Trong công tác quản trị VBT, các nhà QTTC cần đặc biệt chú trọng đảm bảo KNTT của doanh nghiệp.

### ***b. Quản trị khoản phải thu***

Khoản phải thu (KPT) chính là số tiền mà doanh nghiệp cho các khách hàng và những đối tượng liên quan nợ vì mua chịu hàng hóa, sản phẩm, dịch vụ. Những khoản này sẽ được các đối tượng trả trong thời gian dưới 1 năm. Các khoản phải thu phần lớn bao gồm khoản tiền phải thu từ khách hàng, thể hiện số tiền mà khách hàng nợ doanh nghiệp phát sinh trong quá trình bán chịu hàng hóa. Ngoài ra còn có một số khoản phải thu khác như các khoản tạm ứng, phải thu nội bộ.

Để duy trì mối quan hệ với khách hàng của mình, hầu như các doanh nghiệp luôn tồn tại khoản phải thu, điều này cũng là một trong những chính sách tín dụng nhằm thúc đẩy, tạo đòn bẩy tiêu thụ hàng hóa. Tuy nhiên, nếu các khoản phải thu cho khách hàng quá lớn, có nghĩa doanh nghiệp bị chiếm dụng vốn cao, điều này sẽ làm cho doanh nghiệp không kiểm soát nổi sẽ ảnh hưởng xấu đến hoạt động SXKD của doanh nghiệp. Vì thế, quản trị khoản phải thu là một nội dung quan trọng trong QTTC doanh nghiệp .

Quản trị KPT là một khía cạnh liên quan đến sự đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro trong bán chịu hàng hóa, dịch vụ. Nếu không bán chịu hàng hóa, dịch vụ thì doanh nghiệp mất cơ hội mở rộng tiêu thụ và thu lợi nhuận. Song nếu bán chịu quá mức sẽ dẫn tới làm tăng chi phí quản trị khoản phải thu, làm tăng nguy cơ khoản phải thu khó đòi hoặc rủi ro không thu hồi được nợ. Vì thế mục tiêu của quản trị khoản phải thu là đạt được sự cân bằng giữa khả năng sinh lời và rủi ro trong bán chịu hàng hóa, dịch vụ.



Dưới góc độ quản trị tài chính, công tác quản trị khoản phải thu bao gồm những nội dung cơ bản sau đây:

- Xác định chính sách bán chịu hợp lý

Các nhà QTTC cần xác định đúng đắn các tiêu chuẩn hay giới hạn tối thiểu về mặt uy tín của khách hàng để từ đó có thể xem xét việc chấp nhận bán chịu. Tùy theo mức độ đáp ứng các tiêu chuẩn này mà nhà QTTC cần nhắc việc áp dụng chính sách bán chịu nới lỏng hay thắt chặt cho phù hợp. Bên cạnh đó, nhà QTTC cũng cần phải xác định đúng đắn các điều khoản bán chịu hàng hóa, dịch vụ bao gồm: Việc xác định thời hạn bán chịu; tỷ lệ chiết khấu thanh toán nếu khách hàng thanh toán sớm hơn thời hạn bán chịu theo hợp đồng.

Về nguyên tắc, nhà QTTC chỉ có thể nới lỏng thời hạn bán chịu khi lợi nhuận tăng thêm nhờ tăng doanh thu tiêu thụ lớn hơn chi phí tăng thêm cho quản trị khoản phải thu của doanh nghiệp. Tương tự, trường hợp áp dụng chính sách bán chịu có chiết khấu thì chi phí tiết kiệm được trong khoản phải thu phải lớn hơn phần lợi nhuận doanh nghiệp dành trả cho khách hàng do giảm giá hàng bán chịu.

- Phân tích năng lực uy tín của khách hàng mua chịu

Để tránh các tổn thất hay rủi ro do các khoản nợ không có khả năng thu hồi, nhà QTTC cần thực hiện phân tích uy tín tài chính khách hàng mua chịu. Nội dung chủ yếu là đánh giá khả năng tài chính và mức độ đáp ứng yêu cầu thanh toán của khách hàng khi khoản nợ đến hạn thanh toán.

Trong đó, việc đánh giá uy tín tài chính của khách hàng mua chịu thường được thực hiện qua các bước như thu thập thông tin khách hàng; đánh giá uy tín tài chính khách hàng theo các thông tin thu thập được; lựa chọn chính sách nới lỏng hay thắt chặt bán chịu, có thể từ chối bán chịu.

- Áp dụng biện pháp Quản lý và nâng cao hiệu quả thu hồi nợ

Theo dõi các KPT là một nội dung trong công tác Quản lý các KPT. Thực hiện tốt công tác này sẽ giúp doanh nghiệp kịp thời thay đổi chính sách tín dụng thương mại cho phù hợp với tình hình thực tế. Thông thường, để theo dõi các doanh nghiệp áp dụng các phương pháp như: Sắp xếp, phân loại tuổi các KPT để có biện pháp thu hồi nợ hợp lý đối với từng loại nợ. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng cần phải có biện pháp phòng ngừa rủi ro mất khả năng thanh toán như giới hạn giá trị tín dụng thương mại, yêu cầu khách hàng đặt cọc, tạm ứng trước một phần giá trị đơn hàng, bán nợ cho bên thứ ba, trích dự phòng các khoản nợ phải thu khó đòi.

Ngoài ra, để nâng cao hiệu quả thu hồi nợ, doanh nghiệp có thể sử dụng biện pháp nhờ bên thứ ba thu tiền hộ, đây là phương pháp có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với các KPT quốc tế. Các doanh nghiệp có thể nhờ bên thứ ba, thường

là các ngân hàng lớn và có mối quan hệ đối tác với các ngân hàng phía bên khách hàng, đứng ra thu hồi các khoản nợ.

### ***c. Quản trị hàng tồn kho***

Hàng tồn kho là những tài sản được doanh nghiệp dự trữ để đưa vào sản xuất hay bán ra sau này. Việc hình thành lượng HTK đòi hỏi phải ứng trước một lượng tiền nhất định gọi là vốn tồn kho dự trữ. Việc Quản lý tốt vốn tồn kho dự trữ là rất quan trọng, vừa giúp doanh nghiệp tránh được tình trạng hàng hóa ứ đọng, chậm luân chuyển, vừa đảm bảo cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp diễn ra bình thường, liên tục.

Mục tiêu của quản trị HTK của doanh nghiệp là nhằm đảm bảo cân bằng giữa lợi ích của việc dự trữ hàng hóa với các chi phí phát sinh từ việc duy trì hàng hóa tồn kho dự trữ (chi phí bảo quản, chi phí cơ hội của việc lưu kho, chi phí đặt hàng). Quản trị vốn tồn kho cần hướng tới mục tiêu đạt được tổng chi phí tồn kho dự trữ tối thiểu.

Quản trị HTK của doanh nghiệp bao gồm những nội dung cơ bản sau đây:

- Dự báo nhu cầu sử dụng nguyên vật liệu

Việc dự báo nhu cầu dự trữ NVL phải được thực hiện dựa trên kế hoạch SXKD của doanh nghiệp trong kỳ và định mức tiêu hao vật tư do doanh nghiệp tự xây dựng. Tùy theo từng loại hình doanh nghiệp để dự báo khác nhau.

- Xác định lượng đặt hàng tối ưu

Sau khi xác định tổng nhu cầu sử dụng nguyên vật liệu trong kỳ, nhà QTTTC cần cân nhắc số lượng hàng hóa đặt mua tối ưu mỗi lần. Theo đó, số lượng hàng hóa được đặt mua có thể là toàn bộ số nguyên vật liệu trong một lần, sử dụng cho cả kỳ hoặc có thể chia nhỏ thành nhiều lần mua hàng.

Các nhà QTTTC cần lưu ý rằng quyết định này là sự đánh đổi giữa lợi ích và rủi ro mà doanh nghiệp phải đối mặt. Bởi lẽ lượng nguyên vật liệu đặt mua mỗi lần có quan hệ mật thiết với lượng hàng hóa sẽ được cất trữ trong kho. Do đó, lượng đặt hàng tối ưu có thể dung hòa lợi ích và thiệt hại khi doanh nghiệp dự trữ nhiều hoặc ít hơn nhu cầu sử dụng hiện tại. Trong khi đó, dự trữ nhiều giúp doanh nghiệp chủ động trong sản xuất, ít chịu tác động của sự biến động giá cả trên thị trường nguyên vật liệu, tận dụng được những lợi thế về quy mô (như chiết khấu bán hàng, chi phí đặt hàng, vận chuyển,..). Tuy nhiên, dự trữ nhiều sẽ tăng chi phí lưu kho (như tiền thuê kho bãi, điện, nước, bảo vệ, Quản lý kho hàng,..), hoặc vật tư có nguy cơ bị giảm giá trị sử dụng do cất trữ quá lâu, đồng thời doanh nghiệp sẽ bị ứ đọng vốn trong HTK. Trường hợp ngược lại, doanh nghiệp dự trữ HTK quá ít, các tác động với doanh nghiệp xảy ra theo chiều hướng ngược lại.

Để giúp nhà quản trị ra quyết định phù hợp, người ta đã đề xuất một số mô hình quản trị HTK hiệu quả như: mô hình xác định lượng đặt hàng tối ưu (EOQ), mô hình đặt hàng đúng lúc (JIT)... trong quản trị vốn hàng tồn kho.

- Theo dõi, duy trì hàng tồn kho

Về nguyên tắc, khi nguyên vật liệu được nhập về, các nhà QTTC cần quan tâm và phối hợp với các bộ phận liên quan để tham gia vào quá trình điều hành công tác tiếp nhận, sắp xếp vật tư vào kho một cách khoa học, cất trữ trong điều kiện đạt yêu cầu bảo quản chất lượng. Bởi lẽ, việc NVL được theo dõi chặt chẽ, đặt hàng đúng lúc sẽ tạo điều kiện cho hoạt động sản xuất của doanh nghiệp diễn ra thuận lợi.

Bên cạnh đó, để theo dõi biến động HTK, cần thiết nên lập một hệ thống sổ sách, ghi nhận toàn bộ tình hình thay đổi chi tiết của từng chủng loại vật tư trong kho, sử dụng các biên bản bàn giao, hóa đơn nhập, xuất hàng hóa làm căn cứ đối chiếu. Định kỳ lập báo cáo biến động HTK để xác nhận số dư trên sổ sách, so sánh với kế hoạch dự trữ hoặc tiến độ sản xuất của doanh nghiệp, từ đó ra các quyết định liên quan tới việc mua hàng, ký hợp đồng sản xuất, tính toán giá thành sản phẩm và lợi nhuận của doanh nghiệp.

### 2.1.3.3. Quản trị phân phối kết quả kinh doanh

Phân phối kết quả kinh doanh là một trong ba nội dung cơ bản trong quản trị tài chính doanh nghiệp. Việc phân phối kết quả kinh doanh có ảnh hưởng trực tiếp đến việc giải quyết mối quan hệ lợi ích giữa xã hội, doanh nghiệp và các chủ sở hữu, giữa lợi ích trước mắt và lâu dài của doanh nghiệp. Về nguyên tắc, việc phân phối lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp thuộc quyền quyết định của các chủ sở hữu doanh nghiệp.

Đối với các doanh nghiệp niêm yết, quản trị phân phối kết quả kinh doanh được thể hiện rõ nét qua chính sách cổ tức và trích lập các quỹ của doanh nghiệp. Về cơ bản lợi nhuận sau thuế thu nhập của doanh nghiệp được chia thành 2 phần: phần để chi trả lợi tức cổ phần cho cổ đông, phần để lại hình thành các quỹ của doanh nghiệp (quỹ đầu tư phát triển, quỹ phúc lợi, quỹ khen thưởng...).

Chính sách chi trả lợi tức cổ phần có ảnh hưởng lớn đến lợi ích của các cổ đông và giá thị trường cổ phiếu và sự phát triển bền vững của doanh nghiệp trong tương lai. Các doanh nghiệp có thể lựa chọn chính sách chi trả lợi tức cổ phần ổn định, lợi tức cổ phần thặng dư, chính sách tỷ lệ cổ tức ổn định hoặc chính sách lợi tức cổ phần ổn định ở mức thấp và chia thêm cổ tức ở cuối Năm. Về hình thức chi trả cổ tức, các doanh nghiệp có thể lựa chọn trả cổ tức bằng tiền, bằng cổ phiếu mới, bằng tài sản. Mỗi chính sách chi trả cổ tức, hình thức chi trả cổ tức có ưu nhược điểm riêng, có ảnh hưởng khác nhau đến thu nhập của cổ đông, đến giá thị trường của cổ phiếu, đến khả

năng tái đầu tư mở rộng kinh doanh của doanh nghiệp, đến giá trị doanh nghiệp. Vì thế các nhà quản trị tài chính cần cân nhắc lựa chọn sao cho phù hợp với điều kiện cụ thể của doanh nghiệp mình, không có một chính sách nào phù hợp cho mọi doanh nghiệp.

Để đánh giá chính sách lợi tức cổ phần của một doanh nghiệp người ta thường xem xét các chỉ tiêu cơ bản như: Mức cổ tức của một cổ phần thường (DPS), phản ánh mức cổ tức thu được từ việc đầu tư vào cổ phần thường; Tỷ suất lợi tức cổ phần thường (D/P), phản ánh mối quan hệ giữa mức cổ tức một cổ phần thường với giá thị trường cổ phần thường; Hệ số chi trả cổ tức, phản ánh mức cổ tức cổ đông thường nhận được so với thu nhập đạt được một cổ phần thường.

Phần lợi nhuận còn lại sau khi chi trả lợi tức cổ phần được sử dụng để trích lập các quỹ kinh tế của các doanh nghiệp. Số lượng các quỹ và tỷ lệ trích lập các quỹ, quy mô các quỹ do các chủ sở hữu của doanh nghiệp quyết định. Thông thường các doanh nghiệp đều hình thành các quỹ đầu tư phát triển để đáp ứng yêu cầu tái sản xuất mở rộng của doanh nghiệp trong tương lai; quỹ phúc lợi để thỏa mãn các nhu cầu phúc lợi chung của doanh nghiệp và quỹ khen thưởng để khen thưởng, động viên các cá nhân hay tập thể có nhiều đóng góp vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Quy chế Quản lý và sử dụng các quỹ do các chủ sở hữu doanh nghiệp quyết định và được ghi trong điều lệ doanh nghiệp.

*Tóm lại*, dưới góc độ tài chính để đi đến quyết định trong quản trị phân phối kết quả kinh doanh của DN, nhà QTTC khi lựa chọn, quyết định chính sách cổ tức cần đáp ứng các yêu cầu cơ bản là phải giải quyết hài hòa mối quan hệ lợi ích giữa các chủ thể liên quan đến quá trình phân phối kết quả kinh doanh là doanh nghiệp, các cổ đông, các nhà đầu tư, góp vốn vào doanh nghiệp; giữa lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài, giữa thu nhập hiện tại và tăng trưởng thu nhập trong tương lai của doanh nghiệp. Điều đó chỉ có thể được giải quyết thỏa đáng khi doanh nghiệp lựa chọn được hình thức và chính sách cổ tức hợp lý, phù hợp, có tác động tích cực đến các quyết định đầu tư và quyết định HĐV và làm tăng giá trị doanh nghiệp trên thị trường.

## **2.2. Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp**

### **2.2.1. Khái niệm hiệu quả tài chính**

Hiệu quả là một phạm trù kinh tế phản ánh mối quan hệ so sánh giữa kết quả đạt được với các nguồn lực đã bỏ ra để có được kết quả đó. Tuy nhiên, khi xem xét hiệu quả người ta thường có sự phân biệt hiệu quả ở các phạm vi khác nhau như hiệu quả đối với toàn bộ nền kinh tế, một doanh nghiệp hay một hoạt động cụ thể.

Ở phạm vi doanh nghiệp, khái niệm hiệu quả thường được hiểu là hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, gắn với mục tiêu kinh tế là chủ yếu. Mục

tiêu kinh doanh cuối cùng của doanh nghiệp là tối ưu hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu, lợi nhuận chỉ là mục tiêu trực tiếp, ngắn hạn.

Khi bàn về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cũng có nhiều cách tiếp cận khác nhau. Trong đó có 2 cách tiếp cận chính: *Một là*, cách tiếp cận truyền thống là xem xét hiệu quả là mối quan hệ so sánh giữa kết quả thu về và nguồn lực hay chi phí đã bỏ ra để có được kết quả đó; *Hai là*, cách tiếp cận hiệu quả theo mức độ đạt được những kết quả theo mục tiêu đặt ra, theo đó mức độ đạt được các kết quả theo mục tiêu càng cao thì càng có hiệu quả. Mức độ đạt được các kết quả đã chứa đựng các mục tiêu đặt ra. Thực tế cho thấy cách tiếp cận thứ nhất về hiệu quả kinh doanh là phổ biến, rõ ràng và dễ hiểu hơn đối với nhiều người.

Khi xem xét đến hiệu quả kinh doanh, Paul A Samuelsen trong cuốn Kinh tế học đã chỉ ra: "*Hiệu quả tức là sử dụng một cách hữu hiệu nhất các nguồn lực của nền kinh tế để thỏa mãn nhu cầu mong muốn của con người*". Gần với quan điểm này, tác giả Manfred Kuhu cũng viết: "*Tính hiệu quả được xác định bằng cách lấy kết quả tính theo đơn vị giá trị chia cho chi phí kinh doanh*". Đây cũng là quan điểm được nhiều nhà kinh tế và quản trị kinh doanh áp dụng để xác định hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp hay của các hoạt động kinh tế. Tác giả Luận án cũng tiếp cận khái niệm hiệu quả tài chính theo quan điểm này khi đưa ra khái niệm về hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Như đã trình bày trong chương 1, Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong điều kiện nền kinh tế hàng hóa – tiền tệ cũng chính là quá trình tuần hoàn và chu chuyển vốn kinh doanh, tức các nguồn lực tài chính của doanh nghiệp. Trong quá trình đó vốn kinh doanh của doanh nghiệp không ngừng vận động, tuần hoàn và chu chuyển qua ba giai đoạn dự trữ sản xuất, sản xuất và lưu thông (T – H – SX – H' – T'). Kết thúc quá trình kinh doanh, từ số vốn kinh doanh ban đầu (T), doanh nghiệp bán hàng hóa, dịch vụ và thu về được kết quả kinh doanh (T') với quy mô lớn hơn trước ( $T' > T$ ). Phần chênh lệch giữa kết quả kinh doanh đầu ra với nguồn lực tài chính bỏ ra ở đầu vào chính là lợi nhuận của doanh nghiệp sau mỗi chu kỳ kinh doanh. Lợi nhuận doanh nghiệp là chỉ tiêu chất lượng tổng hợp phản ánh trực tiếp phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sau mỗi chu kỳ kinh doanh. Lợi nhuận đạt được càng cao thì hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp càng lớn và ngược lại. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp càng cao là nền tảng vững chắc để doanh nghiệp không ngừng tái sản xuất mở rộng, nâng cao năng lực cạnh tranh, nâng cao vị thế và giá trị doanh nghiệp trên thị trường.

Từ những phân tích trên, có thể nói rằng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp từ góc độ tài chính cũng chính là hiệu quả hoạt động tài chính của doanh

nghiệp, được phản ánh bằng các chỉ tiêu tài chính như lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận, tốc độ luân chuyển vốn hay TSSL từ việc sử dụng vốn, tài sản của doanh nghiệp trong quá trình kinh doanh.

**Tóm lại**, hiệu quả tài chính chính của doanh nghiệp là một phạm trù kinh tế phản ánh hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp từ góc độ tài chính. Nó phản ánh mối quan hệ giữa kết quả đạt được với các nguồn lực tài chính mà doanh nghiệp bỏ ra để có được kết quả đó trong quá trình kinh doanh của doanh nghiệp.

### 2.2.2. Các chỉ tiêu biểu thị hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

+ Vòng quay toàn bộ tài sản

$$\text{Vòng quay tài sản} = \frac{\text{Doanh thu thuần trong kỳ}}{\text{Tổng tài sản bình quân trong kỳ}}$$

Chỉ tiêu này cho biết một đồng tài sản, vốn bình quân tham gia vào quá trình SXKD sẽ tạo ra bao nhiêu đồng DTT hay vốn của doanh nghiệp trong kỳ quay được bao nhiêu vòng. Hệ số này chịu ảnh hưởng của đặc điểm ngành kinh doanh, chiến lược kinh doanh và trình độ Quản lý sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Nếu chỉ tiêu này cao cho thấy doanh nghiệp đang phát huy công suất hiệu quả và có khả năng phải đầu tư mới nếu muốn mở rộng công suất. Nếu chỉ tiêu này thấp cho thấy vốn được sử dụng chưa có hiệu quả và là dấu hiệu cho thấy doanh nghiệp có những tài sản bị ứ đọng hoặc hiệu suất hoạt động thấp.

+ Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư (ROI)

$$\text{ROI} = \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{Tổng vốn đầu tư}}$$

Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư nay ROI được định nghĩa là khoản lợi nhuận thu về từ số tiền mà nhà đầu tư đã bỏ ra. Lợi tức đầu tư có thể tính bằng bội số ROI (ROI multiple) hay suất sinh lời nội bộ hằng Năm (internal rate of return – IRR).

+ TSSL trên tài sản (ROA)

ROA là công cụ đo lường cơ bản của việc điều phối và Quản lý các nguồn lực ở doanh nghiệp. Đây là chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mà không quan tâm đến cấu trúc vốn. Chỉ tiêu này cho biết doanh nghiệp tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế từ một đồng tài sản. Chỉ tiêu này càng lớn càng chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng vốn có hiệu quả.

Công thức:

$$\text{ROA} = \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

+ *TSSL trên vốn CSH (ROE)*

Chỉ tiêu TSSL trên VCSH là chỉ tiêu cơ bản để phân tích hiệu quả sử dụng của vốn chủ sở hữu. Chỉ tiêu này cho biết cứ 1 đồng vốn chủ sở hữu thì tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Chỉ tiêu này phụ thuộc vào thời vụ kinh doanh, quy mô và mức độ rủi ro của doanh nghiệp. Để so sánh chính xác, cần so sánh tỷ số này của một doanh nghiệp cổ phần với tỷ số bình quân của toàn ngành, hoặc với tỷ số của doanh nghiệp tương đương trong cùng ngành.

Công thức:

$$\text{ROE} = \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu bình quân}}$$

+ *Hệ số Q-Tobin*

Đối với các DNSX, hệ số Q-Tobin rất thông dụng như là công cụ đánh giá tốt về hiệu quả tài chính; trong đó hệ số Q-Tobin được tính là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với giá trị sổ sách các khoản nợ phải trả so với giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Trong các hệ số trên, các hệ số ROA và ROE là những chỉ báo hiệu quả cho kết quả sản xuất kinh doanh và phản ánh khả năng lợi nhuận mà doanh nghiệp đã đạt được trong các kỳ kế toán đã qua. Hai chỉ tiêu này là cách nhìn về quá khứ hoặc đánh giá khả năng lợi nhuận ngắn hạn của doanh nghiệp (Hu & Izumida, 2008). Trong khi đó, hệ số Q - Tobin có thể cho biết hiệu quả tương lai của doanh nghiệp bởi chúng phản ánh được đánh giá của thị trường cả về tiềm năng lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai (phản ánh giá trị thị trường của cổ phiếu). Điều này hoàn toàn phù hợp với ý nghĩa của các phương pháp định giá cổ phiếu theo DT tự do.

Công thức:

$$\text{Q-Tobin} = \frac{\text{Giá trị thị trường} + \text{Giá trị sổ sách của tài sản} - \text{Giá trị sổ sách VCSH}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

*Tóm lại*, để phản ánh hiệu quả tài chính của doanh nghiệp phải sử dụng đến hệ thống nhiều chỉ tiêu nhằm đánh giá HQTC một cách toàn diện ở mọi mặt. Tuy nhiên, trong hệ thống các chỉ tiêu thì chỉ tiêu “TSSL trên VCSH – ROE” là chỉ tiêu quan trọng nhất đánh giá HQTC của doanh nghiệp. Bởi vì, Hoạt động kinh doanh cuối cùng là nhằm mục đích nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của các chủ sở hữu. Do đó, để phản ánh tác động QTTC đến HQTC, cần sử dụng phương pháp Dupont.

Phương pháp này là minh chứng rõ nhất sự tác động của QTTC (đòn bẩy tài chính, hiệu suất sử dụng VLD, TSCĐ) đến ROE.

### **2.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp**

Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng tổng hợp của nhiều nhân tố. Theo phạm vi tác động có thể chia thành 2 nhóm: các nhân tố bên trong và bên ngoài.

#### **2.2.3.1. Các nhân tố bên trong**

Các nhân tố bên trong là các nhân tố thuộc nội tại doanh nghiệp, có ảnh hưởng quyết định nhất đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Thuộc nhóm nhân tố này bao gồm:

##### **(1) Trình độ trang bị kỹ thuật, công nghệ sản xuất của doanh nghiệp**

Máy móc thiết bị, công nghệ sản xuất luôn là hệ thống “xương cốt và bắp thịt” của sản xuất (Mác). Vì thế đối với các doanh nghiệp thì trình độ trang bị máy móc thiết bị, kỹ thuật, công nghệ sản xuất là yếu tố quan trọng hàng đầu giúp doanh nghiệp nâng cao năng suất lao động, nâng cao chất lượng sản phẩm, hạ giá thành và tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp có trình độ trang bị kỹ thuật, công nghệ sản xuất tiên tiến và hiện đại sẽ đảm bảo cho doanh nghiệp chủ động nâng cao chất lượng sản phẩm dịch vụ, tăng năng suất lao động, đồng thời sử dụng tiết kiệm nguyên vật liệu, nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

##### **(2) Chất lượng và trình độ tay nghề của người lao động**

Con người là yếu tố chủ thể của mọi quá trình sản xuất. Chất lượng sản phẩm, năng suất lao động phụ thuộc một phần vào máy móc thiết bị, công nghệ sản xuất, một phần phụ thuộc vào chất lượng, trình độ tay nghề của người lao động. Chất lượng và trình độ tay nghề của người lao động có ảnh hưởng trực tiếp đến năng suất, chất lượng và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp, việc sử dụng lao động thường đòi hỏi với số lượng lớn, trình độ kỹ thuật cao và rất đa dạng, điều này đặt ra yêu cầu đối với người lao động phải được đào tạo chu đáo, sử dụng và bố trí công việc một cách phù hợp. Các vị trí khác nhau đòi hỏi tay nghề của người lao động khác nhau, chi phí tiền lương cũng khác nhau. Do đó hiệu quả tài chính của doanh nghiệp sản xuất có được gia tăng hay không còn phụ thuộc vào số lượng và chất lượng, trình độ tay nghề của người lao động.

##### **(3) Năng lực quản trị kinh doanh, quản trị tài chính của doanh nghiệp**

Năng lực quản trị kinh doanh, quản trị tài chính của doanh nghiệp được đánh giá trên các khía cạnh cơ bản như khả năng hoạch định chiến lược, kế hoạch kinh doanh đúng đắn; khả năng tổ chức, phối hợp sử dụng các nguồn lực, yếu tố sản xuất của doanh nghiệp; khả năng phát hiện, nắm bắt và xử lý hữu hiệu các tình huống bất thường trong kinh doanh... Doanh nghiệp có năng lực quản trị kinh



doanh tốt sẽ phát huy được tối đa hiệu quả sử dụng các nguồn lực về vốn và tài sản, về kĩ thuật công nghệ sản xuất, về nguồn nhân lực hiện có. Năng lực quản trị kinh doanh của doanh nghiệp suy cho cùng phải thể hiện ở chất lượng, hiệu quả hoạt động kinh doanh và năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp. Vì vậy, năng lực quản trị kinh doanh cũng được coi là một yếu tố góp làm tăng giá trị giá trị doanh nghiệp. Một số nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị doanh nghiệp và hiệu quả tài chính đã chỉ ra rằng quản trị doanh nghiệp tốt sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp, tạo ra năng suất lao động cao hơn và rủi ro thấp hơn.

Quản trị tài chính là một bộ phận trong quản trị kinh doanh của doanh nghiệp, tuy nhiên lại là nhân tố rất quan trọng, có tác động và liên quan đến tất cả mọi mặt Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Vì thế hiệu quả hoạt động QTTC cũng có tác động mạnh mẽ, tổng hợp nhất hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. **Trong quản trị tài chính, cụ thể công tác quản trị HĐV, quản trị vốn lưu động, quản trị vốn cố định tác động rất lớn đến hiệu quả tài chính. Để chứng minh điều này, luận án sẽ tập trung ở phần 2.3.**

#### *(4) Vị trí kinh doanh của doanh nghiệp*

Vị trí kinh doanh của doanh nghiệp được biểu hiện các yếu tố như vị trí địa lý, các đặc điểm về điều kiện giao thông, điều kiện địa hình, đặc điểm khí hậu, môi trường văn hóa, an ninh – xã hội, khả năng cung cấp dịch vụ cần thiết liên quan phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Thông thường các doanh nghiệp có vị trí kinh doanh thuận lợi sẽ có điều kiện tiết kiệm được nhiều khoản mục chi phí kinh doanh chủ yếu như chi phí vận chuyển, bảo quản hàng hóa, chi phí giao dịch, chi phí tiếp cận thị trường. Tuy nhiên, trong một số trường hợp vị trí địa lý cũng có thể dẫn tới làm tăng một số khoản chi phí khác như chi phí thuê trụ sở, văn phòng, chi phí nhân công, chi phí xử lý ô nhiễm, bảo vệ môi trường... Điều này cũng ảnh hưởng đến chi phí và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

#### *(5) Uy tín, thương hiệu kinh doanh của doanh nghiệp*

Uy tín, thương hiệu kinh doanh là sự đánh giá của khách hàng về chất lượng sản phẩm, dịch vụ của doanh nghiệp, được hình thành bởi nhiều yếu tố khác nhau từ bản thân doanh nghiệp như chất lượng sản phẩm, năng lực quản trị kinh doanh, chất lượng nguồn nhân lực và dịch vụ sau bán hàng, khả năng tiếp cận thị trường... Biểu hiện uy tín, thương hiệu kinh doanh của doanh nghiệp là sự ổn định của các khách hàng truyền thống, khả năng mở rộng thị phần và doanh số tiêu thụ sản phẩm, dịch vụ. Nếu sản phẩm của doanh nghiệp có thương hiệu thì nó thực sự trở thành một loại tài sản vô hình và góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp, nhờ đó làm tăng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

### 2.2.3.2. Các nhân tố bên ngoài

Các nhân tố bên ngoài là các nhân tố thuộc môi trường kinh doanh của doanh nghiệp. Các nhân tố này ít nhiều có tính chất khách quan nhưng lại có ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Có thể phân chia các nhân tố thuộc môi trường kinh doanh thành 2 nhóm là:

#### (1) Môi trường kinh doanh chung của doanh nghiệp

Môi trường kinh doanh chung có ảnh hưởng đến hoạt động của mọi doanh nghiệp. Thuộc môi trường này bao gồm các yếu tố như môi trường kinh tế, chính trị - xã hội, pháp lý, kỹ thuật công nghệ sản xuất, mức độ hội nhập quốc tế, văn hóa kinh doanh. Theo đó các yếu tố như; tình trạng nền kinh tế tăng trưởng hay suy thoái; mức độ lạm phát, tỷ giá ngoại tệ, lãi suất thị trường cao hay thấp; chỉ số giá chứng khoán tăng hay giảm; mức độ ổn định về mặt chính trị - xã hội của đất nước; sự phát triển về trình độ khoa học – kỹ thuật và công nghệ sản xuất; mức độ hội nhập kinh tế quốc tế; mức độ hoàn thiện của khung khổ pháp lý kinh doanh; trình độ dân trí và văn hóa kinh doanh của doanh nghiệp ... đều có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Nếu các yếu tố môi trường kinh doanh chung diễn biến theo chiều hướng thuận lợi thì sẽ có tác động tích cực, ngược lại sẽ có tác động xấu, tiêu cực đối với Hoạt động kinh doanh và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

#### (2) Môi trường kinh doanh đặc thù

Môi trường kinh doanh đặc thù chỉ ảnh hưởng đến Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong một ngành, lĩnh vực cụ thể hoặc đối với từng doanh nghiệp cá biệt. Thuộc nhóm này bao gồm các yếu tố như: các đối tác cung ứng vật tư, tiền vốn hiện tại của doanh nghiệp; các khách hàng tiêu thụ sản phẩm, dịch vụ; các đối thủ cạnh tranh trên thị trường; các cơ quan Quản lý, giám sát của Nhà nước đối với doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp có nguồn cung cấp vật tư, nguyên liệu, dịch vụ đầu vào phong phú, đa dạng, ổn định, thị trường tiêu thụ sản phẩm hàng hóa, dịch vụ ngày càng mở rộng sẽ thuận lợi cho doanh nghiệp; các doanh nghiệp có lợi thế về năng lực cạnh tranh với các doanh nghiệp khác, hoặc được các cơ quan Quản lý nhà nước hỗ trợ, tạo lập môi trường kinh doanh hiệu quả thì Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sẽ thuận lợi hơn và có điều kiện nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

## 2.3. Tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài của doanh nghiệp

### 2.3.1. Tác động của quản trị nguồn vốn đến hiệu quả tài chính

Như đã trình bày ở trên, quản trị huy động tạo lập vốn kinh doanh của doanh nghiệp đặt trọng tâm vào việc xem xét, lựa chọn các nguồn vốn với cơ cấu hợp lý, chi phí sử dụng vốn tiết kiệm và phù hợp với điều kiện cụ thể của doanh nghiệp,

đảm bảo đầy đủ, kịp thời các nhu cầu về vốn kinh doanh của doanh nghiệp . Quản trị nguồn vốn có tác động nhiều mặt đến HQTC của doanh nghiệp trên các khía cạnh:

*(1) Quản trị nguồn vốn có ảnh hưởng đến sự cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro của doanh nghiệp*

Lý thuyết tài chính hiện đại chỉ ra rằng, cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, qua đó tối đa hóa được giá trị doanh nghiệp hay giá cổ phiếu. Cơ cấu nguồn vốn được thể hiện qua các chỉ tiêu hệ số nợ hoặc hệ số vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp . Việc sử dụng cơ cấu vốn nghiêng về sử dụng nợ ban đầu sẽ tạo điều kiện cho doanh nghiệp có chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) thấp hơn, tuy nhiên đến một giới hạn nào đó do bản thân các chủ nợ, các chủ sở hữu phải đối mặt với mức độ rủi ro cao hơn nên họ đòi hỏi doanh nghiệp phải trả cho họ chi phí sử dụng vốn cao hơn, điều này làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) cũng tăng lên. Tại điểm tới hạn mà từ đó WACC bắt đầu tăng lên chính là điểm xác định cơ cấu vốn tối ưu, doanh nghiệp có chi phí sử dụng vốn bình quân nhỏ nhất và đạt giá trị doanh nghiệp cao nhất.

Thực tế cũng cho thấy, cơ cấu nguồn vốn không phải là đại lượng bất biến mà luôn thay đổi trong từng giai đoạn phát triển của mỗi doanh nghiệp . Lý thuyết tài chính cũng chỉ ra rằng, chu kỳ sống của một doanh nghiệp thường trải qua 4 giai đoạn: hình thành, phát triển, ổn định (san bằng) và suy thoái. Ứng với mỗi giai đoạn phát triển cơ cấu nguồn vốn (tương quan giữa nguồn vốn nợ và nguồn vốn chủ sở hữu) cũng có sự thay đổi, do đó cơ cấu nguồn vốn tối ưu cũng khác nhau. Rõ ràng, một cơ cấu nguồn vốn hợp lý, phù hợp với mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp trong từng giai đoạn phát triển sẽ đảm bảo sự cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro của doanh nghiệp .

*(2) Quản trị nguồn vốn có tác động tới chi phí sử dụng vốn bình quân từ đó tác động đến hiệu quả tài chính*

Việc lựa chọn cơ cấu nguồn vốn cũng liên quan đến chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của doanh nghiệp . Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp được tính theo phương pháp bình quân gia quyền giữa chi phí sử dụng vốn cá biệt với tỷ trọng từng nguồn vốn tương ứng trong tổng nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp . Thông thường chi phí sử dụng nợ thấp hơn chi phí sử dụng VCSH do mức độ rủi ro thấp hơn, chi phí sử dụng nợ ngắn hạn thấp hơn chi phí sử dụng nợ dài hạn. Ngay trong chi phí sử dụng VCSH chi phí sử dụng vốn huy động bằng phát hành cổ phiếu mới cũng khác với chi phí sử dụng lợi nhuận hay tiền khấu hao để tái đầu tư do có sự khác biệt ở phần chi phí phát hành cổ phiếu mới. Tuy vậy, không phải lúc nào doanh nghiệp cũng huy động được nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn

rẻ hơn vì còn phụ thuộc vào hiệu quả kinh doanh và tình hình tài chính cụ thể của doanh nghiệp . Ví dụ, doanh nghiệp đang có hệ số nợ cao nhưng hiệu quả kinh doanh lại kém, chưa trả hết nợ cũ thì không thể tiếp tục đi vay nợ mới. Khi đó bắt buộc doanh nghiệp phải tìm đến các nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn cao hơn ở mức có thể chấp nhận được. Điều này sẽ làm thay đổi cơ cấu nguồn vốn và WACC của doanh nghiệp . Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp tăng lên cũng có nghĩa là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp **bị giảm xuống**.

*(3) Quản trị nguồn vốn có tác động đến sự cân bằng tài chính và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp*

Xét theo thời gian, nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp được chia thành nguồn vốn thường xuyên (dài hạn) và nguồn vốn tạm thời (ngắn hạn). Việc đáp ứng nhu cầu vốn kinh doanh của doanh nghiệp có thể được thực hiện theo các mô hình tài trợ khác nhau. Có ba mô hình tài trợ phổ biến là: mô hình sử dụng chủ yếu các nguồn vốn ngắn hạn; mô hình sử dụng chủ yếu các nguồn vốn dài hạn và mô hình tài trợ phù hợp các nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn với các nhu cầu vốn. Việc sử dụng chủ yếu các nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho cả nhu cầu TSNH và TSDH có ưu điểm là chi phí sử dụng vốn rẻ nhưng lại rất rủi ro khi sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản dài hạn. Ngược lại, nếu sử dụng chủ yếu các nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho nhu cầu TSNH và TSDH tuy không gây nên rủi ro kỳ hạn nhưng lại làm tăng chi WACC, sử dụng vốn kém hiệu quả khi dùng nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho nhu cầu TSNH. Mô hình tài trợ hợp lý nhất là đảm bảo sự phù hợp giữa thời gian HDV với thời gian luân chuyển giá trị của tài sản đầu tư. Nói cách khác, nguồn vốn ngắn hạn dùng tài trợ cho TSNH, nguồn vốn dài hạn dùng tài trợ cho TSDH, chi phí sử dụng vốn ở mức hợp lý, chấp nhận được và không gây nên các rủi ro về kỳ hạn. Rõ ràng việc lựa chọn mô hình tài trợ nhu cầu vốn cũng ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn, mức độ rủi ro kỳ hạn và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp .

*(4) Quản trị nguồn vốn giúp doanh nghiệp phát huy được tác động tích cực đòn bẩy tài chính*

Đòn bẩy tài chính là cách thức sử dụng nợ để tác động đến tỷ suất lợi nhuận vốn CSH của doanh nghiệp (ROE). Một doanh nghiệp có hệ số nợ cao sẽ có đòn bẩy tài chính cao. Các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao thì mức độ tác động (ảnh hưởng) của nó đến ROE càng lớn và ngược lại.

Có thể giải thích điều này qua công thức như sau:

$$ROE = \left[ BEP + \frac{D}{E}(BEP - r) \right] \times (1 - t\%)$$

Xét 3 trường hợp xảy ra:

+ *Nếu  $BEP > r$* :  $ROE > BEP$  do ROE của doanh nghiệp được tăng thêm một lượng bằng phần chênh lệch giữa BEP với lãi suất vay ( $BEP - r$ ) nhân với kết cấu nguồn vốn hiện có ( $D/E$ ). Trong trường hợp này, đòn bẩy tài chính đã khuếch đại ROE của doanh nghiệp, doanh nghiệp nên vay thêm để kinh doanh nếu có nhu cầu mở rộng kinh doanh để tận dụng tác động tích cực của đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên việc tăng nợ cũng tiềm ẩn rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

+ *Nếu  $BEP < r$* :  $ROE < BEP$  do ROE của doanh nghiệp bị giảm một lượng bằng phần chênh lệch giữa BEP với lãi suất vay ( $BEP - r$ ) nhân với kết cấu nguồn vốn hiện có ( $D/E$ ). Trong trường hợp này, đòn bẩy tài chính đã làm giảm ROE của doanh nghiệp, doanh nghiệp nên giảm nợ vay để giảm thiểu tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính.

+ *Nếu  $BEP = r$* :  $ROE = BEP$ , ROE của doanh nghiệp không đổi do doanh nghiệp đã không sử dụng có hiệu quả vốn kinh doanh để tối đa hóa ROE.

*(5) Quản trị nguồn vốn giúp doanh nghiệp tiết kiệm thuế thu nhập doanh nghiệp và làm tăng giá trị doanh nghiệp*

Theo lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu thì tài trợ bằng nợ vay không chỉ giúp doanh nghiệp có chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với tài trợ bằng vốn CSH mà còn giúp doanh nghiệp tiết kiệm được khoản thuế thu nhập phải nộp cho Nhà nước do lãi tiền vay được tính vào chi phí kinh doanh và làm giảm thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp. Khoản tiết kiệm thuế TNDN được xác định bằng tích số của lãi tiền vay phải trả trong Năm với thuế suất thuế TNDN. Vì tiền tiết kiệm thuế thu nhập là một khoản lợi nhuận hàng Năm, nên nó cũng làm tăng giá trị doanh nghiệp. Phần giá trị doanh nghiệp tăng thêm đúng bằng giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế TNDN. dụng sẽ có khả năng tạo kết quả kinh doanh tốt hơn do tận dụng được lá chắn thuế của nợ vay. Như vậy, cấu trúc tài chính ảnh hưởng thuận chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

*(6) Các chỉ tiêu biểu thị quản trị cơ cấu vốn*

Các chỉ tiêu về cơ cấu nguồn vốn bao gồm: hệ số nợ trên tổng nguồn vốn và hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu.

+ Hệ số nợ trên tổng nguồn vốn:

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

Chỉ tiêu này phản ánh trong tổng số nguồn vốn của doanh nghiệp có bao nhiêu phần trăm giá trị tài sản được mua sắm bằng nguồn vốn nợ. Hệ số này càng lớn thì tính rủi ro càng cao.

+ Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu:

$$\text{Hệ số nợ trên VCSH} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu giúp nhà đầu tư có một cái nhìn khái quát về sức mạnh tài chính, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp và làm thế nào doanh nghiệp có thể chi trả cho các hoạt động. Thông thường, nếu hệ số này lớn hơn 1, có nghĩa là tài sản của doanh nghiệp được chủ yếu được tài trợ bởi các khoản nợ, còn ngược lại thì tài sản của doanh nghiệp được nguồn vốn chủ yếu bởi nguồn vốn chủ sở hữu. Về nguyên tắc, hệ số này càng nhỏ thì doanh nghiệp ít gặp rủi ro tài chính hơn. Tỷ lệ này càng lớn thì khả năng gặp khó khăn trong việc trả nợ hoặc phá sản của doanh nghiệp càng lớn.

Sự thay đổi về cơ cấu nguồn vốn phản ánh tác động của quản trị nguồn vốn đến cơ cấu nguồn vốn và qua đó tác động đến HQTC của doanh nghiệp.

*Tóm lại*, quản trị nguồn vốn có tác động rất lớn, nhiều mặt đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Đây chính là cơ sở lý luận để xem xét, đánh giá tác động hay ảnh hưởng của quản trị tài chính đến HQTC của doanh nghiệp.

### **2.3.2. Tác động của quản trị đầu tư, sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính**

Vốn kinh doanh của doanh nghiệp chỉ tạo ra lợi nhuận khi được sử dụng vào đầu tư hình thành các tài sản kinh doanh và việc khai thác, sử dụng các tài sản đó có hiệu quả. Vì thế quản trị hoạt động đầu tư, sử dụng vốn (tài sản) kinh doanh có vị trí đặc biệt, trực tiếp tác động đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Điều này thể hiện ở những điểm sau đây:

*(1) Đầu tư, sử dụng vốn hợp lý sẽ tạo ra cơ cấu tài sản kinh doanh đồng bộ, phát huy tối đa năng lực sản xuất của doanh nghiệp.*

Vai trò của quản trị đầu tư vốn hiệu quả thể hiện trước hết ở việc hình thành một cơ cấu tài sản hợp lý, thực hiện tốt nhất nhiệm vụ sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Các tài sản kinh doanh của doanh nghiệp gồm tài sản cố định, tài sản lưu động, tài sản tài chính. Nếu theo thời gian luân chuyển giá trị của tài sản trong quá trình sản xuất kinh doanh được chia thành tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn.

Quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp xét về hình thái vật chất là sự kết hợp các yếu tố sản xuất: sức lao động, tư liệu lao động và đối tượng lao động theo những tất yếu về mặt kinh tế - kỹ thuật của quá trình sản xuất kinh doanh đòi hỏi. Các yếu tố này phải được bố trí cân đối, đồng bộ và phối hợp nhịp nhàng với nhau giữa các giai đoạn, bộ phận sản xuất trong quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Nếu đầu tư hình thành và bố trí sử dụng các máy móc thiết bị, nguyên nhiên vật liệu, lao động không cân đối, đồng bộ, thì quá trình sản xuất sẽ không thực hiện được, thậm chí bị gián đoạn, ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh

doanh và tình hình tài chính của doanh nghiệp. Việc hình thành và bố trí các tài sản kinh doanh không đồng bộ cũng làm giảm năng lực sản xuất chung của doanh nghiệp, vì năng lực sản xuất kinh doanh chung của toàn doanh nghiệp được xác định bởi năng lực sản xuất ở khâu năng lực yếu nhất.

Đối với việc đầu tư hình thành các TSCĐ kinh doanh của doanh nghiệp, do đặc điểm đầu tư TSCĐ thường đòi hỏi vốn lớn, thời gian sử dụng lâu dài, lâu thu hồi vốn và nhiều rủi ro nên đòi hỏi phải thẩm định kỹ hiệu quả. Quy trình thẩm định dự án đầu tư, phương pháp thẩm định và các tiêu chuẩn đánh giá hiệu quả đầu tư như thời gian thu hồi vốn, TSSL, NPV, IRR... cần được đưa ra xem xét lựa chọn để loại bỏ ngay từ đầu các dự án đầu tư dài hạn kém hiệu quả, nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ngay từ khâu lựa chọn dự án đầu tư.

*(2) Quản trị đầu tư, sử dụng vốn của doanh nghiệp sẽ giúp doanh nghiệp khai thác tối đa khả năng sinh lời của tài sản đầu tư, tránh được tình trạng vốn ứ đọng, tăng tốc độ luân chuyển và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.*

Nội dung quản trị vốn kinh doanh đã được trình bày ở mục 2.1.3.2. Đối với VLD (bao gồm vốn bằng tiền, vốn hàng tồn kho, vốn khoản phải thu...), việc quản trị sử dụng tốt TSLĐ sẽ giúp doanh nghiệp đảm bảo khả năng thanh toán, tránh được tình trạng vốn ứ đọng, chậm luân chuyển hoặc mất mát, lãng phí. Nhờ đó tăng được tốc độ luân chuyển vốn, góp phần an ninh tài chính doanh nghiệp, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Đối với vốn cố định, việc Quản lý sử dụng tốt các TSCĐ sẽ giúp huy động tối đa TSCĐ vào kinh doanh, phát huy tối đa công suất của máy móc thiết bị, nâng cao năng suất, hạn chế các ảnh hưởng tiêu cực của hao mòn hữu hình và vô hình, giảm các thiệt hại ngừng sản xuất do máy móc hư hỏng... qua đó nâng cao hiệu quả sử dụng vốn cố định. Tóm lại, việc Quản lý, sử dụng tiết kiệm, có hiệu quả vốn kinh doanh sẽ có tác động trực tiếp đến tiết kiệm chi phí kinh doanh, hạ giá thành sản phẩm và tăng lợi nhuận của doanh nghiệp.

*(3) Quản trị đầu tư, sử dụng tốt vốn kinh doanh sẽ giúp doanh nghiệp phát huy tác động tích cực của đòn bẩy kinh doanh đối với lợi nhuận trước thuế và lãi vay của doanh nghiệp*

Chi phí kinh doanh của doanh nghiệp nếu căn cứ theo mối liên hệ của chi phí với sự tăng giảm quy mô kinh doanh được chia thành 2 loại là chi phí cố định và chi phí biến đổi. Các chi phí biến đổi như chi phí nguyên vật liệu, tiền lương công nhân sản xuất trực tiếp... tăng giảm tỷ lệ thuận với quy mô sản xuất. Ngược lại các chi phí như khấu hao TSCĐ, lương cán bộ Quản lý, tiền thuê văn phòng... lại không thay đổi theo quy mô kinh doanh. Kết cấu chi phí trên tạo nên đòn bẩy kinh doanh của doanh nghiệp. Như vậy đòn bẩy kinh doanh phản ánh cách thức sử dụng kết cấu chi phí để tác động



đến lợi nhuận trước thuế và lãi vay của doanh nghiệp (EBIT). Đòn bẩy kinh doanh đặt trọng tâm vào chi phí cố định. Các doanh nghiệp có tỷ trọng chi phí cố định lớn thì có đòn bẩy kinh doanh cao. Các doanh nghiệp này đòi hỏi quy mô sản lượng (hoặc doanh thu) hòa vốn lớn hơn nhưng một khi đã vượt qua quy mô sản lượng (hoặc doanh thu) hòa vốn lại có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trước thuế và lãi vay lớn hơn doanh nghiệp có đòn bẩy kinh doanh nhỏ. Ngược lại, dưới sản lượng hòa vốn thì EBIT lại bị sụt giảm nhiều hơn nếu doanh nghiệp có đòn bẩy kinh doanh lớn.

Như vậy việc xem xét đòn bẩy kinh doanh cho phép các nhà quản trị DN có thể thấy được sự thay đổi sản lượng (doanh thu) sẽ có tác động thế nào đến EBIT. Từ đó chủ động trong việc đưa ra quyết định đầu tư vào TSCĐ hay TSLĐ để đòn bẩy kinh doanh có tác động tích cực nhất đến lợi nhuận trước thuế và lãi vay.

*(4) Các chỉ tiêu biểu thị quản trị đầu tư, sử dụng vốn*

- Vốn bằng tiền:

*Khả năng thanh toán tức thời*

$$\text{KNTT tức thời} = \frac{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

- Khoản phải thu:

+ Kỳ thu tiền bình quân

Quản lý khoản phải thu tốt, tức là hạn chế mức tối thiểu lượng tài sản ngắn hạn bị chiếm dụng, làm cho vòng quay vốn lưu động tăng lên, giảm số ngày chu kỳ thu tiền bình quân. Do đó, DN thường quan tâm đến quy mô và thời gian thu hồi công nợ.

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Các khoản phải thu bình quân}}$$

Chỉ tiêu này cho biết mức độ hợp lý của số dư các khoản phải thu và hiệu quả của việc thu hồi nợ. Nếu số vòng luân chuyển các khoản phải thu càng cao thì doanh nghiệp ít bị chiếm dụng vốn.

- Hàng tồn kho:

+ Số ngày tồn kho bình quân

$$\text{Số vòng quay hàng tồn kho} = \frac{\text{Giá vốn hàng bán}}{\text{Hàng tồn kho bình quân}}$$

Số vòng quay hàng tồn kho càng cao chứng tỏ doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả, giảm được vốn đầu tư dự trữ, rút ngắn được chu kỳ chuyển đổi hàng dự trữ thành tiền mặt và giảm bớt nguy cơ hàng tồn kho của doanh nghiệp trở thành hàng ứ đọng. Nếu vòng quay hàng tồn kho thấp chứng tỏ doanh nghiệp dự trữ vật



tư quá mức dẫn đến tình trạng bị ứ đọng hoặc sản phẩm bị tiêu thụ chậm. Từ đó dẫn đến DT vào của doanh nghiệp bị giảm đi và có thể đặt doanh nghiệp vào tình thế khó khăn về tài chính trong tương lai.

- Khoản phải trả:

$$\text{Vòng quay KPT} = \frac{\text{Giá vốn hàng bán}}{\text{Các khoản phải trả bình quân}}$$

Số ngày phải trả bình quân (APP – Average Payment Period)

$$\text{APP} = 365 / \text{Vòng quay KPT}$$

Số ngày trả tiền bình quân được sử dụng như thước đo của chính sách trả nợ nhà cung cấp. Nó thể hiện số ngày trung bình mà công ty sẽ thanh toán cho những nhà cung cấp.

Chu kỳ luân chuyển tiền mặt được tính toán theo công thức như sau:

$$\text{CCC} = \text{ACP} + \text{ICP} - \text{APP}$$

Trong đó:

CCC: Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (ngày)

ACP: Số ngày thu tiền bình quân

ICP: Số ngày tồn kho bình quân

APP: Số ngày trả tiền bình quân

Như vậy, với các thành phần của vốn lưu động là: các khoản phải thu, hàng tồn kho và các khoản phải trả; nên việc duy trì một sự cân bằng tối ưu giữa các thành phần này là mục tiêu chính của quản trị vốn lưu động. Tất cả những chỉ tiêu nêu trên nhằm đánh giá việc quản trị vốn luân chuyển theo một cách nào đó và trong bài nghiên cứu này, tác giả chọn việc sử dụng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt như một thước đo đối với quản trị vốn lưu động.

- Vốn cố định: Đối với các doanh nghiệp sản xuất, nhà quản trị thường đánh giá kết quả sử dụng VCF qua chỉ tiêu hiệu suất sử dụng TSCĐ

$$\text{Hiệu suất sử dụng TSCĐ} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{TSCĐ bình quân}}$$

Chỉ tiêu này phản ánh một đồng vốn đầu tư vào TSCĐ đem lại cho DN bao nhiêu đồng doanh thu thuần.

Theo phương trình Dupont, thì TSSL bị ảnh hưởng bởi vòng quay toàn bộ vốn (vòng quay tài sản). Đây là yếu tố phản ánh trình độ khai thác và sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Để tăng TSSL, tức là tăng hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp có ba sự lựa chọn cơ bản là tăng một trong ba yếu tố trên. Một là, doanh nghiệp có thể gia tăng khả năng cạnh tranh, nhằm nâng cao doanh thu và đồng thời

tiết giảm chi phí, nhằm gia tăng lợi nhuận ròng biên. *Hai là*, doanh nghiệp có thể nâng cao hiệu quả kinh doanh bằng cách sử dụng tốt hơn các tài sản sẵn có của mình, nhằm nâng cao vòng quay tài sản. Hay nói một cách dễ hiểu hơn là doanh nghiệp cần tạo ra nhiều doanh thu hơn từ những tài sản sẵn có. *Ba là*, doanh nghiệp có thể nâng cao hiệu quả kinh doanh bằng cách nâng cao đòn bẩy tài chính hay nói cách khác là vay nợ thêm vốn để đầu tư. Nếu mức lợi nhuận/tổng tài sản của doanh nghiệp cao hơn mức lãi suất cho vay thì việc vay tiền để đầu tư của doanh nghiệp là hiệu quả.

### **2.3.3. Tác động quản trị phân phối kết quả kinh doanh đến hiệu quả tài chính**

Phân phối kết quả kinh doanh có liên quan đến cả việc tạo lập vốn và sử dụng vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Điều này có tác động rất lớn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, biểu hiện ở các điểm sau đây:

*(1) Phân phối kết quả kinh doanh tạo ra động lực bên trong cho sự phát triển kinh doanh của doanh nghiệp.*

Việc phân phối quả kinh doanh không phải là phép chia lợi nhuận sau thuế một cách đơn thuần mà thực chất là toán giải quyết mối quan hệ về các lợi ích giữa doanh nghiệp, các cổ đông và người lao động trong doanh nghiệp, giữa lợi ích trước mắt và lâu dài. Vì vậy nếu các mối quan hệ trên được giải quyết hài hòa, hợp lý sẽ tạo nên động lực bên trong mạnh mẽ thúc đẩy sự phát triển của doanh nghiệp; Ngược lại sẽ làm giảm, thậm chí triệt tiêu động lực phát triển của doanh nghiệp vì họ cảm thấy không có lợi ích rõ ràng.

*(2) Phân phối kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng rất lớn đến thu nhập của cổ đông, đến giá trị thị trường của cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp.*

Các cổ đông đầu tư vào doanh nghiệp đều mong muốn được trả cổ tức. Chính sách chi trả cổ tức có ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập của các cổ đông qua phần cổ tức được hưởng. Mặt khác, việc duy trì chính sách cổ tức như thế nào cũng ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu trên thị trường. Một doanh nghiệp có cổ tức cao thường rất hấp dẫn các nhà đầu tư trên thị trường, do đó làm tăng cầu cổ phiếu doanh nghiệp và làm tăng giá thị trường của cổ phiếu hay tăng giá trị doanh nghiệp. Việc tăng giá thị trường cổ phiếu cũng làm tăng lãi vốn của các chủ sở hữu hiện hành khi chuyển nhượng cổ phiếu doanh nghiệp, làm cho thu nhập hay tài sản cho cổ đông doanh nghiệp.

*(3) Việc phân phối kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng tới sự tăng trưởng và phát triển bền vững của doanh nghiệp trong tương lai.*

Chính sách cổ tức liên quan tới việc xác định lượng tiền mặt dùng trả cổ tức cho các cổ đông. Nếu trả cổ tức bằng tiền mặt, vốn tiền mặt của doanh nghiệp cũng giảm xuống kéo theo sự giảm giá trị tài sản doanh nghiệp. Nếu trả cổ tức bằng cổ phiếu mới, thực chất các cổ đông đã dành phần lợi nhuận dành trả cổ tức để tái đầu tư tại doanh nghiệp, giá trị tài sản của doanh nghiệp không đổi. Việc phân chia giữa lợi nhuận để lại trích lập quỹ đầu tư phát triển hay chi trả cổ tức cũng ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng tái đầu tư của doanh nghiệp để tái sản xuất mở rộng. Điều này sẽ ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của doanh nghiệp trong tương lai. Tóm lại, việc phân phối kết quả kinh doanh và chính sách cổ tức có ảnh hưởng nhiều mặt đến việc tạo lập và sử dụng vốn kinh doanh trong chu kỳ kế tiếp, đến lợi ích của cổ đông và sự phát triển của

doanh nghiệp trong tương lai. Vì vậy, có tác động mạnh mẽ đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

#### *(4) Chỉ tiêu biểu thị quản trị phân phối kết quả kinh doanh*

Để đánh giá chính sách cổ tức của doanh nghiệp có các chỉ tiêu sau:

- Hệ số chi trả cổ tức:

$$\text{Hệ số trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức một cổ phiếu}}{\text{Thu nhập ròng một cổ phiếu}}$$

Hệ số chi trả cổ tức cho biết doanh nghiệp quyết định dành ra bao nhiêu % thu nhập một cổ phiếu thường để trả cổ tức. Qua đó cũng cho biết doanh nghiệp đã dành ra bao nhiêu % để tái đầu tư.

Tỷ lệ chi trả cổ tức càng gần 1 phản ánh doanh nghiệp đã sử dụng đại bộ phận lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho các cổ đông. Những nhà đầu tư nào muốn tìm kiếm thu nhập cho những nhu cầu tiêu dùng trong hiện tại sẽ thích một doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Ngược lại, những nhà đầu tư dài hạn mong chờ một sự gia tăng giá trị cổ phần trong tương lai thì lại thích các doanh nghiệp có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp và giữ lại lợi nhuận nhiều hơn để tái đầu tư. **Do đó, nhà đầu tư sẽ trả giá cao hơn các doanh nghiệp chi trả cổ tức tiền mặt cao, vì thế các DN muốn tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, tối đa hóa giá trị vốn chủ sở hữu thì nên có hệ số chi trả cổ tức cao.**

- Tỷ suất cổ tức:

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức một cổ phiếu}}{\text{Giá trị thị trường hiện tại một cổ phiếu}}$$

Tỷ suất cổ tức phản ánh bao nhiêu tiền một nhà đầu tư sẽ kiếm được chỉ tính riêng từ cổ tức cho một cổ phiếu thường dựa trên giá trị thị trường hiện tại.

Tỷ suất cổ tức càng cao thể hiện rằng nhà đầu tư có tỷ suất sinh lợi từ cổ tức càng cao, còn tỷ suất cổ tức thấp thì điều đó chưa hẳn đã xấu bởi vì nhà đầu tư có thể trông chờ vào tỷ suất sinh lợi từ lãi vốn của giá cổ phiếu trên thị trường.

Như vậy, DN cần giải quyết hài hòa mối quan hệ giữa lợi nhuận giành trả cổ tức và lợi nhuận dành tái đầu tư cho doanh nghiệp. Trên cơ sở doanh nghiệp cần xem xét nhu cầu vốn cho hoạt động đầu tư, hệ số nợ của doanh nghiệp. Từ đó, quyết định hệ số chi trả cổ tức ở mức hợp lý và sẽ gia tăng hiệu quả tài chính cho doanh nghiệp.

## **2.4. Kinh nghiệm quản trị tài chính của các doanh nghiệp tại một số quốc gia và bài học đối với Việt Nam**

### **2.4.1. Kinh nghiệm quản trị tài chính của các doanh nghiệp tại một số quốc gia**

#### **✚ Các doanh nghiệp Mỹ**

Về quản trị vốn: Để có đủ nguồn vốn đáp ứng nhu cầu kinh doanh, các doanh nghiệp Hoa Kỳ đã thực hiện đa dạng hóa kênh HĐV. Bên cạnh những hình thức truyền thống hay sử dụng như hình thức tín dụng ngân hàng, tín dụng thương mại thì các doanh nghiệp Hoa Kỳ luôn đi đầu trong các cách tiếp cận vốn hiện đại như thuê tài chính, phát hành trái phiếu, hay HĐV từ các nhà đầu tư, các đối tác chiến lược. Một lợi thế khi các cách tiếp cận này thành công là vì các thông tin của doanh nghiệp luôn được công bố minh bạch trên thị trường vốn, các mối quan hệ với các định chế tài chính toàn cầu vì thế ngày càng mạnh mẽ.

Về quản trị đầu tư, sử dụng vốn: Trong nội dung này, Tập đoàn American Express của Mỹ là tập đoàn điển hình trong quản trị vốn lưu động, đặc biệt là quản trị tiền mặt và quản trị khoản phải thu. Về quản trị tiền mặt, tập đoàn đã thiết lập phương pháp thu chi tiền tệ thuận lợi nhất cho các đơn vị tại mỗi nước, thông qua việc phân tích thời gian cho nghiệp vụ thư tín và thời gian cần thiết để xử lý các nghiệp vụ thu chi cần thiết. Còn Quản lý khoản phải thu thì để đảm bảo an toàn tài chính trong toàn hệ thống, Amex đã thực hiện kết hợp các giao dịch ngoại hối để tài trợ vốn lưu động từ nước này sang nước khác, cũng như giải quyết các vấn đề nợ giữa các chi nhánh trong tập đoàn. Để giải quyết công nợ lẫn nhau trong đơn vị, Amex sử dụng phương thức thanh toán nội bộ

Về quản trị phân phối lợi nhuận: Trong phân phối lợi nhuận, trước hết các doanh nghiệp Hoa Kỳ luôn ưu tiên hàng đầu cho kế hoạch đầu tư phát triển. Cơ sở chủ yếu nhất để ra chính sách cổ tức là dựa vào nhu cầu, thực trạng phát triển và giới hạn tiếp cận vốn của bản thân doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có nhu cầu đầu tư mở rộng lớn nhưng hạn chế tiếp cận vốn thì luôn ưu tiên cho việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư mà không phải đầu tư trong việc HĐV từ các tổ chức tín dụng. Các doanh nghiệp có hệ số nợ cao thì thực hiện chi trả cổ tức thấp nhằm ưu tiên hàng đầu cho việc thanh toán nợ nần.

Về tổ chức bộ máy quản trị: trong quản trị tài chính, thì cơ cấu tổ chức bộ máy là yếu tố rất quan trọng. Đối với Mỹ, Hội đồng quản trị thực hiện công việc kiểm soát quan trọng nhất để đảm bảo các quyết định quản trị của các công ty niêm yết đều xuất phát từ lợi ích của các cổ đông. Giám đốc điều hành của hầu hết các công ty Mỹ đều là nhà Quản lý chuyên nghiệp và thường không phải là người sáng lập hoặc cổ đông chính. Hội đồng quản trị giám sát hành động của giám đốc điều hành để bảo vệ lợi ích tài chính của các cổ đông. Có thể nói, hội đồng quản trị tại Mỹ thực hiện đồng thời cả hai vai trò cố vấn và đảm bảo sự tuân thủ.

Hội đồng quản trị thường bao gồm các giám đốc điều hành và các giám đốc không điều hành. Theo đó, phần lớn các giám đốc tại công ty Mỹ là giám đốc không

điều hành, họ thường là người đứng đầu của các công ty không liên kết, các tổ chức phi lợi nhuận, hoặc giáo sư các trường đại học. Các giám đốc không điều hành thường được lựa chọn dựa trên năng lực chuyên môn của họ trong những vấn đề có tầm quan trọng chiến lược của công ty hoặc là người có kiến thức chuyên sâu về ngành tài chính, kế toán.

Để đảm bảo tính độc lập trong các quyết định của Hội đồng quản trị, Ủy ban Chứng khoán New York yêu cầu trong các cuộc họp của các giám đốc không điều hành phải không có sự hiện diện của các giám đốc điều hành. Hơn nữa, số lượng giám đốc không điều hành phải chiếm đa số trong Hội đồng quản trị.

Trong một số công ty Mỹ, nếu người sáng lập hoặc thành viên gia đình sáng lập nắm giữ một lượng cổ phiếu lớn, họ cũng thường nắm giữ vị trí quan trọng trong hội đồng quản trị. Đôi khi các cổ đông sáng lập cũng tạo ra ảnh hưởng đáng kể đối với công ty bằng cách sở hữu một số lượng lớn các cổ phiếu ưu đãi quyền biểu quyết. Trong nhiều trường hợp, các cổ đông lớn, nhưng không phải là thành viên sáng lập của công ty cũng có thể là thành viên ban giám đốc của công ty. Một số trường hợp ngoại lệ, đó là trường hợp một số ít quỹ đầu tư như quỹ hưu trí thường không có đại diện trong Hội đồng quản trị dù các quỹ này có thể sở hữu từ 3 đến 10% cổ phần của các công ty.

#### Các doanh nghiệp Nhật Bản

Về quản trị tài sản cố định: Các doanh nghiệp Nhật Bản luôn chú trọng đầu tư vào khoa học công nghệ, đầu tư phát triển. Việc ứng dụng những thành tựu khoa học công nghệ tiên tiến trong sản xuất cũng giúp doanh nghiệp tính toán chính xác nhu cầu nguyên vật liệu, máy móc trang thiết bị cần thiết để đầu tư, hạn chế lãng phí vốn, từ đó Quản lý và sử dụng tài sản một cách có hiệu quả.

Yếu tố đưa đến thành công trong quản trị tài chính chính là việc triển khai các hoạt động đầu tư nhằm xây dựng và hình thức các tổ chức sản xuất mới, từ đây các DN có thể sản xuất mới các sản phẩm chất lượng cao với chi phí thấp. Điển hình nổi bật như các doanh nghiệp: Honda và Canon đã và đang áp dụng giải pháp “kỹ thuật hóa đồng thời” đối với việc phát triển sản phẩm. Tại những doanh nghiệp này, việc thiết kế sản phẩm không phải là công việc chỉ giao cho các kỹ sư thiết kế, mà được thực hiện bởi: Các nhà thiết kế, kỹ sư sản xuất, chuyên gia thu mua, chuyên gia thị trường, chuyên gia QTTC, khách hàng. Các đội này làm việc với nhau về các sản phẩm mới, từ đó có thể rút ngắn được thời gian cần thiết để phát triển và giới thiệu sản phẩm mới, đồng thời cắt giảm được chi phí sản xuất. Do đó, các doanh nghiệp này tạo ra được các sản phẩm có chất lượng sản phẩm tốt và chi phí sản xuất thấp nhất có thể. Các doanh nghiệp Nhật Bản đã nhận thức được rằng khi vòng đời

sản phẩm bị rút ngắn thì khả năng sinh lời phụ thuộc vào sự đổi mới được chuyển nhanh chóng vào các sản phẩm mới. Bởi lẽ, các sản phẩm mới thường đòi hỏi giá cả phụ trội trên cơ sở vị thế độc quyền của chúng. Bên cạnh đó, họ cũng nhận thấy rằng, khi vòng đời sản phẩm bị rút ngắn thì các nhà quản trị phải quan tâm nhiều hơn đến tốc độ marketing. Đặc biệt, nếu họ có những sản phẩm mới bán ra thị trường từ rất sớm với giá cao thì có thể thu hồi được các chi phí phát triển sản phẩm.

#### Các doanh nghiệp Thụy Sĩ

Về quản trị nguồn vốn, quản trị đầu tư, sử dụng vốn và quản trị phân phối: Điển hình là tập đoàn Nestle, đây là một tập đoàn đa quốc gia với quy mô hoạt động 150 nước. Nestle đã đạt được những thành tựu lớn nhờ những quyết định tài trợ và HDV hiệu quả thông qua chính sách kiểm soát tài chính tập trung của tập đoàn này. Tập đoàn Nestle có nhiều công ty, nhưng vấn đề tài chính lại được tập trung vào một nhóm ở Vevey, Thụy Sĩ, nhóm này gồm 12 người, họ là người thực hiện tất cả các quyết định tài trợ, quyết định đầu tư và quyết định phân phối...

Trong hoạt động đầu tư, đối với các chi nhánh mới thành lập, việc đầu tư TSCĐ thường được tài trợ bằng vốn cổ phần, khi chi nhánh cần hỗ trợ cho các hoạt động thì tập đoàn có thể bổ sung thêm vốn dài hạn. Chức năng của giám đốc chi nhánh chỉ thực hiện đối với việc sản xuất và marketing. Nhưng các quyết định liên quan tới các quyết định tài chính như HDV sẽ được Quản lý bởi phòng tài chính hội sở. Về vốn lưu động của các chi nhánh, phần vốn này được tài trợ từ các địa phương nơi chi nhánh hoạt động và thông qua việc phát hành hối phiếu thương mại hoặc tín dụng ngân hàng. Nestle sẽ điều chỉnh giải pháp chung cho phù hợp với tình hình tại mỗi chi nhánh. Chẳng hạn, những nước cho phép tự do chuyển quỹ, thì Nestle tài trợ phần vốn hoạt động từ hội sở thay cho việc sử dụng tín dụng ngân hàng.

#### **2.4.2. Bài học kinh nghiệm cho doanh nghiệp Việt Nam**

Từ các kinh nghiệm từ các nước tiên tiến đã có những thành tựu, Việt Nam có thể rút ra bài học cho mình như sau:

Về quản trị vốn: Nên đa dạng hóa hình thức HDV, xây dựng chiến lược để HDV, đa dạng hóa hình thức HDV trong và ngoài nước, tranh thủ HDV từ các đối tác chiến lược và bằng những tiếp cận hiện đại. Cần thuê các doanh nghiệp tư vấn chuyên nghiệp trong lĩnh vực này. Chú trọng minh bạch thông tin, xây dựng quan hệ tốt với các tổ chức tài chính để gia tăng cơ hội tiếp cận vốn. Đối với các cơ quan chức năng, ở Việt Nam đã có một số tổ chức xếp hạng tín nhiệm, song vẫn còn chưa đáp ứng được yêu cầu thực tế của nền kinh tế. Trong thời gian tới, cần bổ sung thêm các tổ

chức xếp hạng định mức tín nhiệm liên kết với nước ngoài hoạt động trên thị trường tài chính một cách chuyên nghiệp, minh bạch và hiệu quả. Từ đó, làm cơ sở để đánh giá rủi ro tài chính, tín dụng và xác định lãi suất yêu cầu đối với từng trái phiếu có mức rủi ro tín dụng khác nhau.

Về quản trị đầu tư, sử dụng vốn: Các doanh nghiệp nên chú trọng đầu tư vào máy móc thiết bị hiện đại, hệ thống vận tải sản phẩm và thiết kế sản phẩm vì quyết định đầu tư hiệu quả khi chi phí tiết kiệm. Doanh nghiệp cần xác định rõ giá trị cốt lõi trong chiến lược đầu tư. Đối với các doanh nghiệp có nhiều cơ sở hoạt động thì nên sử dụng phương thức thanh toán nội bộ, thực chất chính là nghiệp vụ bù trừ được điều khiển bởi một đầu mối duy nhất. Từ đây, doanh nghiệp sẽ đơn giản hóa các khâu và tiết kiệm được nhiều chi phí nhưng vẫn mang lại hiệu quả.

Về quản trị phân phối kết quả kinh doanh: Chính sách phải xây dựng trên nguyên tắc đảm bảo hài hòa lợi ích của các đối tượng liên quan, đảm bảo hài hòa lợi ích ngắn hạn và lợi ích dài hạn. Trường hợp doanh nghiệp có cơ hội đầu tư tốt có thể tận dụng nguồn vốn từ lợi nhuận giữ lại để tiếp tục đầu tư, tăng trưởng. Chính sách phân phối lợi nhuận cần có quan hệ chặt chẽ với chính sách đầu tư và chính sách huy động của doanh nghiệp.

Về bộ máy cơ cấu tổ chức: nghiên cứu các mô hình quản trị doanh nghiệp của các quốc gia trên thế giới giúp tác giả nhận thức được rằng mô hình nào cũng có những ưu điểm và hạn chế. Mô hình Anglo-Saxon được áp dụng tại Anh và Mỹ tạo điều kiện để ban giám đốc, đặc biệt là giám đốc điều hành phát huy được hết khả năng tự chủ, sáng tạo trong quản trị điều hành doanh nghiệp. Nhưng mô hình này cũng tạo ra sự lạm quyền của cấp Quản lý. Mô hình hội đồng quản trị hai tầng trong đó vai trò điều hành được tách biệt với vai trò giám sát mặc dù có hạn chế trong việc làm chậm tiến trình của việc ra quyết định, nhưng chi phí trung gian sẽ giảm. Điều này giúp chúng ta đi đến kết luận rằng mô hình quản trị doanh nghiệp hai tầng đang được xây dựng và áp dụng tại các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội, chỉ thực sự phát huy được hiệu quả khi những hạn chế tiềm tàng được ngăn chặn. Do đó, đề xuất quan trọng nhất nhằm phát huy hiệu quả của mô hình quản trị tại Việt Nam đó là tập trung xác định và ngăn chặn những rủi ro tiềm tàng dẫn tới việc hệ thống quản trị không hiệu quả. Chẳng hạn tính độc lập của các giám đốc không điều hành, thành viên ban kiểm soát, cũng như của kiểm toán độc lập. Bên cạnh đó, nhận thức của cổ đông cũng cần được nâng cao để đảm bảo tất cả các cổ đông đều thực hiện đúng quyền và nghĩa vụ của mình.



## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

Trong chương 2, Luận án đã hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về quản trị tài chính và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp . Làm rõ khái niệm, nội dung cơ bản của quản trị tài chính doanh nghiệp . Luận án cũng đưa ra khái niệm về hiệu quả tài chính doanh nghiệp chính là hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được biểu hiện dưới góc độ tài chính.

Một nội dung quan trọng khác của chương 2 là phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp và tác động của QTTC đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp , các chỉ tiêu đánh giá tác động của QTTC đến HQTC.

Cuối cùng của chương 2, Luận án đưa ra một số kinh nghiệm trong quản trị tài chính của một số quốc gia trên thế giới để từ đó rút ra bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam. Những vấn đề trình bày trong chương 2 là cơ sở lý luận cho việc đánh giá thực trạng tác động của QTTC đến HQTC của các DNSXNY trong các chương tiếp theo của Luận án.

### CHƯƠNG 3

## THỰC TRẠNG TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

### 3.1. Tổng quan về doanh nghiệp sản xuất niêm yết

#### 3.1.1. Doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

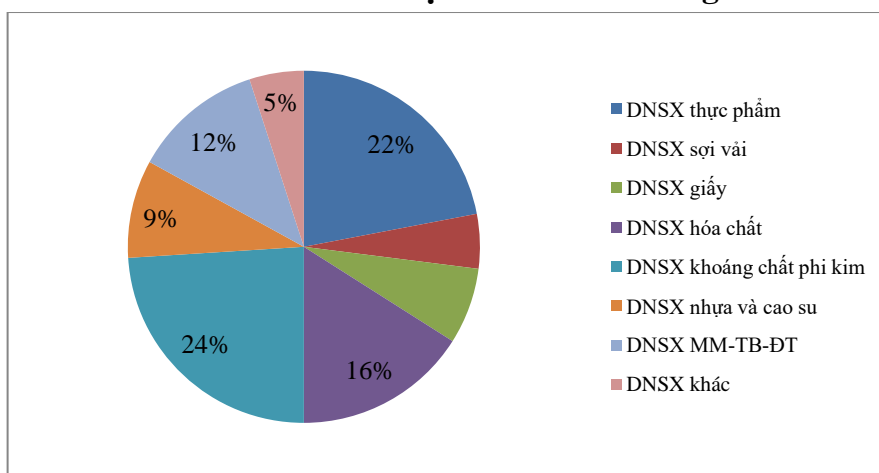
Doanh nghiệp niêm yết là công ty cổ phần đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn niêm yết và có chứng khoán được niêm yết trên thị trường giao dịch tập trung. Cổ phiếu của các DNSXNY là những hàng hóa đầu tiên được niêm yết khi TTCK bắt đầu thành lập và phát triển. Từ Năm 2000 đến tháng 2/2005, HOSE là đại diện duy nhất cho TTCK Việt Nam có số lượng DNSXNY gia tăng từ 3 doanh nghiệp đến 18 doanh nghiệp. Đến tháng 5/2005 TTCK Việt Nam có thêm trung tâm Giao dịch chứng khoán Hà Nội, nay là Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội với số lượng DNSXNY ban đầu là 5 doanh nghiệp. Tính đến hết ngày 31/12/2016, số lượng DNSX là 220 doanh nghiệp, chiếm tỷ trọng 33,8% trong tổng số 650 DNSX trên TTCK Việt Nam. Trong đó, sàn HOSE có 103/220 DNSX, chiếm tỷ trọng 47%, sàn HNX có 117/218 DNSX, chiếm tỷ trọng 53%. Số lượng DNSX có xu hướng tăng lên qua các Năm từ Năm 2009 đến 2015, đặc biệt tăng mạnh vào giai đoạn từ Năm 2006-2010, góp phần gia tăng đáng kể của các DNSX trên TTCK Việt Nam. Theo hệ thống phân ngành của VISC 2007, trong DNSX được chia thành 8 nhóm ngành nhỏ.

#### 3.1.1.1. Phân loại doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

##### a. Phân loại doanh nghiệp theo nhóm ngành

Theo tiêu thức nhóm ngành, DNSX có thể chia các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thành 8 nhóm ngành nhỏ. Cụ thể như sau:

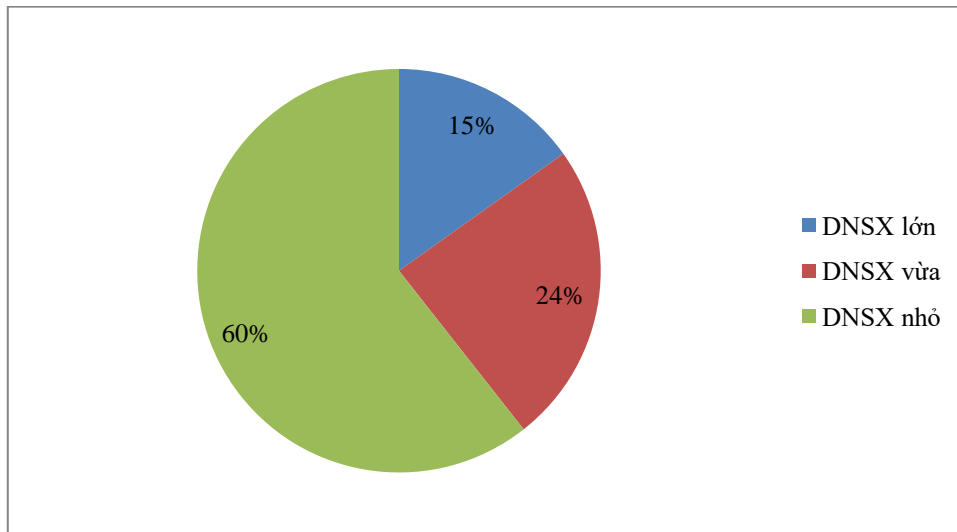
**Biểu đồ 3.1. Phân loại DN theo nhóm ngành**



Theo hệ thống phân ngành của VISC 2007, các DNSX được chia thành 8 nhóm doanh nghiệp, trong đó tập trung chủ yếu vào các nhóm DNSX thực phẩm (46/207 DNSX, chiếm tỷ lệ 22%), đây là ngành được đánh giá là một trong những ngành mang lợi nhuận cao vì đây là ngành kinh tế mũi nhọn, DNSX hàng hóa lớn, đi đầu trong hội nhập kinh tế quốc tế, thu hút nguồn đầu tư nước ngoài và đóng góp tích cực trong chuyển đổi cơ cấu kinh tế. Thứ hai là nhóm DNSX sợi vải (10/207 DNSX, chiếm tỷ trọng 5%), Ngành sợi vải hay còn gọi ngành dệt may là một trong những ngành mũi nhọn của Việt Nam, ngành có kim ngạch xuất khẩu lớn thứ hai với giá trị xuất khẩu đóng góp từ 10-15% vào GDP. Thứ ba là nhóm DNSX giấy (15/207 DNSX, chiếm tỷ trọng 7%) trong 5 Năm qua DNSX giấy đã tăng trưởng mạnh với tốc độ 15-17%/Năm. Năm 1975, tổng sản lượng giấy của cả nước chỉ được 28 nghìn tấn/Năm, nhưng nay đã vượt 2 triệu tấn/Năm, đáp ứng được 64% nhu cầu tiêu dùng trong nước. Thứ tư, nhóm DNSX hóa chất (33/207 DNSX, chiếm tỷ trọng 16%), hóa chất là ngành công nghiệp đóng vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế, cung cấp nguyên liệu đầu vào cho nhiều DNSX thiết yếu phục vụ sản xuất và tiêu dùng. Thứ Năm, nhóm DNSX khoáng chất phi kim (50/207 DNSX, chiếm tỷ trọng 24%), đã có những đóng góp đáng kể nhất trong công cuộc hình thành hệ thống cơ sở hạ tầng, tạo tiền đề cho phát triển kinh tế đất nước. Thứ sáu, nhóm DNSX nhựa và cao su (18/207 DNSX, chiếm tỷ trọng 9%), là nhóm ngành phát triển với tốc độ khá nhanh với tốc độ tăng trưởng hàng Năm đạt 15 – 25%. Thứ bảy, nhóm DNSX MM-TB-ĐT (24/207 DNSX, chiếm tỷ trọng 12%) Bao gồm chủ yếu các phân nhóm ngành như ngành linh kiện điện tử, ngành thiết bị điện và cuối cùng thứ chín là nhóm DNSX khác (11/207 DNSX, chiếm tỷ trọng 5%) Bao gồm chủ yếu các phân nhóm ngành như DNSX thiết bị nội thất, DNSX thiết bị y tế, ngành xuất bản.

#### b. Phân loại doanh nghiệp theo quy mô vốn chủ sở hữu

Quy mô của mỗi DNSX khác nhau có ảnh hưởng tương đối lớn đến hiệu quả tài chính cũng như mục tiêu cuối cùng của DN hay của các nhà đầu tư, các chủ sở hữu. Đặc biệt, đối với loại hình là DNSX thì quy mô vốn chủ sở hữu rất quan trọng để các nhà đầu tư, các nhà Quản lý đánh giá và theo dõi. Chỉ tiêu vốn chủ sở hữu được xem xét là mã chỉ tiêu 400 kỳ gần nhất trên bảng cân đối kế toán của báo cáo tài chính Năm gần nhất đã được kiểm toán.. Dựa vào quy mô của vốn chủ sở hữu, có thể chia các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thành 3 nhóm như sau:

**Biểu đồ 3.2. Phân loại DN theo quy mô**

Doanh nghiệp sản xuất có quy mô lớn bao gồm các doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu từ 1.000 tỷ đồng trở lên. Nhóm này bao gồm 32 DN, chiếm tỷ trọng 15%. Doanh nghiệp SX có quy mô vừa bao gồm các DN có vốn chủ sở hữu từ 300 tỷ đồng trở lên đến dưới 1.000 tỷ đồng. Nhóm này bao gồm 50 DN, chiếm tỷ trọng 24%. Doanh nghiệp sản xuất có quy mô nhỏ bao gồm các DN có vốn chủ sở hữu từ 10 tỷ đồng trở lên đến dưới 300 tỷ đồng. Nhóm này bao gồm 125 DN, chiếm tỷ trọng 60%. Việc phân loại này cho thấy, các DNSXNY tập trung chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Các DNSX lớn chỉ chiếm một tỷ lệ tương đối nhỏ.

### 3.1.1.2. Tình hình Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

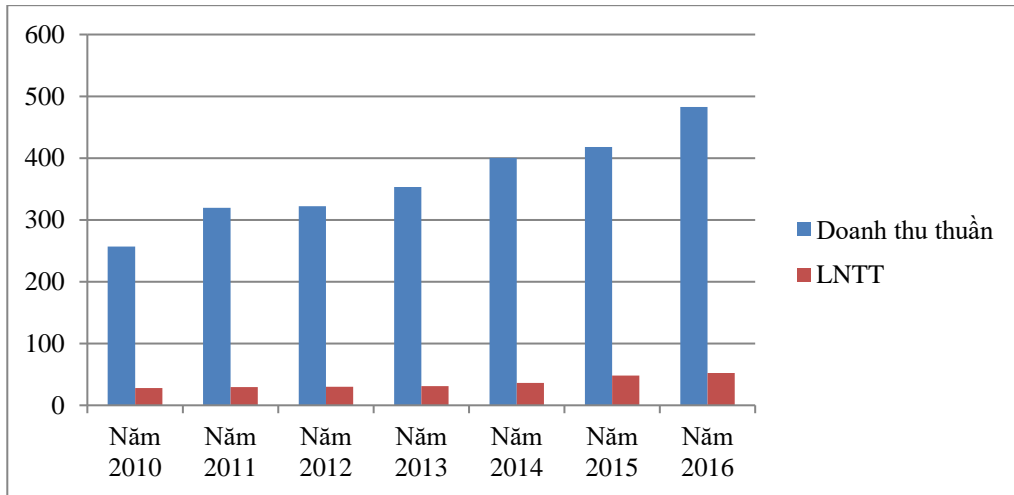
#### a. Phân tích hiệu quả kinh doanh trong phạm vi toàn ngành

Các DNSXNY là những doanh nghiệp có quy mô lớn, tổng vốn kinh doanh cũng như vốn chủ sở hữu được tăng dần qua các Năm. Đây là điều kiện tốt để các doanh nghiệp này đạt được kết quả kinh doanh cao. Để đánh giá một cách khái quát về kết quả kinh doanh của các DNSXNY, luận án tập trung sâu vào xem xét hai chỉ tiêu: doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế.

Sản phẩm của các DNSXNY tương đối đa dạng và phong phú, gắn liền với những lợi thế sẵn có của Việt Nam. Bên cạnh đó, những sản phẩm của ngành đều là những sản phẩm phục vụ nhu cầu thiết yếu của người tiêu dùng. Chính vì vậy, doanh thu thuần của ngành cao và tăng qua các Năm là điều hợp lý. Ngoài ra, sản phẩm của DNSX chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng sản phẩm công nghiệp nói chung và tổng sản phẩm quốc nội (GDP). Sản phẩm của ngành mang nhiều đặc trưng của Việt Nam như mía đường, thủy hải sản, cao su, giấy hay những sản phẩm thiết yếu khác. Các sản phẩm đều đa dạng và phong phú, tạo sự ổn định về nguồn cung ứng nguyên liệu và giá

cả cho các nhà sản xuất trong nước. Đây là thế mạnh quan trọng cho các doanh nghiệp này trong giai đoạn khó khăn trong thời gian vừa qua và tương lai sắp tới.

**Biểu đồ 3.3. Diễn biến doanh thu và lợi nhuận của các DNSXNY giai đoạn 2010-2016**



Xét về năng suất hoạt động bằng chỉ tiêu doanh thu thuần: Các DNSXNY có xu hướng tăng lên không ngừng qua các Năm từ Năm 2010 đến Năm 2016, tốc độ tăng trưởng đều dương chứng tỏ các DNSXNY luôn tăng trưởng và mở rộng quy mô. Tuy nhiên, tốc độ tăng không được duy trì ổn định trong giai đoạn này, có thể chia thành 3 giai đoạn, giai đoạn tăng trưởng mạnh từ Năm 2010-2011, tốc độ tăng doanh thu đạt 24,5%, nhưng khi nền kinh tế khó khăn thì tốc độ có phần chững lại từ Năm 2012-2015. Và hiện tại, Năm 2016 với sự nỗ lực của toàn ngành thì tốc độ tăng trưởng doanh thu đã bắt đầu tăng trưởng trở lại và đạt 15,4%.

Xét về kết quả lợi nhuận trước thuế: Trong giai đoạn từ 2010 – 2016 bình quân các DNSX đều kinh doanh có lãi, có tốc độ tăng có phần tương xứng với tốc độ tăng của doanh thu. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của LNTT lại có xu hướng khác với tốc độ tăng trưởng của doanh thu. Năm 2010-2011 mặc dù có doanh thu tăng cao nhưng tốc độ tăng của LNTT lại thấp, trong khi đó Năm 2012-2015 lại có xu hướng ngược lại, tốc độ tăng doanh thu thấp nhưng lại có tốc độ tăng LNTT cao. Và đến Năm hiện tại là Năm 2016, kết quả Hoạt động kinh doanh qua chỉ tiêu LNTT không tương xứng với hiệu suất thể hiện qua doanh thu. Điều này cho thấy kết quả kinh doanh của DNSX nói chung có tín hiệu tốt, nhưng vẫn chưa xứng với tiềm lực của doanh nghiệp. Năng suất tạo ra lớn nhưng cách Quản lý chi phí chưa thực sự có hiệu quả nên đem lại kết quả thấp.

b. Phân tích hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết theo nhóm ngành

Qua bảng 3.2 (Phụ lục 1) thì xét theo từng nhóm DN thì DTT của nhóm DNSX thực phẩm chiếm tỷ trọng cao nhất (39,9%), bên cạnh đó, với tình hình kinh

doanh có kết quả dẫn tới tỷ trọng lợi nhuận của nhóm ngành này cũng khá cao (52,1%), đặc biệt trong các DNSX có lợi nhuận cao nhất thì chủ yếu là các doanh nghiệp trong nhóm ngành này như các mã cổ phiếu VNM, SAB, MSN, KDC.

Nhóm DNSX khoáng chất phi kim với doanh thu thuần chiếm tỷ trọng 28% nhưng với những khó khăn nhất định, thì lợi nhuận của nhóm ngành này chỉ chiếm 17% trong tổng lợi nhuận toàn ngành. Đặc biệt trong nhóm ngành này có nhiều doanh nghiệp thuộc vào diện cảnh báo và kiểm soát như mã cổ phiếu CYC..

Nhóm DNSX hóa chất với doanh thu thuần chiếm tỷ trọng 15,2% nhưng kết quả kinh doanh của ngành này khá tốt, mặc dù doanh thu thuần chiếm tỷ trọng đứng thứ 3 nhưng lợi nhuận lại chiếm tỷ trọng đứng thứ 2 (18%). Tiếp theo là các nhóm DNSX chiếm tỷ trọng thấp như nhóm DNSX nhựa và cao su, DNSX sợi vải, DNSX máy móc, thiết bị, và điện tử....

#### c. Phân tích hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết theo quy mô

Qua bảng 3.3 (Phụ lục 1) thì Hoạt động kinh doanh của các DNSX theo quy mô thì nhóm DNSX lớn mặc dù chỉ bao gồm 32 DNSX chiếm tỷ trọng thấp nhất trong toàn hệ thống nhưng lại có DTT và LNTT chiếm tỷ trọng cao nhất (DTT chiếm 60,2 và LNTT chiếm 78,8%). Tiếp theo là nhóm DNSX vừa có DTT chiếm 25,2% và LNTT chiếm 14,5%. Cuối cùng là nhóm DNSX nhỏ là nhóm có nhiều DNSX nhưng lại có kết quả thấp nhất, DTT chỉ chiếm tỷ trọng 14,5% và LNTT chiếm 6,9% trong toàn hệ thống.

Nếu xét cụ thể từng doanh nghiệp sản xuất thì điển hình trong số các doanh nghiệp có LNTT cao có doanh nghiệp VNM, lợi nhuận không những cao nhất trong tất cả các CT trong ngành mà còn tăng lên liên tục qua các Năm với LNTT bình quân qua các Năm gần 7.000 tỷ đồng, tiếp đến là SAB với LNTT gần 4.000 tỷ đồng.

Nhưng bên cạnh đó, vẫn còn một số DNSX có kết quả kinh doanh thấp và đặc biệt có LNTT bị âm qua các Năm. Số lượng các DNSX có LNTT dưới 10 tỷ là 51 DNSX chiếm gần 25%, trong đó các DNSX bị âm có tới 8 DNSX. Cụ thể, tình hình kinh doanh của các DNSX như CYC, SAV, AMV, VNH, SDY, DTL, POM kết quả kinh doanh giai đoạn qua không hiệu quả và bị thua lỗ liên tục, doanh nghiệp đã bị SGDCK đưa vào diện kiểm soát và cảnh báo. Tuy nhiên, có một số trường hợp như doanh nghiệp HLG lợi nhuận trước thuế bình quân bị lỗ chủ yếu do tình hình HĐKD Năm 2013, 2014 chưa hiệu quả. Nguyên nhân chủ yếu là do Hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực bất động sản, ngoài ra là do doanh nghiệp chưa kiểm soát các khoản nợ phải thu. Nhưng trong Năm 2015 và 2016, khắc phục nguyên nhân trên nên doanh nghiệp đã chuyển nhượng hai doanh nghiệp con là doanh nghiệp nuôi trồng và chế biến thủy sản nên góp phần đảm

bảo kết quả tốt trong HĐKD Năm 2015. Cũng tương tự như vậy, đối với doanh nghiệp CMX LNTT bình quân bị lỗ chủ yếu do tình hình HĐKD Năm 2013 với lý do tiếp cận nguồn vốn khó khăn, chi phí tài chính tăng cao. Nhưng đến Năm 2015, 2016 HĐKD của doanh nghiệp khởi sắc, có lợi nhuận cao.

Sau khi đi sâu vào phân tích hai chỉ tiêu quan trọng để phản ánh kết quả kinh doanh của các DNSX có thể rút ra một số nhận xét sau:

- Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng không đồng đều cả về quy mô và tốc độ giữa các doanh nghiệp có ngành nghề khác nhau cũng như giữa các doanh nghiệp trong cùng một ngành. Các DNSXNY là những doanh nghiệp có quy mô lớn trong nền kinh tế, doanh thu thuần rất cao và tăng lên liên tục qua các Năm. Tuy nhiên lợi nhuận trước thuế lại không tương xứng với DTT. Bình quân LNTT chỉ chưa bằng 10% của DTT. Ngoài ra, lợi nhuận sau thuế tăng nhưng tốc độ tăng lợi nhuận sau thuế thường không theo kịp tốc độ tăng doanh thu thuần, chứng tỏ chi phí sản xuất kinh doanh đã có tốc độ tăng cao hơn tốc độ tăng doanh thu thuần, chi phí sử dụng chưa tiết kiệm và kết quả.

- Kết quả kinh doanh của các DNSX trong các nhóm ngành chưa thực sự đồng đều, chủ yếu là nhóm DNSX thực phẩm, SX hóa chất và SX khoáng chất phi kim.

- Số lượng các DNSX có Hoạt động kinh doanh không có hiệu quả, bị SGDCK đưa vào diện kiểm soát và cảnh báo ngày càng tăng lên. Điển hình như các mã cổ phiếu CYC, SAV, AMV, VNH, SDY, DTL, POM.

- Doanh thu thuần tăng nhưng tốc độ doanh thu thuần không kịp tốc độ tăng của tài sản đầu tư, chứng tỏ hiệu suất sử dụng tài sản bị giảm sút.

- Bên cạnh đó, đặc thù của các DNSX là tỷ trọng chi phí sản xuất trên giá vốn hàng bán cao, trong điều kiện chi phí sản xuất thời gian qua liên tục tăng khiến giá thành sản xuất các hàng hóa tăng. Trong khi đó, các mặt hàng của DNSX có những ngành bị kiểm soát giá bán bởi Chính phủ, nên giá bán không được tăng lên tương ứng với tốc độ tăng của giá thành sản xuất. Điều này đã tác động trực tiếp đến quy mô lợi nhuận của các doanh nghiệp.

- Một nguyên nhân khác dẫn đến sự sụt giảm lợi nhuận là sự đầu tư tràn lan và không có hiệu quả trong đầu tư các dự án tài chính của các DNSX, sự tiếp cận nguồn vốn khó khăn, chi phí quá lớn. Những nguyên nhân này đã dẫn đến kết quả lợi nhuận của các DNSX giảm, thậm chí âm qua các Năm.

Như vậy, có thể thấy kết quả Hoạt động kinh doanh của các DNSXNY giai đoạn 2010-2016 không cao so với quy mô và không ổn định qua các Năm. Một trong những nguyên nhân là cách quản trị nguồn vốn, quản trị đầu tư tài sản của các DNSXNY. Đây chính là điểm mấu chốt trong Luận án đi sâu vào nghiên cứu.

### 3.1.2. Thực trạng quản trị tài chính của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

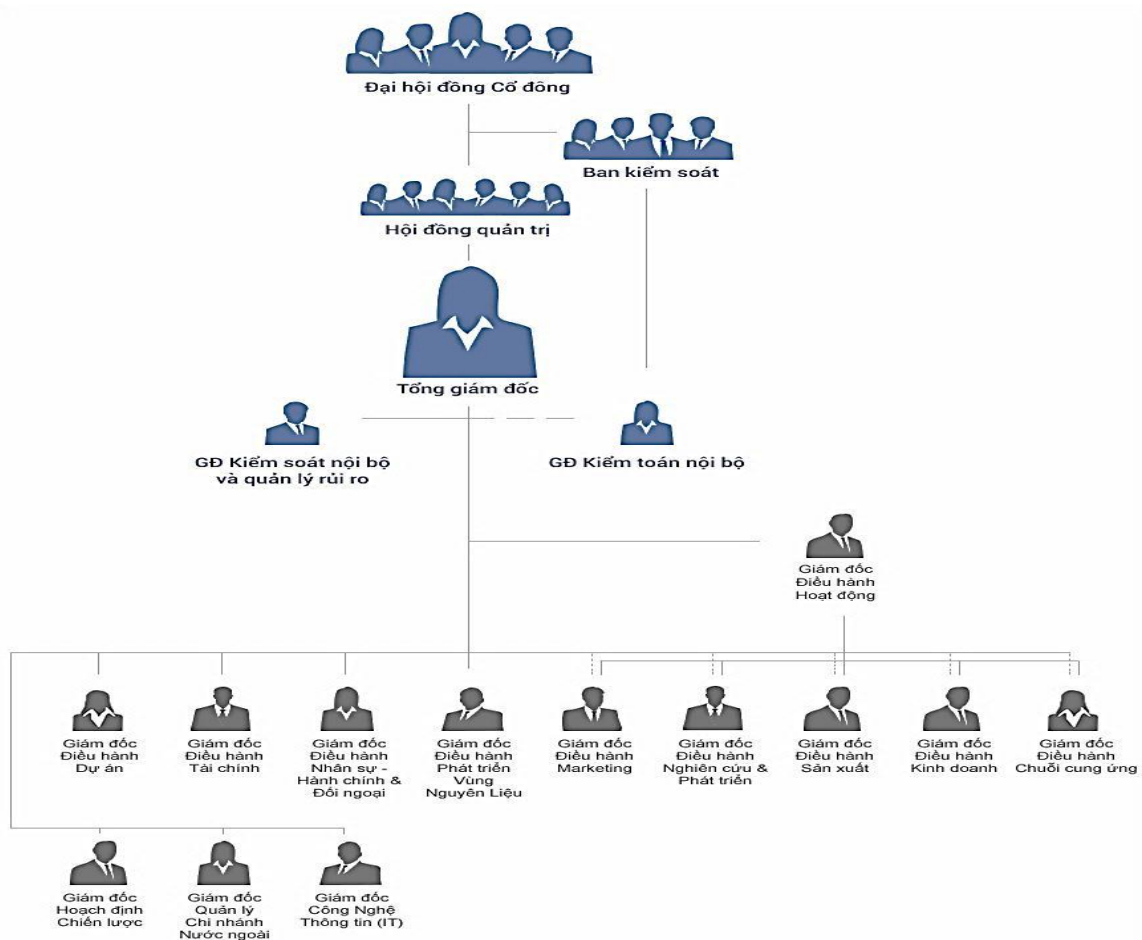
#### 3.1.2.1. Thực trạng tổ chức thực hiện chức năng quản trị tài chính của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Theo kết quả thống kê tại các DNSXNY thì hiện nay, thì chỉ có 26/207 DNSXNY trên TTCK Việt Nam (chiếm tỷ trọng 12.56%) có sự tách biệt giữa GDTC và KTT. Điển hình như các doanh nghiệp có mã cổ phiếu như VNM, MSN, VHC, AAM, ABT, ACL, ATA, FMC, HVG, TS4, HNM, HVG, KMR, DHC, INN, DCL, DGC, PCE, CCM, CVT, HLY, DTL, QHD, POT, DHP, AMV...

Còn lại hầu như các DNSXNY chưa tách bạch chức năng quản trị tài chính và vị trí GDTC với vị trí KTT. Doanh nghiệp cũng thiếu các công cụ hỗ trợ cần thiết để đảm bảo công tác quản trị tài chính hiệu quả.

Sau đây là mô hình cơ cấu tổ chức bộ máy điển hình của Công ty cổ phần sữa Vinamilk.

**Sơ đồ 3.1. Cơ cấu tổ chức bộ máy của công ty cổ phần sữa Việt Nam**





Đây là cơ cấu bộ máy tương đối điển hình đối với những doanh nghiệp có sự tách biệt giữa chức năng tài chính và chức năng kế toán. Trong đó,

Đại hội đồng cổ đông có quyền thảo luận và thông qua các BCTC kiểm toán hàng Năm, báo cáo Ban kiểm soát, Báo cáo của HĐQT, Kế hoạch phát triển ngắn hạn và dài hạn của công ty. Ngoài ra còn quyết định bằng văn bản ngắn hạn và dài hạn của Công ty; Thông qua các vấn đề khác theo quy định pháp luật.

Ban kiểm soát có vai trò kiểm soát toàn bộ hệ thống tài chính và thực hiện các quy chế của công ty; Kiểm tra bất thường và can thiệp vào hoạt động công ty khi cần.

Hội đồng quản trị có vai trò là cơ quan Quản lý công ty; toàn quyền nhân danh công ty để quyết định, thực hiện các quyền và nghĩa vụ của công ty không thuộc thẩm quyền của đại hội đồng cổ đông.

Tổng giám đốc là người điều hành công việc kinh doanh hàng ngày của công ty; chịu sự giám sát của HĐQT và chịu trách nhiệm trước HĐQT và trước pháp luật về việc thực hiện các quyền và nhiệm vụ được giao.

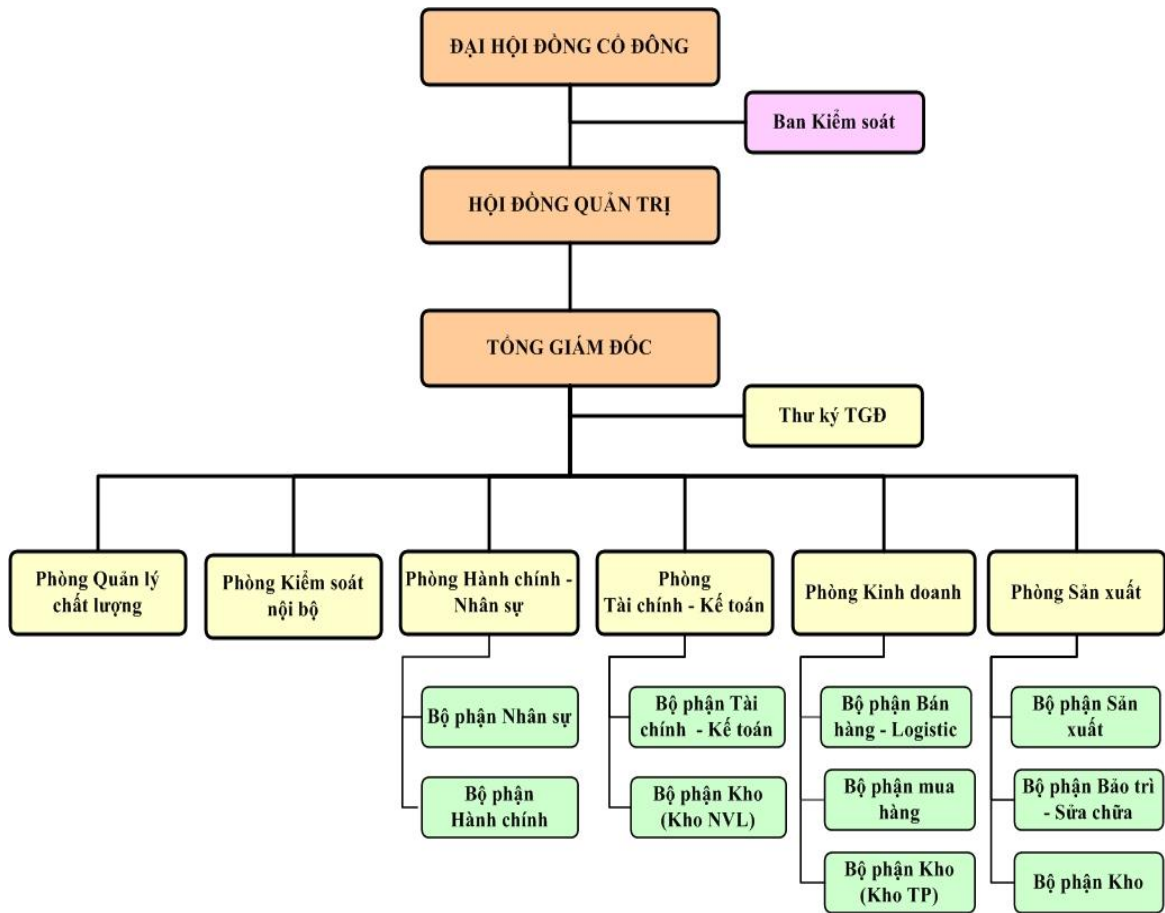
Giám đốc kiểm soát nội bộ và Quản lý rủi ro là các hoạt động, biện pháp, kế hoạch, quan điểm, nội quy chính sách và nỗ lực của mọi thành viên trong tổ chức để đảm bảo cho tổ chức đó hoạt động có hiệu quả và đạt được mục tiêu đặt ra một cách hợp lý.

Giám đốc kiểm toán nội bộ là người đứng đầu bộ phận KTNB, thông qua các quyết định của bộ phận nhằm hỗ trợ trực tiếp cho HĐQT và ủy ban kiểm toán trong việc giám sát chung các hoạt động của công ty. Bộ phận KTNB tham gia trực tiếp vào chu trình quản trị của công ty.

GĐTC (CFO) là người đứng đầu bộ máy Quản lý tài chính phụ trách các hoạt động như nghiên cứu, phân tích, xây dựng các kế hoạch tài chính, khai thác và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực tài chính, cảnh báo các nguy cơ đối với DN thông qua phân tích tài chính và đưa ra những dự báo đáng tin cậy trong tương lai. GĐTC luôn phải tìm mọi cách để mang lại lợi ích tối đa cho cổ đông, mang lại lợi nhuận cao nhất cho công ty. Nhiệm vụ của GĐTC cũng rất nặng nề: Đưa ra các quyết định đầu tư, quyết định tài chính và quyết định Quản lý tài sản, phân bổ ngân sách, Quản lý tín dụng, phân tích và quản trị rủi ro, Quản lý chi phí, kiểm soát nội bộ, dự báo...

Sau đây là đại diện của cơ cấu tổ chức bộ máy, trong đó không có sự tách rời giữa GĐTC và KTT. Đây là cơ cấu tổ chức bộ máy của công ty mía đường Lam Sơn với mã cổ phiếu là LSS.

Sơ đồ 3.2. Cơ cấu tổ chức bộ máy của công ty mía đường Lam Sơn



Với cơ cấu tổ chức này, KTT sẽ chịu trách nhiệm chung trong công tác Quản lý tài chính kế toán tại công ty.

Để định hướng tài chính theo các trọng tâm mới, doanh nghiệp cần thực hiện rà soát và cân nhắc các thay đổi cần thiết cho mô hình hoạt động của tài chính. Trước đây, tài chính giữ vai trò là người quan sát và đưa ra những bình luận, giải thích qua các con số về kết quả tình hình hoạt động của Công ty. Cấp lãnh đạo ghi nhận đóng góp quan trọng và thiết thực của tài chính, thường xuyên đưa ra các yêu cầu hỗ trợ trong quá trình điều hành.

Bộ phận tài chính trước đây tập trung vào ghi chép sổ sách, phân bổ nhiều nguồn lực cho việc xử lý nghiệp vụ và khóa sổ cuối tháng, văn hóa của bộ phận thiên về hướng nội. Thì nay, bộ phận tài chính có vai trò quan trọng và chủ động hơn rất nhiều. Đây là đối tác kinh doanh, giữ vai trò là nhà tư vấn và kết nối tất cả các cấu phần hoạt động của doanh nghiệp : đưa ra ý kiến và phản biện chuyên nghiệp và toàn diện để hỗ trợ các quyết định kinh doanh, nhận trách nhiệm giải trình và chủ động kiểm soát các hoạt động tài chính đem lại giá trị cho doanh nghiệp .

Họ là những người trông coi tài sản, tập trung vào việc nâng cao quản trị, phối hợp với các đơn vị để giám sát tuân thủ và đảm bảo hiệu quả của các kiểm soát, đảm bảo tài sản công ty không bị xâm phạm, bên cạnh việc tăng cường tính minh bạch.

Nếu như trước đây bộ phận tài chính chủ yếu chú trọng quy trình tác nghiệp, thì nay tập trung vào định hướng dài hạn. Để xây dựng và hoàn thiện quản trị tài chính, doanh nghiệp cần tái xác định vai trò và trách nhiệm của chức năng kế toán và tài chính.

Nói tóm lại, hầu hết các DNSXNY hiện nay không có chức năng QTTC riêng, hoạt động QTTC nhằm tham mưu cho lãnh đạo doanh nghiệp trong quá trình ra quyết định đầu tư, quyết định HĐV, quyết định phân phối kết quả kinh doanh hầu như chưa được trọng điểm.

### 3.1.2.2. Thực trạng quản trị nguồn vốn

#### a. Dựa theo quan hệ sở hữu vốn

Dựa trên quan hệ sở hữu vốn, cấu trúc vốn của doanh nghiệp bao gồm nợ và vốn chủ sở hữu. Qua bảng 3.4 (Phụ lục 1) và biểu đồ trên cho thấy hệ số nợ là chỉ tiêu cơ bản phản ánh cơ cấu nguồn vốn của các DNSXNY. Nhìn vào bảng biểu trên có thể thấy, các DNSXNY có hệ số nợ bình quân giai đoạn 2010-2016 là 49%. Nếu so với các ngành khác trên thị trường chứng khoán thì đây là một khoảng an toàn, trong lúc đó các ngành như xây dựng, bất động sản, tài chính ngân hàng hay thương mại đều cao hơn rất nhiều. Ngoài ra, hệ số nợ của các DNSXNY ít có sự biến động và có xu hướng giảm từ Năm 2010 đến Năm 2015, riêng Năm 2016 thì hệ số nợ có xu hướng tăng lên, từ 48,5% Năm 2015 thì Năm 2016 tăng lên 50,7%.

Hệ số nợ trung bình của DNSX được coi là hệ số an toàn, điều này còn được đảm bảo hơn khi trong cơ cấu nợ phải trả phần lớn là nợ chiếm dụng, các DNSX được sử dụng vốn mà không phải trả lãi, chứng tỏ các DNSX đã tận dụng được nguồn vốn này trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Phần lớn các DNSXNY sử dụng ngày càng nhiều nguồn vốn dài hạn để đáp ứng xu hướng phát triển, làm cơ cấu nguồn vốn dịch chuyển theo hướng ngày càng tăng tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên trong tổng nguồn vốn. Sự điều chỉnh này ở các DNSXNY là hợp lý, đảm bảo tính an toàn, tương thích với các quyết định đầu tư dài hạn như đầu tư TSCĐ, dây chuyền công nghệ, hợp tác liên doanh liên kết, chuyển giao công nghệ đáp ứng yêu cầu mới về phát triển DNSX.

Qua bảng số liệu hệ số nợ theo nhóm ngành cho thấy các DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất, DNSX nhựa và cao su và DNSX khác có hệ số nợ qua các Năm thấp hơn trung bình ngành. Trong đó, DNSX hóa chất có hệ số nợ ngày càng giảm đi. Bên cạnh đó, DNSX thực phẩm, DNSX khoáng chất phi kim, DNSX MM-TB-ĐT lại có hệ số nợ cao so với trung bình ngành, đặc biệt là DNSX khoáng chất phi kim. Tuy nhiên, mặt bằng chung toàn ngành thì hệ số này có thể được xem

là một ngưỡng an toàn. Đặc thù của các DNSX là số lượng DN nhiều, quy mô lớn, VCSH giữ vai trò chủ đạo và là nguồn tài trợ chính, chiếm tỷ trọng trung bình trên 60% so với tổng nguồn vốn. Hệ số vốn chủ sở hữu cao nên hệ số nợ trung bình của nhóm này thấp hơn hệ số trung bình của ngành. Điều này là hợp lý vì các nhóm ngành này có nhiều doanh nghiệp lớn, có tiềm lực mạnh, khả năng sinh lời cao thường giữ lại lợi nhuận tái đầu tư hoặc do được đánh giá tốt, hệ số tín nhiệm cao nên thường được vay lãi suất thấp hơn các DN khác.

Tuy nhiên, cấu trúc vốn theo quan hệ sở hữu có sự khác biệt theo từng doanh nghiệp, quy mô tài sản. Qua bảng 3.5 (Phụ lục 1), nếu xét hệ số nợ theo quy mô DN thì trong giai đoạn 2010-2016, những doanh nghiệp có quy mô nhỏ có hệ số nợ trung bình thấp nhất là 48,17%, tuy nhiên xu hướng hệ số nợ của các DN SX nhỏ ngày càng tăng, chứng tỏ các DNSX nhỏ ngày càng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài thuận lợi hơn so với ban đầu. Các DNSX vừa đang duy trì hệ số cao nhất là 51,7% và tiếp theo là DN lớn, tuy nhiên 2 loại DNSX này lại có hệ số nợ giảm dần qua các Năm.

Nếu xét riêng từng doanh nghiệp thì vẫn có doanh nghiệp có hệ số nợ cao gần 90% cho thấy sự không ổn định trong ngành vì một số đặc thù của từng doanh nghiệp khác nhau. Trong đó điển hình DN có mã cổ phiếu CTT hệ số nợ 90,4%, các MCP NGC, NKG, BLF, CLH, CMX, QNC đều có hệ số nợ trên 80%. Bên cạnh đó, có những MCP có hệ số nợ rất thấp như HTP có hệ số nợ 8%, VTH, MCC đều có hệ số nợ 10%.

Thông thường các khoản vay ngắn hạn sẽ có chi phí sử dụng vốn thấp hơn là các khoản vay dài hạn. Với cùng thời hạn vay, các DNSXNY có mức độ tín nhiệm khác nhau cũng sẽ có mức lãi suất khác nhau. Đối với nguồn vốn vay phải trả lãi, các DNSXNY sử dụng chủ yếu là vay ngắn hạn, thậm chí có các doanh nghiệp sử dụng 100% vốn vay ngắn hạn như các DNSX có mã cổ phiếu: ATA, TAC, KTS, CLC, HAD, GTA, BPC, HTP, APP, VAF, DGL, LAS, PCE, PMC, KKC, VTS và TYA.

Đối với vay ngắn hạn có 3 kênh mà DNSX có thể huy động, đó là vay ngân hàng, vay cá nhân trong nội bộ DNSX và vay tổ chức, cá nhân ngoài DN. Trong đó, vay ngân hàng vẫn là chủ yếu, chiếm tỷ trọng cao nhất, và có xu hướng tăng lên qua các Năm. Ngoài ra, kênh vay từ các tổ chức, cá nhân ngoài (đặc biệt là vay từ bạn đối tác làm ăn của DNSX) cũng chiếm tỷ trọng cao, cũng bởi vì đặc điểm là DNSX.

Đối với vay dài hạn, có 3 kênh để huy động đó là vay ngân hàng, thuê tài chính và phát hành trái phiếu. Trong đó, đối với các DNSXNY chủ yếu là vay tín dụng từ ngân hàng, thậm chí có nhiều doanh nghiệp có nợ ngân hàng 100%.

Tuy nhiên, có thể thấy, đối với các DNSXNY với việc duy trì vốn CSH là do được hỗ trợ đặc lực từ thị trường chứng khoán Việt Nam, tạo điều kiện thuận lợi cho các DNSX phát hành cổ phiếu để tăng vốn chủ, thực hiện điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng hợp lý và kết quả.

#### b. Thực trạng HĐV theo thời hạn sử dụng vốn

Dựa trên tiêu thức này, cấu trúc vốn của doanh nghiệp được chia thành hai nguồn: nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn thường xuyên. Qua bảng 3.6 (Phụ lục 1), nguồn vốn tạm thời là nguồn vốn mà doanh nghiệp được sử dụng cho Hoạt động kinh doanh trong một khoảng thời gian ngắn. Trong lúc đó nguồn vốn thường xuyên có tính chất ổn định, lâu dài mà doanh nghiệp có thể sử dụng. Nhìn vào bảng số liệu trên cho thấy, nếu xét về tính ổn định của các DNSX trong giai đoạn 2010 – 2016, quy mô nguồn vốn tạm thời có xu hướng tăng lên, đặc biệt trong Năm 2016, đồng nghĩa nguồn vốn thường xuyên sẽ giảm xuống. Tỷ suất NVTT trong giai đoạn này bình quân 40,9%, có nghĩa NVTX là 49,1%. Điều này cho thấy do đặc thù của các DN là sản xuất, vốn lưu động cao và quay vòng vốn nhanh, chủ yếu nguồn vốn tạm thời tập trung vào các mối quan hệ tín dụng với bạn hàng. Bên cạnh đó, tỷ suất NVTT ngày càng tăng lên chứng tỏ DN càng bị áp lực thanh toán đối với các nợ ngắn hạn.

Nếu xét theo từng nhóm ngành thì đối với nhóm DNSX thực phẩm là nhóm DN có hệ số NVTT cao nhất và tăng qua các Năm. Đối với nhóm DNSX này chủ yếu là do ảnh hưởng của công ty cổ phần Ntaco (MCP là ATA) Năm 2016 có hệ số NVTT là 281%, vì nợ phải trả tập trung hầu như 100% vào nợ ngắn hạn. Ngoài ra, có tới 20/46 DNSX thực phẩm có hệ số NVTT lớn hơn 50%. Tiếp theo là nhóm DNSX khoáng chất phi kim, tập trung ở những DNSX thép và vật liệu xây dựng. Bên cạnh đó nhóm DNSX nhựa và cao su có hệ số NVTT thấp nhất.

Qua bảng 3.7 (Phụ lục 1), qua phân tích số liệu, đối với các DN lớn có hệ số NVTT thấp hơn nhiều so với trung bình ngành. Trong lúc đó đối với các DN vừa và nhỏ thì lại cao hơn so với trung bình ngành.

Xét trên phạm vi toàn ngành, các DNSXNY có hệ số nợ ở mức đảm bảo an toàn, hợp lý. Đa số các DNSXNY có cơ cấu vốn thiên về vốn chủ sở hữu, nợ chiếm dụng và nợ tín dụng chiếm tỷ trọng nhỏ. Tuy nhiên về cơ cấu nguồn vốn và theo chiều hướng biến động cơ cấu nguồn vốn có sự khác nhau giữa các nhóm ngành, đòi hỏi bản thân các DNSX cần nỗ lực điều chỉnh theo hướng phù hợp.

Qua phân tích các nguồn tài trợ hay các kênh huy động, ta thấy nỗ lực huy động của các DNSXNY được đánh giá cao, tiết kiệm được chi phí HĐV và đáp ứng nhu cầu vốn kịp thời cho Hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, các DNSXNY chưa đa dạng hóa các hình thức HĐV, mới tập trung ở vốn chủ sở hữu và vay tín dụng ngân

hàng. Còn việc thuê tài chính hay phát hành trái phiếu vẫn còn bỏ ngõ, chỉ một số doanh nghiệp ứng dụng và mang tính thí điểm.

### 3.1.2.3. Thực trạng quản trị đầu tư, sử dụng vốn

#### a. Thực trạng quản trị đầu tư, sử dụng vốn ngắn hạn

Xét về tỷ trọng của tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam cho thấy TSNH chiếm tỷ trọng cao, trung bình 62,8%. Điều này cho thấy với đặc thù ngành nghề nên việc tài sản hình thành trên hàng hóa, khoản phải thu là điều hợp lý.

DN đã chú trọng đến việc phân bổ vốn cho từng loại theo tỷ lệ thích hợp, nhằm tối đa hóa quá trình sử dụng vốn. Việc lập kế hoạch đảm bảo VLD cho hoạt động của DN được thực hiện hàng năm nên tránh được sự bất hợp lý trong huy động và sử dụng vốn cũng như đảm bảo quá trình SXKD được tiến hành bình thường, tránh lãng phí vốn trong từng khâu kinh doanh. Trong công tác lập kế hoạch vốn bằng tiền, nhiều DN đã chú trọng đến tính thanh khoản cao của loại vốn này để có kế hoạch tồn quỹ tiền mặt hợp lý nhằm tránh ứ đọng hoặc thiếu vốn khi cần thanh toán nhanh. Trong công tác lập kế hoạch dự trữ NVL, căn cứ vào tình hình thực tế, nhiều DN đã lựa chọn phương án dự trữ tối ưu hoặc mua NVL chuyển thẳng đến chân công trình thi công nên tiết kiệm được chi phí kho tàng. Mỗi DN có quy trình quản trị khác nhau nhưng mục tiêu cuối cùng của quản trị VLD đều là nâng cao được hiệu suất, hiệu quả của việc huy động, khai thác và sử dụng vốn trong hoạt động kinh doanh. Điều này góp phần làm gia tăng hiệu quả tài chính.

#### b. Thực trạng quản trị vốn bằng tiền

Đó với các DNSX nói chung và DNSXNY nói riêng thì công tác quản trị vốn bằng tiền hầu như giao cho bộ phận tài chính – kế toán phụ trách, phối hợp với phòng kế hoạch. Quy trình quản trị vốn bằng tiền có thể phác họa theo các nội dung sau:

##### - Dự báo DT

Dòng tiền tác động trực tiếp tới tính thanh khoản của doanh nghiệp, lập kế hoạch DT thường được các doanh nghiệp thực hiện trong ngắn hạn. Các DNSXNY thường dự báo định kỳ hàng năm. Các kế hoạch dòng tiền thường được lập vào năm trước, dựa trên tình hình quá khứ, hiện tại để xem xét cho năm tới. Hầu như các DNSX dự báo trên các phần mềm ứng dụng như excel để từ đó xây dựng lên bản kế hoạch đầy đủ về DT. Nhìn chung, các DNSXNY dự báo theo hai phương pháp là phương pháp theo tỷ lệ phần trăm theo doanh thu và theo kế hoạch DT.

##### - Triển khai lập kế hoạch ngân quỹ tối ưu

Qua một số kết quả nghiên cứu và điều tra thì thấy các DNSX thường xác định mức dự trữ tiền dựa trên số liệu thống kê nhu cầu chi tiêu trong từng giai đoạn

và dựa vào kinh nghiệm Quản lý để xác định mức tồn quỹ tiền, không có DN nào sử dụng một mô hình lý thuyết cụ thể, ví dụ như mô hình Baumol hay Miller-Orr để xác định mức dự trữ tiền tối ưu. Tuy nhiên, hầu hết DN đều có một số các hoạt động nhất định phục vụ cho mục đích quản trị DT cũng như trong việc xác định mức dự trữ tiền. Song, yếu tố kinh nghiệm vẫn giữ vai trò chủ đạo trong việc xác định mức dự trữ tiền. Thông thường, KTT hoặc GĐTC ở các công ty dựa vào kế hoạch DT ngắn hạn và nhu cầu chi tiêu của các kỳ trước, kết hợp với kinh nghiệm Quản lý của bản thân để đưa ra mức dự trữ tiền cho phù hợp. Việc Quản lý tiền tồn trữ của DN chủ yếu liên quan tới Quản lý các khoản tiền mặt tại kết và tiền gửi tại ngân hàng nhằm đáp ứng các nhu cầu thanh toán phát sinh thường xuyên, đồng thời phục vụ cho việc dự phòng trong trường hợp có những thay đổi bất ngờ hoặc sự cố trong quá trình hoạt động. Theo kết quả khảo sát, lượng tiền mặt tồn trữ tại các DN này chủ yếu tồn tại dưới các dạng sau: tiền mặt tại kết, tiền gửi không kỳ hạn tại ngân hàng và các khoản tương đương tiền như kỳ phiếu ngân hàng, tín phiếu kho bạc,... có thời gian đáo hạn không quá ba tháng kể từ ngày mua, các khoản tiền gửi tiết kiệm tại ngân hàng dưới ba tháng,... Đại bộ phận các doanh nghiệp có quy định cụ thể trong từng giai đoạn về số tiền tối thiểu phải duy trì tại kết và tại tài khoản ngân hàng, nhằm đảm bảo khả năng thanh toán trong ngắn hạn. Định kỳ hàng tháng, kế toán phải lập báo cáo tiền mặt tồn trữ, tình hình các khoản đầu tư và khoản vay ngắn hạn.

Hầu hết DNSXNY chưa áp dụng mô hình cụ thể nào vào quản trị DT. Các doanh nghiệp cũng đã triển khai một số hoạt động nhất định nhằm quản trị DT song thực sự chưa chuyên nghiệp nên hiệu quả còn thấp. Thông thường, KTT hoặc GĐTC xác định mức tồn quỹ tối thiểu dựa trên kinh nghiệm quản trị và kế hoạch DT ngắn hạn. Các nhà quản lý này thường dựa trên kinh nghiệm cá nhân của mình để dự báo. Trong đó, số tiền quỹ thường hình thành dưới hai dạng cơ bản là tiền mặt tại kết doanh nghiệp và TGTT không kỳ hạn tại NHTM. Theo đặc thù sản xuất kinh doanh, sản phẩm tiêu thụ của các DNSXNY thường thông qua các đại lý, siêu thị hoặc xuất khẩu nên về cơ bản, giá trị thường khá lớn. Do vậy, hoạt động thanh toán không dùng tiền mặt qua các NHTM thường xuyên xảy ra, đặc biệt trong hoạt động xuất khẩu. Đối với DT ra, DN cũng thực hiện theo hai kênh tiền mặt hoặc không dùng tiền mặt.

Số lượng DNSXNY có tỷ trọng tiền mặt so với tiền và các khoản TĐT lớn hơn 50% là 127 doanh nghiệp, chiếm tỷ trọng 65%, trong đó có những doanh nghiệp có tỷ lệ này tới 100% (số lượng doanh nghiệp này là 10 doanh nghiệp). Như vậy, các DNSXNY luôn duy trì lượng tiền mặt khá lớn. Mặc dù vậy, cũng có

hiều DNSX lại ưu tiên sử dụng khoản tương đương tiền là chủ yếu, có 69 DNSX có tỷ trọng tương đương tiền lớn hơn 50%.

Qua bảng 3.10 (phụ lục 1), theo kết quả phân tích của 207 DNSXNY thì cho thấy tỷ lệ tiền mặt dao động từ trong khoảng 9,6%. Trong giai đoạn 2010 đến 2016 có sự biến động. Nếu Năm 2010 tỷ lệ tiền mặt chỉ có 9,2% thì đến Năm 2015 tăng lên 10,3% và hiện tại Năm 2016 giảm còn 9%. Nhưng xét theo từng nhóm DNSX, thì nhóm DNSX KCPK là nhóm ngành có tỷ lệ tiền mặt thấp nhất, trung bình chỉ 6,9%, SX MM-TB-ĐT 8,2%, nhóm DNSX khác 6,6%. Nhưng bên cạnh đó, các nhóm ngành có tỷ lệ KPT cao hơn nhiều là nhóm DNSX hóa chất 14,3% và DNSX thực phẩm 11,5%.

Qua bảng 3.11 (phụ lục 1), xét tỷ lệ tiền mặt theo quy mô DN thì những DNSX lớn có tỷ lệ tiền mặt cao nhất với trung bình là 10,5%, tiếp đến DNSX vừa với tỷ lệ tiền mặt trung bình 10,1% và thấp nhất là DNSX nhỏ với tỷ lệ 9,1%.

Mức tồn quỹ tối ưu và tối đa không được xác định thành mục tiêu cụ thể, song với kinh nghiệm Quản lý, KTT các DNSXNY có thể nhận diện các tình huống dư thừa tiền tạm thời để áp dụng các biện pháp xử lý thích hợp. Nhìn chung, do nhu cầu chi tiêu thường xuyên phát sinh lớn hơn nguồn thu của doanh nghiệp nên cán bộ Quản lý chủ yếu tập trung điều tiết DT để đảm bảo duy trì số dư ngân quỹ tối thiểu, đảm bảo khả năng thanh toán trong ngắn hạn.

- Theo dõi, duy trì ngân quỹ tối ưu

**Tuy đa phần** DNSXNY chưa xác định tồn quỹ tối ưu, song nhà QTTC (GDTC, KTT) thường xuyên theo dõi cân đối ngân quỹ (cân đối giữa DT vào và DT ra). Sự cân đối ngân quỹ đã hình thành nên các trạng thái ngân quỹ như thặng dư, thâm hụt hoặc vừa đủ (ngân quỹ bằng 0). Các DNSXNY đã xử lý trạng thái ngân quỹ để đảm bảo khả năng thanh toán, cụ thể:

+ Chính sách đầu tư: **Khi nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi, tức là ngân quỹ thặng dư, các DNSXNY sẽ đưa ra các chính sách sử dụng ngân quỹ này trong các hoạt động đầu tư để** nhằm tăng lợi nhuận kỳ vọng thay vì để tiền nhàn rỗi, mức sinh lời thấp.

+ Chính sách tài trợ: **Khi thiếu hụt nguồn vốn, tức là DN bị thâm hụt ngân quỹ, DT vào nhỏ hơn DT ra, DN sẽ tìm kiếm nguồn tài trợ cho sự thiếu hụt này.** Chính sách được hầu hết các DNSXNY ưu tiên là tự tài trợ.

+ Chính sách thanh toán: **Nếu ngân quỹ trong trạng thái thặng dư, thì DN sẽ sử dụng chính sách thanh toán sẽ linh hoạt hơn, DN có thể ưu tiên cho phép** khách hàng mua trả chậm giá trị lớn hơn, gia hạn cho những khoản nợ cũ, trả nợ trước hạn, thậm chí ứng trước tiền cho nhà cung cấp, đầu tư thêm vào hàng tồn kho... Với chính sách thanh toán linh hoạt như vậy, DNSX đảm bảo được khả năng thanh toán,



tăng cơ hội kinh doanh từ đó gia tăng lợi nhuận trong tương lai. Khi ngân quỹ **trong trạng thái** bị thiếu hụt, DNSX thực hiện chính sách thanh toán thắt chặt hơn, DNSX tăng cường thu hồi công nợ, giảm giá trị bán chịu, giảm đầu tư vào hàng tồn kho và trì hoãn các khoản phải trả. Với chính sách thắt chặt như vậy, DT của DNSX được tăng cường và khả năng thanh toán được đảm bảo.

Qua bảng 3.12 (phụ lục 1), khả năng thanh toán tức thời trung bình ngành được duy trì ở mức 0.44 lần. Qua các Năm có sự biến động và theo xu hướng giảm dần, từ Năm 2010 có KNTT tức thời 0,7 nhưng đến Năm 2016 giảm xuống còn 0,34. So với trung bình các ngành khác con số này tương đối nằm trong khoảng an toàn, thậm chí cao hơn nhiều so với các ngành khác. Điều này cho thấy các DNSXNY có tiềm lực tài chính khá ổn định. Tuy nhiên, Trong đó, DNSX thực phẩm, DNSX nhựa và cao su, đặc biệt là DNSX hóa chất đều có khả năng thanh toán tức thời cao hơn so với trung bình ngành bởi vì những DN này đều có tỷ lệ tiền mặt cao so với toàn ngành. Bên cạnh đó vì tỷ lệ tiền mặt thấp nên nhóm DNSX khoáng chất phi kim, DNSX MM-TB-ĐT, DnSX khác và DnSX sợi vải thì chỉ tiêu này còn thấp. Có rất ít doanh nghiệp có số tiền mặt và các khoản tương đương tiền đủ để đáp ứng toàn bộ các khoản nợ ngắn hạn, do đó chỉ số thanh toán tiền mặt rất ít khi lớn hơn hay bằng 1. Điều này cho thấy các DNSXNY có tiềm lực tài chính khá vững chắc. Mặt khác, đặc thù của các doanh nghiệp này là sản xuất, nên TSNH chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, hàng hóa nhiều và đặc biệt luôn tồn tại các mối quan hệ tín dụng để duy trì mối quan hệ trong kinh doanh.

Nếu phân tích KNTT tức thời theo quy mô thì các DNSX lớn có KNTT tức thời cao nhất cũng chính vì tỷ lệ tiền mặt của các DN này khá cao. Tuy nhiên, đối với các DNSX vừa có tỷ lệ tiền mặt cao nhưng KNTT tức thời lại thấp hơn so với các DNSX nhỏ.

#### c. Thực trạng quản trị khoản phải thu

Với đặc thù của các DNSXNY là chuyên sản xuất nên tín dụng TM là một điều tất yếu. Các khoản phải thu là điều tất yếu đối với các DNSX. Chính vì vậy, KTP luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản của các DNSX này. Những điều này đòi hỏi, các DNSX phải có bộ phận chuyên quản lý và theo dõi công nợ. Các đối tượng khách hàng và thời gian đáo hạn sẽ được theo dõi riêng và chặt chẽ. Mặc dù vậy, tình trạng nợ xấu thời gian gần đây của các DNSX này có xu hướng tăng lên. Nguyên nhân chính là tình trạng suy thoái kinh tế. Nền kinh tế Việt Nam và thế giới đang trải qua giai đoạn suy thoái trong chu kỳ kinh tế. Cho đến thời điểm hiện nay, sự suy thoái này đang có dấu hiệu được hồi phục nhưng chưa thực sự rõ nét.

Trong các DNSXNY, quản trị khoản phải thu được giao cho bộ phận kế toán giám sát thu hồi khoản nợ phải thu

- Thỏa thuận hình thức thanh toán: Trong quá trình bán hàng, nhà quản trị phải xác định giá dự toán. Mức giá này đảm bảo bù đắp chi phí bỏ ra và một phần lợi nhuận cho doanh nghiệp. Vấn đề quan trọng là mức giá này thấp để có thể cạnh tranh với những doanh nghiệp khác. Sau đó, nhà quản trị dự báo DT trong kỳ, từ đó đề xuất phương thức thanh toán với người mua.

Tùy thuộc vào giá trị lô hàng bán, đối tượng khách hàng, nhà quản trị tính toán tỷ lệ thanh toán ngay tại thời điểm giao hàng phù hợp, phần còn lại được thanh toán ở các kỳ tiếp theo hoặc lần mua hàng tiếp theo.

Để đảm bảo quyền lợi cho doanh nghiệp, nhà quản trị cần tính toán tỷ lệ chiết khấu đối với số tiền khách hàng còn chịu tùy thuộc vào thời gian nợ, uy tín của khách hàng, lãi suất ngân hàng tại thời điểm phát sinh khoản nợ.

- Theo dõi, thu hồi công nợ

Đối với các DNSXNY, nợ phải thu chiếm tỷ lệ bình quân gần 14% giá trị tổng tài sản trong doanh nghiệp, trong đó nợ phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất cao.

Qua bảng 3.14 (phụ lục 1), theo kết quả nghiên cứu số liệu thu thập về thực trạng quản trị khoản phải thu của các DNSXNY, tỷ lệ KPT trên tổng tài sản ổn định bình quân qua các Năm là 21,8%. Trong giai đoạn 2010 đến 2016 có sự tăng nhẹ. Nếu Năm 2010 tỷ lệ KPT chỉ có 20,3% thì đến Năm 2016 tăng lên 24,2%. Nhưng xét theo từng nhóm ngành, có những nhóm DN có tỷ lệ KPT dao động gần với trung bình ngành, thậm chí thấp hơn nhiều. Cụ thể nhóm DNSX thực phẩm tỷ lệ KPT trung bình chỉ 20,3%, DNSX sợi vải 13,9%, nhóm DNSX KCPK và DNSX hóa chất 18,8%. Nhưng bên cạnh đó, các nhóm ngành còn lại có tỷ lệ KPT cao hơn nhiều và có xu hướng tăng lên, đó là nhóm DNSX giấy có tỷ lệ KPT trung bình 32,3%, con số này rất cao so với tình hình chung, đặc biệt qua các Năm tỷ lệ KPT của nhóm ngành này càng gia tăng thêm, nhóm DNSX MM-TB-ĐT có tỷ lệ KPT trung bình là 28,8%. Tỷ lệ khoản phải thu cao ảnh hưởng tiêu cực đến DT và sự luân chuyển vốn doanh nghiệp.

Qua bảng 3.14 (phụ lục 1), tỷ lệ khoản phải thu đối với các DNSX nhỏ có tỷ lệ cao nhất, trung bình qua các Năm tới 23,5%, trong khi đó các DNSX lớn lại có tỷ lệ thấp, trung bình chỉ có 16,8%. Điều này cho thấy, các DNSX càng nhỏ thì tỷ lệ KPT càng cao để tồn tại trên thị trường, cần giữ các mối quan hệ với khách hàng qua chính sách tín dụng nới lỏng. Trong khi đó, đối với các DNSX lớn thì các DN này có một vị thế vững chắc nên có thể thắt chặt chính sách tín dụng hơn.

Đối với các DNSX niêm yết, các nhà quản trị tài chính đã tích cực đưa ra các **chính sách** nhằm tăng kết quả thu hồi khoản phải thu. Tuy nhiên, tốc độ thu hồi các khoản nợ còn phụ thuộc nhiều yếu tố.

**Chính sách tín dụng:** Trong chính sách về tín dụng sẽ quy định thời gian thu hồi, thời gian đáo hạn, phương thức thu hồi...Ngoài ra, mỗi doanh nghiệp có chính sách tín dụng khác nhau.

Vì đặc thù lĩnh vực kinh doanh của mình, chấp nhận tồn tại khoản phải thu là điều tất yếu để duy trì mối quan hệ làm ăn. Với môi trường kinh doanh thuận lợi, thông thường DNSX lựa chọn thời gian thu hồi khoản phải thu khoảng 30 ngày. Tuy nhiên, với tình hình khó khăn như hiện nay, thời gian thu hồi nợ tăng lên. Vì vậy, các doanh nghiệp phải thay đổi chính sách tín dụng TM nhằm giảm lượng hàng tồn kho. Thời gian thu hồi nợ phải thu đã tăng với hầu hết các doanh nghiệp

**Hóa đơn trong thanh toán:** Trong nội dung này, việc phát hành và kiểm tra chặt chẽ hóa đơn là khâu quan trọng trong quá trình thanh toán được diễn ra. Khi khách hàng chấp nhận thanh toán, thì các DNSXNY sẽ phát hành hóa đơn, nhân viên phụ trách thực hiện đối chiếu giữa đơn đặt hàng và hóa đơn để tránh nhầm lẫn trong quá trình chuyển hóa đơn cho khách hàng. Tuy nhiên, với thực trạng hiện nay của các DNSX, các công việc như: phát hành hóa đơn; kiểm soát; theo dõi, đối chiếu hóa đơn đang được thực hiện thủ công và chưa được hỗ trợ của phần mềm ứng dụng. Chưa có một sự chuyên nghiệp có hệ thống trong việc theo dõi số hóa đơn lỗi, hay thời gian phát hành hóa đơn cũng như thời gian chuyển hóa đơn tới khách hàng.

**Quản trị khoản phải thu:** Để duy trì mối quan hệ với đối tác kinh doanh, thì tín dụng TM là một điều không thể tránh khỏi đối với các DNSXNY. Vì vậy, để tránh rủi ro thì việc theo dõi KPT được các doanh nghiệp phải được tiến hành thường xuyên theo dõi để tránh các khoản nợ xấu quá hạn, không thể đòi được. Trong trường hợp cần thiết doanh nghiệp đưa ra các quyết định thu hồi khoản phải thu. Các DNSXNY thường phân công nhân viên kế toán chuyên theo dõi khoản phải thu này, để quản lý khoản phải thu, các DNSX có phần mềm theo dõi để thay cho . Vì vậy, quản trị khoản phải thu có thể thực hiện trên phần mềm định sẵn hoặc do chính DN đó tự thiết kế trên excel gồm xác định công nợ, theo dõi và đôn đốc thu hồi nợ đến hạn hay quá hạn. Các DNSXNY là ngành có thị trường tiêu thụ đa dạng và phong phú, bao gồm khách hàng trong nước và nước ngoài. Với khách hàng nội địa, doanh nghiệp thực hiện bằng cách gửi văn bản, gửi thư điện tử, gọi điện thoại, gặp trực tiếp và xấu nhất là khởi kiện. Còn đối với khách hàng nước

ngoài, doanh nghiệp thực hiện các biện pháp như đối với khách hàng trong nước. Tuy nhiên, việc gặp trực tiếp được các doanh nghiệp cân nhắc, so sánh giữa chi phí và số công nợ thu hồi được.

**Chiết khấu thanh toán:** Để duy trì khách hàng, DN có thể cho khách hàng trả chậm, đổi lại các doanh nghiệp mua bán trả chậm thường phải chấp nhận giá cao hơn so với giá trả tiền ngay. Khoản chênh lệch giữa giá trả chậm so với trả ngay được hiểu là lãi tín dụng thương mại. Doanh nghiệp bán cấp tín dụng, sẵn sàng cho khách hàng sử dụng vốn thông qua giá trị hàng hóa bán chịu trong khoảng thời gian nhất định. Việc bán chịu này sẽ làm giảm DT vào của doanh nghiệp.

**Quản lý chi phí tài chính:** Các DNSXNY với đặc thù kinh doanh là sản xuất và xuất khẩu ra nước ngoài. Đồng ngoại tệ chính sử dụng là USD. Vì vậy, DN thường gặp phải biến động tỷ giá. Chính vì vậy, các DN thường đánh giá chênh lệch tỷ giá và phản ánh lãi lỗ.

#### ***Đánh giá hiệu quả công tác thu nợ tại các DNSXNY***

Công tác Quản lý và thu nợ tại các doanh nghiệp có phần sụt giảm qua các Năm. Điều này thể hiện thông qua vòng quay các khoản phải thu giảm dần

Qua bảng 3.16 (phụ lục 1), trong giai đoạn 2010-2016, tốc độ quay vòng KPT của các DNSXNY có biến động giảm đi, nếu Năm 2010 KPT quay được 12,24 vòng thì đến Năm 2016 chỉ còn 10,58 vòng, cho thấy nợ khó đòi có xu hướng tăng mạnh, công tác thu hồi công nợ gặp nhiều khó khăn. Một trong những nguyên nhân dẫn đến tình trạng này là do nền kinh tế vĩ mô gặp nhiều khó khăn khiến các DNSXNY, nhất là các DNSX có mã cổ phiếu như DQC, SPM, VNH, KHL, CCM, FCM đều có vòng quay chỉ 1-2 vòng. Trong khi đó các DNSX như CAP, PNJ, VAF, DCM, PCE hay TAC đều có vòng quay KPT trên 50 vòng.

Xét cụ thể từng nhóm ngành, số vòng quay KPT cũng có sự phân biệt rõ rệt. Các DNSX hóa chất và DNSX KCPK vẫn là nhóm ngành có số vòng quay KPT cao nhất và có xu hướng tăng, trung bình lần lượt là 14,93 vòng và 14,07 vòng. Bên cạnh đó có nhóm DNSX giấy và DNSX MM-TB-ĐT lại có số vòng quay thấp nhất, lần lượt là 7,13 vòng và 8,18 vòng, không những thế xu hướng qua các Năm giảm mạnh. Cụ thể đối với nhóm DNSX giấy Năm 2010 đạt 8,95 vòng nhưng đến Năm 2016 chỉ còn 6,81 vòng. Nhóm DNSX MM-TB-ĐT Năm 2010 đạt 7,32 vòng nhưng đến Năm 2016 chỉ còn 6,28 vòng.

Tỷ lệ khoản phải thu đối với các DNSX nhỏ có tỷ lệ cao nhất nhưng lại có số vòng quay KPT thấp nhất, trung bình qua các Năm chỉ có 10,03 vòng. Trong khi đó

các DNSX lớn có tỷ lệ thấp nhưng lại có số vòng quay KPT cao nhất, trung bình đạt 16,39 vòng. Điều này cho thấy, các DNSX nhỏ quản trị KPT không hiệu quả bằng các DNSX lớn.

Do việc quản lý DT và khoản phải thu khách hàng có mối quan hệ mật thiết với nhau nên việc đầu tư, quản lý tài sản này cũng được phân công cho phòng Tài chính – Kế toán. Trưởng phòng TCKT có nhiệm vụ xác định mức cấp tín dụng cho từng khách hàng. Căn cứ để cấp tín dụng là dựa vào mối quan hệ của từng khách hàng cụ thể mà không có tiêu chuẩn áp dụng chung. Việc đôn đốc và theo dõi, đòi nợ được giao cho các nhân viên kế toán chuyên theo dõi các KPT. Vì vậy, công nợ của doanh nghiệp được theo dõi bằng phần mềm kế toán KPT do doanh nghiệp tự thiết kế trên excel. Trong đó, công nợ được sắp xếp chi tiết từng khoản mục phát sinh theo tuổi nợ và theo khách hàng. Việc đối chiếu công nợ thường được thực hiện thường xuyên định kỳ theo tháng, quý và kết thúc Năm. Đặc biệt, thời điểm kết thúc năm tài khóa, công nợ được đối chiếu độc lập thông qua yêu cầu xác nhận công nợ của kiểm toán viên. Tuy nhiên, việc đòi nợ của DNSXNY còn mang tính hình thức. Đối với các khoản thu từ hoạt động xuất khẩu được khách hàng nước ngoài thanh toán đúng hạn. Còn đối với khoản thu từ khách hàng trong nước, được nhân viên kế toán đòi nợ theo định kỳ tháng, quý, Năm chứ không phải tuổi nợ. Để đòi nợ, DNSXNY chủ yếu thực hiện bằng gửi văn bản, gửi thư điện tử hoặc gọi điện thoại mà ít thực hiện bằng cách gặp mặt trực tiếp. Đặc biệt, trong giai đoạn khó khăn hiện nay việc trì hoãn nợ của khách hàng là không tránh khỏi, nhưng các DNSX chưa tìm hiểu kỹ các nguyên nhân là do khách hàng có tình hay do khách hàng khó khăn thực sự để có hướng giải quyết.

#### d. Thực trạng quản trị hàng tồn kho

Trên thực tế, HĐKD của các doanh nghiệp trong lĩnh vực này có những đặc thù. Thị trường tiêu thụ bao gồm thị trường nội địa và xuất khẩu. Việc tiêu thụ này chịu tác động rất lớn từ những nhân tố khác quan. Với xu thế hội nhập phát triển và có sự hỗ trợ lớn của Chính phủ, song vì trong bối cảnh của nền kinh tế thế giới gặp khủng hoảng và Việt Nam cũng không thể tránh khỏi những hệ lụy. Vì vậy, hoạt động của các doanh nghiệp này chịu nhiều tác động. Thị trường tiêu thụ ngày càng khó tính hơn, nhu cầu tiêu dùng của thị trường giảm.

Qua bảng 3.18 (phụ lục 1), theo kết quả nghiên cứu số liệu thu thập về thực trạng quản trị hàng tồn kho của các DNSXNY, tỷ lệ HTK trên tổng tài sản qua giai đoạn 2010-2016 với bình quân qua các Năm là 26,2%. Trong giai đoạn 2010 đến 2016 có sự biến động theo chiều hướng giảm. Nếu Năm 2010 tỷ lệ HTK chiếm 26,2% thì đến Năm 2016 chỉ còn 24,6%. Nhưng xét theo từng nhóm ngành, Nhóm DNSX có tỷ lệ HTK thấp hơn so với trung bình có nhóm DNSX giấy có tỷ lệ KPT trung bình chỉ

16,8%, SX sợi vải 21,9%, nhóm DNSX khoáng phi kim từ 24,8%. Nhưng bên cạnh đó, các nhóm ngành còn lại có tỷ lệ KPT cao hơn nhiều và có xu hướng tăng lên, đó là nhóm DNSX MM-TB-ĐT có tỷ lệ HTK bình quân là 29,2%, DNSX hóa chất có tỷ lệ HTK 28,3%, hay nhóm DNSX thực phẩm chiếm 28,8%. Nguyên nhân dẫn tới tình trạng này là thị trường tiêu thụ của các ngành này chủ yếu là Châu Âu và Mỹ. Hai thị trường này đang trải qua giai đoạn phục hồi nên tiêu dùng của người dân thắt chặt.

Trong số các DNSXNY có tỷ lệ HTK thấp có các doanh nghiệp có mã cổ phiếu như TET, DCM, MSN, KSK, NPS. Những DNSX có tỷ lệ HTTK cao nhất là những DN có mã cổ phiếu như NFC, ITQ, CMY, APP, TTF, DTL.

Qua bảng 3.19 (phụ lục 1), tỷ lệ hàng tồn kho đối với các DNSX vừa có tỷ lệ cao nhất, trung bình qua các Năm tới 28,7%, trong khi đó các DNSX lớn lại có tỷ lệ thấp, trung bình chỉ có 22,1%. Các DNSX nhỏ có tỷ lệ HTK bình quân 26,3%, bên cạnh đó lại có xu hướng giảm qua các Năm.

Qua bảng 3.20 (phụ lục 1), vòng quay hàng tồn kho của bộ phận DNSXNY trên TTCK Việt Nam cho thấy tương đối rõ ràng về khả năng kinh doanh của bộ phận này. Số vòng quay hàng tồn kho bình quân của các DNSXNY biến động qua các Năm, trung bình đạt 7,0 vòng, tăng liên tục qua giai đoạn 2010-2016. Năm 2010 có số vòng quay 6,1 nhưng đến Năm 2016 tăng lên 8,2 vòng. Mặc dù giai đoạn này có tương đối nhiều biến động về tình hình kinh tế vĩ mô tuy nhiên việc luân chuyển hàng hóa trong hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn được đảm bảo. Điều này cho thấy, số ngày tồn kho bình quân tương đối ổn định, việc kinh doanh và sản xuất luôn được bộ phận doanh nghiệp này chú trọng và đạt được những kết quả nhất định. Điều này dễ hiểu bởi vì đại đa số các DNSX đều là những doanh nghiệp phát triển nên từ nền tảng truyền thống và dày dặn kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh. Mặt khác, việc tập trung hoạt động Quản lý của chính những người lãnh đạo doanh nghiệp (thông thường cũng là chủ doanh nghiệp) trong hoạt động thường nhật của doanh nghiệp cũng giúp cho bộ phận này được phát triển chuyên sâu và thống nhất trong phương châm cũng như chiến lược hoạt động. Việc luân chuyển hàng hóa khá nhanh cho thấy mức độ chất lượng và ổn định trong cơ cấu đầu vào và đầu ra của doanh nghiệp. Cho dù có thể nói là trong giai đoạn này, nền kinh tế Việt Nam cơ bản có 2 kỳ biến động xấu vẫn không ảnh hưởng lớn đến việc xoay vòng hàng tồn kho trong doanh nghiệp. Cho dù số ngày tồn kho bình quân không cho thấy được mức độ về lượng kinh doanh của bộ phận doanh nghiệp này, nhưng có thể thấy được tính am hiểu thị trường kinh doanh và ứng phó với những thay đổi của môi trường kinh tế nhằm đảm bảo

được tính bền vững trong chu kỳ kinh doanh của bộ phận doanh nghiệp này là khá tốt.

Xét theo từng nhóm ngành thì cho thấy đặc thù ngành chi phối lớn đến số vòng quay hàng tồn kho của các DNSX. Các nhóm DNSX giấy, SX sợi vải và SX khoáng chất phi kim là những nhóm ngành có tốc độ quay vòng hàng tồn kho nhanh. Tuy nhiên, tốc độ quay vòng HTK của nhóm DNSX hóa chất nhìn chung có xu hướng giảm, Năm 2010 là 7,5 vòng nhưng đến Năm 2016 chỉ còn 6,5 vòng, còn SX khoáng chất phi kim có tình hình khả quan hơn Năm 2010 đạt 6,2 vòng nhưng đến Năm 2016 tăng lên 7,1 vòng, DNSX sợi vải Năm 2010 đạt 5 vòng nhưng đến Năm 2016 tăng đến 20,6 vòng và Năm 2016 vòng quay đạt tới 42,1 vòng.

Bên cạnh đó, các DNSX khác, SX MM-TB-ĐT, SX thực phẩm lại có số vòng quay HTK khá thấp. Mặt khác, một số nhóm ngành số vòng quay HTK rất chậm và có biến động giảm, đó là nhóm DNSX nhựa và cao su Năm 2010 có số vòng quay là 7,8 nhưng đến Năm 2016 chỉ còn 4,9 vòng, SX thực phẩm Năm 2010 đạt 6,3 vòng nhưng Năm 2015 chỉ còn 5,2 vòng...

Các DNSXNY có số vòng quay HTK cao điển hình như các DN có mã cổ phiếu KSK, PDB, LIX, TET, PCE, HCC. Nhưng cũng có những DN có số vòng quay quá thấp như KHL, TS4, VNH, ATA, ITF, LAS...

Qua bảng 3.21 (phụ lục 1), tỷ lệ hàng tồn kho đối với các DNSX vừa có tỷ lệ HTK cao nhất nhưng số vòng quay lại thấp nhất, trung bình qua các Năm đạt 4,6 vòng, trong khi đó các DNSX nhỏ có tỷ lệ HTK bình quân vừa phải thì lại có số vòng quay rất cao, trung bình đạt 8,3 vòng. Điều này cho thấy, các DNSX nhỏ Quản lý HTK rất hiệu quả trong nền kinh tế biến động thời gian qua.

Hàng tồn kho của các DNSXNY chủ yếu là nguyên phụ liệu và thành phẩm. Đối với nguyên phụ liệu, các DN dự trữ nhiều là do phụ thuộc vào nguồn cung từ nhà cung cấp nước ngoài mà không có điều kiện áp dụng bất kỳ mô hình dự trữ hàng tồn kho hiện đại như EOQ hay JIT. Đối với thành phẩm tồn kho, đang là thách thức đối với các doanh nghiệp, tuy nhiên tình trạng HTK tăng chủ yếu là do ảnh hưởng bởi sự suy giảm kinh tế nói chung và sự suy giảm lượng cầu nói riêng. Điều này làm cho tốc độ quay vòng HTK chậm đi rõ rệt.

e. Thực trạng quản trị khoản phải trả

Qua bảng 3.22 (phụ lục 1), khoản phải trả của các DNSXNY trên TTCK Việt nam giai đoạn 2015-2016 trung bình chiếm 20,2% so với nợ ngắn hạn. Nhìn chung, khả năng chiếm dụng vốn của các DNSXNY không cao. Trong đó cao nhất

là các DNSX thực phẩm, DSX KCPK và DNSX MM-TB-ĐT. Còn lại thấp nhất là DNSX giấy và DNSX nhựa và cao su.

### 3.2.3.6. Thực trạng quản trị vốn cố định

Qua bảng 3.23 (phụ lục 1), đặc thù của các DNSXNY là sản xuất nên tỷ lệ TSCĐ trong tổng tài sản chiếm tỷ lệ không nhỏ, bình quân toàn ngành là 29,3%. Tuy nhiên qua các Năm lại có xu hướng giảm dần. Năm 2010 có tỷ lệ 31,2% nhưng đến Năm 2016 chỉ còn 25,7%. Trong đó nhóm ngành có tỷ lệ cao nhất là DNSX khoáng chất phi kim (37,8%), SX sợi vải (35,8%), SX nhựa và cao su (33,7%). Trong lúc đó một số nhóm ngành ít chú trọng đầu tư TSCĐ nên tỷ lệ TSCĐ trong tổng TSCĐ rất thấp so với bình quân ngành, đó là các nhóm DNSX MM-TB-ĐT chỉ có 22%, SX thực phẩm 25,1%...

Qua bảng 3.24 (phụ lục 1), tỷ lệ hàng tồn kho đối với các DNSX lớn có tỷ lệ cao nhất, trung bình qua các Năm tới 34,1%, trong khi đó các DNSX vừa lại có tỷ lệ thấp, trung bình chỉ có 26%. Các DNSX nhỏ có tỷ lệ HTK bình quân 29,3%. Chứng tỏ các DNSX có quy mô lớn thường đầu tư mở rộng quy mô hơn những DNSX vừa và nhỏ.

Bên cạnh đó, Các DNSXNY có tỷ trọng TSCĐ cao điển hình như các DN có mã cổ phiếu CLH, HT1, BTS, BCC, DCM, SCJ. Nhưng cũng có những DN có tỷ trọng TSCĐ thấp như ASA, NFC, KKC, VAF, PC1, VPS..

#### - Lựa chọn phương thức hình thành TSCĐ

Vì đặc thù DNSX, cho nên các DNSX đòi hỏi sử dụng những loại MMTB phong phú và đa dạng và có đầu tư hiện đại. Do đó, TSCĐ trong các DNSXNY hình thành chủ yếu bằng phương thức mua ngoài, khả năng hình thành bằng cách tự sản xuất hầu như không có. Trong đó, có những TSCĐ mua về phải qua một thời gian lắp đặt, chạy thử dài với chi phí lớn.

#### - Đánh giá kết quả tài chính của quyết định đầu tư

Khi nhà quản trị đưa ra quyết định đầu tư TSCĐ thường căn cứ vào việc đánh giá kết quả tài chính của dự án đầu tư. Tuy nhiên, trên thực tế các DNSX đều mua sắm TSCĐ do nhu cầu, sau đó mới dựa trên yêu cầu mẫu mã, chủng loại.

#### - Khấu hao TSCĐ

Việc theo dõi khấu hao TSCĐ đều do kế toán đảm nhận. Kế toán viên có trách nhiệm hạch toán nguyên giá, tính và hạch toán giá trị hao mòn của TSCĐ, phản ánh giá trị còn lại của TSCĐ theo đúng quy định của chế độ kế toán tài chính hiện hành.

Theo quy định chế độ khấu hao TSCĐ có 3 phương pháp tính khấu hao, nhưng hầu như các DNSXNY đều sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng. Khi tính giá trị hao mòn của TSCĐ, kế toán dựa vào thông tư 45/2013/TT-BTC.

#### - Thay thế, thanh lý TSCĐ



Thông thường, cuối Năm kế toán phối hợp với các phòng ban tập hợp thông tin về tình hình TSCĐ và kế hoạch hoạt động SXKD dự kiến Năm tiếp theo để lập kế hoạch thay thế, thanh lý TSCĐ, mua sắm TSCĐ.

Đối với những TSCĐ đã cũ, lạc hậu, hỏng không thể sửa chữa hoặc là những TSCĐ không có nhu cầu sử dụng...DN tiến hành xác định lại giá trị thực của từng tài sản và làm thủ tục thanh lý theo chế độ quy định. Những tài sản hiện đang sử dụng không kết quả, nhà quản trị thực hiện đánh giá và đưa ra quyết định thay thế bằng thiết bị mới hiện đại hơn, đáp ứng yêu cầu DN đặt ra.

Qua bảng 3.25 (phụ lục 1), hiệu suất sử dụng TSCĐ bình quân toàn ngành đạt 8,2% có xu hướng tăng trong giai đoạn 2010-2016. Cho thấy việc Quản lý tài sản cố định của DNSX tương đối có hiệu quả. Xét theo từng nhóm ngành thì nổi bật nhất là nhóm SX hóa chất đạt 12,9% hay SX MM-TB-ĐT đạt 9,8%, SX thực phẩm đạt 8,1%. Trong lúc đó, tỷ lệ đầu tư vào TSCĐ của nhóm doanh nghiệp này thấp nhất ngành. Điều này chứng tỏ tuy đầu tư ít nhưng đã mang lại nhiều kết quả, cách Quản lý TSCĐ của nhóm doanh nghiệp này rất tốt.

Bên cạnh đó, nhóm DNSX sợi vải, SX khoáng chất phi kim, SX giấy lại có hiệu suất sử dụng TSCĐ thấp nhất, dưới bình quân ngành. Trong lúc đó, ngành này lại có tỷ lệ đầu tư vào TSCĐ cao nhất ngành. Nhóm DNSX này đang đẩy mạnh đầu tư vào TSCĐ nhằm mở rộng quy mô sản xuất, đổi mới công nghệ, thay đổi mẫu mã, chất lượng sản phẩm, nâng cao năng lực sản xuất, tiết kiệm chi phí và hạ giá thành. Tuy nhiên, việc đầu tư vào TSCĐ của nhóm ngành này thực sự chưa kết quả, đầu tư quá dàn trải và chưa trọng tâm. Cụ thể như nhiều DNSX như DCM, KHL, HT1, BTS có hiệu suất sử dụng TSCĐ rất thấp. Bên cạnh đó, ASA, PCE, PMS, KCK, NFC lại có hiệu suất sử dụng TSCĐ cao nhất trong ngành.

Qua bảng 3.26 (phụ lục 1), tỷ lệ hàng tồn kho đối với các DNSX lớn đầu tư vào TSCĐ nhiều nhất nhưng lại không có hiệu quả bằng các DNSX nhỏ, Hiệu suất sử dụng TSCĐ của các DNSX lớn chỉ đạt 5,1%, trong khi đó các DNSX nhỏ lại có hiệu suất sử dụng TSCĐ cao nhất, trung bình đạt 9,1%. Các DNSX vừa đạt 8%.

### **Kết luận chung**

Thứ nhất, khả năng thanh toán ngắn hạn bình quân các Năm đạt giá trị lớn hơn 1, điều đó chứng tỏ các DNSXNY có giá trị tài sản ngắn hạn đủ thanh toán nợ ngắn hạn. Ngoài ra, các hệ số này qua các Năm có xu hướng tăng lên chứng tỏ tiềm lực tài chính của các doanh nghiệp tốt. Tuy nhiên, nếu so với mặt bằng chung, hệ số này vẫn còn thấp để đối đầu với các rủi ro. Đặc biệt, xét về khả năng thanh toán tức thời thì hệ số này vẫn còn thấp, chứng tỏ tiền mặt chưa đủ để đáp ứng các khoản nợ đến hạn.

Thứ hai, các DNSXNY có vòng quay HTK bình quân dao động là 5 lần trong một Năm. Điều đó có nghĩa là mỗi một Năm, các DNSX này thực hiện 5 chu kỳ sản xuất sản phẩm.

Thứ ba, kỳ thu tiền bình quân có xu hướng tăng qua các Năm. Để thu hồi các khoản nợ phải thu Năm 2012 cần 49 ngày nhưng đến Năm 2015 thì cần tới 57 ngày.

Thứ tư, hiệu suất sử dụng vốn lưu động có xu hướng giảm nhưng hệ số sinh lời VLĐ lại có xu hướng tăng. Chứng tỏ các DNSX Quản lý chi phí rất hiệu quả, nhưng hiệu suất mang lại từ VLĐ thì chưa tốt.

Thứ Năm, hiệu suất sử dụng VCD và hệ số sinh lời VCD qua các Năm đều tăng lên, chứng tỏ việc đầu tư và quản trị TSCĐ của các DNSX có kết quả và mang lại giá trị sinh lời.

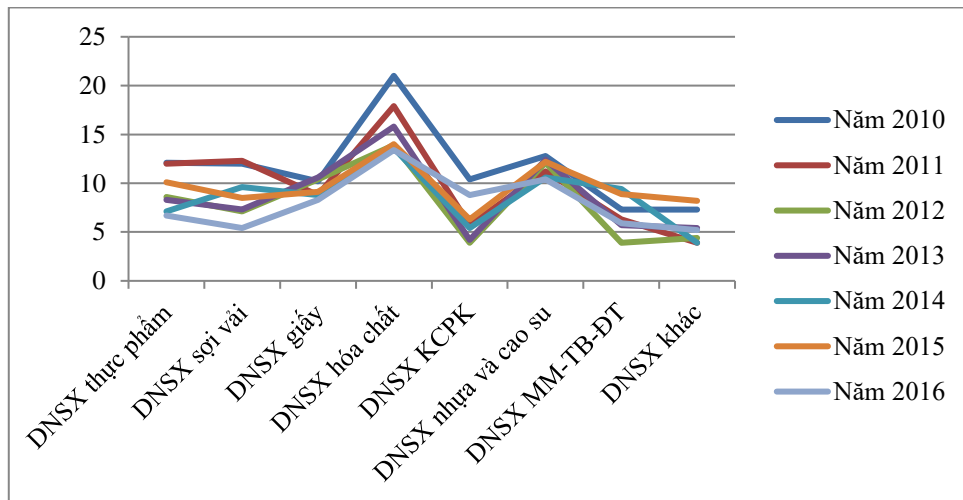
### 3.2. Nghiên cứu định tính tác động quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính

#### 3.2.1. Đánh giá hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam

Mục tiêu của quản trị tài chính của các DNSX nói chung đó là tối ưu hóa giá trị của vốn chủ sở hữu. Các cổ đông chính là chủ sở hữu của doanh nghiệp mong muốn đồng vốn mình đầu tư vào doanh nghiệp càng sinh lời càng tốt. Chính vì vậy, hiệu quả tài chính có thể là một trong số chỉ tiêu đánh giá được kết quả của quản trị tài chính. Hiệu quả tài chính của các DNSX có thể được đánh giá thông qua hai nhóm hệ số kết hợp lại, trong đó 3 chỉ tiêu thiết yếu nhất bao gồm ROA, ROE và hệ số Q-Tobin. Mặc dù có thể có các cách tính khác nhau, chủ yếu do cách xác định lợi nhuận trong tính toán hệ số, sự kết hợp của hai nhóm hệ số này có thể đưa ra cho nhà Quản lý, lãnh đạo doanh nghiệp, cổ đông và thị trường những đánh giá bao quát về kết quả tài chính trong quá khứ cũng như tiềm năng lợi nhuận và tăng trưởng tương lai của doanh nghiệp.

##### 3.2.1.1. Đánh giá hiệu quả tài chính theo từng nhóm ngành

**Biểu đồ 3.24. Tỷ suất sinh lời từ tài sản (ROA) của DNSXNY theo nhóm ngành**

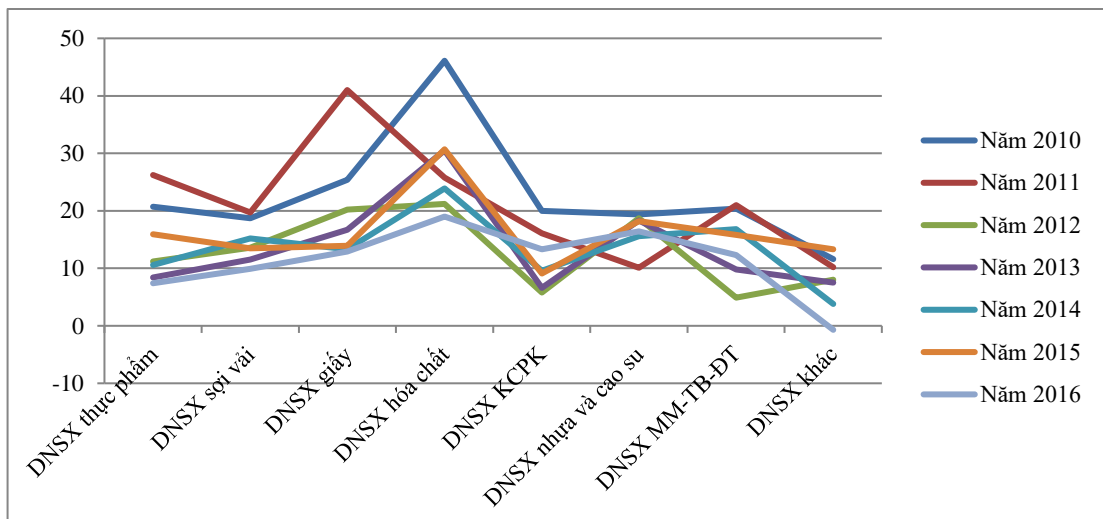


Qua bảng 3.27 (phụ lục 1), xét phạm vi toàn DNSX trong giai đoạn 2010 - 2016, TSSL từ tài sản có sự biến động lớn, đặc biệt giai đoạn từ Năm 2010 đến Năm 2012 thì ROA liên tục bị giảm sút. Từ Năm 2010 có ROA bình quân ngành là 12,2%, cao nhất trong tất cả các Năm, nhưng đến Năm 2011 thì sụt giảm rất lớn, tốc độ giảm 13,6%, sau đó kéo theo hiệu quả thấp vào Năm 2012 giảm còn 7,9%. Tuy nhiên bắt đầu Năm 2013 có dấu hiệu phục hồi, Năm 2013 ROA 8,4%, Năm hiện tại 2016 đạt 8,5%. Tính bình quân cho các giai đoạn và chung tất cả các nhóm ngành thì ROA bình quân của DNSX là 9,31%. Những sự biến động trên và trung bình ngành cho thấy, DNSX vẫn giữ vị trí đầu ngành, so với các ngành thương mại, bất động sản, viễn thông, dịch vụ thì DNSX vẫn hơn hẳn. Điều này chứng tỏ về sự hiệu

quả của DNSX nhưng xét theo tiềm lực thì vẫn chưa thực sự có hiệu quả, khả năng sinh lời còn thấp so với khả năng nguồn lực của DN.

Xét theo từng ngành thì ROA của nhóm DNSX hóa chất cao nhất, tiếp sau là nhóm DNSX sợi vải và SX nhựa và cao su. Các nhóm ngành này đều cao hơn so với trung bình ngành và có xu hướng ngày càng cải thiện tăng cao hơn. Bên cạnh đó có những nhóm ngành thì TSSL từ tài sản lại thấp hơn so với trung bình ngành là nhóm DNSX thực phẩm, SX giấy, SX khoáng chất phi kim, SX MMTB, SX khác... Tuy nhiên, những nhóm ngành này có xu hướng ROA tăng lên qua các Năm và cao nhiều hơn so với các ngành trong thị trường chứng khoán (DNSX có ROA bình quân chung là 10,3%, trong lúc đó các ngành như ngành Thương mại trung bình chỉ có 4%, ngành Xây dựng chỉ có 1%, cao nhất cũng chỉ có ngành Viễn thông là 8%.

**Biểu đồ 3.25. TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) của DNSXNY theo từng nhóm ngành**

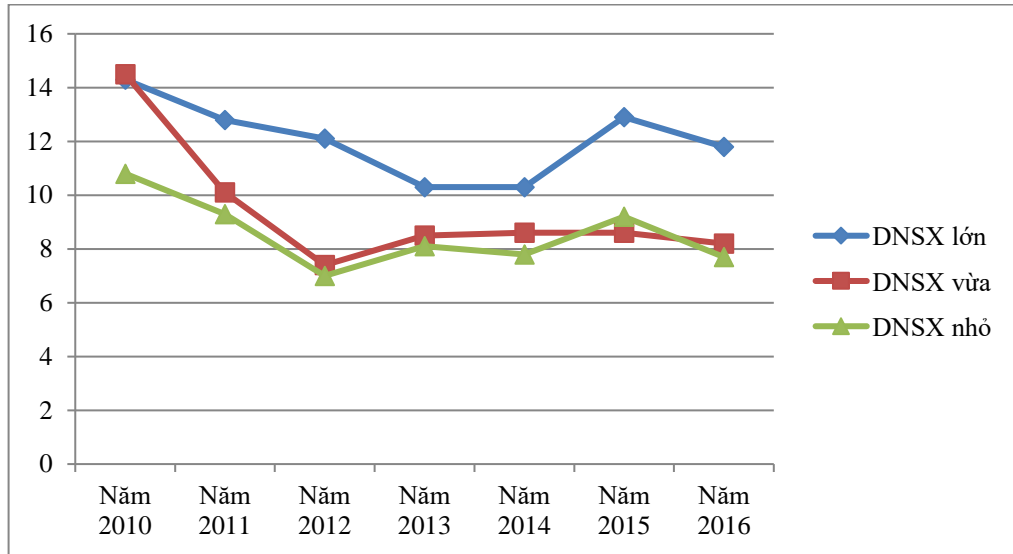


Qua bảng 3.28 (phụ lục 1), trong giai đoạn 2010 - 2016, bình quân toàn DNSX có ROE đạt 16,2%. Con số này khá cao, chứng tỏ các nhà đầu tư khi đầu tư vào ngành này có cơ hội sinh lời rất lớn. So với các ngành trong thị trường chứng khoán thì ROE của ngành chỉ đứng sau ngành Viễn thông (VT có ROE đạt 20%). Điều này cho thấy các mã cổ phiếu của ngành có tiềm năng sinh lợi cho các nhà đầu tư.

Theo sự biến động của ROA thì ROE qua các Năm 2011, 2012 có biến động tương tự như ROA, điều này cũng hợp lý khi do tác động của kết quả Hoạt động kinh doanh. Năm 2014 và 2015 đã có bước chuyển biến tốt, tăng mạnh so với các Năm trước. Nhưng đến Năm 2016 thì ROE lại sụt giảm. Xét theo từng ngành thì TSSL từ VCSH của nhóm DNSX sợi vải, SX hóa chất, SX giấy SX nhựa là cao nhất. Các nhóm ngành này đều cao hơn so với trung bình ngành và có xu hướng ngày càng cải thiện tăng cao hơn. Bên cạnh đó có những nhóm ngành thì TSSL từ tài sản lại thấp là nhóm DNSX khoáng chất phi kim và SX khác.

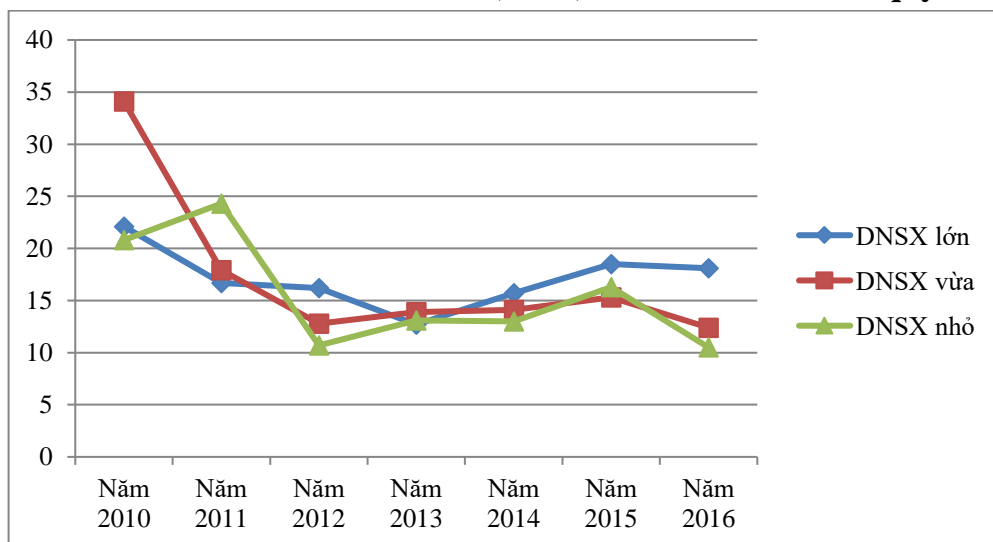
### 3.2.1.2. Đánh giá hiệu quả tài chính theo quy mô doanh nghiệp

**Biểu đồ 3.26. Tỷ suất sinh lời từ tài sản (ROA) của DNSXNY theo quy mô DN**



Qua bảng 3.29 (phụ lục 1), xét Tỷ suất sinh lời từ tài sản của DNSX theo quy mô, thì các DNSX lớn là những DN có ROA cao nhất, trung bình qua các Năm đạt 12,1%. Tuy nhiên, con số này lại có xu hướng giảm qua các Năm, nếu như Năm 2010, ROA đạt 14,3% thì đến Năm 2016 chỉ còn 11,8%. Bên cạnh đó, đối với các DNSX vừa và nhỏ, đặc biệt là DNSX nhỏ có ROA thấp, chỉ đạt ROA trung bình qua các Năm là 8,6%.

**Biểu đồ 3.27. TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) của DNSXNY theo quy mô DN**



Qua bảng 3.30 (phụ lục 1), tuy nhiên, khi xét hiệu quả tài chính bằng chỉ tiêu ROE thì cho thấy, ROE của DNSX vừa cao nhất, trung bình đạt 17,2%, ROE của DNSX nhỏ là thấp nhất đạt 15,5%.

## 3.2.1.3. Đánh giá hiệu quả tài chính theo TSSL của doanh nghiệp

**Bảng 3.31. Hiệu quả tài chính phân theo từng trường hợp**

Trường hợp	ROA		ROE	
	Số lượng DNSX	Tỷ lệ (%)	Số lượng DNSX	Tỷ lệ (%)
Nhỏ hơn 0	9	4,3	13	6,3
0 <ROA/ROE <20%	172	83,1	135	65,2
20 <ROA/ROE <40%	24	11,6	45	21,7
ROA/ROE > 40%	2	1	14	6,8

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

Theo số liệu ở bảng trên cho thấy đa số các DNSX đảm bảo hoạt động đầu tư có lãi và không bị lỗ, trong đó có hơn 95% trong tổng số các DNSX có ROA và ROE lớn hơn 0. Tuy nhiên, bên cạnh đó có một số lượng DNSX không nhỏ có ROA và ROE bị âm, chứng tỏ Hoạt động kinh doanh không có kết quả. Mặt khác, số liệu trên cũng phần nào cho thấy hiệu quả tài chính của các DNSXNY có sự chênh lệch đáng kể, bên cạnh những doanh nghiệp đạt hiệu quả tài chính rất cao, vẫn còn những doanh nghiệp đầu tư rất kém kết quả và thậm chí là đầu tư thua lỗ rất đáng kể. Mặt khác, với tiềm năng về quy mô của các DNSXNY thì ROA/ROE chỉ dừng lại ở khoảng dưới 20% thì quá lãng phí và chưa thực sự có hiệu quả cao.

**Bảng 3.32. Một số DNSXNY có hiệu quả tài chính (ROE) âm**

DVT %

STT	MCP	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
1	CMX	4.0	2.9	1.8	-129.2	19.1	45.6	-95.3	-21.6
2	LAF	4.7	0.4	-97.0	34.2	9.6	17.6	15.2	-2.2
3	VNH	1.9	4.0	-23.6	7.6	-71.8	-19.8	-119.5	-31.6
4	CYC	0.4	1.2	2.0	8.6	-12.2	-44.4	-14.6	-8.4
5	KHL	3.1	0.3	0.1	-3.4	0.7	-2.3	-41.1	-6.1
6	SDY	0.9	5.4	-20.1	0.2	0.9	-64.4	-71.8	-21.3
7	TSB	23.7	3.7	-116.6	0.8	39.7	3.9	8.2	-5.2
8	SAV	5.9	2.6	2.5	1.5	-8.9	-10.5	1.2	-0.8
9	TTF	8.1	1.6	-0.4	-0.5	6.1	13.3	-131.5	-14.8
10	AMV	7.4	20.7	-4.6	0.7	-56.1	-5.7	7.0	-4.4

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.33. Một số DNSXNY có hiệu quả tài chính (ROE) cao**

ĐVT %

STT	MCP	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
1	SAF	57.9	280.9	44.1	24.3	26.5	27.1	28.3	69.9
2	SLS	50.8	77.3	53.4	30.0	1.0	43.3	39.8	42.2
3	SVI	116.6	64.3	34.2	31.3	25.2	24.5	23.9	45.7
4	CAP	46.1	52.9	47.2	31.9	30.6	48.5	26.6	40.5
5	INN	34.5	354.6	42.8	26.7	23.4	24.5	25.5	76.0
6	DCL	288.4	28.0	8.0	11.4	10.8	13.9	14.7	53.6
7	DGC	64.3	84.1	85.6	43.8	25.9	36.7	25.0	52.2
8	DGL	121.9	78.5	45.6	121.9	40.1	37.2	20.2	66.5
9	NET	164.2	79.4	9.7	9.1	6.5	8.6	27.4	43.6
10	HCC	47.5	261.4	44.6	3.3	20.2	29.0	34.4	62.9
11	DHP	59.8	174.3	27.5	16.0	13.6	34.7	9.1	47.9

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

Nhìn chung hiệu quả tài chính của các DNSXNY tương đối cao so với lãi suất ngân hàng. Điều này chứng tỏ hiệu quả tài chính của các DNSXNY phần nào đã đảm bảo lợi ích cho nhà đầu tư.

**Bảng 3.34. ROE và lãi suất cho vay trung bình giai đoạn 2010-2016**

ĐVT: %

Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016
ROE	24,2	21,6	12,0	13,2	13,7	16,4	12,1
Lãi suất cho vay trung bình	11,24	13,72	10,42	7,23	10,1	10,5	10,5

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

Tuy nhiên, căn cứ theo tiêu chuẩn đánh giá hệ số tín nhiệm đối với các DN của một số ngân hàng trong nước như: Ngân hàng cổ phần đầu tư và phát triển Việt Nam (BIDV), ngân hàng thương mại cổ phần quân đội (MB)... theo chỉ tiêu ROE thì tỷ trọng doanh nghiệp đạt mức A- Mức tiêu chuẩn cũng giảm dần trong giai đoạn 2010-2016. Điều này chứng tỏ hiệu quả từ đồng vốn chủ sở hữu chưa được các tổ chức tín dụng đánh giá cao, phản ánh chưa thực sự hiệu quả so với tiềm năng của ngành.

Nguyên nhân một số doanh nghiệp sản xuất niêm yết có ROA và ROE âm là do:

- Tổ chức bộ máy Quản lý của các doanh nghiệp này chưa hợp lý, vi phạm nguyên tắc quản trị doanh nghiệp theo thông tư số 121/2012/TT-BTC ngày 26/7/2012 quy định về quản trị doanh nghiệp áp dụng cho các doanh nghiệp đại chúng. Cụ thể:

+ Tại các DNSXNY có đến hơn 32% DNSX có cổ đông lớn là thành viên Hội đồng quản trị, làm việc tại doanh nghiệp và kiêm nhiệm một hoặc một số chức danh Quản lý. Bên cạnh đó, có khoảng 60% doanh nghiệp có Chủ tịch và Phó chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc hoặc Phó tổng giám đốc điều hành. Cho thấy chưa có sự tách biệt rõ nét giữa sở hữu và Quản lý, giữa điều hành và Quản lý.

+ Ban kiểm soát vẫn thường do chính hội đồng quản trị chỉ định mà không phải do Đại hội đồng cổ đông bầu theo quy định. kết quả là không phát huy được hết vai trò quan trọng là giám sát và kiểm soát nội bộ của bộ phận này trong doanh nghiệp .

- Tại các DNSXNY còn tồn tại hiện tượng đầu tư theo phong trào, đầu tư dàn trải không kiên định với ngành nghề kinh doanh chính, cốt lõi mà đầu tư nhiều vào lĩnh vực ngoài ngành như kinh doanh chứng khoán, đầu tư bất động sản... dẫn tới không kiểm soát được hoạt động của doanh nghiệp . Ví dụ điển hình như doanh nghiệp có mã cổ phiếu HLG.

- Hệ thống phân phối chưa phát triển là hạn chế lớn trong việc mở rộng khả năng tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp . Thực tế cho thấy, các DNSXNY mới chỉ tập trung vào khâu sản xuất sản phẩm, mà chưa chú trọng đến việc tổ chức tiêu thụ sản phẩm. Ngoài ra, các DNSX có thị phần tiêu thụ ở nước ngoài bị ảnh hưởng rất lớn bởi sự biến động nền kinh tế. Điển hình là các mã cổ phiếu thuộc nhóm DNSX thực phẩm thuộc các doanh nghiệp XNK thủy hải sản như mã cổ phiếu VNH, nguyên nhân ROA/ROE âm là do các doanh nghiệp này không có đơn hàng xuất khẩu trong lúc đó chi phí duy trì kho bãi, nhân viên, trả lãi vay ngân hàng. Hay là doanh nghiệp có MCP HLG, do thị trường Brazil đóng cửa trong lúc đó giá cả NL thì lại tăng cho nên đã làm giảm sút doanh thu và lợi nhuận...

### 3.2.2. Nghiên cứu tác động của quản trị nguồn vốn đến hiệu quả tài chính

**Bảng 3.35. ROE theo phương trình Dupont**

DVT:%

Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016
ROS	8.2	7.0	4.6	4.7	3.1	6.1	2.2
Htv	165.3	165.8	139.9	146.7	145.8	141.4	136.1
Mức độ sử dụng ĐBTC	272.6	310.0	264.6	252.3	257.0	251.5	244.2
ROE	24.2	21.6	12.0	13.2	13.7	16.4	12.1

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

Phân tích ROE theo phương trình Dupont cho thấy, ROE Năm 2011 so với Năm 2010 là do tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần giảm với tốc độ 18,8%, trong lúc đó vòng quay tài sản tăng với tốc độ 0,4%, bên cạnh đó mức độ sử dụng đòn bẩy cũng tăng với tốc độ 0,7%. Trong điều kiện lãi suất bình quân Năm 2011 là 13,72% thì



việc sử dụng đòn bẩy tài chính đã không phát huy được hiệu quả. Vào Năm 2012 thì ROE giảm là do vòng quay tài sản giảm với tốc độ 10,4%, trong lúc đó ROS lại có chiều hướng tăng 0,9% và Năm nay mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính lại giảm tới 2,9%. Năm 2013 thì ROE giảm là do ROS giảm với tốc độ 8,7%, mức độ sử dụng đòn bẩy giảm với tốc độ 1,9% nhưng vòng quay tài sản lại tăng với tốc độ 1,1%. Đến Năm 2014 ROE tăng là do ROS tăng và vòng quay tài sản tăng, trong lúc đó mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính lại giảm. Năm 2015 ROE tăng do ROS tăng đột biến nhưng vòng quay tài sản giảm và mức độ sử dụng nợ giảm. Đến Năm 2016, ROE giảm cho DNSXNY giảm sử dụng đòn bẩy tài chính, đồng thời ROS và Vòng quay tài sản giảm theo.

Như vậy, qua phân tích chỉ tiêu ROE bằng phương trình Dupont trong giai đoạn 2010-2016 cho thấy các DNSXNY chưa Quản lý tốt chi phí kinh doanh, lợi nhuận giảm, hiệu quả sử dụng tài sản cũng chưa xứng đáng với tiềm năng của các doanh nghiệp, đồng thời việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong điều kiện không thuận lợi làm giảm TSSL, tức là hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

Có thể phân tích chi tiết qua việc phân tích ROE và mối quan hệ với BEP

**Bảng 3.36. Xu thế tác động của cấu trúc vốn đến ROE**

*DVT: %*

Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016
BEP của DNSXNY	16,07	14,70	11,44	11,35	10,73	12,09	10,64
Lãi suất cho vay trung bình	11,24	13,72	10,42	7,23	10,10	10,48	10,48
Hiệu số BEP-RD	4,83	0,98	1,02	4,12	0,63	1,61	0,16
ROE	24.2	21.6	12.0	13.2	13.7	16.4	12.1

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

- Xét về Lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản (BEP): Trong giai đoạn 2010-2016, các DNSXNY có BEP giảm dần qua các Năm, Năm 2010 BEP đạt 16,07% nhưng đến Năm 2014 chỉ còn 10,73%, tuy vậy đến Năm 2015 đã vực dậy và đạt 12,09% và tới Năm 2016 thì lại giảm xuống còn 10,64%.

- Trong khi đó, lãi suất vay vốn bình quân có sự biến động giảm bởi chính sách tiền tệ linh hoạt. Giai đoạn 2010-2012, lãi suất bình quân đều tăng nhưng bắt đầu đến Năm 2012 thì lãi suất được điều chỉnh giảm. Qua các Năm lãi suất cho vay trung bình đều thấp hơn BEP của các DNSXNY.

Chính vì thế, hiệu số giữa BEP và Rd qua các Năm 2010-2016 đều dương, điều này cho thấy đòn bẩy tài chính trong giai đoạn này khuếch đại theo chiều hướng tích cực. Trong hoàn cảnh này, việc sử dụng ngày càng nợ vay thì ROE càng tăng. Bên cạnh đó, các DNSXNY có hệ số nợ trong giai đoạn 2012-2015 rất ổn định, ít có sự biến

động, hệ số nợ chỉ nằm trong khoảng 53%. Điều này cho thấy, DNSX có chính sách tài trợ bằng nợ vay ngày càng hợp lý và có kết quả.

Các DNSXNY có tỷ suất lợi nhuận trước thuế và lãi vay có sự ổn định. Tuy nhiên tỷ suất này có sự khác biệt rất lớn giữa các nhóm ngành. Mỗi nhóm ngành có mức độ tín nhiệm khác nhau và khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay khác nhau nên chi phí sử dụng vốn cũng khác nhau. Do đó, cơ cấu nguồn vốn của từng doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực và tiêu cực với các mức độ khác nhau tới ROE của từng doanh nghiệp.

Để đánh giá kết quả quản trị nguồn vốn, tác giả xem xét mối quan hệ giữa hệ số nợ và TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) như sau:

**Bảng 3.37. Hệ số nợ trên VCSH và ROE của DNSXNY**

*DVT: %*

Hệ số nợ trên VCSH	Số lượng doanh nghiệp	ROE
DE <1	91	18%
DE >1	63	15%

Qua phân tích hệ số nợ và ROE của 207 DNSXNY ta thấy: ROE bình quân tương đối cao so với mặt bằng chung, dao động từ 10%- 20%.

Nhóm DNSX có hệ số nợ trên VCSH dưới 1 có nghĩa là DN đi vay ít hơn số vốn hiện có, trong 207 DNSXNY có 91 DNSX, nhóm có ROE cao nhất (18%), trong lúc đó nhóm DNSX có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu trên 1 có nghĩa là DN đi vay mượn nhiều hơn số vốn hiện có, trong 207 DNSXNY thì có 63 DNSX, chiếm tỷ trọng 30% có DE >1. Nhóm DN này lại có ROE trung bình là 15%. Có thể thấy đối với các DNSXNY thì việc sử dụng đòn bẩy tương đối trong mức an toàn, số lượng các DNSX có DE >1 vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ hơn các DNSX có DE <1. ROE của hai nhóm DN này có khoảng cách tương đối không lớn.

Kết quả nghiên cứu so với phân tích thực trạng về tác động đòn bẩy tài chính đến ROE.

Số lượng các DNSX có DE >1 vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ hơn các DNSX có DE <1. ROE của hai nhóm DN này có khoảng cách tương đối không lớn. Khoảng cách chủ yếu do một số DNSX đang trong giai đoạn suy thoái và có nguy cơ phá sản. Nếu phân loại 207 DNSX thành hai nhóm với số lượng DNSX bằng nhau thì có thể thấy các DNSX có DE thấp có ROE thấp hơn những DNSX có DE cao:

**Bảng 3.38. Mối quan hệ giữa Hệ số nợ trên VCSH và ROE**

Hệ số nợ trên VCSH	Số lượng doanh nghiệp	ROE
Nhóm có DE thấp	103	16,35%
Nhóm có DE cao	104	17,33%

Giai đoạn 2012-2015, các DNSXNY có BEP trung bình tương đối ổn định, dao động từ 11% - 13%. Lãi suất vay vốn bình quân có sự biến động mạnh bởi chính sách tiền tệ linh hoạt. Lãi suất cho vay bình quân thấp hơn nhiều so với BEP bình quân của các DNSX, điều này tác động làm tăng ROE của các doanh nghiệp nếu các doanh nghiệp nghiêng về việc sử dụng nợ vay. Ngoài ra có thể thấy một số trường hợp nổi bật như sau:

**Bảng 3.39. Mối quan hệ giữa hệ số nợ trên VCSH và ROE của một số DN**

*ĐVT:%*

MCP	H <sub>D</sub>	ROE	MCP	H <sub>D</sub>	ROE
HTP	9	6	DCL	144	60
STP	16	7	DGL	149	74
AAM	17	8	DHP	228	54
ALT	18	1	CAV	230	31
DTT	22	1	PC1	252	43
SAM	22	5	BFC	252	32
SVT	22	4	PMP	253	24
KMR	36	1	SAF	268	77
ASA	44	1	HCC	373	68
KSK	45	7	GMC	382	35
			SVI	576	49
			LIX	1065	194
			INN	1707	84
			PLC	3624	41

Bảng trên cho thấy, các DNSX sử dụng nợ cao có ROE rất lớn. Chứng tỏ các doanh nghiệp này đã sử dụng đòn bẩy tài chính một cách có hiệu quả. Đã giúp cho doanh nghiệp khuếch đại được hiệu quả tài chính thông qua chỉ tiêu ROE.

### 3.2.3. Nghiên cứu tác động của quản trị đầu tư, sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính

#### 3.2.3.1. Tác động của khả năng thanh toán

Kết quả nghiên cứu so với phân tích thực trạng về khả năng thanh toán ngắn hạn doanh nghiệp đến ROE. Nếu phân loại 207 DNSX thành hai nhóm với số lượng DNSX bằng nhau thì có thể thấy các DNSX có khả năng thanh toán ngắn hạn cao có ROE thấp hơn những DNSX có khả năng thanh toán thấp.

**Bảng 3.40. Mối quan hệ giữa KNTT trên VCSH và ROE**

Khả năng thanh toán	Số lượng doanh nghiệp	ROE
Nhóm có KNTT thấp	103	18,5%
Nhóm có KNTT cao	104	15,1%

Ngoài ra có thể thấy một số trường hợp nổi bật như sau:

**Bảng 3.41. Mối quan hệ KNTT và ROE của một số DN**

*ĐVT:%*

MCP	KNTT	ROE	MCP	KNTT	ROE
BMP	0,17	25	SAV	0,65	-1
HAD	0,17	22	VNH	0,71	-17
DPM	0,18	27	LAF	0,72	-5
PMC	0,24	35	MKV	0,73	0
IMP	0,25	34	SDY	0,83	-13
NHC	0,25	30	TSB	0,93	-7
LIX	0,27	194	KHL	0,93	0
SGC	0,30	24	VIS	1,00	2
CSM	0,32	24	CMX	1,03	-9
VDL	0,32	21	HLG	1,05	-3
VCF	0,34	29	DLG	1,86	3
KTS	0,34	31	BTS	2,29	1
SAF	0,35	77	CLH	3,41	2

Bảng trên cho thấy, các DNSX có hệ số KNTT lớn nhưng ROE lại thấp như CLH, BTS, DLG... trong lúc đó những DNSX có hệ số KNTT thấp nhưng lại có ROE cao như các mã cổ phiếu: BMP, HAD, DPM... . Chứng tỏ các doanh nghiệp nào quá đầu tư nhiều vào TSNH trong khi khả năng sinh lời lại không có hiệu quả.

### 3.2.3.2. Tác động của chu kỳ luân chuyển tiền mặt

**Bảng 3.42. Mối quan hệ giữa CCC và ROE**

Chu kỳ luân chuyển tiền mặt	Số lượng doanh nghiệp	ROE
Nhóm có CCC thấp	203	18,9%
Nhóm có CCC cao	204	14,8%

Ngoài ra có thể thấy một số trường hợp nổi bật như sau

**Bảng 3.43. Mối quan hệ CCC và ROE của một số DN**

MCP	CCC	ROE(%)	MCP	CCC	ROE(%)
VHL	-42,48	23	SAV	160,05	-1
NGC	-38,20	20	KMR	192,33	1
CVT	2,04	21	VNH	212,54	-17
CAV	15,98	31	HAP	217,16	3
CAP	18,69	43	ALT	220,79	1
GMC	19,26	35	TPH	233,45	5
DCL	23,74	60	HTP	241,95	6
BFC	24,60	32	SAM	251,09	5
PAC	31,52	24	DLG	289,05	3
HCC	34,83	68	AMV	408,48	-6
SVI	35,09	49	DCS	471,03	4

Bảng trên cho thấy, các DNSX có số ngày chu chuyển tiền mặt quá cao thì ROE lại thấp như các mã cổ phiếu DCS, AMV, DLG... trong lúc đó những DNSX có số ngày chu chuyển tiền mặt thấp như các mã cổ phiếu VHL, NGC, CVT... lại có ROE cao. Chứng tỏ các doanh nghiệp nào càng rút ngắn thời gian chu chuyển tiền mặt thì sẽ càng phát huy được khả năng sinh lời từ vốn lưu động.

### 3.2.3.3. Tác động của đầu tư vốn ngắn hạn

**Bảng 3.44. Mối quan hệ giữa tỷ lệ VLD và ROE**

Tỷ lệ VLD	Số lượng doanh nghiệp	ROE
Nhóm có tỷ lệ VLD thấp	103	18,7%
Nhóm có tỷ lệ VLD cao	104	15,9%

Ngoài ra có thể thấy một số trường hợp nổi bật như sau:

**Bảng 3.45. Mối quan hệ tỷ lệ VLD và ROE của một số DN**

MCP	Tỷ lệ VLD	ROE(%)	MCP	Tỷ lệ VLD	ROE(%)
HT1	0,11	5	DCL	0,75	60
CLH	0,12	2	ACC	0,77	26
SAP	0,16	5	CAV	0,77	31
BTS	0,19	1	BFC	0,79	32
BCC	0,22	7	CSV	0,80	26
HVX	0,22	2	VBC	0,83	29
SCJ	0,26	5	CLC	0,85	26
SVT	0,31	4	PMC	0,85	35
AMV	0,36	-6	SAF	0,90	77
HLY	0,36	6	NHC	0,92	30

Bảng trên cho thấy, các DNSX có tỷ lệ đầu tư VLD quá cao thì ROE sẽ thấp vì vòng quay vốn chậm, khó tạo ra lợi nhuận.

### 3.2.3.4. Tác động của đầu tư tài sản cố định

Kết quả hồi quy cho thấy, mức đầu tư vào TSCĐ có mối liên hệ dương với Tỷ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu, điều này cho việc đầu tư.

**Bảng 3.46. Mối quan hệ giữa tỷ lệ TSCĐ và ROE**

Mức đầu tư TSCĐ	Số lượng doanh nghiệp	ROE
Nhóm có tỷ lệ TSCĐ thấp	103	16,5%
Nhóm có tỷ lệ TSCĐ cao	104	17,1%

Ngoài ra có thể thấy một số trường hợp nổi bật như sau:

**Bảng 3.47. Mối quan hệ tỷ lệ TSCĐ và ROE của một số DN**

MCP	Tỷ lệ TSCĐ (%)	ROE(%)	MCP	Tỷ lệ TSCĐ(%)	ROE(%)
ASA	5	1	VNM	35	41
ITQ	10	5	SAB	35	28
SDY	11	-13	NTP	36	30
SAV	11	-1	HPG	36	23
NAG	11	5	QHD	37	22
DCS	12	4	SPP	38	24
ICF	15	4	INN	42	84
SAP	15	5	CAP	44	43
TTF	15	5	VPK	47	24
LAF	22	-5	DRC	47	28
ANV	23	2	LIX	48	194
CMX	24	-9	VHL	60	23

Bảng trên cho thấy, các DNSX coi trọng đầu tư vào tài sản cố định thì ROE cao như VHL, LIX, DRC..... trong lúc đó những DNSX có tỷ lệ đầu tư vào TSCĐ thấp lại có ROE thấp như ASA, ITQ, SDY.... Chứng tỏ các doanh nghiệp đầu tư, mua sắm, thay đổi các trang thiết bị hiện đại sẽ làm cho kết quả kinh doanh có hiệu quả.

### 3.2.3.5. Tác động của hiệu suất sử dụng tài sản cố định

Kết quả hồi quy cho thấy, hiệu suất của TSCĐ có mối liên hệ dương với Tỷ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu.

**Bảng 3.48. Mối quan hệ giữa Hiệu suất sử dụng TSCĐ và ROE**

Hiệu suất sử dụng TSCĐ	Số lượng doanh nghiệp	ROE
Nhóm có Hiệu suất sử dụng TSCĐ thấp	103	12,6%
Nhóm có Hiệu suất sử dụng TSCĐ cao	104	21%

Ngoài ra có thể thấy một số trường hợp nổi bật như sau:

**Bảng 3.49. Mối quan hệ hiệu suất sử dụng TSCĐ và ROE của một số DN**

MCP	VQ TSCĐ	ROE(%)	MCP	VQ TSCĐ	ROE(%)
KHL	0,44	0	VCF	12,57	29
AMV	0,56	-6	VBC	12,67	29
HT1	0,59	5	BFC	14,46	32
BTS	0,65	1	CAV	17,48	31
CLH	0,79	2	PLC	20,19	41
DTT	1,24	1	NHC	20,55	30
VNH	1,26	-17	PC1	23,05	43
HAP	1,32	3	LIX	28,03	194
DLG	1,50	3	SAF	30,26	77
KMR	1,63	1	PCE	46,74	22
KSD	1,65	3			
HLG	2,12	-3			

Bảng trên cho thấy, các DNSX càng sử dụng TSCĐ một cách có hiệu quả thì mang lại doanh thu lớn, từ đó gia tăng được lợi nhuận mới chung và Tỷ suất sinh lời từ vốn chủ sở hữu nói riêng như PCE, SAF, LIX.... Ngược lại, sử dụng TSCĐ càng kém hiệu quả thì ROE càng thấp như KHL, AMV, HT1..

### **3.2.4. Nghiên cứu tác động của quản trị phân phối kết quả hoạt động kinh doanh đến hiệu quả tài chính**

#### **3.2.4.1. Phân phối lợi nhuận**

Lợi nhuận sau thuế là nguồn để các DNSXNY dùng để phân phối lợi nhuận, do đó kết quả lợi nhuận có tác động lớn đến quyết định phân phối lợi nhuận của các doanh nghiệp

*Bảng 3.50. Quy mô LNST của DNSXNY giai đoạn 2010-2016*

*ĐVT: Số lượng DN*

Năm/SLDN	Lỗ	LN<10 tỷ	LN từ 10-20 tỷ	Ln từ 20-50 tỷ	LN từ 50-100 tỷ	LN>100 tỷ
2010	0	60	41	40	31	35
2011	0	72	34	40	29	32
2012	15	64	34	36	23	35
2013	25	60	33	33	23	33
2014	10	54	37	38	29	39
2015	14	45	30	39	31	48
2016	15	44	31	43	25	49

<b>BQ</b>	<b>5,5%</b>	<b>27,5%</b>	<b>16,6%</b>	<b>18,6%</b>	<b>13,2%</b>	<b>18,7%</b>
-----------	-------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Có thể thấy số lượng DNSXNY bị lỗ trong vòng 7 năm qua bình quân 5.5%, trong khi đó số lượng DN có lợi nhuận dưới 10 tỷ đồng có tỷ lệ bình quân cao nhất là 27.5% tổng số DN (khoảng 27.5%). Số lượng doanh nghiệp có lợi nhuận từ 20-20 tỷ đồng và lợi nhuận trên 100 tỷ đồng có tỷ lệ bình quân cũng không nhỏ là 18.7%. Tiếp theo là các DN có lợi nhuận từ 10-20 tỷ lệ là 16.6% và các doanh nghiệp có lợi nhuận 50-100 tỷ có tỷ lệ 13.2%. Qua số liệu này cho thấy, tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết có phần khả qua so với tình hình chung. Tuy nhiên, tỷ lệ các DN bị lỗ ngày càng gia tăng, nếu như năm 2010, 2011 không có doanh nghiệp lỗ thì đến năm 2016, số lượng tăng lên là 15 doanh nghiệp. Nhưng đồng thời, bên cạnh đó, số lượng doanh nghiệp có lợi nhuận đạt trên 100 tỷ cũng ngày càng tăng lên, nếu như năm 2010 chỉ có 35 doanh nghiệp thì năm 2016 đã tăng lên 49 doanh nghiệp. Từ những kết quả này cho thấy sự không đồng đều về kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, điều này bị ảnh hưởng bởi nhiều nguyên nhân, trong đó có nhiều nguyên nhân về cách tiếp cận vốn, về sự đầu tư và các Quản lý khác nhau ở mỗi doanh nghiệp.

*Bảng 3.51. Chính sách cổ tức của DNSXNY giai đoạn 2010-2016*

*DVT: %*

Chỉ tiêu	Ngành SX thực phẩm	Ngành SX sợi vải	Ngành SX giấy	Ngành SX hóa chất	Ngành SX KCPK	Ngành SX nhựa và cao su	Ngành SX MM-TB-ĐT	Ngành SX khác
Hệ số chi trả cổ tức bình quân	10.44%	5.89%	11.54%	19.62%	10.06%	8.29%	9.43%	8.86%
Hệ số lợi nhuận giữ lại bình quân	89.6%	94.1%	88.5%	80.4%	89.9%	91.7%	90.6%	91.1%

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Tại các DNSXNY, phần lợi nhuận sau khi thực hiện nộp thuế thu nhập doanh nghiệp cho nhà nước thường được phân phối như sau: Bù đắp các khoản lỗ của các năm trước đã hết thời hạn được trừ vào lợi nhuận trước thuế; Trừ các khoản bị phạt do vi phạm hợp đồng kinh tế, các luật thuế; Trích lập các quỹ; Lợi nhuận giữ lại; Chia cổ tức. Việc phân phối chi tiết số lợi nhuận sau thuế sẽ do từng doanh nghiệp quyết định cụ thể.



Trong giai đoạn từ 2010-2016, có tới 40/207 DNSXNY không thực hiện chi trả cổ tức. Nguyên nhân là do trong giai đoạn khủng hoảng, các DN gặp nhiều rủi ro, khó khăn, không có lợi nhuận hoặc nếu có cũng rất nhỏ không đủ để chi trả cổ tức. Nếu xét riêng từng ngành, thì thấy ngành SX hóa chất là ngành có tỷ lệ chi trả cổ tức cao nhất (19,62%), Ngành SX Giấy là ngành thứ 2 trong chi trả cổ tức (10,44%), thứ ba là ngành SX Thực phẩm với tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân là 10,44%, Ngành SX KCPK là 10,06% , Ngành SX TB-ĐT có tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân là 9,43%, Ngành SX khác là 8,86%. Thấp nhất là ngành SX sợi vải có tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân chỉ có 5,89%.

Qua nghiên cứu số liệu chi trả cổ tức của các DNSXNY thì trung bình tỷ lệ chi trả cổ tức này là 12-13%. Đây là một tỷ lệ hợp lý đối với nhà đầu tư vì nó cao hơn mức lãi suất ngân hàng. Với tỷ lệ này thì các DN vẫn duy trì khoảng lợi nhuận để chi trả cổ tức; do đó, vẫn duy trì được một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại hợp lý nhằm đảm bảo cho sự phát triển ổn định của doanh nghiệp.

Sau đây là một số doanh nghiệp chi trả cổ tức cao:

**Bảng 3.52. Môi quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và ROE của các DN chi trả cổ tức cao**

MCP	Tỷ lệ chi trả cổ tức	ROE
RDP	30,8%	13,8%
DCL	31,2%	60,1%
HVT	31,9%	16,1%
MSN	33,8%	14,9%
SVT	35,3%	4,5%
ANV	36,4%	2,4%
LDP	50,2%	29,0%
SVI	68,5%	49,3%
BHS	83,1%	13,5%
HHC	100,0%	13,2%
DPM	100,0%	26,8%
DGC	100,0%	56,8%
VCS	100,0%	19,3%
DTL	100,0%	7,3%
TYA	100,0%	16,5%

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

**Bảng 3.53. Môi quan hệ giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và ROE của các DN không chi trả cổ tức**

MCP	Hệ số chi trả cổ tức	ROE
ABT	0,0%	19,9%
ATA	0,0%	4,7%
CMX	0,0%	-9,3%
HLG	0,0%	-3,1%
ICF	0,0%	3,6%
LAF	0,0%	-5,1%
LSS	0,0%	13,5%
TS4	0,0%	7,3%
VNH	0,0%	-16,9%
HNM	0,0%	11,3%
KTS	0,0%	31,0%
CLC	0,0%	25,9%
AGM	0,0%	16,6%
SLS	0,0%	40,7%
KMR	0,0%	0,7%
GTA	0,0%	6,7%
CSV	0,0%	25,8%
SPM	0,0%	10,4%
CYC	0,0%	-7,4%
FCM	0,0%	9,0%
LBM	0,0%	13,0%
SCJ	0,0%	5,2%
POM	0,0%	5,5%
VIS	0,0%	2,4%
BMP	0,0%	24,7%
DTT	0,0%	1,2%
TPC	0,0%	7,7%
BRC	0,0%	12,7%
RAL	0,0%	17,4%
DAG	0,0%	12,6%

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Chính sách cổ tức được xây dựng không phù hợp, nhiều DNSX xem chính sách cổ tức như một công cụ đánh bóng hình ảnh doanh nghiệp quá mức, chưa có

quan điểm dài hạn trong chính sách cổ tức, dẫn đến doanh nghiệp bị áp lực thiếu hụt về DT. Ở một số doanh nghiệp, tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức duy trì ở mức cao (100%, có 6 doanh nghiệp), mức lợi nhuận giữ lại như vậy làm hạn chế đến việc tích lũy vốn để tái đầu tư và chưa tương xứng với tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp. Với tỷ lệ chi trả cổ tức cao như vậy sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh trong thời gian tương lai, ảnh hưởng đến việc sử dụng nguồn vốn để đầu tư kinh doanh trong điều kiện khó khăn của thị trường hiện nay, khi cần vốn thì các DN lại phải sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài với chi phí cao và sẽ rất khó khăn để tiếp cận. Điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận và ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. Ngoài ra, đây có thể là một tác nghiệp xấu do khả năng làm tăng rủi ro hoạt động và rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Như vậy, việc chia cổ tức cao của các doanh nghiệp phải xuất phát từ kết quả hoạt động kinh doanh hiệu quả cũng như bản chất ngành nghề của doanh nghiệp đó.

Việc chi trả cổ tức của các doanh nghiệp còn mang tính tự phát, chưa có tính chiến lược dài hạn. Các doanh nghiệp đã có nhận thức về tầm quan trọng của việc xây dựng chính sách cổ tức hợp lý nhưng việc thực hiện xây dựng chính sách cổ tức thì chưa có hoặc chưa khoa học. Người chịu trách nhiệm về việc xây dựng chính sách cổ tức chưa am hiểu tốt về chuyên môn.

Nhìn chung, chính sách cổ tức ngày càng được các công ty niêm yết quan tâm nhiều hơn cùng với sự phát triển của thị trường nói chung và của cả công ty nói riêng. Các DNSXNY luôn cố gắng đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư, các cổ đông, xu hướng chung của thị trường và vẫn đảm bảo sự phát triển bền vững của bản thân công ty. Và ngày càng quyết định chi trả cổ tức càng khẳng định được tầm quan trọng của mình trong việc gìn giữ vị thế của công ty trên thị trường. Các công ty đã có nhận thức về ưu và nhược điểm của từng phương thức chi trả cổ tức (bằng tiền mặt hay bằng cổ phiếu) và đã có sự kết hợp linh hoạt sao cho phù hợp với xu hướng thị trường

### **3.3. Nghiên cứu định lượng tác động quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của DNSXNY**

#### **3.3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan giữa các biến**

Ma trận tương quan giữa các biến độc lập và thống kê mô tả của các biến độc lập và biến phụ thuộc bao gồm giá trị bình quân, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất.

**Bảng 3.54. Thống kê tóm tắt các biến**

<b>Biến</b>	<b>Bình quân</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Nhỏ nhất</b>	<b>Lớn nhất</b>
TSSL VCSH (Y)	0,16855	0,19061	-0,1700	1,94000

Cấu trúc vốn (X1)	2,43343	4,72389	0,09000	45,1900
Quy mô doanh nghiệp (X2)	5,75565	0,62709	3,9000	7,43000
Khả năng thanh toán ngắn hạn (X3)	0,70434	0,38364	0,13000	3,41000
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (X4)	4,69235	3,19558	-90,270	7,24000
Tỷ lệ VLĐ (X5)	0,60661	0,206004	0,0070	0,9591
Tỷ lệ TSCĐ (X6)	0,29481	0,190073	0,0001	0,9558
Hiệu suất sử dụng TSCĐ (X7)	0,11796	0,36074	0,0000	6,71000

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Từ kết quả của bảng phân tích thống kê mô tả, TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) là chỉ tiêu đầu tiên làm thước đo cho hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam ở nghiên cứu này. Trong kết quả phân tích thống kê mô tả, giá trị trung bình của ROE toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 16,86%, tức là cứ 100 đồng đầu tư của nhà đầu tư thì sẽ nhận được 16,85 đồng. TSSL VCSH lớn nhất đạt 194%. Doanh nghiệp đạt ROE cao nhất trong ngành chính là CTCP bột giặt LIX. Bên cạnh đó, CTCP thủy hải sản Việt Nhật có mã cổ phiếu VNH có ROE thấp nhất. Độ lệch chuẩn 19% là con số tương đối nhỏ giữa giá trị trung bình ngành với TSSL VCSH thực tế giữa các doanh nghiệp.

*Yếu tố đầu tiên* ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là cấu trúc vốn, thể hiện bằng chỉ tiêu đòn bẩy tài chính. Ở đây đòn bẩy tài chính được đo lường bằng chỉ tiêu hệ số nợ trên VCSH. Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu trung bình toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 243%, tức là nợ vay lớn hơn số vốn chủ sở hữu hiện có là 243%. CTCP Chế tạo máy Vinacommin có mã cổ phiếu CTT là doanh nghiệp có DFL cao nhất toàn ngành trong 6 Năm là 451.9%. Bên cạnh đó, CTCP in SGK Hòa Phát (in ấn và các hệ hỗ trợ) có mã cổ phiếu HTP có DFL thấp nhất là 9%. Độ lệch chuẩn 472% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với DFL thực tế giữa các doanh nghiệp.

*Yếu tố thứ hai* ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là quy mô doanh nghiệp. Ở đây quy mô doanh nghiệp được đánh giá bằng logarit tổng tài sản doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp trung bình toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 5.75565. CTCP CTCP Sữa Việt Nam có mã cổ phiếu VNM là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất toàn ngành trong 6 Năm là 7.43000. Bên cạnh đó, CTCP SXKD Dược và TTB Y tế Việt Mỹ (sx khác) có mã cổ phiếu AMV có quy mô nhỏ nhất là 3.9000. Độ lệch chuẩn 62.71% là con số khoảng cách giữa giá trị trung bình ngành với quy mô thực tế giữa các doanh nghiệp.

*Yếu tố thứ ba* ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là khả năng thanh toán ngắn hạn. Ở đây KNTT hiện thời được đo lường bằng chỉ tiêu nợ ngắn hạn trên tài sản ngắn hạn. KNTT hiện thời trung bình toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 0.70434, tức là 1 đồng nợ ngắn hạn được

đảm bảo bằng 0.7 đồng tài sản ngắn hạn. CTCP xi măng La Hiên VVMI có mã cổ phiếu CLH là doanh nghiệp có KNTT cao nhất toàn ngành trong 6 Năm là 3.41. Bên cạnh đó, CTCP Dây cáp điện Việt Thái có mã cổ phiếu VTH có KNTT thấp nhất là 0.13. Độ lệch chuẩn 38% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với KNTT thực tế giữa các doanh nghiệp .

*Yếu tố thứ tư* ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC). Thời gian luân chuyển tiền mặt (CCC) hiện thời trung bình toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 4.69 ngày. CTCP khoáng sản và VLXD Hưng Long có mã cổ phiếu KHL là doanh nghiệp có thời gian quay vòng tiền lâu nhất toàn ngành trong 6 Năm là 7 ngày. Bên cạnh đó, CTCP khoáng sản luyện kim màu có mã cổ phiếu KSK có số ngày quay vòng tiền thấp nhất là -90 ngày. Độ lệch chuẩn 319% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với số ngày quay vòng tiền thực tế giữa các doanh nghiệp .

*Yếu tố thứ Năm*, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là tỷ lệ VLD, VLD được đầu tư trung bình toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 60.66%. CTCP Phân lân Ninh Bình có mã cổ phiếu NFC là doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư VLD cao nhất toàn ngành trong 6 Năm là 96%. Bên cạnh đó, CTCP May Phú Thịnh - Nhà Bè có mã cổ phiếu NPS có tỷ lệ VLD thấp nhất là 7%. Độ lệch chuẩn 21% là con số tương đối nhỏ giữa giá trị trung bình ngành với tỷ lệ VLD thực tế giữa các doanh nghiệp .

*Yếu tố thứ sáu* ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là tỷ lệ TSCĐ. Tỷ trọng TSCĐ trung bình toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 29.48%. CTCP xi măng La Hiên VVMI có mã cổ phiếu CLH là doanh nghiệp có tỷ trọng TSCĐ cao nhất toàn ngành trong 6 Năm là 96%. Bên cạnh đó, CTCP Liên doanh Sana WMT có mã cổ phiếu ASA có tỷ trọng TSCĐ thấp nhất là 1%. Độ lệch chuẩn 19% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với tỷ trọng TSCĐ thực tế giữa các doanh nghiệp .

*Yếu tố thứ bảy*, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là hiệu suất sử dụng TSCĐ. Bên cạnh chỉ tiêu mức đầu tư TSCĐ, để đánh giá quản trị VCD, còn thêm chỉ tiêu hiệu suất VCD. Hiệu suất VCD được đầu tư trung bình toàn ngành trong 6 Năm (2010-2016) là 11.79%. CTCP Liên doanh Sana WMT có mã cổ phiếu ASA là doanh nghiệp có hiệu suất VLD cao nhất toàn ngành trong 6 Năm là 671%. Bên cạnh đó, CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau có mã cổ phiếu DCM có hiệu suất VCD thấp nhất là 0%. Độ lệch chuẩn 65% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với hiệu suất VCD thực tế giữa các doanh nghiệp .

### **3.3.2. Hệ số tương quan giữa các biến**

**Bảng 3.55. Ma trận tương quan giữa biến**

	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7
Y	1,0000							
X1	0,8445	1,0000						
X2	-0,0226	0,0577	1,0000					
X3	-0,0090	0,0261	-0,0271	1,0000				
X4	-0,0039	-0,0127	0,2421	-0,9763	1,0000			
X5	-0,0383	0,0029	-0,0778	-0,2186	0,1956	1,0000		
X6	-0,0326	0,0168	0,0608	0,0957	-0,0795	-0,5474	1,0000	
X7	0,0148	-0,0258	-0,0215	-0,0293	0,0236	0,1174	-0,3006	1,0000

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Trước tiên, xem xét mối tương quan giữa biến phụ thuộc là ROE (Y) và biến độc lập là cấu trúc vốn (X<sub>1</sub>), giữa hai biến này có mối tương quan dương, ( $r_{ROE,X1} = 0.844532$ ). Điều này phần nào chứng minh tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính, tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ hai là biến quy mô doanh nghiệp, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ( $r_{ROE,X2} = -0.022666$ ). Điều này phần nào chứng minh tác động của quy mô doanh nghiệp đến hiệu quả tài chính, và tác động đó là nghịch chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ ba là biến khả năng thanh toán, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ( $r_{ROE,X3} = -0.009045$ ). Điều này phần nào chứng minh tác động của khả năng thanh toán đến hiệu quả tài chính, và tác động đó là ngược chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ tư là chu kỳ luân chuyển tiền mặt, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ( $r_{ROE,X4} = -0.009045$ ). Điều này phần nào chứng minh tác động của chu kỳ chu tiền tiền mặt đến hiệu quả tài chính, tác động đó là nghịch chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ Năm là tỷ lệ vốn lưu động, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ( $r_{ROE,X5} = -0.038390$ ). Điều này phần nào chứng minh tác động của mức đầu tư VLD đến hiệu quả tài chính, tác động đó là nghịch chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ sáu là tỷ lệ tài sản cố định, giữa hai biến này có mối tương quan dương, ( $r_{ROE,X6} = 0.032642$ ). Điều này phần nào chứng minh tác động của mức đầu tư TSCĐ đến hiệu quả tài chính, tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ bảy là biến Hiệu suất sử dụng TSCĐ, giữa hai biến này có mối tương quan dương, ( $r_{ROE,X7} = 0.014883$ ). Điều này phần nào chứng minh tác động của hiệu suất sử dụng TSCĐ đến hiệu quả tài chính, tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính.

### 3.3.3. Phân tích kết quả hồi quy

*Đánh giá sự tuân thủ giả thiết hồi quy*

Một trong các giả thiết hồi quy yêu cầu các phần dư trong mô hình không có tương quan với nhau (các phần dư là độc lập, không có mối liên hệ với nhau). Có thể kiểm tra tính độc lập của phần dư thông qua đại lượng thống kê Durbin Watson (DW). Trong thực tế, khi tiến hành kiểm định Durbin – Watson người ta áp dụng một quy tắc kiểm định: Nếu  $1 < DW < 3$  thì kết luận mô hình không có tự tương quan, nếu  $0 < DW < 1$  thì kết luận mô hình có tự tương quan dương, nếu  $3 < DW < 4$  thì kết luận mô hình có tự tương quan âm (Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2013). Hệ số DW thu được sau khi hồi quy FEM là 2.17. Điều đó chứng tỏ các sai số ngẫu nhiên ở mô hình dự báo không có tự tương quan, giả thiết hồi quy về tính độc lập của phần dư được thỏa mãn.

Bên cạnh hệ số DW, hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation – VIF) cũng thường được tính toán để cung cấp thông tin về việc có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình hay không. Luận ápi này vận dụng phương pháp xác định đa cộng tuyến bởi các tác giả Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2013) nếu hệ số VIF của biến độc lập có giá trị  $> 10$  thì có thể kết luận rằng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa biến độc lập đó với các biến độc lập còn lại trong mô hình. Xem xét kết quả VIF khi hồi quy FEM có  $VIF < 10$  nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Phương pháp hồi quy: Sử dụng phương pháp hồi quy FEM và REM. Sau đó để lựa chọn mô hình thích hợp, chúng ta sử dụng kiểm định Hausman Với:

$H_0$ : REM là mô hình thích hợp hơn FEM

$H_1$ : FEM là mô hình thích hợp hơn REM

Nếu  $(\text{Prob.} > \lambda^2) < 0,05 \rightarrow$  bác bỏ  $H_0$ , hay REM không hợp lý, FEM sẽ là mô hình thích hợp.

3.3.3.1 Ứng dụng mô hình hồi quy đánh giá tác động QTTC đến HQTC của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam

**Bảng 3.56. Kết quả hồi quy**

<b>Biến độc lập</b>	<b>Biến phụ thuộc</b>	<b>ROE</b>
Cấu trúc vốn (X1)		0.100526
Quy mô doanh nghiệp (X2)		-0.265581
Khả năng thanh toán ngắn hạn (X3)		-0,233395
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (X4)		-0,02839
Tỷ lệ VLĐ (X5)		-0.211360
Tỷ lệ TSCĐ (X6)		0.466050
Hiệu suất sử dụng TSCĐ (X7)		0,110674

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Với mô hình trên có 7 nhân tố tác động tới hiệu quả tài chính ROE: Cấu trúc vốn ( $X_1$ ); quy mô doanh nghiệp ( $X_2$ ), khả năng thanh toán ( $X_3$ ), chu kỳ luân chuyển tiền mặt ( $X_4$ ), tỷ lệ VLD ( $X_5$ ), cấu trúc tài sản ( $X_6$ ), vòng quay tài sản cố định ( $X_7$ ).

$$Y = 1,248425 + 0.100526X_1 - 0.265581X_2 - 0,233395X_3 - \mathbf{0,02839X_4} - 0.211360X_5 + 0.466050X_6 + \mathbf{0,110674X_7}$$

Với biến phụ thuộc là TSSL trên vốn chủ sở hữu (ROE), sau khi dùng phương pháp FEM, ta có kết quả nghiên cứu như sau:

*Biến cấu trúc vốn:* Kết quả của mô hình này cho thấy CTV có tác động cùng chiều đến HQTC: Theo lý thuyết cơ cấu vốn thì tỷ lệ nợ gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp bởi lợi ích từ lá chắn thuế, nợ là đòn bẩy để doanh nghiệp gia tăng doanh thu, từ đó tăng lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu tỷ lệ nợ trên VCSH và hiệu quả tài chính cùng chiều nhau cho thấy các DN trong DNSX sử dụng nợ có hiệu quả, lợi ích thu được từ việc vay nợ có thể bù đắp cho các chi phí phát sinh từ nợ. Các DNSX càng gia tăng việc sử dụng nợ thì hiệu quả tài chính càng thấp. Qua đó, cho thấy các DN đã tận dụng được hiệu ứng của đòn bẩy tài chính dương trong việc gia tăng HQTC. Doanh nghiệp nên vay thêm để kinh doanh nếu có nhu cầu mở rộng kinh doanh mà vẫn giữ được hiệu quả kinh doanh như cũ để tận dụng lợi thế của các điều kiện kinh doanh nhằm tối đa hóa lợi nhuận, đồng thời giúp cho doanh nghiệp tăng trưởng nhanh và phát triển bền vững. Kết quả trùng khớp với các nghiên cứu của (Myers (1977); Sensen (1986); McConnell (1995), Dessi and Robertson (2003), Muhammad Muzaffar Saeedi, Ammar Ali Gull and et al (2013).

*Biến quy mô doanh nghiệp* có mối tương quan ngược chiều với TSSL vốn chủ sở hữu. Khi quy mô tăng lên 1 lần thì TSSL trên VCSH của các DNSXNY giảm 0.234754 lần. Nếu đứng trên quan điểm của lý thuyết cổ đông, mục tiêu kinh doanh là tạo ra lợi nhuận, một khi doanh nghiệp không tạo nên lợi nhuận thì không phải là kinh doanh hiệu quả, vậy khi doanh nghiệp gia tăng quy mô, mà không làm gia tăng lợi nhuận, gia tăng TSSL trên đồng vốn bỏ ra mà còn làm suy giảm đi. Đây được xem như là một sự thất bại của doanh nghiệp. Nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết lựa chọn (alternative theory). Hay là các nghiên cứu của (Shepherd (1972), Ammar và cộng sự (2003). Một số lý thuyết tổ chức như: Miller và Chen (1994); Aldrich và Austen (1986)

*Biến khả năng thanh toán* (khả năng thanh toán hiện hành) có mối quan hệ ngược chiều với HQTC: Tính thanh khoản cao là dấu hiệu của việc sử dụng và quản trị tiền không có hiệu quả. KNTT phản ánh việc DN có đáp ứng về nghĩa vụ trả các khoản nợ ngắn hạn bằng tài sản ngắn hạn hay không. KNTT ngắn hạn lớn



có thể do các khoản phải thu lớn, hàng tồn kho lớn (tức nguyên vật liệu dự trữ quá lớn không dùng hết và hàng hóa, thành phẩm tồn kho không bán được không đổi lưu được), tài sản lưu động tồn trữ lớn.... Mặt khác tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn có thể được hình thành từ vốn vay dài hạn như tiền trả trước cho người bán; hoặc được hình thành từ nợ khác (như các khoản ký quỹ, ký cược...) hoặc được hình thành từ nguồn vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, nếu khả năng thanh toán quá cao cho thấy DN sử dụng tài sản chưa hiệu quả, tài sản tồn đọng còn nhiều, chưa phát huy được sức sinh lời nên hiệu quả tài chính sẽ thấp. Kết quả trùng khớp với Agrawal, A.& Knoeber C (1996).

*Biến chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC)* tác động ngược chiều đến TSSL trên vốn chủ sở hữu (ROE). CCC cho biết thời gian kể từ khi doanh nghiệp thanh toán tiền mua nguyên vật liệu đầu vào cho tới khi thu được tiền từ khách hàng. CCC càng ngắn thì hiệu quả tài chính của các DNSX càng cao. Do đó, cần rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền mặt đến mức tối đa nhưng không làm ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Khi đó, doanh nghiệp có nguồn ngân quỹ để đảm bảo cho chu kỳ kinh doanh tiếp theo, giảm nguồn tài trợ bên ngoài, giảm chi phí và rủi ro cho doanh nghiệp, vì thế có thể làm tăng TSSL trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

*Biến tỷ lệ VLD* tác động âm đến ROE, chứng tỏ các doanh nghiệp này nếu có tỷ lệ tài sản trên tổng tài sản càng cao thì ROE sẽ càng thấp.

*Biến tỷ lệ TSCĐ* tác động dương đến ROE, chứng tỏ doanh nghiệp càng chú trọng đầu tư vào tài sản cố định thì ROE sẽ càng lớn.

*Biến hiệu suất sử dụng TSCĐ* tác động dương đến ROE, chứng tỏ sử dụng TSCĐ có hiệu quả sẽ là tín hiệu tích cực đến lợi nhuận và gia tăng ROE.

3.3.3.2. Ứng dụng mô hình hồi quy đánh giá tác động QTTC đến HQTC của các DNSXNY theo từng nhóm ngành

**Bảng 3.57. Kết quả hồi quy theo từng nhóm ngành**

	<i>DNSX thực phẩm</i>	<i>DNSX sợi vải</i>	<i>DNSX Giấy</i>	<i>DNSX hóa chất</i>	<i>DNSX KCPK</i>	<i>DNSX nhựa và cao su</i>	<i>DNSX MM-TB-ĐT</i>	<i>DNSX khác</i>
<i>X1</i>	0.01829	0.17060	0.19321	0.17525	0.01945	0.00315	0.02071	-0.39406
<i>X2</i>	0.49310	-1.26045	-1.12491	-0.23903	0.00217	-0.9970	0.08964	0.35026
<i>X3</i>	0.01812	-0.00014	-0.03820	0.00533	0.08144	0.00465	-0.00672	-0.17848
<i>X4</i>	-0.00017	-0.00035	-0.00047	-0.00015	0.00005	0.00425	0.00022	-0.00096
<i>X5</i>	0.04810	0.21712	0.79196	1.47047	0.14697	-0.3508	-0.44266	0.34120
<i>X6</i>	0.07282	-0.37305	-0.49899	1.14329	-0.03088	1.29489	0.08607	1.57562
<i>X7</i>	0.00108	-0.02581	0.00161	0.01019	0.00091	0.05814	-0.00203	0.00897

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Nếu xét theo từng nhóm ngành thì kết quả mô hình lại cho ra khác nhau.

*Biến cấu trúc vốn:* Kết quả của mô hình này cho thấy CTV có tác động cùng chiều đến TSSL VCSH đối với tất cả các DNSX thực phẩm, DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su, DNSX MM-TB-ĐT. Riêng đối với DNSX khác thì CTV lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

*Biến quy mô doanh nghiệp* có mối tương quan ngược chiều với TSSL vốn chủ sở hữu đối với các DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất, DNSX nhựa và cao su. Trong khi đó các DNSX thực phẩm, DNSX KCPK, DNSX MM-TB-ĐT và DNSX khác lại có mối tương quan cùng chiều.

*Biến khả năng thanh toán* (khả năng thanh toán ngắn hạn) có mối quan hệ ngược chiều với TSSL VCSH đối với các DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX MM-TB-ĐT và DNSX khác. Trong khi đó, DNSX thực phẩm, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su lại có mối tương quan cùng chiều.

*Biến chu kỳ luân chuyển tiền mặt* (CCC) tác động ngược chiều đến TSSL trên vốn chủ sở hữu đối với DNSX thực phẩm, DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất và DNSX khác. Trong lúc đó DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su, DNSX MM\_TB-ĐT lại có mối tương quan cùng chiều.

*Biến tỷ lệ VLD* tác động dương đến ROE với các DNSX thực phẩm, DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất và DNSX khác. Trong lúc đó DNSX nhựa và cao su, DNSX MM-TB-ĐT lại có mối tương quan ngược chiều.

*Biến tỷ lệ TSCĐ* tác động dương đến ROE đối với DNSX thực phẩm, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su, DNSX MM-TB-ĐT. Riêng đối với DNSX sợi vải, DNSX giấy lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

*Biến hiệu suất sử dụng TSCĐ* tác động dương đến ROE các DNSX thực phẩm, DNSX giấy, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su, DNSX khác. Riêng đối với DNSX sợi vải, DNSX MM-TB-ĐT thì lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

3.3.3.3. Ứng dụng mô hình hồi quy đánh giá tác động QITC đến HQTC của các DNSXNY theo quy mô doanh nghiệp

**Bảng 3.58. Kết quả hồi quy theo quy mô doanh nghiệp**

	Nhóm DNSX lớn	Nhóm DNSX vừa	Nhóm DNSX nhỏ
<b>X1</b>	-0.032776	-0.032776	0.082754
<b>X2</b>	-0.016957	-0.016957	-0.279332
<b>X3</b>	-0.004546	-0.004546	-0.000365
<b>X4</b>	-0.000123	-0.000123	0.000411
<b>X5</b>	0.248651	0.248651	-0.035316
<b>X6</b>	0.043283	0.043283	-0.088179
<b>X7</b>	0.004261	0.004261	0.000753

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Nếu xét theo từng nhóm ngành thì kết quả mô hình lại cho ra khác nhau.

*Biến cấu trúc vốn:* Kết quả của mô hình này cho thấy CTV có tác động ngược chiều đến TSSL VCSH đối các DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì CTV lại có mối quan hệ tác động cùng chiều.

*Biến quy mô doanh nghiệp* có mối tương quan ngược chiều với TSSL vốn chủ sở hữu đối với các DNSX lớn, vừa và nhỏ.

*Biến khả năng thanh toán* (khả năng thanh toán hiện hành) có mối quan hệ ngược chiều với TSSL VCSH đối với các các DNSX lớn, vừa và nhỏ.

*Biến chu kỳ luân chuyển tiền mặt* (CCC) tác động ngược chiều đến TSSL trên vốn chủ sở hữu đối với đối các DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì lại có mối quan hệ tác động cùng chiều.

*Biến tỷ lệ VLD* tác động dương đến ROE đối các DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì CTV lại có mối quan hệ tác động cùng chiều.

*Biến tỷ lệ TSCĐ* tác động dương đến ROE đối các DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì CTV lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

*Biến hiệu suất sử dụng TSCĐ* tác động dương đến ROE các đối các DNSX lớn, DNSX vừa và DNSX nhỏ.

### KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Bằng việc kết hợp phân tích định tính (thông qua phân tích các số liệu từ BCTC của DNSXNY) và phân tích định lượng (thông qua mô hình kinh tế lượng FEM và REM), trong chương 3 của Luận án tác giả đã đánh giá một cách hệ thống và cụ thể tác động của quản trị tài chính với hai nội dung trọng yếu là quản trị nguồn vốn và quản trị đầu tư đến hiệu quả tài chính của DNSXNY. Kết quả phân tích đánh giá cho thấy: (i) Cấu trúc vốn của doanh nghiệp được điều chỉnh một cách hợp lý đã tác động tích cực đến hiệu quả tài chính; (ii) Quy mô doanh nghiệp tác động không tích cực; (iii) Quản trị vốn lưu động chưa thực sự có hiệu quả khi tác động âm đến hiệu quả tài chính; (iv) Chính sách đầu tư TSCĐ trong giai đoạn này thì tương đối có hiệu quả. Tuy nhiên, khi phân theo từng nhóm DNSX thì những sự tác động khác nhau và kết quả quản trị tài chính cũng khác nhau.

Những kết quả đánh giá thực trạng QTTC và tác động của QTTC đến HQTTC của DNSXNY trong chương 3 Luận án sẽ là cơ sở thực tiễn để tác giả đề xuất các giải pháp hoàn thiện quản trị tài chính nhằm nâng cao HQTTC các DNSXNY trên TTCK Việt Nam trong những Năm tới.

## CHƯƠNG 4 CÁC KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

### 4.1. Các kết luận từ nghiên cứu

#### 4.1.1. Kết luận từ kết quả nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng

Luận án đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm và phân tích tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam, đồng thời thiết lập mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa các biến độc lập, biến kiểm soát và các thành phần của nó đến hiệu quả tài chính (ROE) của 207 DNSXNY trên thị trường chứng khoán Việt Nam (HOSE và HNX) trong giai đoạn từ Năm 2010 đến Năm 2016.

#### *Kết quả nghiên cứu định tính*

**Thông qua các chỉ tiêu trong phân tích các nội dung liên quan**, phản ánh hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam, mối quan hệ giữa quản trị tài chính và hiệu quả tài chính đã cho các kết quả sau:

- Thực trạng hiệu quả tài chính của các DNSXNY được đo lường qua 2 chỉ tiêu là ROA và ROE, trong đó, trọng tâm nhất là chỉ tiêu ROE. Kết quả phân tích cho thấy tình hình chung thì các DNSXNY đều có ROE tương đối ổn định, cao hơn so với các ngành khác. Tuy nhiên, ROE không tương xứng với quy mô của toàn ngành. Nhóm ngành đạt hiệu quả tài chính cao nhất là nhóm ngành SX sợi vải, nhóm ngành SX hóa chất và nhóm ngành SX nhựa. Nhưng khi xét theo quy mô thì những DN vừa có hiệu quả tài chính cao hơn so với các DN lớn hay DN nhỏ. Ngoài ra, có một số DNSXNY có hiệu quả tài chính cao và bền vững trong các Năm đó là các DN như các mã cổ phiếu SAF, SLS, SVI, CAP... trong lúc đó các DN có hiệu quả tài chính thấp và ngày càng có vấn đề là các DN CMX, LAF, VNH, CYC, KHL...

- Nghiên cứu sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính thông qua phương trình Dupont thì cho ra kết quả là các DNSXNY Quản lý tài sản chưa hiệu quả, chưa tận dụng tốt lợi thế đòn bẩy nên **không khuếch đại được lợi nhuận với tiềm lực vốn có**, kéo theo sự sụt giảm của hiệu quả tài chính.

- Qua nghiên cứu về hệ số nợ và ROE thì cho thấy các DNSXNY có hệ số nợ trong ngưỡng an toàn, chưa có sự đột phá trong sử dụng lợi thế đòn bẩy nên tác động chưa thực sự mạnh mẽ đến hiệu quả tài chính.

- Phân tích khả năng thanh toán và ROE thì cho thấy các DNSXNY nào có KNTT lớn thì lại có ROE thấp.

- Các DNSXNY có số ngày chu chuyển tiền mặt quá cao tác động làm cho ROE thấp.

- Các DNSXNY có tỷ lệ VLĐ quá cao thì ROE lại có xu hướng giảm đi.
- Các DNSXNY càng đầu tư vào TSCĐ (có tỷ lệ TSCĐ cao) thì ROE càng cao. Cho nên việc sử dụng hiệu quả tốt đối với TSCĐ thì làm cho hiệu quả tài chính sẽ các được khuếch đại.

*Kết quả nghiên cứu định lượng*

Nghiên cứu cho thấy sự tác động một chiều của quản trị tài chính thông qua quản trị vốn, quản trị vốn lưu động và quản trị tài sản cố định đến hiệu quả tài chính của các DNNY Sản xuất trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể:

**Bảng 4.1. So sánh kết quả nghiên cứu và kỳ vọng**

Các nhân tố	Giả thiết ban đầu	Kết quả nghiên cứu
Cấu trúc vốn (X1)	+/-	0.100526
Quy mô doanh nghiệp (X2)	+	-0.265581
Khả năng thanh toán ngắn hạn (X3)	+/-	-0,233395
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (X4)	-	-0,02839
Tỷ lệ VLĐ (X5)	+/-	-0.211360
Tỷ lệ TSCĐ (X6)	+/-	0.466050
Hiệu suất sử dụng TSCĐ (X7)	+	0,110674

- Về quản trị cấu trúc vốn: Quản trị cấu trúc vốn tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính. Nếu các doanh nghiệp Sản xuất niêm yết càng gia tăng nợ vay, tận dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả thì càng gia tăng lợi nhuận, nâng cao hiệu quả tài chính. Kết quả ủng hộ theo giả thiết đặt ra.

- Về quản trị vốn lưu động thể hiện ở phân tích khả năng thanh toán, chu kỳ luân chuyển tiền mặt, tỷ lệ vốn lưu động. Quan phân tích và nghiên cứu cho thấy:

+ Khả năng thanh toán: Khả năng thanh toán có tác động ngược chiều đối với hiệu quả tài chính. Cho thấy các DNSXNY sử dụng vốn lưu động còn tồn đọng nhiều, Quản lý nợ phải thu chưa linh động và hiệu quả. Tuy nhiên, trong số các DNSX thì có nhóm ngành thực phẩm, ngành SX hóa chất, SX KCPK, SX nhựa và cao su lại có tác động cùng chiều.

+ Chu kỳ luân chuyển vốn (CCC): Chu kỳ luân chuyển vốn có tác động ngược chiều đối với hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, nhóm ngành SX KCPK, SX nhựa và cao su và SX MM-TB-ĐT lại tác động cùng chiều.

- Về quản trị tài sản cố định: qua phân tích và nghiên cứu tác động của việc đầu tư TSCĐ và hiệu quả sử dụng TSCĐ đến hiệu quả tài chính cho thấy đều tác động

cùng chiều đến hiệu quả tài chính, điều này thể hiện việc quản trị tốt về TSCĐ đã làm tăng giá trị lợi ích đối với chủ doanh nghiệp của các DNSX NY trên TTCK Việt Nam.

#### **4.1.2. Những kết quả đạt được**

##### ***- Tác động tích cực của quản trị vốn đến hiệu quả tài chính***

Qua phân tích về định lượng và định tính đều cho kết quả quản trị cấu trúc vốn tác động tích cực đến hiệu quả tài chính, trong mối quan hệ giữa hệ số nợ và ROE thì cho thấy các DNSXNY có hệ số nợ trong ngưỡng an toàn. Trong đó cũng thấy được cơ cấu nguồn vốn của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam ổn định qua các Năm. Nhóm các DNSX có mã cổ phiếu như NGC, BLF, CLH, CMX, QNC có hệ số nợ quá lớn còn lại hầu hết các doanh nghiệp đều có cơ cấu vốn vững mạnh. Trong công tác quản trị HĐV, các DNSXNY trên TTCK Việt Nam đã **ứng dụng** đòn bẩy tài chính, HĐV tối ưu nhất, đã đem lại nhiều tín hiệu tốt cho các DN. Đây là một điểm tối ưu trong môi trường kinh tế biến động thời gian qua. Khi mà các DN đều gặp khó khăn trong tiếp cận vốn.

##### ***- Tác động tích cực của quản trị đầu tư, sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính***

###### ***+ Khả năng thanh toán cao, tự chủ về tài chính***

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam có nhiều biến động thất thường, tiềm ẩn rủi ro cao, phần lớn các DNSX đều chuyển hướng sang một cơ cấu vốn thận trọng hơn nhằm hướng tới sự phát triển bền vững và giảm thiểu rủi ro từ những cú sốc kinh tế. Khi nền kinh tế rơi vào suy thoái sâu giai đoạn 2011-2013, các DNSX điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn thiên về vốn chủ sở hữu. Các doanh nghiệp cũng năng động trong việc hoạch định thời điểm thị trường và khai thác tốt thời cơ vĩ mô đem lại để HĐV CSH.

###### ***+ Việc phân phối nguồn vốn đầu tư hợp lý***

Mỗi DN có đặc điểm cụ thể riêng và mục tiêu chiến lược kinh doanh khác nhau. Để phù hợp với đặc điểm này, DN đã chú trọng đến việc phân bổ vốn cho từng loại theo tỷ lệ thích hợp, nhằm tối đa hóa quá trình sử dụng vốn. Việc lập kế hoạch đảm bảo VKD cho hoạt động của DN được thực hiện hàng năm nên tránh được sự bất hợp lý trong huy động và sử dụng vốn cũng như đảm bảo quá trình SXKD được tiến hành bình thường, tránh lãng phí vốn trong từng khâu kinh doanh. Trong công tác lập kế hoạch vốn bằng tiền, nhiều DN đã chú trọng đến tính thanh khoản cao của loại vốn này để có kế hoạch tồn quỹ tiền mặt hợp lý nhằm tránh ứ đọng hoặc thiếu vốn khi cần thanh toán nhanh. Trong công tác lập kế hoạch dự trữ NVL, căn cứ vào tình hình thực tế, nhiều DN đã lựa chọn phương án dự trữ tối ưu hoặc mua NVL chuyển thẳng đến chân công trình thi công nên tiết kiệm được chi phí kho tàng. Mỗi DN có quy trình quản trị khác nhau nhưng mục tiêu cuối cùng của quản trị VKD đều là nâng cao được hiệu suất, hiệu quả của việc huy động, khai

thác và sử dụng vốn trong hoạt động kinh doanh. Điều này góp phần làm gia tăng hiệu quả tài chính.

+ Đối với vốn bằng tiền, quy trình quản trị loại vốn này là mở sổ theo dõi số hiện có và tình hình biến động của vốn bằng tiền (gồm tiền mặt, tiền gửi ngân hàng và tiền đang chuyển), có quy định cụ thể về việc chi tiêu vốn bằng tiền, mọi khoản tiền thu chi tiền mặt đều phải lập phiếu thu, phiếu chi, có chữ ký của KTT và thủ trưởng đơn vị mới qua thủ quỹ thực hiện việc nhập, xuất quỹ. Định kỳ, thủ quỹ thực hiện kiểm kê tiền mặt tồn quỹ, đối chiếu giữa số tiền tồn quỹ thực tế với số tiền ghi trong sổ quỹ để xác định số chênh lệch và có biện pháp xử lý kịp thời. Đối với tiền gửi ngân hàng, mọi khoản thu chi cũng đều được thực hiện trên cơ sở hợp đồng kinh tế về việc mua, bán hàng và có lệnh thu chi tiền do chủ tài khoản và KTT ký. Định kỳ, đối chiếu giữa số liệu ghi trên sổ kế toán của DN với sổ của ngân hàng để phát hiện chênh lệch và có biện pháp xử lý kịp thời. Trong một số trường hợp cụ thể, khi nghi ngờ có sự thất thoát tiền mặt, DN tiến hành kiểm kê bất thường để xử lý kịp thời nhằm đảm bảo an toàn về tiền mặt của doanh nghiệp. Với cách quản trị như thế nên kết quả là nhiều DN đảm bảo được khả năng thanh toán tổng quát, khả năng thanh toán nhanh và thanh toán tức thời, ít có hiện tượng ứ đọng hay thiếu vốn trong thanh toán.

+ Đối với các khoản phải thu: đại bộ phận DN đã thực hiện tốt quy trình quản trị các khoản vốn này. Có những quy định cụ thể về chính sách bán chịu, chính sách chiết khấu đối với từng đối tác khách hàng. Có sự phân tích khách hàng để phân loại khách hàng nhằm thực hiện các chính sách khuyến khích đối với các khách hàng tiềm năng. Áp dụng một số biện pháp tích cực để thu hồi các khoản nợ phải thu đến hạn hoặc quá hạn... Nhờ thế nên hiệu quả công tác quản trị vốn phải thu của nhiều DN là khá tốt, tránh được tình trạng chiếm dụng vốn bất hợp lý, thể hiện ở việc đánh giá thông qua một số chỉ tiêu đánh giá vòng quay các khoản phải thu và kỳ thu tiền của các doanh nghiệp là khá tốt.

+ Đối với hàng tồn kho: với đặc điểm cụ thể của từng DN và trong bối cảnh hiện nay, nhiều DN thực hiện quy trình quản trị hàng tồn kho phù hợp. Xây dựng chế độ trách nhiệm vật chất cụ thể đối với tập thể và cá nhân những người bảo quản hàng tồn kho; có quy trình nhập xuất hàng tồn kho đảm bảo đúng quy định; mở sổ kế toán chi tiết theo dõi đối với từng loại, từng thứ NVL, vật tư tồn kho. Khi hàng về nhập kho, căn cứ vào hóa đơn bán hàng của bên bán để thực hiện việc kiểm nhận hàng hoá, NVL, vật tư; đối chiếu giữa số liệu ghi trên hóa đơn và số thực kiểm nhận để lập biên bản về số chênh lệch nhằm xử lý kịp thời mọi hiện tượng chênh lệch về số lượng cũng như về chất lượng hàng nhập kho. Cuối tháng, thực hiện việc kiểm kê và lập biên bản kiểm kê, ghi rõ số thực tế và số chênh lệch giữa sổ kế toán với số

thực kiểm kê. Đối với NVL, vật tư doanh nghiệp mua đưa thẳng đến chân công trình cũng được lựa chọn phương tiện vận chuyển hợp lý nhằm tiết kiệm chi phí vận chuyển... Nhờ thực hiện tốt quy trình quản trị hàng tồn kho nên nhiều DN đã nâng cao được hiệu quả sử dụng vốn hàng tồn kho, góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng VKD nói chung. Điều này thể hiện các chỉ số đánh giá hàng tồn kho của nhiều DN là khá tốt, tránh được tình trạng ứ đọng vốn, đồng thời đảm bảo đủ vốn cho quá trình SXKD.

+ Quản trị vốn cố định: trong quản trị VCD của nhiều DN đã đạt được một số kết quả khả quan, thể hiện ở hiệu suất và hiệu quả sử dụng thông qua các chỉ tiêu đánh giá khá tốt. Việc phân bổ VCD vào các khâu kinh doanh nhìn chung là hợp lý và phù hợp với điều kiện và đặc điểm kinh doanh của từng doanh nghiệp. Trong quản trị VCD, trước hết các DN đã đầu tư đổi mới trang bị TSCĐ phù hợp. Đại bộ phận đã xây dựng chế độ trách nhiệm vật chất về bảo quản và sử dụng TSCĐ đối với tập thể và cá nhân; thực hiện quy trình quản trị TSCĐ phù hợp; mở sổ, thẻ chi tiết để theo dõi tình hình nhập xuất, số hiện có và hao mòn TSCĐ. Kịp thời thanh lý hoặc nhượng bán những TSCĐ sử dụng kém hiệu quả để trang bị mới những TSCĐ hiện đại hơn; thực hiện tốt chế độ khấu hao TSCĐ, lựa chọn phương pháp khấu hao phù hợp và Quản lý tốt quỹ khấu hao TSCĐ. Nhiều DN đã sử dụng vốn dài hạn vào việc đầu tư TCDH như góp vốn liên doanh, đầu tư vào các công ty liên kết, liên doanh, đầu tư vào lĩnh vực tài chính khác nên đã góp phần cho việc nâng cao lợi nhuận.

+ *Chú trọng chính sách đầu tư, mở rộng quy mô*

Với xu thế hội nhập, sự cạnh tranh của các sản phẩm từ các doanh nghiệp nước ngoài nên các DNSX đã chú trọng đầu tư vào TSCĐ, nhất là những hệ thống máy móc dây chuyền hiện đại. Kết quả là tỷ lệ đầu tư TSCĐ của các DNSXNY mặc dù có phần sụt giảm ở các Năm nền kinh tế khủng hoảng nhưng bắt đầu theo kịp sự phục hồi của nền kinh tế nên Năm 2015 và Năm 2016, các DNSX bắt đầu đầu tư nên tỷ lệ TSCĐ tăng dần qua hai Năm hiện tại.

Và việc sử dụng các TSCĐ đã đem lại hiệu quả cao, bằng chứng qua phân tích định tính và định lượng, tỷ lệ TSCĐ và vòng quay TSCĐ đã tác động tích cực đến hiệu quả tài chính.

**- Tác động tích cực của quản trị phân phối kết quả hoạt động kinh doanh đến hiệu quả tài chính**



Đối với tâm lý chung của các cổ đông, nhất là các cổ đông tại thị trường chứng khoán Việt Nam, thì nếu doanh nghiệp có chính sách cổ tức với tỷ lệ chi trả cổ tức cao, điều này sẽ dễ dàng thu hút các cổ đông và các nhà đầu tư khác trên thị trường, đồng thời điều này sẽ giúp tạo lòng tin và trung thành nhất định với các cổ đông đối với doanh nghiệp. Trong thời gian khủng hoảng, tiền mặt là một nhân tố quan trọng. Việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao sẽ tạo thuận lợi cho các cổ đông tìm kiếm các cơ hội đầu tư khác trên thị trường, đồng thời góp phần giảm thiểu rủi ro của họ. Bên cạnh đó, chính sách cổ tức tiền mặt cao cùng với việc mua lại cổ phần đã góp phần tăng tính thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường, và tạo ra các bước chuyển khi thị trường đang phục hồi.

Khi doanh nghiệp chi trả cổ tức cao và ổn định, hiển nhiên đã khẳng định vị thế, hình ảnh của doanh nghiệp, điều này giúp phần nào có sự ổn định trong cơ cấu thành phần của hội đồng cổ đông, các cổ đông sẽ tin tưởng vào ban điều hành. Ban điều hành sẽ được sự ủng hộ và đồng thuận trong các chính sách Quản lý của mình, đặc biệt là quản trị tài chính. Ngoài ra, điều này sẽ tạo áp lực cho ban Quản lý, họ phải luôn không ngừng sử dụng các chiến lược để nâng cao hiệu quả đầu tư, sử dụng vốn chủ sở hữu, tiết kiệm các khoản chi phí không hợp lý, thanh lý những tài sản kém hiệu quả, tái cấu trúc lại doanh nghiệp. Đồng thời, việc phải HDV từ bên ngoài để bù đắp lượng vốn đã chi trả, sẽ tạo áp lực làm cho ban quản trị càng phải nâng cao năng lực điều hành để có thể sử dụng tốt các nguồn vốn quý giá, nhất trong những thời kỳ kinh tế khó khăn.

#### **4.1.3. Những điểm hạn chế và nguyên nhân**

##### **a. Hạn chế**

- Tác động tiêu cực từ quản trị nguồn vốn đến hiệu quả tài chính

+ Chưa tận dụng lợi thế đòn bẩy tài chính và các nguồn vốn dài hạn

Qua phân tích và nghiên cứu định lượng trong chương này cho thấy, các DNSXNY có cấu trúc vốn thiên về vốn chủ sở hữu, đồng thời trong nợ phải trả thì hầu như là nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao. Hiện nay, thị trường tài chính ở nước ta ngày càng hoàn thiện và phát triển, tạo điều kiện cho phép các DN đa dạng hóa các kênh và hình thức HDV. Song các DNSXNY ngoài lợi nhuận để lại, nguồn vốn chiếm dụng vẫn chỉ sử dụng các kênh huy động truyền thống đó là phát hành cổ phiếu thường và đi vay. Chính sự bó hẹp trong các kênh và hình thức HDV cho thấy chính sách tài trợ của các DNSXNY thiếu sự linh hoạt, ít lựa chọn giải quyết nguồn vốn khi cần thiết. Hơn nữa, ngày nay nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu thì DN cần đa dạng hóa nguồn vốn huy động sao cho tối ưu hóa nguồn vốn huy động, nâng cao khả năng cạnh tranh của DN trong quá trình hội nhập và phát triển.

Bên cạnh đó, hầu hết các DNSXNY chưa khai thác triệt để và sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả. Tuy các DN cũng đã điều chuyển cơ cấu nguồn vốn qua các Năm

nhằm mục đích sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả nhưng qua phân tích cơ cấu nguồn vốn tác động đến ROE của các DN cho thấy chiều hướng và mức độ điều chỉnh chưa thực sự phù hợp với các DNSX khác, vì chiều hướng tác động nghịch. Ngoài ra, đối với các DNSX lớn và vừa thì nếu càng thiên về nợ thì sẽ có nguy cơ làm giảm ROE.

Một số DN duy trì cấu trúc vốn tiềm ẩn rủi ro cao đe dọa tới khả năng thanh toán của DN, làm mất cân đối DT. Đặc biệt các DN có mã cổ phiếu CTT hệ số nợ 90,4%, các MCP NGC, NKG, BLF, CLH, CMX, QNC đều có hệ số nợ trên 80%. Có thể nói cơ cấu nguồn vốn thiên hẳn về nợ vay như vậy đưa lại rủi ro tài chính cao cho DN, khả năng tự chủ tài chính thấp. Có thể nói, các DNSX này đã chạm tới ngưỡng vay nợ, rất khó để vay được khoản vay mới. Điều này thực sự nguy hiểm khi khả năng tạo tiền từ Hoạt động kinh doanh thấp, DN bị mất cân đối về DT, thiếu tiền thanh khoản.

**- Tác động tiêu cực của quản trị đầu tư, sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính**

Công tác thu hồi nợ chưa thực sự hiệu quả: Mặc dù không phát sinh KPT quá hạn, khó đòi, tuy nhiên khi kỳ thu tiền trung bình bị kéo dài, đặc biệt đối với các DNSX giấy, DNSX nhựa và cao su, DNSX MM-TB-ĐT hay các DNSX nhỏ và vừa.

**- Tác động tiêu cực từ quản trị phân phối lợi nhuận đến hiệu quả tài chính**

Mục đích của việc chi trả cổ tức cao chính là để tối ưu hóa giá trị của vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, đối với các DPSX hiện nay, việc cố gắng chi trả cổ tức cao chỉ để mục đích là đánh bóng tên tuổi, để làm cho giá chứng khoán tăng cao trong ngắn hạn, nghĩa là các chứng khoán có cổ tức cao được các nhà đầu tư tìm kiếm để hưởng lãi vốn vượt trội trong những thời gian đó. Thực trạng về các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam hiện nay là các nhà đầu tư thiếu hiểu biết về kiến thức tài chính phối chung và chính sách phân phối của doanh nghiệp phối riêng, bên cạnh đó, các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán trước ta có hành vi bày đàn rất cao. Lợi dụng hai đặc điểm này cùng với sự bất cập xứng thông tin trên thị trường chứng khoán mà các doanh nghiệp đã công bố chính sách cổ tức hấp dẫn để tạo ra các tín hiệu tốt đến tâm lý của nhà đầu tư. Nhiều doanh nghiệp đã xem chính sách cổ tức như là một công cụ để có thể truyền đạt thông tin đến các nhà đầu tư, từ đó doanh nghiệp sẽ thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư và làm tăng giá cổ phiếu lên; qua đó, tạo thuận lợi cho việc phát hành cổ phần mới sau này. Để có mức cổ tức cao, thậm chí nhiều doanh nghiệp phải chia hết cả lợi nhuận trong năm, mà không dự phòng tài chính cho các khoản nợ ngắn hạn cũng như giữ lại lợi nhuận cần thiết để tái đầu tư. Như vậy, các doanh nghiệp này đã không cân đối trong việc chi trả cổ tức và tăng trưởng trong tương lai. Từ đó gây thiệt hại cho những khoản đầu tư của các nhà đầu tư dài hạn, mặc dù trong ngắn hạn, các nhà đầu tư tìm kiếm các chứng khoán có mức cổ tức cao sẽ đạt được mức lợi nhuận cao. Đồng thời khi doanh nghiệp công bố trả cổ tức mức cao, rồi sau đó phát hành cổ phần mới trên thị trường, sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp, mặt khác, nó làm thiệt hại đến lợi ích của các cổ đông hiện hữu do loãng giá, đặc biệt là lợi ích các cổ đông thiểu số. Bên cạnh đó, do sức ép về thanh toán cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông, nhiều doanh nghiệp kinh doanh kém hiệu quả, thua lỗ vẫn thanh toán cổ tức cho cổ đông. Việc này làm tăng rủi ro cho doanh nghiệp, và cuối cùng là giảm giá trị doanh nghiệp.

+ Chưa có chiến lược dài hạn trong chính sách cổ tức. Khi thiết lập một chính sách cổ tức thì không có một chính sách cổ tức nào phù hợp cho mọi doanh nghiệp. Vậy mà trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhiều doanh nghiệp lại có lại chạy đua với nhau để chi trả cổ tức bằng tiền mặt hay chi trả cổ tức bằng cổ phần trong nhiều thời kỳ khi mà xu hướng của giới tài chính và nhà đầu tư đang chú ý đến các cổ phiếu có cổ tức tiền mặt cao hay cổ tức cổ phần cao. Việc thiết lập một chính sách cổ tức mà theo đó doanh nghiệp có thể tối đa hóa giá trị cho các cổ đông.

*b. Nguyên nhân của những hạn chế*

*- Trong vấn đề tiếp cận nguồn vốn*

Nguyên nhân khiến khả năng tiếp cận vốn vay của DNSXNY hạn chế là do bối cảnh nền kinh tế đang hết sức khó khăn, giá cả nguyên liệu đầu vào dùng cho sản xuất tăng, nguồn tín dụng cho sản xuất chưa được khơi thông, hàng tồn kho nhiều, tổng cầu giảm... càng làm hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp kém hiệu quả. Nhìn chung, DNSXNY thiếu điều kiện về tài sản thế chấp nên khó tiếp cận với các nguồn tín dụng dài hạn. Không tiếp cận được với nguồn vốn tín dụng trong bối cảnh các doanh nghiệp Việt kinh doanh dựa chủ yếu vào vốn ngân hàng đã làm cho nhiều DNSXNY rơi vào tình trạng sản xuất với thiết bị cũ, năng suất thấp, chất lượng sản phẩm không cao và cuối cùng dẫn đến năng lực cạnh tranh bị hạn chế. Ngoài ra, do ảnh hưởng khủng hoảng kinh tế kéo dài, lạm phát tăng, lãi suất cao làm thị trường tiêu thụ bị thu hẹp..., nhiều DN bị thua lỗ và phải ăn vào vốn tự có.

*- Trong công tác thu hồi nợ*

DNSXNY chưa cụ thể và chi tiết các điều khoản về điều kiện thanh toán, phương thức thanh toán cũng như thời gian thanh toán... trong hợp đồng ký kết với các đối tác, nhất là đối với các đối tác mới. Tỷ lệ chiết khấu của DN chưa được phù hợp giữa khách hàng thường xuyên và những khách hàng mới, từ đó chưa khuyến khích được khách hàng trả nợ sớm hơn. DNSX phân loại nợ theo 3 phần là các khoản phải thu khách hàng, các khoản phải thu trả trước người bán, và các khoản phải thu khác nhưng chưa phân loại được đối tượng nợ, từ đó khó đưa ra được hệ thống cơ cấu nợ mới cho những khách hàng suy giảm khả năng chi trả nhưng có thể chi trả khi cơ cấu thời hạn nợ mới. Về khoản trả trước cho những nhà thầu về công nghệ sản xuất cũng như nguyên vật liệu đầu vào của công ty thì DN cần có một khoản chi phí đặt trước cho các nhà cung cấp. Nhưng với các khoản trả trước này thì DN chưa xác định được rõ khoản thu nào có thể thu được về ngay tùy theo mức độ cần thiết hoặc cần phải thay đổi nhà cung ứng khác. Ngoài ra, trình độ nhân lực phụ trách khoản phải thu còn kém, cần nâng cao chuyên môn nghiệp vụ để có thể hoàn thiện được công tác quản trị khoản phải thu ở DN.

## **4.2. Bối cảnh kinh tế xã hội và sự tác động đến phát triển kinh tế giai đoạn 2017-2020, tầm nhìn 2030**

### **4.2.1. Triển vọng kinh tế thế giới đến Năm 2020**

Năm 2020, quy mô nền kinh tế thế giới dự báo sẽ tăng thêm khoảng 2/3 so với Năm 2005 với mức tăng GDP trung bình 3,5%/Năm trong giai đoạn 2006-2020 (tương đương mức tăng của 25 Năm trước đây). Hai nước có dân số đông nhất thế giới, Trung Quốc và Ấn Độ, sẽ nằm trong số các nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh nhất thế giới.

Tỷ trọng GDP châu Á trong GDP toàn thế giới dự báo sẽ tăng lên 43% vào Năm 2020 so với 35% Năm 2005. Trong giai đoạn 2006-2020, Nga, Braxin và Mêhicô dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 3%/Năm; Trung Đông và Bắc Phi dự báo sẽ tăng trưởng 4%/Năm. Đặc biệt tốc độ tăng trưởng của khu vực Cận Xahara châu Phi sẽ chỉ đạt dưới 3%/Năm, phần nào do tác động của đại dịch AIDS. Tại châu Mỹ Latinh, tăng trưởng GDP bình quân đầu người sẽ chỉ đủ để ngăn không cho khoảng cách với các nước phát triển tăng thêm. Xét về GDP bình quân đầu người, Cận Xahara châu Phi sẽ còn tiếp tục tụt hậu.

Tiêu dùng trên thế giới, tính theo USD áp dụng tỷ giá thị trường, sẽ tăng mạnh, trung bình 5,6%/Năm, từ mức 27.000 tỷ USD hiện nay lên mức 62.000 tỷ USD vào Năm 2020. Xét về sức mua tính theo USD, Mỹ tiếp tục là thị trường tiêu thụ lớn nhất thế giới, chiếm gần 1/3 tiêu dùng toàn cầu. Tuy nhiên, tiêu dùng tăng chủ yếu tại các thị trường đang nổi. Trung Quốc dự báo sẽ là thị trường tiêu thụ lớn thứ hai thế giới. Ấn Độ hoặc thị trường châu Âu sẽ giữ vị trí thứ ba vào Năm 2020.

Năm 2020, Trung Quốc sẽ có ngành công nghệ lớn nhất thế giới. Trung Quốc cũng sẽ thay thế Đức trở thành nước có lượng khách du lịch ra nước ngoài lớn nhất vào đầu những Năm 2010. Đến Năm 2020, lượng xe ô tô tại Trung Quốc sẽ lớn hơn so với Mỹ. Tuy nhiên, vẫn còn quá sớm để đề cập đến “một thế kỷ châu Á”. Tỷ trọng của Mỹ và EU trong tổng thu nhập của thế giới sẽ tương tự mức hiện nay, mỗi khu vực chiếm 20% tính theo sức mua tương đương (PPP). Tỷ trọng của Trung Quốc và Ấn Độ sẽ tăng lên, trong đó tỷ trọng của Trung Quốc có thể ngang bằng với Mỹ và EU vào Năm 2020. Điều này cũng đồng nghĩa với việc tỷ trọng của Nhật Bản giảm.

Tăng trưởng kinh tế chung của EU sẽ chậm lại do việc tiếp nhận thêm các thành viên mới. Tính đến Năm 2020, EU sẽ bao gồm tất cả các nước vùng Bancăng và Thổ Nhĩ Kỳ. Bungary và Rumani dự kiến sẽ gia nhập EU vào Năm 2007 hoặc 2008, và khoảng hai Năm sau đó là Crôatia. EU với 25 nước thành viên hiện nay sẽ trở thành liên minh của trên 30 nước vào Năm 2020.

Mỹ sẽ sản xuất ra sản lượng tương đương với EU mặc dù dân số ít hơn. Khoảng cách về thu nhập bình quân đầu người sẽ tiếp tục tăng do EU tiếp nhận thêm các thành viên mới là những nước nghèo hơn. GDP bình quân đầu người của EU15 bằng khoảng 70% so với Mỹ vào Năm 2000. Tỷ lệ này đã giảm xuống còn 65% đối với EU25 vào Năm 2005, phần lớn là do việc mở rộng EU vào Năm 2004 với việc tiếp nhận các nước nghèo hơn rất nhiều so với các nước EU15, ngoài ra còn do kinh tế châu Âu tăng trưởng kém hơn vào nửa đầu thập kỷ này. Dự báo thu nhập bình quân đầu người của EU33 sẽ chỉ bằng 56% của Mỹ vào Năm 2020.

Trong Năm 2020, Mỹ tiếp tục là nước dẫn đầu về thương mại, mặc dù tỷ trọng của Mỹ trong giá trị xuất nhập khẩu của toàn thế giới sẽ giảm nhẹ, từ 14% Năm 2005 xuống 12% Năm 2020. Trung Quốc sẽ thay thế Đức ở vị trí thứ hai và gần bắt kịp Mỹ vào Năm 2020. Ấn Độ sẽ nhảy vọt từ vị trí thứ 24 hiện nay lên vị trí thứ 10, tuy nhiên cũng chỉ chiếm 3% tổng thương mại toàn cầu.

#### **4.2.2. Bối cảnh kinh tế Việt Nam đến Năm 2020, tầm nhìn 2030**

##### **✚ Những cơ hội và thách thức của các doanh nghiệp**

###### *Mục tiêu nền kinh tế Việt Nam Năm 2017 tới Năm 2020*

Tại kỳ họp thứ 2, khóa XIV, Quốc hội đã biểu quyết thông qua Nghị quyết về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội Năm 2017, với mục tiêu GDP tăng khoảng 6,7%, tổng kim ngạch xuất khẩu tăng 6 - 7%; tốc độ tăng giá tiêu dùng bình quân khoảng 4%; tổng vốn đầu tư phát triển toàn xã hội khoảng 31,5% GDP; tỷ lệ hộ nghèo theo chuẩn nghèo tiếp cận đa chiều giảm 1 - 1,5%, riêng các huyện nghèo giảm 4%. Tỷ lệ thất nghiệp ở thành thị dưới 4%...

Theo đó, trong 5 Năm tới, bình quân tốc độ GDP tăng 6,5 - 7%/Năm; GDP Năm 2020 đạt 3.200 - 3.500 USD/người; Bội chi NSNN Năm 2020 dưới 4% GDP; Lạm phát dưới 4% các Năm đầu kỳ kế hoạch và 3% vào Năm 2020; Công nghiệp và dịch vụ chiếm 85% GDP Năm 2020; Tổng vốn đầu tư toàn xã hội bình quân 5 Năm khoảng 32-34% GDP; Năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP) đóng góp vào tăng trưởng khoảng 30 - 35%. Năng suất lao động xã hội bình quân tăng khoảng 5%/Năm...

###### *Cơ hội và thách thức của nền kinh tế Việt Nam*

##### **✚ Cơ hội**

Sự cải thiện môi trường đầu tư; Tăng áp dụng khoa học công nghệ và tiếp tục tham gia hội nhập quốc tế sâu rộng, đầy đủ hơn; Tốc độ tăng trưởng kinh tế quý sau cao hơn quý trước; Các dòng vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục tăng mạnh, cơ cấu phù hợp với mục tiêu thu hút của Việt Nam đặt ra.

Bên cạnh đó, tình hình xuất siêu tăng khá, số lượng doanh nghiệp (DN) thành lập mới tăng mạnh, số DN quay lại hoạt động cũng tăng khá. Lạm phát được kiểm soát dưới mức kế hoạch. Mặt bằng lãi suất, tỷ giá cơ bản ổn định. Thu hút khách du

lịch quốc tế đạt khá.

Nông nghiệp từng bước phục hồi. Niềm tin thị trường, xã hội của người dân và DN được duy trì; sự phát triển tích cực của ngành chế biến, chế tạo (có quy mô và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong toàn ngành công nghiệp); sự thúc đẩy quá trình cổ phần hóa DNNN;

Chính sách tiền tệ của Việt Nam tiếp tục ở trạng thái nới lỏng, hỗ trợ thanh khoản cho nền kinh tế để kích thích tăng trưởng. Mức lãi suất vay vốn thấp cùng với tiếp cận tín dụng dễ dàng giúp hoạt động đầu cơ lướt sóng nhà đất trở nên dễ dàng hơn, hỗ trợ DN vừa và nhỏ nhằm hỗ trợ có hiệu quả hơn cho tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, động lực tăng trưởng còn được tiếp sức từ duy trì tổng cầu tiêu dùng trong nước; sự thành công của điều hành tỷ giá linh hoạt hơn.

Gia tăng từ lòng tin thị trường, củng cố vị thế quốc tế và kỳ vọng những cơ hội mới tới từ các kết quả đàm phán, ký kết và triển khai các cam kết và chủ động hội nhập quốc tế của Việt Nam; từ những chuyển động tích cực về tái cơ cấu kinh tế, nhất là trong mua bán, sáp nhập các ngân hàng và chuyển nhượng dự án bất động sản; thu hồi các dự án chậm triển khai, dùng sai mục đích sử dụng đất; cổ phần hóa đơn vị sự nghiệp công và tăng cường sử dụng giống mới, ứng dụng công nghệ bảo quản, chế biến nông sản hiện đại; mở rộng sự tham gia của DN đầu tư vào nông nghiệp theo mô hình liên kết chuỗi và quy mô công nghiệp.

Mặt khác, nền kinh tế sẽ được tiếp sức bởi sự chuyển động của cả bộ máy Quản lý và hệ thống chính trị, tạo mọi điều kiện, tháo gỡ mọi rào cản cho sản xuất, kinh doanh của người dân và DN, thúc đẩy khởi nghiệp; phát triển các ngành công nghiệp hỗ trợ, chế biến, chế tạo, gắn với các lợi thế về nguồn nguyên liệu nông, lâm nghiệp, thủy sản; thực hiện tốt công tác dự báo thị trường, xúc tiến thương mại, tìm kiếm, mở rộng thị trường xuất khẩu.

#### *Thách thức*

Khởi nghiệp đang là xu hướng đối với nền kinh tế Việt Nam, số lượng DN đăng ký kinh doanh ngành càng nhiều, số lượng DN giải thể và tạm ngừng có xu hướng giảm đi. Tuy nhiên, hiệu quả đầu tư đối với các DN lại giảm sút. Năm 2017 với sự tăng trưởng cao nhưng tỷ lệ vốn đầu tư lại giảm xuống thấp, chưa đạt kế hoạch đặt ra. Vì vậy, yêu cầu tăng hiệu quả vốn đầu tư là cấp thiết.

Về thị trường chứng khoán, đến hết năm 2017, mức vốn hóa của thị trường chứng khoán niêm yết (HSX và HNX) đạt hơn 2,8 triệu tỷ VND, tăng 73% so với cuối năm 2016 và tương đương gần 57% GDP, cao nhất trong lịch sử.

Môi trường đầu tư dù được ghi nhận ở cấp quốc gia, thế giới nhưng thực chất trên nóng, dưới lạnh vẫn rõ, tình trạng “một cửa, nhiều khóa” và chi phí bôi trơn là hai yếu tố khiến DN còn nặng gánh.

Phối hợp giữa các cơ quan Quản lý còn bộn bề nhiều hạn chế, vẫn biệt lập không có sự chủ động phối hợp, liên kết, cơ cấu chuỗi còn hình thành chậm, do đó thị trường đầu ra mang tính chính ngạch khó khăn (đơn cử như xuất khẩu nông sản vẫn là xuất thô là chính). Một điểm nữa là nợ công cao, nợ xấu còn tiềm ẩn, tích tụ sở hữu chéo. Nguồn vốn đầu tư công giải ngân chậm và DN nội địa hoạt động trong ngành công nghiệp phụ trợ chưa cải thiện được khả năng tham gia chuỗi cung ứng toàn cầu nói riêng, sự tăng trưởng và phát triển của DN Việt Nam nói chung... Bên cạnh đó là những khó khăn liên quan đến biến đổi khí hậu, lũ lụt, ngập mặn... còn khốc liệt hơn là những thách thức mới phải chủ động nhiều hơn.

### **4.3. Các khuyến nghị đối với doanh nghiệp Sản xuất niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam**

#### **4.3.1. Khuyến nghị về quản trị nguồn vốn**

Kết quả phân tích và nghiên cứu cho thấy cơ cấu vốn có ảnh hưởng lớn đến hiệu quả quản trị tài chính cũng như ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Từ thực trạng cơ cấu nguồn vốn nghiên cứu ở chương 3 cho thấy: Thực trạng cơ cấu vốn của các DNSXNY hiện tại còn nghiêng về vốn chủ sở hữu hơn là nợ vay (nợ vay chỉ chiếm 49% trên tổng nguồn vốn). Mặt khác, theo kết quả hồi quy, trong giai đoạn 2010 – 2016 cho thấy biến nợ phải trả trên vốn CSH (D/E) tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của DNSXNY ở mức là 1% và 5% cho cả 3 mô hình. Các DNSXNY có tỷ lệ nợ vay trên vốn CSH càng cao sẽ mang lại hiệu quả quản trị tài chính tốt hơn. Tuy nhiên, thực tiễn hoạt động của các DNSXNY cũng cho thấy các doanh nghiệp vẫn khó tiếp cận với nguồn vốn vay ngân hàng để bù đắp phần nhu cầu vốn thiếu hụt. Vì thế các doanh nghiệp cần có biện pháp chủ động điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng tỷ trọng nguồn vốn nợ để tạo điều kiện giảm chi phí sử dụng vốn, tận dụng các lợi ích từ lá chắn thuế và đòn bẩy tài chính của lãi vay cho doanh nghiệp. Để thực hiện điều chỉnh cơ cấu doanh nghiệp có thể nghiên cứu và thực hiện các biện pháp cụ thể sau:

*(1) Giải pháp điều chỉnh cơ cấu vốn thông qua hình thức thuê tài chính và huy động nợ vay trên thị trường vốn của các DNSXNY*

Kết quả phân tích ở chương 3 cho thấy nợ vay dài hạn chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Mặt khác nguồn vốn nợ chủ yếu vẫn là nợ vay NHTM, các công cụ tài chính trái phiếu doanh nghiệp, thuê tài chính cũng



chưa được các doanh nghiệp khai thác sử dụng hiệu quả. Những nguyên nhân cơ bản khiến các doanh nghiệp có khuynh hướng ít hoặc không sử dụng nợ dài hạn là:

- Lãi suất vay vốn còn cao cũng như các thủ tục để vay vốn trung dài hạn của các NHTM còn nhiều phức tạp mà doanh nghiệp chưa đáp ứng được. Các DNSXNY hầu hết đang được vận hành trên hệ thống bộ máy quản trị cũ, thiếu các chuyên gia được đào tạo bài bản nhằm đưa ra những chiến lược kinh doanh bài bản, lâu dài phần nào đã hạn chế sự phát triển cũng như kìm hãm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hiệu quả kinh doanh thấp, lại hạn chế vốn tự có, uy tín cũng như tài sản thế chấp nên các doanh nghiệp khó tiếp cận và hấp thụ được vốn vay dài hạn ngân hàng với lãi suất cao.

- Một lý do khác quan trọng hơn là do những khiếm khuyết của bản thân thị trường tài chính cũng như thói quen và mức độ hiểu biết của doanh nghiệp đối với các loại hình tài trợ này. Theo quan sát các báo cáo tài chính, hình thức thuê tài chính (một hình thức tín dụng trung và dài hạn được sử dụng phổ biến ở các nước dưới hình thức thuê tài sản), hoặc hình thức vay bằng phát hành trái phiếu doanh nghiệp được rất ít các doanh nghiệp sử dụng. Thị trường trái phiếu chưa phát triển cũng hạn chế khả năng các doanh nghiệp HDV vay thông qua hình thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Vì vậy đối với các DNSXNY có nhu cầu thực sự sử dụng nợ dài hạn cho chiến lược phát triển lâu dài của doanh nghiệp, tác giả đưa ra 2 biện pháp sau đây:

**Thứ nhất**, cần đa dạng nguồn vốn vay dài hạn bằng hình thức thuê tài chính để đảm bảo nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Ở Việt Nam hiện nay, kênh HDV dài hạn truyền thống của doanh nghiệp vẫn là vay nợ từ ngân hàng. Việc phụ thuộc quá lớn vào nguồn vốn ngân hàng làm cho các doanh nghiệp gặp rất nhiều hạn chế. Một trong những giải pháp để huy động nguồn vốn dài hạn hiệu quả mà DNSXNY hiện nay nên áp dụng là hình thức thuê tài chính. Nguyên nhân chính thúc đẩy hoạt động thuê tài chính phát triển nhanh là do nó thể hiện hình thức tài trợ có tính an toàn cao, tiện lợi và hiệu quả cho các bên giao dịch. Việc HDV bằng việc thuê tài chính có lợi thế rất tốt để tài trợ cho các dự án đầu tư dây chuyền công nghệ hay cải tiến máy móc. Việc này cũng giúp cho DNSXNY đang sử dụng đúng mục tiêu chiến lược kinh doanh dài hạn. Thuê tài chính là một hình thức đang được áp dụng phổ biến ở nhiều nước trên thế giới như Mỹ, Nhật Bản, Đức, Thụy Điển... Tuy nhiên, ở Việt Nam khái niệm cho thuê tài chính vẫn còn mới mẻ. Để đi đến việc quyết định lựa chọn thuê tài chính, doanh nghiệp cần xem xét, cân nhắc nhiều mặt, xác định nhu cầu vốn. Do đặc thù của hoạt động thuê tài chính là thời gian thuê dài, trong suốt quá trình bên thuê đi thuê không được hủy hợp đồng. Vì thế, phần lớn rủi ro về tài sản được chuyển giao cho bên thuê. Vì vậy, các DNSX cần cân nhắc, lựa chọn loại tài sản thuê phù hợp với hoạt động của doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro. Khi lựa chọn tài sản, các DNSX cần căn cứ yêu cầu sản xuất kinh

doanh thực tế, cân đối với các nhu cầu đầu tư khác trong doanh nghiệp, đảm bảo sự hài hòa, tránh lãng phí vốn. Bên cạnh đó, các DNSX có thể tranh thủ sự hỗ trợ của bên cho thuê trong việc tư vấn danh mục tài sản, hoặc thuê các tổ chức độc lập, có sự am hiểu sâu, tư vấn về các vấn đề liên quan đến tài sản và thuê tài chính.

*Thứ hai*, các doanh nghiệp cũng có thể tìm nguồn tài trợ khác thông qua hoạt động liên kết, liên doanh với các đối tác đầu tư, hoặc từ các quỹ đầu tư mạo hiểm, phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng là những địa chỉ được ưa thích đối với các doanh nghiệp ở nhiều nước trên thế giới. Phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng là một trong những phương thức HDV hữu hiệu khi các doanh nghiệp thiếu vốn. Thông qua phát hành trái phiếu, các DNSX có thể vay được từ thị trường một khoản vốn khá lớn với lãi suất thấp hơn lãi suất ngân hàng và quyền sử dụng vốn vay linh hoạt hơn vay ngân hàng. Nhờ đó các doanh nghiệp sẽ có thêm tiền để đầu tư, mở rộng Hoạt động kinh doanh.

#### (2) Giải pháp xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu cho các DNSXNY

Cơ cấu vốn tối ưu là cấu trúc vốn làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận dành cho CSH, qua đó tối đa hóa được giá trị DN hay giá cổ phiếu DN trên thị trường và làm tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân của DN.

Trong thực tế, cơ cấu vốn tối ưu không cố định do điều kiện kinh doanh của doanh nghiệp luôn thay đổi. Vì thế DN cần dựa trên nguyên lý về cơ cấu vốn, đồng thời phải cân nhắc yếu tố rủi ro và tỷ suất lợi nhuận trong điều kiện, hoàn cảnh cụ thể để hoạch định cơ cấu vốn mục tiêu của DN và việc HDV luôn hướng về cấu trúc vốn này. Cơ cấu vốn mục tiêu là cơ cấu vốn tối ưu phù hợp với mục tiêu của doanh nghiệp trong những giai đoạn và điều kiện kinh doanh cụ thể. Chính vì vậy, Luận án đề xuất một phương pháp để các DNSXNY có thể áp dụng xây dựng được một cơ cấu vốn tối ưu phù hợp với mục tiêu của doanh nghiệp mình nhằm nâng cao hiệu quả tài chính.

##### Bước 1: Tính toán mức EBIT và EPS dự kiến

Điều trước tiên các DN phải tự lập dự báo về báo cáo tài chính của doanh nghiệp mình, ít nhất cho Năm tới. Chủ yếu, lập được bảng Cân đối kế toán và Bảng báo cáo kết quả Hoạt động kinh doanh. Khi lập dự báo bảng Cân đối kế toán thì qua đây, sẽ xác định được lượng vốn mà doanh nghiệp cần huy động trong Năm đến là bao nhiêu. Bên cạnh đó, khi lập được bảng Báo cáo kết quả Hoạt động kinh doanh, DN sẽ xác định được EBIT và EPS dự tính cho Năm tới. Riêng đối với EBIT, cho dù có sử dụng lãi vay hoặc không sử dụng lãi vay thì doanh thu sẽ không bị ảnh hưởng, chi phí hoạt động (không có chi phí lãi vay) cũng như vậy. Do đó, EBIT sẽ như nhau trong các trường hợp không có nợ vay hoặc nợ vay cao...

#### **Bảng tính toán EPS dự tính trong các trường hợp**

Hệ số nợ	Tổng nguồn vốn	EBIT	Lãi suất vay	Chi phí lãi vay	Số lượng cp	EEPS
0						
10%						
20%						
30%						
40%						
50%						
60%						
70%						

*Bước 2. Xây dựng cấu trúc vốn tối ưu*

Các T.H	D/A	D/E	Rd	EPS	Beta	Re	Giá CP	WACC
1								
2								
3								
4								
5								
6								
7								
8								

Điều quan trọng nhất của việc xây dựng cấu trúc vốn tối ưu này là phải xác định được chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) cho từng trường hợp, bên cạnh đó xác định giá trị cổ phiếu mỗi trường hợp. Từ đó, chúng ta sẽ lựa chọn cấu trúc vốn như thế nào theo mục tiêu của mỗi Doanh nghiệp. Chính vì vậy, chúng ta cần xác định trước tiên là WACC, trong đó phải xác định được chi phí sử dụng nợ vay và chi phí sử dụng vốn chủ hữu.

+ *Chi phí sử dụng nợ vay*: Thực tế cho thấy, việc xác định chi phí sử dụng nợ vay căn cứ vào BCTC Năm của doanh nghiệp không chính xác vì lãi suất vốn vay thay đổi theo quy mô nợ vay. Do đó, để có thước đo tốt hơn, Luận án xác định chi phí sử dụng nợ vay căn cứ vào phần bù vỡ nợ. Việc xác định phần bù vỡ nợ được công bố bởi Giáo sư người Mỹ Aswath Damodaran của trường Stern School of Business (Mỹ). Bảng xếp hạng này dựa trên hệ số KNTT lãi vay của các doanh nghiệp phi tài chính có giá trị vốn hóa thị trường trên 5 tỷ USD và dưới 5 tỷ USD. Theo cách này để có thể xác định được chi phí sử dụng nợ vay tại các trường hợp.

+ *Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu*: Mô hình định giá tài sản vốn CAPM là mô hình xác định TSSL cần thiết cho mỗi cổ phiếu thường (có thể là tài sản, DN hay dự

án) với công thức như sau :  $K_e = K_f + (K_M - K_f) \beta_e$ . Để xác định theo cách này, cần xác định 3 yếu tố: (1) TSSL của tài sản phi rủi ro, (2) TSSL của danh mục thị trường (3) Hệ số beta.

- *Giá cổ phiếu*: Bởi vì tất cả thu nhập được chi trả cổ tức, không có lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư vào doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng của DPS và EPS bằng không. Sử dụng công thức định giá  $V = EPS/Re$ .

Chúng ta có thể ước tính giá cổ phiếu nếu một phần thu nhập được giữ lại và lúc này tỷ lệ  $g$  sẽ dương. Tuy nhiên điều này sẽ làm phức tạp cho việc phân tích, và một lý do khác nữa là chúng ta thường phân tích quyết định cơ cấu vốn dựa trên WACC thay vì dựa trên giá cổ phiếu.

Lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu

3 tiêu chí để xem xét:

-  $V$ : đại diện cho giá trị doanh nghiệp

- WACC: đại diện cho chi phí sử dụng vốn (rủi ro hệ số beta lồng vào WACC và giá cổ phiếu rồi)

WACC ở các cơ cấu vốn khác nhau. Nếu doanh nghiệp không sử dụng nợ, WACC là 12%, nhưng nếu công ty bắt đầu sử dụng nợ vay cho chi phí thấp, WACC sẽ giảm xuống, nhưng giảm xuống một mức nhất định, cụ thể giảm tại hệ số nợ 40%. Bởi vì khi hệ số nợ tăng,  $Re$  và  $Rd$  đều tăng, lúc đầu tăng chậm nhưng sau tăng càng nhanh. Cuối cùng sự gia tăng  $Rd$  và  $Re$  sẽ bù trừ cho lợi ích đi vay có chi phí thấp đang sử dụng. Do đó, tại mức hệ số nợ 40%, WACC là thấp nhất, sau đó tăng dần với gia tăng của nợ.

Cần lưu ý rằng, cho dù  $Re > Rd$ , thì việc sử dụng nợ có chi phí thấp cũng không thể tối ưu hóa giá trị doanh nghiệp bởi vì hiệu ứng tác động ngược của nợ vay lên  $Rd$  và  $Re$ .

Cơ cấu vốn làm tối thiểu hóa WACC cũng là cơ cấu vốn làm tối đa hóa giá cổ phiếu của công ty. Công ty sử dụng tất cả thu nhập để chi trả cổ tức, do đó tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư là không, khi đó  $g$  cũng là 0. Do đó, trong trường hợp này, có thể sử dụng mô hình định giá không tăng trưởng.

Qua số liệu cho thấy, ban đầu giá cổ phiếu tăng cùng với sự gia tăng của đòn bẩy tài chính, đạt mức cao nhất là 21.799 đồng/cp tại mức nợ vay 40%, và sau đó giảm dần.

Do vậy, cơ cấu vốn tối ưu của công ty là tại mức nợ vay 40% và mức nợ vay này sẽ tối đa hóa giá cổ phiếu của công ty và tối thiểu hóa WACC của công ty. Ban giám đốc nên thiết lập cơ cấu vốn tiến về mục tiêu khi phát hành chứng khoán mới.

#### **4.3.2. Khuyến nghị về quản trị vốn lưu động**

Đối với các doanh nghiệp DNSX niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cần xây dựng kế hoạch nhu cầu vốn lưu động, đây là nhiệm vụ quan trọng hàng đầu và cần thiết. Doanh nghiệp cần phải xác định nhu cầu VLD cho Hoạt động kinh doanh chính xác, hợp lý đảm bảo quá trình sản xuất và tiêu thụ sản phẩm được liên tục, bên cạnh đó tránh được tình trạng ứ đọng vật tư, sử dụng lãng phí vốn và đồng thời hạn chế rủi ro có thể xảy ra. Các nhà quản trị có thể tăng hiệu quả tài chính bằng cách rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền mặt bằng cách rút ngắn thời gian thu tiền khách hàng, thời gian luân chuyển hàng tồn kho, kéo dài thời gian thanh toán cho nhà cung cấp.

Dựa vào kết quả phân tích thực trạng và kết quả phân tích hồi quy cho thấy chu kỳ luân chuyển tiền mặt tác động âm nhưng mức độ đầu tư VLD tác động dương đến ROE. Mục tiêu đặt ra đối với việc hoàn thiện công tác quản trị tài sản trong các DNSXNY là bảo đảm vốn, tài sản phải được bảo toàn và nâng cao kết quả sử dụng. Để thực hiện được mục tiêu đó, cần tiếp tục hoàn thiện công tác quản trị và sử dụng vốn bằng các biện pháp sau đây:

*(1) Hoàn thiện công tác quản trị vốn bằng tiền*

Hoàn thiện, đổi mới quy trình, phương thức thu nộp, chuyển tiền phù hợp trong từng thời kỳ nhằm rút ngắn thời gian, số tiền đang chuyển trên đường và giảm thiểu chi phí chuyển tiền.

Xây dựng kế hoạch về thu, chi vốn bằng tiền chi tiết theo tháng, tuần, ngày. Đặc biệt lưu ý các thời điểm cuối tuần, tháng, quý, Năm đảm bảo tận thu và chuyển tiền kịp thời về các doanh nghiệp .

Cần có sự phân định trách nhiệm rõ ràng trong quy trình Quản lý, lưu giữ, thu nộp, vận chuyển tiền mặt giữa thủ quỹ, nhân viên kế toán tiền mặt, các cửa hàng trưởng, nhân viên nghiệp vụ, các nhân viên bán hàng và người bảo vệ.

*(2) Hoàn thiện công tác quản trị khoản phải thu*

Một trong những tồn tại dễ thấy ở chương 3, bộ phận DNSXNY hay ưu tiên tập trung vào sản xuất và kinh doanh, việc quá ưu ái cho bán hàng mà quên đi công tác thu hồi những công nợ phải thu đã phần nào làm cho nhu cầu nguồn vốn của doanh nghiệp tăng cao không cần thiết. Kết quả nghiên cứu cho thấy ACR (số ngày thu tiền bình quân) là tác động ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính của doanh nghiệp . Đồng thời thực nghiệm cho thấy: các DNSXNY trong giai đoạn 2010 đến 2016, số ngày thu tiền bình quân là 31 ngày, tương ứng là 1 tháng để thu hồi công nợ. Như vậy, kết quả nghiên cứu và kết quả thống kê cho thấy Doanh nghiệp DNSXNY chưa có chính sách bán hàng hiệu quả, bởi vì trong trường hợp nếu các yếu tố khác không đổi thì số ngày thu tiền bình quân tăng đồng nghĩa với việc gia tăng các khoản phải thu; từ đó làm

giảm dòng thu nhập thực tế của doanh nghiệp và do đó ảnh hưởng gián tiếp đến hiệu quả tài chính của DNSXNY. Như Mathuva (2010) đã giải thích rằng khách hàng càng thanh toán hóa đơn sớm, Doanh nghiệp càng có nhiều tiền mặt để tái đầu tư, do vậy doanh số đạt được càng cao, dẫn đến khả năng sinh lợi cao hơn. DNSXNY có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng. Công việc của Quản lý các khoản phải thu không phải là tối thiểu hóa nợ xấu mà là tối đa hóa hiệu quả của quản trị tài chính, do đó đôi khi phải chấp nhận rủi ro như có nhiều khách hàng thường xuyên và đáng tin cậy của doanh nghiệp. Đối với các DNSXNY, vì đặc thù cho nên nợ phải thu của người mua liên tục gia tăng với tốc độ lớn làm giảm kết quả kinh doanh, tăng rủi ro, dễ mất an toàn tài chính và tiềm ẩn rủi ro kinh doanh. Trong thực tế có xuất hiện một số trường hợp có các khoản nợ khó đòi, hoặc có những trường hợp trong các doanh nghiệp có nhiều cửa hàng ghi không công nợ của khách hàng để rút tiền sử dụng vào mục đích cá nhân.

Để cải thiện các khoản phải thu, tác giả đưa ra biện pháp cụ thể sau đây:

*Thứ nhất*, nâng cao chất lượng sản phẩm, tạo vị thế trên thị trường, xây dựng bộ tiêu chuẩn bán chịu phù hợp với điều kiện cụ thể trong từng giai đoạn hoạt động của doanh nghiệp.

*Thứ hai*, Các doanh nghiệp nên duy trì chính sách tín dụng thắt chặt, thỏa thuận kỳ hạn thanh toán thích hợp có lợi giữa đôi bên. Cần xem xét các yếu tố khi quyết định thời hạn bán chịu như: rủi ro kinh doanh của khách hàng, khối lượng hàng mua, loại hàng hóa, đo lường chất lượng tín dụng, loại hình của Doanh nghiệp ...

*Thứ ba*, DNSXNY nên theo dõi thường xuyên số ngày thu tiền bình quân và thời hạn thu các khoản phải thu, kiểm tra xem các khoản phải thu có đúng theo kế hoạch không.

*Thứ tư*, Khuyến khích việc thanh toán trước hạn bằng các chính sách thúc đẩy như chiết khấu % thanh toán bằng tiền mặt hay chiết khấu bằng số lượng hàng hóa cho những khách hàng sẵn sàng ký hợp đồng mua dài hạn.

*Thứ Năm*, DNSXNY có thể áp dụng hình thức dịch vụ “bao thanh toán”, với những doanh nghiệp thường xuyên bán chịu hàng hóa sẽ bán lại những khoản phải thu cho một Doanh nghiệp chuyên môn làm nghiệp vụ thu hồi nợ. Theo Nguyễn Minh Kiều (2016) nhờ sự chuyên môn hóa việc thu hồi nợ nên sau khi mua lại các khoản nợ, Doanh nghiệp mua nợ có thể nâng cao được hiệu suất thu hồi nợ và giảm lợi thế thu hồi nợ nhờ lợi thế về quy mô.

*Thứ sáu*, cơ chế Quản lý công nợ theo hướng xác định Quản lý công nợ là một trong những công tác quan trọng hàng đầu trong Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Các giám đốc hay trưởng bộ phận phải thường xuyên quan tâm đến Quản lý

công nợ, ưu tiên và tập trung chỉ đạo thực hiện tốt công tác này. Trong công tác quản trị, các DNSX cần xác định để có thể tăng được sản lượng bán, tăng khả năng cạnh tranh và chiếm lĩnh thị trường phải có công nợ. Nhưng công nợ đó chính là sự đánh đổi giữa sản lượng, doanh thu, lợi nhuận với chi phí và rủi ro. Mục tiêu là phải Quản lý tốt công nợ bán hàng. Gắn công tác bán hàng với kết quả kinh doanh, với công nợ và an toàn tài chính. Phân định trách nhiệm, quyền hạn rõ ràng, cụ thể của từng cá nhân, bộ phận, tập thể trong quá trình tổ chức bán hàng và công nợ. Khi hoạch định chính sách nợ phải biết phát huy thế mạnh vốn có của doanh nghiệp về uy tín, kinh nghiệm chuyên ngành, và khả năng đáp ứng nhu cầu khách hàng, hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật đồng bộ, chất lượng phục vụ tốt hơn hẳn các đối tác khác cùng kinh doanh trên thị trường để hạn chế phương thức bán hàng cho nợ. Việc bán hàng cho khách nợ phải có tài sản đảm bảo và thực hiện thế chấp, bảo lãnh, cầm cố. Mặt khác, Doanh nghiệp phải kiểm tra, kiểm soát thường xuyên để đôn đốc thu hồi nợ, hạn chế tối đa việc phát sinh công nợ quá hạn, công nợ khó đòi và công nợ không có khả năng thanh toán gây thất thoát vốn. Về Quản lý, theo dõi, đôn đốc thu nợ: Để đảm bảo an toàn về tài chính, khi bán hàng cho nợ, tránh sự cố phát sinh nợ phải thu khó đòi, dây dưa chậm trả, khách hàng không có khả năng thanh toán hoặc cố tình chiếm dụng vốn. Doanh nghiệp cần phải có quy định cụ thể đối với các bộ phận bán hàng, Quản lý công nợ về trách nhiệm, quyền hạn được quyết định bán hàng, cho nợ, gắn công tác tiếp thị tìm hiểu thông tin về khách hàng với công tác hoạch định chính sách nợ và Quản lý theo dõi đôn đốc thu nợ một công nghệ khép kín.

### (3) Quản trị hàng tồn kho

Hàng tồn kho là nguồn cơ bản tạo ra doanh thu cho doanh nghiệp, đặc điểm là đối với doanh nghiệp sản xuất, hàng tồn kho có vai trò là tấm đệm an toàn giữa các giai đoạn khác nhau trong chu kỳ sản xuất kinh doanh, dự trữ và tiêu thụ sản phẩm. Với kết quả nghiên cứu trong chương 2 cho thấy thực trạng các DNSXNY tại Thành phố Hồ Chí Minh cần giảm kỳ lưu kho bình quân, tinh gọn những hạng mục có lượng hàng tồn kho lớn (hàng tồn kho đang chiếm tỷ trọng 26,2% trong tổng tài sản) từ đó sẽ đem lại DT đáng kể cho doanh nghiệp.

*Thứ nhất*, chủ doanh nghiệp cần có chính sách tồn kho, để cân bằng các mục tiêu khác nhau như: giảm chi phí sản xuất, giảm chi phí tồn kho, khắc phục yếu tố mùa vụ, chống lại biến động giá cả và tăng khả năng đáp ứng nhu cầu cho khách hàng.

*Thứ hai*, Cần ứng dụng tốt các mô hình dự trữ hàng hóa để chủ động, tiết kiệm hơn, cần duy trì mức dự trữ vừa phải, biết xác định thời điểm đặt hàng, ưu tiên những mặt hàng bán chạy. Để biết mức tồn kho thế nào là hợp lý, chủ doanh nghiệp cần

**+ Doanh nghiệp cần xây dựng hệ thống Quản lý hàng tồn kho hợp lý, kiểm soát chặt chẽ về lượng tồn kho thực tế so với lượng tồn kho kế hoạch đề ra, từ đó**

nắm bắt nhu cầu thị trường để xác định cho năm tiếp theo. Ngoài ra, muốn kiểm kê nhanh chóng và chính xác số lượng tồn kho, doanh nghiệp cần phân loại mặt hàng, đánh dấu ký tự, xem xét phiếu nhập kho cũng như tiến hành kiểm tra xem hàng nào còn tốt, hàng nào đã hao mòn hay hư hỏng.

+ Trong việc hoạch định cung ứng nguyên vật liệu, doanh nghiệp cần đánh giá công suất sản xuất, năng lực tài chính và khả năng cung ứng hàng hóa (đầu vào) từ đối tác. Nếu các yếu tố trên đều theo hướng thuận lợi và doanh nghiệp đang kinh doanh trong môi trường không có nhiều biến động thì họ chỉ cần duy trì tồn kho ở mức tối thiểu. Tuy nhiên, nếu giá nguyên vật liệu đầu vào thay đổi hay cục diện cung cầu biến chuyển thì việc tồn kho phải được tính toán kỹ lưỡng.

+ Doanh nghiệp nên ứng dụng các mô hình EOQ hoặc POQ để tính toán lượng đặt hàng, tính toán lượng hàng hóa tồn kho cần thiết.

Tóm lại, để chủ động nguồn hàng nhưng vẫn tiết kiệm các chi phí lưu kho từ tồn kho lớn, các doanh nghiệp cần duy trì mức dự trữ vừa phải, biết xác định thời điểm đặt hàng, ưu tiên dự trữ những mặt hàng bán chạy.

*Thứ ba*, đào tạo các nhân viên để sử dụng thành thạo các phần mềm kế toán hàng tồn kho hỗ trợ các công đoạn thu thập dữ liệu để có thông tin chuẩn xác hơn cho công tác dự báo. Tuy nhiên, khi tăng số ngày tồn kho, để đảm bảo lượng hàng ổn định trong kho, các nhà Quản lý phải cân nhắc kỹ lưỡng, tránh hàng hóa hư hỏng do bảo quản dẫn đến chất lượng hàng không đảm bảo sẽ làm cho doanh nghiệp bị mất uy tín trên thị trường.

*Thứ tư*, các DNSXNY phải xác định được nhu cầu vốn hàng hóa hợp lý nhất theo cơ cấu mặt hàng và khả năng bán hàng. Như thế sẽ làm tăng tốc độ chu chuyển vốn dự trữ hàng hóa, giảm được chi phí tiền lãi do thanh toán chậm trả, đồng thời giúp doanh nghiệp có quyết định đúng đắn trong việc dự trữ hàng hóa tồn kho. Các DNSX cần yêu cầu các đơn vị báo cáo hàng ngày lượng hàng tồn kho, lượng hàng xuất kho để từ đó có kế hoạch nhập xuất cho cân đối và hợp lý. Tránh tình trạng hàng hóa tồn kho quá nhiều hoặc quá ít thì đều gây bất lợi trong kinh doanh. Nếu hàng hóa dự trữ quá nhiều vốn sẽ chậm luân chuyển, nếu dự trữ quá ít có thể dẫn đến không đủ nguồn hàng bán trong những lúc nguồn hàng khó khăn. Các DNSX cần xác định và có quy định cụ thể về mức tồn kho tại các chi nhánh, hay đại lý. Việc Quản lý hàng tồn kho kết quả hay không thì cần phải có những thông tin nhanh nhạy và chính xác về biến động của giá cả hàng hóa trên thị trường. Khi giá thị trường có xu hướng giảm cần giảm thấp nhất lượng hàng hóa tồn kho và ngược lại.

(4). *Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt*



Từ kết quả nghiên cứu, ta thấy CCC có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả quản trị tài chính. Theo kết quả này, nếu CCC bị kéo dài thì hiệu quả quản trị tài chính sẽ giảm. Theo lý thuyết về quản trị vốn luân chuyển, tiền mặt là tài sản không sinh lợi, do vậy nếu đồng tiền không được luân chuyển một cách nhanh chóng sẽ làm mất cơ hội tạo ra lợi ích cho doanh nghiệp. Vì vậy rút ngắn CCC sẽ làm gia tăng hiệu quả quản trị tài chính. Mối tương quan ngược chiều giữa CCC và hiệu quả tài chính có thể giải thích rằng việc tối thiểu hóa đầu tư vào vốn luân chuyển có thể giúp doanh nghiệp thúc đẩy gia tăng hiệu quả quản trị tài chính, điều này đảm bảo rằng tiền mặt không được duy trì trong kinh doanh quá lâu, nó phải được xoay vòng nhanh và dùng để tạo ra hiệu quả cho DNSXNY.

*Tóm lại*, chu kỳ chu chuyển tiền mặt tác động rất lớn đến hiệu quả tài chính. Ba yếu tố của kỳ phải thu khách hàng, kỳ chuyển đổi hàng tồn kho và kỳ thanh toán cho nhà cung cấp được Quản lý theo những cách khác nhau để tối đa hóa hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, hoặc để thúc đẩy tăng trưởng doanh nghiệp.

#### **4.3.3. Khuyến nghị về quản trị vốn cố định và tài sản cố định**

Để tăng cường và nâng cao hiệu quả quản trị vốn cố định và TSCĐ các doanh nghiệp cần chú trọng thực hiện các biện pháp sau đây:

+ *Hoàn thiện qui trình theo qui trình ra quyết định mua sắm TSCĐ*

Việc đầu tư, mua sắm TSCĐ là hoạt động trực tiếp ảnh hưởng tới năng suất hoạt động kinh doanh của DN. Hơn nữa, đây là hoạt động đầu tư dài hạn tác động lớn đến tình hình tài chính tổng thể của doanh nghiệp, do vậy chiến lược ra quyết định mua sắm TSCĐ là một vấn đề quan trọng cần phải được phân tích kỹ lưỡng. Công việc đầu tiên là phải xác định chính xác nhu cầu cho từng loại TSCĐ phục vụ cho nhiệm vụ sản xuất của doanh nghiệp, sẽ tạo điều kiện cho doanh nghiệp chủ động huy động nguồn lực tài trợ phục vụ cho hoạt động đó. Tuy nhiên, do số lượng sản phẩm sản xuất và tiêu thụ của doanh nghiệp phụ thuộc vào đơn đặt hàng, các hợp đồng kinh tế đã ký kết, đồng thời căn cứ vào nhu cầu tiêu thụ từng thời kỳ. Điều này gây nên khó khăn cho việc bố trí sử dụng TSCĐ một cách hợp lý, gây cản trở cho hoạt động kế hoạt hoá và đầu tư mới TSCĐ.

Tiếp theo lên kế hoạch đầu tư TSCĐ, doanh nghiệp cần nâng cao hiệu quả trong công tác tiến hành thẩm định các dự án đầu tư, xây dựng để đưa ra được những quyết định tối ưu nhất nâng cao hiệu quả sử dụng các TSCĐ đầu tư mới. Giải pháp này sẽ giúp doanh nghiệp: Thông qua các mục tiêu đề ra trong kế hoạch, doanh nghiệp có thể chủ động sử dụng các TSCĐ hiện có vì chúng được xác định rõ là sẽ phục vụ cho mục đích gì và trong ban đầu. Có cơ hội chuyển bị và lựa chọn các

**đôi tác để bảo đảm cho các TSCĐ được mua sắm, xây dựng mới mức độ hiện đại, chất lượng tốt và giá thành hợp lý.**

+ *Ứng dụng các công nghệ tiên tiến, đồng thời Quản lý chặt chẽ việc sử dụng TSCĐ*

Phải liên tục bảo dưỡng, thay đổi công nghệ sẽ giúp đảm bảo quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được liên tục, năng xuất lao động sẽ được nâng cao kéo theo giá thành sản phẩm giảm và như vậy tạo lợi thế về chi phí cho sản phẩm của doanh nghiệp có thể cạnh tranh trên thị trường.

Các TSCĐ luôn được ứng dụng thay đổi vì sự tiến bộ của khoa học kỹ thuật, vì vậy để máy móc thiết bị mới đầu tư mang lại hiệu quả thì doanh nghiệp phải mua sắm đồng bộ, tức là đầu tư đổi mới cả dây chuyền sản xuất trong cùng thời gian. Doanh nghiệp phải không ngừng thực hiện việc chuyển giao công nghệ để cải tiến công nghệ đầu tư máy móc thiết bị hiện đại của nước ngoài, như vậy mới có thể sản xuất ra những sản phẩm chất lượng cao hơn, thu hút được các khách hàng.

Những TSCĐ thường là những tài sản có thời gian sử dụng khá dài, trong lúc đó, Việt Nam ngày càng hội nhập quốc tế, các máy móc thiết bị dễ bị hao mòn vô hình, nguy cơ các DN chưa bảo toàn hết vốn đã phải thay thế. Chính vì vậy, các DNSX nên thường xuyên đánh giá lại toàn bộ TSCĐ để xác định việc triết khấu hao cho chính xác.

Nếu không kiểm soát chặt chẽ thì việc mất mát, hư hỏng TSCĐ trước khi bảo toàn vốn là điều không tránh khỏi của các DN. Vì thế, các DN nên phân cấp Quản lý chặt chẽ đến từng chi nhánh, xí nghiệp, phân xưởng, nâng cao tinh thần trách nhiệm vậy chất trong Quản lý chấp hành nội qui, trong đó qui chế sửa dụng TSCĐ là nội dung quan trọng nhất. Doanh nghiệp cần qui định rõ quyền hạn, trách nhiệm của từng bộ phận và các nhân trong bảo quản, bảo dưỡng, đảm bảo an toàn TSCĐ. Với qui chế thương phạt rõ ràng, nghiêm minh, doanh nghiệp cần nâng cao và khuyến khích ý thức, tinh thần trách nhiệm của công nhân viên trong việc giữ gìn tài sản nói chung và TSCĐ nói riêng.

Ngoài ra, DN nên ứng dụng đòn bẩy kinh doanh để khuếch đại lợi nhuận. Sử dụng tốt các đòn bẩy kinh tế có ý nghĩa quan trọng trong việc nâng cao năng xuất lao động, tận dụng công xuất máy móc thiết bị, nâng cao hiệu quả sử dụng TSCĐ trong doanh nghiệp .

Thực hiện giải pháp này sẽ giúp doanh nghiệp : Nắm chắc tình trạng kỹ thuật và sức sản xuất của TSCĐ hiện có. Từ đó có thể lên kế hoạch đầu tư, đổi mới TSCĐ cho phù hợp với nhiệm vụ sản xuất trong tương lai. Đảm bảo an toàn cho các TSCĐ trong doanh nghiệp và giảm chi phí Quản lý TSCĐ. Doanh nghiệp có

thể bỏ chí dây truyền công nghệ hợp lý trên diện tích hiện có. Giúp cho TSCĐ luôn duy trì hoạt động liên tục với công suất cao, tạo ra được những sản phẩm có chất lượng tốt và có tính cạnh tranh cao không những ở thị trường trong nước mà còn cả thị trường nước ngoài.

+ *Phát huy tối đa năng lực sản xuất của TSCĐ trong doanh nghiệp*

Cố gắng tăng công suất của máy móc vừa tiết kiệm sức lao động, vừa giảm phí chi nguyên vật liệu, từ đó doanh thu tăng và khuếch đại được lợi nhuận. Doanh nghiệp phải luôn hạn chế tối đa việc dừng sản xuất do hư hỏng TSCĐ, vì điều này sẽ làm cho năng suất giảm, không kịp tiến độ, mất uy tín đối với khách. Khi muốn tăng năng suất của máy móc, doanh nghiệp cần xem xét xem đã tận dụng hết công suất của máy móc hiện có chưa trước khi đưa ra quyết định mua sắm TSCĐ mới.

Tác dụng của giải pháp này là: Giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí sản xuất kinh doanh và như vậy mục tiêu tối đa hoá lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ được thực hiện. Doanh nghiệp có thể sử dụng tối đa công suất của máy móc thiết bị, tránh được những lãng phí không cần thiết.

+ *Hoàn thiện công tác kế toán TSCĐ*

Tiếp tục thực hiện quy chế Quản lý tài chính kế toán về Quản lý sử dụng TSCĐ. Công tác lập kế hoạch khấu hao cần phải được tính toán chính xác và chặt chẽ hơn tránh việc thu hồi không đủ vốn đầu tư ban đầu. Doanh nghiệp cần tiến hành đánh giá lại TSCĐ một cách thường xuyên và chính xác. Hiện nay do khoa học công nghệ ngày càng tiến bộ làm cho các TSCĐ không tránh khỏi sự hao mòn vô hình. Đồng thời, với một cơ chế kinh tế thị trường như hiện nay giá các thường xuyên biến động. Điều này làm cho việc phản ánh giá trị còn lại của TSCĐ trên sổ kế toán bị sai lệch đi so với giá trị thực tế việc thường xuyên đánh giá lại TSCĐ sẽ giúp cho việc tính khấu hao chính xác, đảm bảo thu hồi vốn và bảo toàn vốn cố định, nâng cao hiệu quả sử dụng TSCĐ hoặc có biện pháp xử lý những TSCĐ bị mất giá nghiêm trọng chống thất thoát vốn. Hiện nay, công tác kế toán của doanh nghiệp đã được hiện đại hoá, công ty nên nối mạng với các cơ sở của mình và các đơn vị trong ngành cũng như hệ thống thông tin của doanh nghiệp để tăng cường hiệu quả Quản lý TSCĐ, cập nhật thông tin về thị trường và công nghệ.

Giải pháp này giúp doanh nghiệp ghi chép chính xác TSCĐ, tạo điều kiện cho việc đánh giá năng lực sản xuất thực của các TSCĐ hiện có từ đó có những quyết định đầu tư đổi mới tài sản cố định một cách đúng đắn và như vậy mới nâng cao được hiệu quả sử dụng TSCĐ. Từ những số liệu chính xác có trong sổ kế toán doanh nghiệp có thể tính toán các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sử dụng TSCĐ của DNSX.

### **4.3.3. Khuyến nghị về quản trị phân phối lợi nhuận**

Với các đặc thù là các DNSX niêm yết có quy mô lớn, khả năng tiếp cận nguồn vốn của các DN này tốt hơn doanh nghiệp nhỏ nên thường các DNSX theo đuổi chính sách ổn định cổ tức. Chính sách ổn định cổ tức là một chính sách được đa số các công ty niêm yết theo đuổi vì chính sách này có ưu điểm là tạo ra DT ổn định cho cổ đông, giúp ổn định tâm lý cổ đông và giúp cho giá cổ phiếu của công ty được đánh giá cao. Cũng chính vì thế mà đưa đến một đặc trưng là cổ tức có tính chất cứng nhắc, ít dao động hơn nhiều so với sự biến động của lợi nhuận sau thuế. Vì thế, phải xem xét nền tảng của cổ tức chính là DT. Những doanh nghiệp thu về lượng tiền mặt từ hoạt động kinh doanh lớn nhưng lại ít cơ hội đầu tư thì nên ưu tiên trả cổ tức cho các cổ đông, từ đây sẽ thu hút được các nhóm nhà đầu tư và nâng vị thế của mình trong thị trường chứng khoán. Nhưng những doanh nghiệp khác tạo ra ít hoặc không có tiền mặt trong lúc đó doanh nghiệp đang trên đà phát triển, cần vốn để đầu tư thì nên ưu tiên giữ lại lợi nhuận để phát triển trong dài hạn.

Xem xét các hình thức chi trả cổ tức phù hợp. Khi nói đến phương thức chi trả cổ tức, xem xét về văn chất phải là DT thực trả lại cho các cổ đông. Như vậy chỉ có hai phương thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt hoặc bằng cách mua lại cổ phần là thể hiện điều này.

### **4.3.4. Khuyến nghị về hoàn thiện hệ thống quản trị doanh nghiệp sản xuất niêm yết**

Quản trị doanh nghiệp tốt sẽ giúp quyền lợi của cổ đông được bảo vệ, giúp DN giảm chi phí tiếp cận vốn, dễ tiếp cận NĐT tổ chức hơn. Lòng tin của NĐT phụ thuộc vào nguyên tắc phải bảo vệ họ thì họ mới tham gia vào DN, DN dễ HĐV. Do vậy, DN cần minh bạch thông tin tài chính và có sự tin cậy. Để làm được điều đó chính là thành viên HĐQT độc lập. Việc này không thể làm hình thức. Ban giám đốc phải hoàn toàn độc lập với HĐQT.

Quản trị DNSXNY rất quan trọng trong việc thúc đẩy thị trường vốn phát triển kết quả. Thông qua cơ chế này, quản trị DNSXNY tốt sẽ thúc đẩy tiếp cận vốn, không chỉ giới hạn ở các doanh nghiệp niêm yết mà cả những DN nhỏ, chưa niêm yết, cùng đạt được mục tiêu về tăng trưởng kinh tế. Ở Việt Nam, thị trường vốn phát triển nhanh chóng. Việt Nam cũng đang hoàn thiện khung pháp lý cho TTCK.

+ *Tăng cường vai trò của ban kiểm soát*

Qua nghiên cứu cho thấy, HĐQT của các DNSX chưa phát huy hết được vai trò của mình. Chức năng giám sát và kiểm soát hoạt động của HĐQT đối với Ban giám đốc chưa có kết quả. Ban kiểm soát trong doanh nghiệp giữ vai trò quan trọng đối với sự minh bạch và lành mạnh trong các hoạt động của doanh nghiệp. Theo

quy định của pháp luật thì Ban kiểm soát thực hiện giám sát HĐQT, Giám đốc và Tổng giám đốc trong việc Quản lý và điều hành doanh nghiệp, chịu trách nhiệm trước Đại hội đồng cổ đông trong thực hiện các nhiệm vụ được giao. Tuy nhiên ở một số doanh nghiệp thì vai trò của Ban kiểm soát chưa được phát huy đúng mức, đôi khi bị nhầm lẫn với vai trò của Ban kiểm soát của HĐQT. Đã có nhiều vụ việc xảy ra như Chủ tịch HĐQT của doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn của doanh nghiệp vào những mục đích không đúng theo các quy định của doanh nghiệp, thành viên Ban lãnh đạo lợi dụng điều hành hoạt động của doanh nghiệp để trục lợi cá nhân... Bên cạnh đó, một trong những ưu điểm của các DNSX trên TTCK là hoạt động theo mô hình DNSX CP sẽ tạo ra được sự giám sát của các cổ đông, sự giám sát của xã hội đối với hoạt động của DNSX CP. Việc giám sát này làm minh bạch hóa hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, tạo dựng niềm tin trong công chúng đầu tư nên có thể dễ dàng và thuận lợi hơn trong HDV các doanh nghiệp trên TTCK. Như đã phân tích, các DNSXNY chủ yếu có nguồn gốc là DNNN cổ phần hóa, Nhà nước nắm cổ phần chi phối thông qua các địa diện phần vốn Nhà nước, có biểu hiện không quan tâm trả lời thỏa đáng các câu hỏi của các nhà đầu tư nhỏ dẫn đến những phản ứng không tốt của cổ đông. Mặc dù quyền thông qua các quyết định vẫn thuộc về các địa diện phần vốn Nhà nước nhưng nhà đầu tư nhỏ có cảm giác họ bị bỏ rơi, lạc lõng và hầu như không có quyền gì trong doanh nghiệp mà mình bỏ vốn ra. Do vậy, đại diện lãnh đạo doanh nghiệp cần giải thích rõ ràng, chi tiết có tính thuyết phục cao tại ĐHCĐ.

*+ Tăng cường hoạt động giám sát tài chính doanh nghiệp*

Đặc thù của các DNSX là người đại diện, cho nên giám sát tài chính là một yêu cầu khách quan không thể thiếu đối với hoạt động Quản lý. Có thể nói, yêu cầu về giám sát tài chính đối với các doanh nghiệp trước hết được bắt nguồn từ nhu cầu bảo vệ lợi ích của các chủ thể, các thể nhân và pháp nhân có lợi ích phụ thuộc một cách trực tiếp và gián tiếp vào Hoạt động kinh doanh. Nhìn một cách tổng thể, lợi ích của các thể nhân và pháp nhân tùy thuộc vào kết quả hoạt động SXKD. Tuy nhiên, mức độ lợi ích mà mỗi chủ thể đạt được tùy thuộc vào tỷ lệ vốn góp và phương thức mà các chủ thể tài trợ vốn cho doanh nghiệp hoạt động. Lợi ích của cổ đông thường sẽ khác với cổ đông ưu đãi, khác với trái chủ và các ngân hàng. Một điều rõ ràng là tổng lợi ích của các chủ thể sẽ tăng lên khi SXKD của doanh nghiệp phát triển theo chiều hướng tốt đẹp. Song điều đó không có nghĩa là các chủ thể đều có lợi nhờ vào sự phát triển. Bên cạnh sự thống nhất, giữa các chủ thể luôn có sự mâu thuẫn với nhau khi phân chia kết quả của quá trình SXKD. Đây là lý do cơ bản, quyết định bản chất và tính tất yếu

khách quan của việc giám sát tài chính đối với HĐKD. Vì vậy, hoàn thiện cơ chế giám sát tài chính được cụ thể hóa bằng các công việc sau đây:

- Tiến hành kiểm kê và cập nhật thường xuyên thông tin về vốn và tài sản
- Xây dựng và triển khai thực hiện chiến lược tổng thể về phát triển các các DNSX, ra soát lại mục tiêu phát triển

Đại đa số các doanh nghiệp đều chưa chia hình thành bộ phận quản trị tài chính và chức danh GĐTC. Trong nhiều doanh nghiệp, những nhiệm vụ, chức năng của GĐTC và bộ phận quản trị tài chính đã mặc nhiên giao cho một phó giám đốc và KTT làm thay. Tuy nhiên, theo Điều lệ KTT các doanh nghiệp quốc doanh còn đang có hiệu lực, KTT lại không có những chức năng nhiệm vụ của GĐTC. Sự “làm thay tự nguyện” này chính là một trong những nguyên nhân tạo ra một “khoảng trống về quản trị tài chính” trong các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay. Nguyên nhân cơ bản của tình trạng trên là sự nhầm lẫn chức năng giữa bộ phận kế toán và bộ phận tài chính doanh nghiệp, không chỉ có trong nhận thức của các chủ doanh nghiệp mà cả trong tư duy của không ít nhà làm luật. Chẳng hạn, cho đến nay, trong hệ thống văn bản pháp quy về kế toán chưa có một văn bản nào quy định về GĐTC. Trong một số doanh nghiệp liên doanh, khi tồn tại song song hai chức danh GĐTC và KTT, nếu GĐTC là người nước ngoài và KTT là người Việt Nam thì thông thường KTT chỉ tồn tại trên hình thức. Như vậy, có thể nói để có thể phát triển, tình hình tài chính ổn định thì các doanh nghiệp cần:

- Phân định rõ ràng chức năng của GĐTC và KTT như là một bộ phận quản trị tài chính và bộ phận kế toán trong doanh nghiệp ;
- Tổ chức bộ phận quản trị tài chính doanh nghiệp do GĐTC đứng đầu theo một cơ cấu thống nhất giữa các doanh nghiệp ;
- Có sự phối hợp chặt chẽ hơn mối quan hệ mật thiết giữa bộ phận quản trị tài chính doanh nghiệp với các phòng ban chức năng khác, đặc biệt là tạo ra mối quan hệ chặt chẽ giữa bộ phận quản trị tài chính, GĐTC với giám đốc, tổng giám đốc hay hội đồng quản trị của doanh nghiệp .

Đó là những việc làm cấp thiết giúp cho các doanh nghiệp Việt Nam phát triển nhanh hơn, tăng thêm khả năng hội nhập kinh tế thế giới. Một doanh nghiệp phát triển và thành công trong kinh doanh bao giờ cũng phải đi kèm với tình hình tài chính vững mạnh và kết quả.

- Tuyển chọn, đào tạo, bồi dưỡng và sử dụng có kết quả đội ngũ quản trị có năng lực về mọi lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp .

Quản trị tài chính giữ vị trí trung tâm trong quản trị tài doanh nghiệp nhưng nó không tách rời các bộ phận khác mà có mối liên hệ chặt chẽ với các bộ phận ấy.

Do đó, cần thiết lập và duy trì quan hệ giữa các bộ phận quản trị trong doanh nghiệp. Cách tốt nhất để thực hiện điều này là phải có đội ngũ nhà quản trị doanh nghiệp vừa có kiến thức tổng hợp về các lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp, vừa có kiến thức chuyên sâu về lĩnh vực mình phụ trách.

- Quản trị tài chính trong doanh nghiệp phải tiến hành phân tích và đưa ra một cơ cấu nguồn vốn huy động tối ưu cho doanh nghiệp trong từng thời kỳ.

- Quản trị tài chính phải thiết lập một chính sách phân chia lợi nhuận một cách hợp lý đối với doanh nghiệp, vừa bảo vệ được quyền lợi của chủ doanh nghiệp và các cổ đông, vừa đảm bảo được lợi ích hợp pháp, hợp lý cho người lao động; xác định phần lợi nhuận để lại từ sự phân phối này là nguồn quan trọng cho phép doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh hoặc đầu tư vào những lĩnh vực kinh doanh mới, sản phẩm mới, tạo điều kiện cho doanh nghiệp có mức độ tăng trưởng cao và bền vững.

- Quản trị tài chính trong doanh nghiệp còn có nhiệm vụ kiểm soát việc sử dụng cả các tài sản trong doanh nghiệp, tránh tình trạng sử dụng lãng phí, sai mục đích. Có thể nói, nhiệm vụ của bộ phận quản trị tài chính, bộ não của doanh nghiệp, rộng hơn và phức tạp hơn rất nhiều so với bộ phận kế toán - thống kê. Người đứng đầu bộ phận quan trọng này được gọi là GĐTC (CFO). Trong các tập đoàn kinh tế đa quốc gia trên thế giới, GĐTC chịu trách nhiệm toàn bộ về mặt tài chính kế toán trước tổng giám đốc và quản trị tài chính là bộ phận chức năng quan trọng nhất trong các bộ phận chức năng của doanh nghiệp.

+ *Nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp nhằm gia tăng lợi nhuận*

Trong bối cảnh nền kinh tế hiện nay, việc gia tăng lợi nhuận là mục tiêu chung của nhiều doanh nghiệp. Lợi nhuận phần nào thể hiện sức khỏe của DN, lợi nhuận cao và tăng trưởng liên tục thể hiện tầm và giá trị của DN. Để lợi nhuận cao, các DN cần thực hiện các biện pháp để tăng doanh thu và giảm chi phí. Trong đó, để việc kinh doanh sinh lời hoặc ít nhất là duy trì lợi nhuận ổn định đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, tăng doanh thu là phương án bất kỳ DN nào cũng muốn.

#### **4.4. Khuyến nghị đối với các đối tượng liên quan**

##### **4.4.1. Khuyến nghị đối với các cơ quan quản lý Nhà nước**

- *Tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý, thúc đẩy quá trình thực thi hiệu quả và nâng cao vai trò Quản lý của các cơ quan chức năng có thẩm quyền.*

Các quy định về chính sách thuế chưa theo kịp, chưa tương thích với quy định của OECD, Liên Hợp Quốc, UNDP nên các hoạt động chuyển nhượng gián tiếp ngoài Việt Nam giữa các tập đoàn nước ngoài như chuyển nhượng vốn, cổ

phần, chuyển giao tài sản vô hình... thường không thu được thuế hoặc có thu thì cũng xảy ra tranh chấp quốc tế. Do đó, các cơ quan Quản lý cần rà soát lại các quy định chính sách thuế hiện hành, so sánh đối chiếu với các quy định của OCED, LHQ, UNDP.... để bổ sung, sửa đổi cho phù hợp và tương thích với các quy định quốc tế. Ngoài ra, Nhà nước cần quy định chi tiết về vai trò với các bên liên quan và quy định về công bố thông tin, nhất là những thông tin bắt buộc công bố về thành viên HĐQT như giao dịch cổ phiếu, tỷ lệ cổ phần sở hữu... Các cơ quan chức năng cũng cần ban hành các quy định về đảm bảo công bằng giữa các nhà đầu tư lớn và nhà đầu tư nhỏ, giữa các nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó cần phải nâng cao trách nhiệm, vai trò, thẩm quyền của các cơ quan Quản lý Nhà nước liên quan tới lĩnh vực quản trị công ty, nhất là vai trò của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch chứng khoán.

*- Ổn định nền kinh tế vĩ mô*

Môi trường kinh tế vĩ mô có tác động rất lớn đối với hoạt động của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng nói riêng. Trong điều kiện nền kinh tế ổn định, tăng trưởng đều, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng cũng an toàn hơn. Môi trường kinh tế vĩ mô còn nhiều bất cập khiến cho các nhà đầu tư dè dặt. Đây là yếu tố bất lợi với các doanh nghiệp sản xuất niêm yết, nhất là trong điều kiện các doanh nghiệp đang rất cần các nguồn vốn ổn định. Như vậy, việc ổn định môi trường vĩ mô là một vấn đề cấp thiết mà Chính phủ và các cơ quan nhà nước cần phối hợp để đưa ra những biện pháp để bảo đảm tính ổn định của nền kinh tế.

*- Nâng cao năng lực và tính hiệu quả của các hiệp hội và tổ chức xã hội*

Một số tổ chức xã hội như Hiệp hội các DN vừa và nhỏ Việt Nam, Hiệp hội các Nhà đầu tư Tài chính Việt Nam (VAFI)... cần nâng cao trách nhiệm và vai trò của mình đối với hoạt động quản trị công ty tại các DN thông qua một số biện pháp như thành lập bộ phận chuyên môn nhằm thực hiện các đánh giá, khảo sát hàng năm về thực trạng quản trị công ty tại DN, hỗ trợ DN trong việc đưa ra các kế hoạch, chiến lược cải thiện chất lượng quản trị công ty. Ngoài ra, các tổ chức xã hội cũng cần tổ chức các diễn đàn, hội thảo về quản trị công ty nhằm tạo cơ hội chia sẻ, giao lưu giữa các chuyên gia và các nhà quản trị đến từ nhiều doanh nghiệp.

Một vai trò quan trọng khác của các tổ chức xã hội là xây dựng cơ chế trợ giúp, đại diện cho nhóm cổ đông nhỏ tham gia họp ĐHĐCĐ tại DN để bảo vệ quyền lợi của họ. Ngoài ra, các tổ chức này cần phối hợp với các cơ quan Quản lý Nhà nước để cùng nhau đóng vai trò giúp đỡ, hỗ trợ và giám sát hoạt động quản trị công ty của DN.



#### **4.4.2. Khuyến nghị đối với các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán**

Xây dựng một cơ quan điều phối cấp Bộ Tài chính về QTTC nhằm tập hợp và phân bổ các nguồn lực một cách có hiệu quả trong công cuộc nâng cao chất lượng QTTC cho TTCK Việt Nam, đồng thời đảm bảo các hoạt động được tổ chức một cách nhất quán, theo đúng định hướng phát triển của Nhà nước.

Thành lập một đơn vị độc lập (trung tâm CFO, Viện CFO) phụ trách (1) đào tạo GĐTC, (2) thiết lập mạng lưới GĐTC, (3) đánh giá chất lượng QTTC cho toàn TTCK, và (4) soạn thảo các hướng dẫn, cẩm nang về QTTC.

Ban hành Bộ Nguyên tắc QTTC kèm các văn bản hướng dẫn áp dụng làm cơ sở để các doanh nghiệp niêm yết có thể học hỏi và áp dụng các thông lệ QTTC phù hợp với tình hình thực trạng QTTC tại Việt Nam.

Nghiên cứu và áp dụng khung đánh giá QTTC cho toàn bộ các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK.

Tăng cường công tác giám sát và xử lý nghiêm vi phạm công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết

Nhằm đảm bảo tính công khai, minh bạch và công bằng giữa các doanh nghiệp UBCKNN cần tăng cường công tác thanh tra, giám sát đối với hoạt động công bố thông tin của các doanh nghiệp. Ở Việt Nam hiện nay, hoạt động công bố thông tin của doanh nghiệp niêm yết được thực hiện dưới sự giám sát của các bộ phận chức năng của UBCKNN, tùy thuộc vào từng đối tượng. Tuy nhiên, cơ chế giám sát vẫn chưa rõ ràng, cụ thể nên chưa có sự phối hợp nhịp nhàng. Để tăng cường và hoàn thiện công tác giám sát cần quy định rõ chức năng nhiệm vụ của từng cơ quan, đơn vị có chức năng giám sát hoạt động công bố thông tin trên thị trường. Tạo cơ chế phối hợp chặt chẽ trong hoạt động giám sát giữa các đơn vị thực hiện chức năng giám sát. Thiết lập cơ chế kiểm tra, thẩm định các thông tin khi xử lý và trước khi công bố.

##### *- Tạo điều kiện thuận lợi để thị trường chứng khoán phát triển*

Thị trường chứng khoán không chỉ là kênh HĐV mà còn là công cụ tạo nguồn lực tài chính, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và thúc đẩy doanh nghiệp sử dụng vốn linh hoạt, hiệu quả, nâng cao năng lực quản trị và công khai minh bạch trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Để bảo đảm sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán, các cơ quan chức năng cần hoàn thiện thể chế, cơ chế chính sách phù hợp với điều kiện kinh tế đất nước và thông lệ quốc tế, đưa thị trường chứng khoán trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế. Cùng với đó là phát triển TTCK bền vững, cấu trúc hoàn chỉnh với nhiều cấp độ, tăng quy mô và chất lượng, đa dạng hóa sản phẩm (đưa thêm các sản phẩm mới cho TTCK như

chứng khoán phái sinh, quyền mua, quyền bán...), nâng cao năng lực các chủ thể tham gia thị trường. Bên cạnh đó cần quan tâm hơn nữa đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Cần có cơ chế và tạo điều kiện để các doanh nghiệp phát hành trái phiếu trên thị trường thuận lợi hơn. Đối với phát hành trái phiếu trong nước cần bỏ điều kiện doanh nghiệp phát hành phải có kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của năm liền kề trước năm phát hành có lãi nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho mọi doanh nghiệp có nhu cầu HĐV thông qua trái phiếu (kể cả phát hành trái phiếu để tái cơ cấu nợ).

Phát triển thị trường chứng khoán bảo đảm công khai minh bạch theo các tiêu chuẩn và thông lệ quản trị công ty tốt nhất, tăng cường năng lực Quản lý, thanh tra, giám sát, cưỡng chế thực thi, bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của các chủ thể tham gia thị trường. Chính phủ cần tiếp tục giữ ổn định kinh tế vĩ mô, xây dựng khung pháp lý minh bạch, môi trường cạnh tranh lành mạnh, công bằng, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các nhà đầu tư, các chủ thể tham gia thị trường.

#### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 4**

Trong chương 4, Luận án đã đưa ra các kết luận nghiên cứu, từ các kết luận nghiên cứu định tính đến các nghiên cứu định lượng. Luận án đã chỉ rõ ra các tác động của quản trị nguồn vốn là tác động dương, quản trị vốn lưu động chủ yếu tác động âm và quản trị TSCĐ tác động dương đến hiệu quả tài chính. Luận án cũng đưa ra các đánh giá những mặt tích cực và hạn chế, nguyên nhân hạn chế để từ đó đưa đến các khuyến nghị đối với các DNSXNY trên TTCK Việt Nam nhằm hoàn thiện quản trị tài chính để nâng cao hiệu quả tài chính.

## KẾT LUẬN

Quản trị tài chính doanh nghiệp là một trong những nhân tố quan trọng góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DNSXNY. Điều này đòi hỏi phải có những nghiên cứu một cách khoa học, khách quan nhằm đánh giá đúng tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY, từ đó có các biện pháp phù hợp nhằm hoàn thiện quản trị tài chính và nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DNSXNY trên thị trường.

Mục đích nghiên cứu của Luận án là đánh giá đúng tác động của QTTC đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY, từ đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện quản trị tài chính của các DNSXNY.

Kết quả nghiên cứu và những đóng góp của Luận án được thể hiện ở những vấn đề cơ bản sau đây:

- **Một là**, Luận án đã hệ thống hóa, làm rõ thêm những vấn đề lý luận cơ bản về quản trị tài chính, hiệu quả tài chính và tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

- **Hai là**, Luận án đã luận giải, làm rõ tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp bằng các phương pháp phân tích định tính và phương pháp phân tích định lượng.

- **Ba là**, Luận án đã đưa ra các đánh giá, nhận xét về thực trạng quản trị tài chính và hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2010-2016, qua đó chỉ ra những kết quả và những hạn chế, bất cập trong QTTC của các DNSXNY.

- **Bốn là**, thông qua kiểm định thực tế Luận án tìm ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy QTTC có ảnh hưởng, tác động đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY. Những kết quả đánh giá thực tế bằng phương pháp nghiên cứu định tính và kết quả kiểm định thực tế bằng phương pháp nghiên cứu định lượng là những căn cứ thực tế để tác giả đề xuất các giải pháp hoàn thiện công tác QTTC của các DNSXNY.

- **Năm là**, Luận án đã đề xuất được hệ thống giải pháp cụ thể, đồng bộ để hoàn thiện công tác quản trị tài chính các DNSXNY. Tập trung vào các nội dung cơ bản là hoàn thiện quản trị nguồn vốn, hoàn thiện quản trị sử dụng vốn lưu động, vốn cố định và hoàn thiện hệ thống quản trị DNSXNY nhằm góp phần nâng cao hiệu quả tài chính của DNSXNY ở Việt Nam.

Mặc dù đã rất nỗ lực và tâm huyết trong quá trình nghiên cứu. Tuy nhiên, nội dung nghiên cứu của Luận án là một vấn đề mới và phức tạp ở Việt Nam, tác giả cũng rất khó khăn trong tiếp cận các thông tin và nguồn số liệu của các DNSXNY, vì vậy kết quả nghiên cứu không thể tránh khỏi những hạn chế nhất định. Tác giả rất mong được sự động viên, đóng góp ý kiến của các Thầy, Cô giáo, các nhà khoa học, các đồng

nghiệp và các cán bộ lãnh đạo, Quản lý doanh nghiệp để Luận án được hoàn thiện hơn.

Xin trân trọng cảm ơn./.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC ĐÃ CÔNG BỐ  
LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN  
CỦA NGHIÊN CỨU SINH**

1. Lê Thị Mỹ Phương (2014), “Nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn công ty ngành xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán”, Tạp chí tài chính, số 8/2014.
2. Lê Thị Mỹ Phương (2017), “Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính - nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí tài chính, Số 7/2017.
3. Lê Thị Mỹ Phương (2017), “Tác động quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính các doanh nghiệp niêm yết ngành sản xuất trên thị trường chứng khoán việt nam thời kỳ hội nhập tài chính”, Tạp chí thương mại, số 7/2017.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt

1. Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), “Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: Tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn”, Tạp chí khoa học và công nghệ, đại học Đà Nẵng, Số 5, Trang 14-24.
2. Báo cáo tài chính của 207 doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2016.
3. Bộ Tài chính (2012), Thông tư số 211/2012/TT-BTC, hướng dẫn thực hiện một số điều của Nghị định 90/2011/NĐ-CP của Chính phủ về phát hành trái phiếu doanh nghiệp .
4. Bộ Tài chính (2012), Thông tư số 121/2012/TT-BTC, Quy định về quản trị công ty áp dụng cho các công ty đại chúng.
5. Bộ Tài chính (2013), Thông tư số 45/2013/TT-BTC, Hướng dẫn chế độ Quản lý, sử dụng và trích khấu hao TSCĐ.
6. Nguyễn Tấn Bình (2007), Quản trị tài chính ngắn hạn, Nhà xuất bản thống kê., TP.HCM.
7. Nguyễn Tấn Bình (2010), Phân tích hoạt động doanh nghiệp , Nhà xuất bản thống kê., TP.HCM.
8. Chính phủ (2011), Nghị định số 90/2011/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp .
9. Chính phủ (2014), Nghị định số 39/2014/NĐ-CP về hoạt động công ty tài chính và công ty thuê tài chính.
10. Nguyễn Trọng Cơ, Nghiêm Thị Thà (2010), Giáo trình phân tích tài chính doanh nghiệp , NXB Tài chính, Hà Nội.
11. Nguyễn Việt Dũng (2016), “Giải pháp tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam”, Luận án tiến sỹ kinh tế Học viện tài chính
12. Phan Đức Dũng (2011), *Phân tích và dự báo kinh doanh*, NXB Lao động;
13. Dương Thị Thúy Hà (2016), “Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành dược phẩm Việt Nam”, Luận án tiến sỹ kinh tế Học viện tài chính.
14. Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Lê Ngân Trang, Lê Thị Phương Vy (2015), “Mối quan hệ phi tuyến giữa giá trị doanh nghiệp và tỷ lệ tiền mặt nắm giữ”, Tạp chí phát triển và hội nhập, số 22 trang 58 – 65.
15. Đinh Thế Hiền (2012), *Quản trị tài chính đầu tư*, NXB Lao động xã hội;

16. Ngô Thị Thanh Huyền (2016), “Nâng cao hiệu quả quản trị tài chính trong các doanh nghiệp sản xuất gốm sứ - thủy tinh trên địa bàn tỉnh Bắc Ninh”, Luận án tiến sĩ kinh tế Học viện tài chính.
17. Lưu Thị Hương, Vũ Duy Hào (2007), Giáo trình Tài chính doanh nghiệp, NXB ĐH KTQD, Hà Nội.
18. Tô Thị Ngọc Lan (2013), Hệ thống Quản lý tài chính của tập đoàn bưu chính viễn thông Việt Nam và ảnh hưởng của nó đến hiệu quả tài chính của tập đoàn. Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon.
19. PGS.TS Nguyễn Thị Phương Liên (2012), *Giáo trình quản trị tài chính*, NXB Thống kê;
20. Phan Hồng Mai (2012), “Quản lý tài sản tại doanh nghiệp cổ phần ngành Xây dựng niêm yết ở Việt Nam”, Luận án tiến sĩ kinh tế, ĐH KTQD, Hà Nội.
21. Nguyễn Thị Minh (2014), “Quản lý tài chính của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Hà Nội”, ĐH KTQD, Hà Nội.
22. Nguyễn Trọng Nguyên (2015), “Tác động của quản trị doanh nghiệp đến chất lượng báo cáo tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam”, Luận án tiến sĩ kinh tế.
23. Phan Đình Nguyên, Nguyễn Ngọc Trãi (2014), “Tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam”. Tạp chí công nghệ Ngân hàng, trang 54.
24. Phạm Anh Ngọc (2013) “Ảnh hưởng của Quản lý tài chính và một số khía cạnh tài chính đến lợi nhuận của DN VVN thương mại và dịch vụ trong tỉnh Thái Nguyên”, Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon.
25. Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo (2014), “Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam”, Tạp chí khoa học trường Đại học Cần Thơ, số 33, trang 65-71.
26. Nguyễn Thị Khánh Phương (2015) – Nghiên cứu mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCKVN, Luận án tiến sĩ.
27. Nguyễn Văn Phúc (2016), “Giải pháp tài chính nâng cao hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp xây dựng trực thuộc Tổng doanh nghiệp Sông Đà”, Luận án tiến sĩ kinh tế, Học viện tài chính.
28. Nguyễn Năng Phúc (2013), *Giáo trình Phân tích báo cáo tài chính*, NXB ĐH KTQD;



29. Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016), “Nghiên cứu những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết”, Tạp chí tài chính, số 11/2016.
30. Đoàn Ngọc Phúc, Lê Văn Thông (2014), “Tác động của quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sau cổ phần hóa ở Việt Nam”, Tạp chí kinh tế phát triển, số 203 trang 56-63
31. Vương Đức Hoàng Quân, Dương Diễm Kiều (2016), “Tác động của Quản lý vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh”, Tạp chí đại học Văn Hiến, trang 56-64.
32. Đoàn Thục Quyên (2015)- Các giải pháp nâng cao hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Luận án tiến sĩ học viện tài chính. Dữ liệu nghiên cứu 50 DNSXNY được phân theo 6 lĩnh vực sản
33. Võ Thị Quý (2003) – Một số giải pháp hoàn thiện hoạt động quản trị tài chính của DNNN sau cổ phần hoá.
34. Nguyễn Hải Sản (2007), Quản trị tài chính doanh nghiệp , Nhà xuất bản tài chính, Hà Nội.
35. Nguyễn Thu Thủy (2011), *Giáo trình Quản trị tài chính*, NXB Lao động;
36. Nguyễn Văn Tạo (2004), “Nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường”, Tạp chí Thương mại, số 13
37. Bùi Ngọc Toàn (2016), “Tác động của chính sách vốn lưu động đến khả năng sinh lợi trên tổng tài sản của các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam”, Tạp chí khoa học trường Đại học Cần Thơ, trang 18-27.
38. Từ Thị Kim Thoa, Nguyễn Thị Uyên Uyên (2014), “Mối qua hệ giữa quản trị vốn lưu chuẩn và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam”, Tạp chí nghiên cứu và trao đổi, trang 62-70.
39. Đoàn Vinh Thắng (2016), “Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh, vai trò tương tác của sở hữu Nhà nước”, Tạp chí khoa học trường Đại học An Giang, Số 10, trang 20-31.
40. Nguyễn Minh Tân, Nguyễn Ngọc Hương, Tăng Thị Ngân (2015), “Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh doanh nghiệp vừa và nhỏ tại tỉnh Vĩnh Long”, Tạp chí khoa học trường Đại Học An Giang, số 1 trang 48-55.
41. Chu Thị Thu Thủy, Ngô Thị Quyên, Nguyễn Thanh Huyền (2015) , “Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính, nghiên cứu điển hình tại

các CTCP phi tài chính niêm yết trên SGDCK TP.HCM”, Tạp chí kinh tế và phát triển, số 215/tháng 5.

42. Trần Thị Thanh Tú (2010) – Phân tích tác động của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của các DNSX trên TTCK Việt Nam, Tạp chí nghiên cứu và trao đổi
43. Vũ Anh Tuấn (2012) – Quản trị tài chính góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh của tập đoàn kinh tế Việt Nam
44. Nguyen Anh Thang (2008), A comparison of corporate governance and firm performance in developing (Viet Nam) and developed (Australia) financial markets, Luận án tiến sĩ, Victoria University. Luận án này nghiên cứu vai trò của quản trị
45. Bùi Văn Vân, TS. Vũ Văn Ninh, (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính;
46. Võ Xuân Vinh (2013), “Quản trị vốn lưu động và Khả năng sinh lợi – Thực tiễn của doanh nghiệp ngành công nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh”, Tạp chí kinh tế và phát triển, số đặc biệt tháng 10/2013, trang 28-35.
47. Phạm Quốc Việt (2011) – Nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố điều hành doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cổ phần. Luận án tiến sĩ kinh tế, ĐH KTQD.
48. Dương Thị Hồng Vân (2014), “Nghiên cứu về các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Luận án tiến sĩ kinh tế, trường ĐH KTQD.

Nước ngoài

49. Abbasali, P., & Milad, E. 2012, *Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange*, International Journal of Business & Social Science; May 2012, Vol. 3 Issue 9, p
50. Abor, J. 2005, *The effect of capital structure on profitability : an empirical analysis of listed firms in Ghana*, Journal of Risk Finance, 6: 438-447.
51. Afeef, M. 2011, *Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan*, International Journal of Business & Social Science; 2011, Vol. 2 Issue 22, p173.
52. Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. 2012, *Capital Structure Effect on firms performance: Focusing on Consumers and Industrials sectors on Malaysian Firms*. International Review of Business Research papers, Vol.8.No.5.pp.137-155.

53. Altman, E., 1984 *The Success of Business Failure Prediction Models (An International Survey)* , Journal of Banking and Finance, 8, pp. 171-184.
54. Amjed, S. 2007, *The impact of Financial structure on profitability: study of Pakistan's Textile Sector*, Mibes 2007, pp.440-450.
55. Arunkumar, O, N., & Radharamanan, T, R. 2012, *Analysis of effects of working capital management on corporate profitability of Indian Manufacturing Firms*, International Journal of Business Insights & Transformation; Oct2011- Mar2012, Vol. 5 Issue 1, p71.
56. Behn, R, D. 2003, *Why Measure Performance? Different Purposes Require Different Measures*, Public Administration Review, 10/2003, Vol 63, No.5, 586
57. Berger, A & Bonaccorsi di Patti, E. 2006, *Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*, Journal of Banking and Finance, 32: 1065-1102.
- 58.. Berry, A. & Jarvis, R. 2006, *Accounting in a Business Context*, Fourth Edition, London, UK: Thomson.
- 59.. Boisjoly, R.P., 2009. The cash flow implications of managing working capital and capital investment. *Journal of Business & Economic Studies*, 15(1), 98-108.
60. Bradley, et al., 1984. *Synergistic gains from corporate acquisition and their division between the stockholders of target and acquiring firms.*
61. Brainard, W.C., and J. Tobin 1968: "Pitfalls in Financial Model Building," *American Economic Review*.
62. Brigham, E, F & Houston, J, F., 2007, *Financial Management*, (4<sup>th</sup> edn), Cengage Learning.
63. Barrow , C. (1988), *Financial Mangement for the Small Business: The DailyTelegraph Guide*, Secon Edition, Kogan Page, London.
64. Cohen, W.A. (1989), "The Entrepreneur and Small Business Financial Problem Solver", John Wiley&Sons, New York.
65. Carpentier, C. 2006, *The valuation effects of long term changes in capital structure*, International Journal of managerial Finance. Vol.2, No.1, pp.4-18.
66. Chakravarthy, B, S. 1986, *Measuring strategic performance*, Strategic Management Journal, 7(5), pp 437–458.

67. Chung, C, N, H, Y, Yau. & Chien Liu, W 2008, "Investigation of Target Capital Structure for Electronic Listed Firms in Taiwan" Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 44, No. 4, pp. 75–87.
68. Damodaran, A. 2006, Investment Valuation: *Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, University Edition 2nd Edition.
69. Deloof, M. 2003, *Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?*, Journal of Business Finance & Accounting, 30 (3-4), 573-588.
70. Demsetz, H. & Villalonga, B. 2001, *Ownership structure and corporate performance*, Journal of Corporate Finance, 7, 209-233.
71. Douglas, H. E., Whitney, N., & Harvey, S. R. 1988, *Estimating Vector Autoregressions with Panel Data*, Econometrica, Vol. 56, No. 6. (Nov., 1988), pp 1371-1395.
72. Donaldson, C. 1961, *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determinants of corporate debt capacity*. Boston, Division of research, Harvard University.
73. Đông, H, P., & Su, J, T. 2010, *The relationship between working capital management and profitability: a Vietnam case*, International Research Journal of Finance and Economics ISSN Issue 01/2010; 49:1450- 2887.
74. Fama, E, F., & Miller, M, H. 1972, *The Theory of Finance*, New York: Holt, Rinehart and Winston.
75. Faulkender, M., & Wang, R. 2006, *Corporate Financial policy and the Value of Cash*, Journal of Finance (61), 1957-1997.
76. Firer, C., Ross, A, S., Westerfield, R,W & Jordan, B, D. 2012, *Fundamentals of Corporate Finance*. 5<sup>th</sup> edition, McGraw – Hill/Irwin.
77. Flibeck, G., Krueger, T., & Preece, D. 2007, *CFO Magazin's Working Capital Survey: Do Selected Firms Work for Shareholders?*, Quarterly Journal of Business & Economics, 46 (2), 3-22.
78. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. 2010, *The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States*, Business and Economics Journal, 10, 1-9.
79. Gleason, K. C., Mathur, L. K. & Mathur, I. 2000, *The interrelationship between cultures, capital structure, and performance: Evidence from European retailers*. Journals of Business Research, Vol.50, pp.185-191.
80. Gujarati, D, L. 1995, *Basic Economics*, 3rd , 1995, trang 159

81. Hampton, J. J., & Wagner, C. L. 1989, *Working Capital Management* New York, NY: John Wiley & Sons.
82. Hasan et al 2014, *Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh*, International Journal of Business and Management; Vol. 9, No. 5; 2014. pp.184-194.
83. Hsing, H., Hsiung, H.H., & Juo-Lien, W. 2012, *Value creation potential of intellectual capital in the digital content industry*, Investment Management and Financial Innovations, Volume 9, Issue 2, pp 81 - 90.
84. Hu, Y., & Izumida, S. 2008, *Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data*, Corporate Governance: An International Review, vol. 16, no. 4, pp. 342-58.
85. Huang, S. & Song, F.M. 2006, *The Determinants of Capital Structure: Evidence from China*. China Economic Review, 17: 14-35
86. Jeng-Ren, C., (et al) 2006, The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 10(1), 149-155.
87. Jenkins, M., Ambrosini, V., & Collier, N, 2011, *Advanced Strategic Management: a multi-perspective approach, second edn*, Palgrave McMillan.
88. Jensen, M, C., & Meckling, W, H. 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs Ownership Structure*, Journal of Financial Economics Vol.3, 305-360.
89. Jensen, M, C.1986, *Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers*, American Economic Review 76, 323-329.
90. Jose, M.L., Lancaster, C., & Stevens, J, L. 1996, *Corporate Return and Cash Conversion Cycle*, Journal of Economics and Finance, 20(1), pp. 33-46.
91. Judson, R., & Owen, A., 1996, *Estimating Dynamic Panel Data Models: A Practical Guide for Macroeconomists*, Economics Letters, 65:9-15
92. Kiviet, J. F. 1995, *On Bias, Inconsistency, and Efficiency of Various Estimators in Dynamic Panel Data Models*, Journal of Econometrics, 68, 53-78.
93. Khan, I. 2012, *Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance: Evidence from India*, Social Science Research Network, Online Web.
94. Krishnan, V. S., & Moyer, R. C. 1997, *Performance, Capital Structure and Home Country An Analysis of Asian Corporations*. Global Finance Journal, 8(1), 129-143.

95. Lazaridis, I., & Tryfonidis D. 2006, *Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange*, Journal of Financial Management and Analysis, Vol. 19, pp. 26-35.
96. Le, T.V., & Buck, T. 2011, *State ownership and listed firm performance: a unersally negate governance relationship?*, Journal of Management & Governance, vol. 15, no. 2, pp. 227-48.
97. Li, T., Sun, L., & Zou, L. 2009, *State ownership and corporate performance: A quantile regression analysis of Chinese listed companies*, China Economic Review, vol. 20, pp. 703-16.
98. Macguigan, R., Kretlow, J., Moyer, R. 2006, *Contemporary Financial Management*, 10th edition, Thomson.
99. Mahembe, E. 2011, *Literature Review on Small and Medium Enterprises' Access to Credit and Support in South Africa*, Underhill corporate solutions(UCS).
100. Majumbar, S. & Chhibber, P. 1999, *Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance*, Public Choice, 98: 287-305.
101. Mansoori, E., & Muhammad, D, J. 2012, *The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Singapore*, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 9/2012 Vol. 4, No. 5, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2185840>.
102. Mathuva, D, M. 2010, *The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms*, Research Journal of Business Management, 4(1), pp. 1 – 11.
101. Shah, SZA, Butt, SA & Saeed, MM 2011, *'Ownership structure and performance of firms: Empirical evidence from an emerging market'*, African Journal of Business Management, vol. 5, no. 2, pp. 515-23.
102. Shahid, A, S. 2003, *Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from The Egyptian Stock Market*, Working Paper, [online],(www.ssrn.com)
103. Stulz, R. 1990, *Managerial discretion and optimal financing policies*, Journal of Financial Economics, 26, 3-27.

103. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan (1997), *Fundamentals of Corporate Finance*, The McGraw-Hill Companies, Inc. Comprehensive Edition.
104. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan (1997), *Fundamentals of Corporate Finance* (Sixth edition)-NXB McGraw Hill.
105. Teruel, P, J, G., & Solano, P, M. 2003, *Effects of Working Capital Management on SME Profitability*, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, No. 2, pp. 164-177.
106. Sudhindra Bhat (2008). *Financial Management: Principles and Practices*, Excel Books.
105. Tian, L & Estrin, S 2008, *Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?*, *Journal of Comparative Economics*, vol. 36, no. 1, pp. 74-89.
106. Tobin, J. 1969: *A general equilibrium approach to monetary theory*, *Journal of Money Credit and Banking*.
107. Tsuji, C. 2013, *Corporate Profitability and Capital Structure: The Case of the Machinery Industry Firms of the Tokyo Stock Exchange*, *International Journal of Business Administration*, 4(3), pp.14-21.
108. Wang, K & Xiao, X 2011, *'Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China'*, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 30, no. 1, pp. 89-100.
109. Xu, W., Xu, X., & Zhang, S. 2005, *An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure*, *China-USA Business Review*.





# PHỤ LỤC

**PHỤ LỤC 1**  
**CÁC BẢNG BIỂU PHÂN TÍCH**

**Bảng 3.1. HQKD trong phạm vi toàn ngành giai đoạn 2010-2016**

*ĐVT: Tỷ đồng*

Chỉ tiêu	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016
Doanh thu thuần	256.762	319.702	321.949	353.181	400.238	418.226	482.822
Tốc độ DTT(%)		24,5	0,7	9,7	13,3	4,5	15,4
LNTT	27.714	29.701	30.223	31.180	36.292	48.108	52.195
Tốc độ LNTT(%)		7,2	1,8	3,2	16,4	32,6	8,5
TS LNTT/DTT (%)	10,8	9,3	9,4	8,8	9,1	11,5	10,8

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

**Bảng 3.2. Phân tích HĐKD của các DNSXNY theo từng nhóm ngành**

*ĐVT: Tỷ đồng*

STT	Nhóm DNSX	Doanh thu bình quân giai đoạn 2010-2016		LNTT bình quân giai đoạn 2010-2016	
		ST	TT (%)	ST	TT(%)
1	Nhóm DN SX thực phẩm	145.583	39,9	19.004	52,1
2	Nhóm DNSX sợi vải	8.734	2,4	592	1,6
3	Nhóm DNSX giấy	4.983	1,4	370	1,0
4	Nhóm DNSX hóa chất	55.330	15,2	6.572	18,0
5	Nhóm DNSX KCPK	102.233	28,0	6.214	17,0
6	Nhóm DNSX nhựa và cao su	19.967	5,5	2.284	6,3
7	Nhóm DNSX MM-TB-ĐT	19.975	5,5	1.172	3,2
8	Nhóm DNSX khác	7.892	2,2	246	0,7
<b>Tổng</b>		<b>364.697</b>	<b>100,0</b>	<b>36.488</b>	<b>100,0</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

**Bảng 3.3. Phân tích HĐKD của các DNSXNY theo quy mô***ĐVT: Tỷ đồng*

STT	Nhóm DNSX	Doanh thu bình quân giai đoạn 2010-2016		LNTT bình quân giai đoạn 2010-2016	
		ST	TT (%)	ST	TT(%)
1	DNSX lớn	219.647	60,2	28.708	78,7
2	DNSX vừa	92.052	25,2	5.280	14,5
3	DNSX nhỏ	52.997	14,5	2.500	6,9
<b>Tổng</b>		<b>364.697</b>	<b>100</b>	<b>36.488</b>	<b>100</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.4. Hệ số nợ của DNSXNY theo các nhóm ngành***ĐVT: %*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	47,5	48,7	49,8	49,7	50,8	51,7	56,1	<b>51,3</b>
DNSX sợi vải	41,1	45,6	46,3	47,7	44,3	47,9	50,3	<b>46,6</b>
DNSX giấy	43,7	46,1	45,3	42,8	40,8	41,1	43,2	<b>43,1</b>
DNSX hóa chất	43,4	44,8	46,7	44,5	43,7	41,7	38,5	<b>43,3</b>
DNSX KCPK	53,1	55,7	58,0	57,9	57,2	53,3	53,3	<b>55,4</b>
DNSX nhựa và cao su	42,5	48,4	40,2	43,6	43,0	44,4	47,5	<b>44,4</b>
DNSX MM-TB-ĐT	48,9	54,1	49,4	48,6	49,2	50,1	50,0	<b>50,0</b>
DNSX khác	45,3	39,5	45,4	44,0	46,9	47,3	47,8	<b>45,5</b>
<b>Trung bình</b>	<b>46,6</b>	<b>48,9</b>	<b>49,0</b>	<b>49,0</b>	<b>49,0</b>	<b>48,7</b>	<b>50,7</b>	<b>49,0</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.5. Hệ số nợ của DNSXNY theo quy mô DN***ĐVT: %*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	44,6	49,5	47,0	47,3	48,5	49,6	49,0	<b>48,2</b>
DNSX vừa	49,9	54,1	54,2	53,6	51,8	49,2	49,8	<b>51,7</b>
DNSX nhỏ	46,8	47,8	48,5	48,1	48,2	47,9	49,5	<b>48,17</b>
<b>Trung bình</b>	<b>46,0</b>	<b>50,4</b>	<b>48,6</b>	<b>48,6</b>	<b>49,2</b>	<b>49,4</b>	<b>49,1</b>	<b>48,9</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

**Bảng 3.6. Hệ số NVTT của DNSXNY theo từng nhóm ngành***ĐVT:%*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	38,5	41,0	46,7	46,5	47,0	46,3	50,2	<b>46,1</b>
DNSX sợi vải	31,1	36,4	36,1	37,3	34,8	36,9	38,9	<b>36,3</b>
DNSX giấy	35,3	26,9	37,4	39,1	36,2	34,4	35,4	<b>35,1</b>
DNSX hóa chất	34,2	37,4	38,8	36,6	35,7	34,5	35,0	<b>36,1</b>
DNSX KCPK	36,3	42,7	44,4	45,0	46,5	44,4	43,9	<b>43,6</b>
DNSX nhựa và cao su	34,9	36,7	32,3	34,2	34,6	31,9	34,1	<b>34,0</b>
DNSX MM-TB-ĐT	38,2	45,5	44,8	41,8	42,4	43,3	44,3	<b>43,1</b>
DNSX khác	37,0	38,3	40,2	37,2	36,9	37,4	40,9	<b>38,3</b>
<b>Trung bình</b>	<b>36,1</b>	<b>39,6</b>	<b>41,7</b>	<b>41,5</b>	<b>41,7</b>	<b>40,6</b>	<b>43,2</b>	<b>40,9</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.7. Hệ số NVTT của DNSXNY theo quy mô tài sản***ĐVT:%*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
Doanh nghiệp lớn	32,0	34,9	34,1	35,4	37,8	38,0	38,0	<b>39,1</b>
Doanh nghiệp vừa	43,0	48,2	48,3	47,4	45,8	42,9	43,8	<b>47,1</b>
Doanh nghiệp nhỏ	34,7	37,4	41,3	40,7	40,8	40,3	42,4	<b>42,7</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>34,7</b>	<b>37,9</b>	<b>37,5</b>	<b>38,1</b>	<b>39,5</b>	<b>39,1</b>	<b>39,2</b>	<b>40,9</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.8. Tỷ lệ TSNH của DNSXNY***ĐVT: %*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	64.8	66.4	65.3	66.3	68.3	69.1	69.5	67.1
DNSX sợi vải	50.3	54.2	50.0	49.5	50.0	49.8	48.1	50.3
DNSX giấy	63.0	61.8	59.9	62.5	61.1	62.6	62.6	61.9
DNSX hóa chất	70.0	68.6	68.5	66.7	66.7	67.5	66.7	67.8
DNSX KCPK	53.4	52.6	52.5	53.9	56.3	56.0	55.1	54.3
DNSX nhựa và cao su	68.2	68.2	58.3	57.4	60.2	59.7	54.6	61.0
DNSX MM-TB-ĐT	70.4	71.9	70.6	70.3	73.1	73.3	73.1	71.8
DNSX khác	58.2	63.7	62.2	64.4	67.3	65.2	66.7	63.9
<b>Trung bình</b>	<b>62.7</b>	<b>63.1</b>	<b>61.4</b>	<b>61.9</b>	<b>63.5</b>	<b>63.7</b>	<b>63.0</b>	<b>62.8</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

**Bảng 3.9. Tỷ lệ tiền mặt theo nhóm của các DNSXNY**

Tiêu chí	Số lượng DNSX
Tiền/Dự trữ tiền > 50%	127
Trong đó: Tiền/Dự trữ tiền = 100%	10
Tiền/Dự trữ tiền <50%	69
Trong đó: Khoản tương đương tiền/Dự trữ tiền	

**Bảng 3.10. Tỷ lệ tiền mặt của DNSXNY theo nhóm ngành**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	12,4	11,5	10,9	13,2	10,6	11,9	10,1	<b>11,5</b>
DNSX sợi vải	7,6	11,0	9,4	11,5	11,1	7,6	5,5	<b>9,1</b>
DNSX giấy	7,2	8,6	12,0	9,1	9,6	6,9	6,6	<b>8,6</b>
DNSX hóa chất	12,9	11,4	18,6	14,2	14,2	15,3	13,5	<b>14,3</b>
DNSX KCPK	6,8	6,2	6,6	6,7	6,8	7,9	7,2	<b>6,9</b>
DNSX nhựa và cao su	7,8	6,1	9,6	8,0	8,6	11,0	7,0	<b>8,3</b>
DNSX MM-TB-ĐT	6,7	6,9	7,6	8,8	6,9	10,0	10,2	<b>8,2</b>
DNSX khác	6,8	6,6	5,3	6,4	7,8	6,7	6,4	<b>6,6</b>
<b>Trung bình</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.11. Tỷ lệ tiền mặt của DNSXNY theo quy mô DN**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	10,8	10,7	10,0	11,6	9,7	11,4	9,6	<b>10,5</b>
DNSX vừa	8,3	7,6	12,2	10,5	10,2	11,5	10,4	<b>10,1</b>
DNSX nhỏ	9,1	8,7	9,6	9,5	9,1	9,6	8,3	<b>9,1</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.12. Khả năng thanh toán tức thời của DNSXNY theo nhóm ngành***ĐVT: lần*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	1,41	0,49	0,40	0,46	0,40	0,41	0,35	<b>0,56</b>
DNSX sợi vải	0,42	0,37	0,38	0,37	0,41	0,36	0,21	<b>0,36</b>
DNSX giấy	0,51	0,51	0,81	0,33	0,48	0,34	0,32	<b>0,47</b>
DNSX hóa chất	1,04	0,63	1,15	0,53	0,60	0,68	0,52	<b>0,73</b>
DNSX KCPK	0,32	0,27	0,21	0,20	0,20	0,24	0,22	<b>0,24</b>
DNSX nhựa và cao su	0,38	0,29	0,50	0,47	0,95	0,58	0,48	<b>0,52</b>
DNSX MM-TB-ĐT	0,33	0,25	0,37	0,31	0,31	0,25	0,35	<b>0,31</b>
DNSX khác	0,28	0,25	0,19	0,19	0,27	0,21	0,26	<b>0,24</b>
<b>Trung bình</b>	<b>0,70</b>	<b>0,40</b>	<b>0,50</b>	<b>0,36</b>	<b>0,42</b>	<b>0,39</b>	<b>0,34</b>	<b>0,44</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.13. KNTT tức thời của DNSXNY theo quy mô DN***ĐVT: lần*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	0,58	0,57	0,56	0,56	0,45	0,44	0,43	<b>0,51</b>
DNSX vừa	0,31	0,20	0,27	0,25	0,28	0,32	0,31	<b>0,28</b>
DNSX nhỏ	0,89	0,43	0,57	0,36	0,47	0,41	0,33	<b>0,49</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>0,70</b>	<b>0,40</b>	<b>0,50</b>	<b>0,36</b>	<b>0,42</b>	<b>0,39</b>	<b>0,34</b>	<b>0,44</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.14. Tỷ lệ KPT của DNSXNY theo nhóm ngành***ĐVT: %*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	20,1	19,7	18,1	19,1	19,0	21,7	24,5	<b>20,3</b>
DNSX sợi vải	16,2	15,7	12,9	13,7	13,2	13,5	12,2	<b>13,9</b>
DNSX giấy	26,7	27,3	31,1	30,9	31,6	39,5	39,2	<b>32,3</b>
DNSX hóa chất	16,8	16,9	17,8	19,2	19,5	20,9	20,6	<b>18,8</b>
DNSX KCPK	16,8	16,9	17,8	19,2	19,5	20,9	20,6	<b>18,8</b>
DNSX nhựa và cao su	22,4	21,1	21,7	21,6	21,0	21,3	19,8	<b>21,3</b>
DNSX MM-TB-ĐT	24,9	28,2	25,9	26,8	28,9	30,9	31,3	<b>28,2</b>
DNSX khác	14,5	22,0	18,9	18,7	18,6	23,8	26,3	<b>20,4</b>
<b>Trung bình</b>	<b>20,3</b>	<b>20,7</b>	<b>20,9</b>	<b>21,2</b>	<b>21,3</b>	<b>23,7</b>	<b>24,2</b>	<b>21,8</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

**Bảng 3.15. Tỷ lệ KPT của DNSXNY theo quy mô DN**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	17,7	18,4	15,8	14,8	15,8	16,4	19,0	<b>16,8</b>
DNSX vừa	19,6	21,2	20,3	20,2	18,4	21,5	22,7	<b>20,6</b>
DNSX nhỏ	21,3	21,1	22,4	23,3	23,9	26,5	26,2	<b>23,5</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>20,3</b>	<b>20,7</b>	<b>20,9</b>	<b>21,2</b>	<b>21,3</b>	<b>23,7</b>	<b>24,2</b>	<b>21,8</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.16. Vòng quay KPT của DNSXNY theo từng nhóm ngành**

ĐVT: Vòng

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	12,33	10,73	11,12	11,76	11,56	10,34	9,93	<b>11,11</b>
DNSX sợi vải	8,10	12,28	10,68	9,81	9,91	11,38	13,95	<b>10,87</b>
DNSX giấy	8,95	8,68	8,77	7,62	7,11	6,14	6,81	<b>7,73</b>
DNSX hóa chất	14,69	15,99	15,56	19,69	16,42	12,00	10,15	<b>14,93</b>
DNSX KCPK	14,34	15,95	11,54	12,55	13,56	14,74	15,84	<b>14,07</b>
DNSX nhựa và cao su	10,74	12,16	7,61	8,98	8,69	8,77	7,84	<b>9,26</b>
DNSX MM-TB-ĐT	7,32	14,71	7,97	7,13	7,01	6,83	6,28	<b>8,18</b>
DNSX khác	16,32	9,19	6,15	7,40	8,19	10,20	6,61	<b>9,15</b>
<b>Trung bình</b>	<b>12,24</b>	<b>13,26</b>	<b>10,80</b>	<b>11,81</b>	<b>11,46</b>	<b>10,86</b>	<b>10,58</b>	<b>11,57</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.17. Vòng quay KPT của DNSXNY theo quy mô DN**

ĐVT: Vòng

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	14,69	17,88	14,45	20,47	16,00	15,51	15,75	<b>16,39</b>
DNSX vừa	14,12	16,68	11,71	11,42	12,55	10,74	9,29	<b>12,36</b>
DNSX nhỏ	10,85	10,71	9,51	9,75	9,86	9,73	9,77	<b>10,03</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>12,24</b>	<b>13,26</b>	<b>10,80</b>	<b>11,81</b>	<b>11,46</b>	<b>10,86</b>	<b>10,58</b>	<b>11,57</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.18. Tỷ lệ HTK của DNSXNY theo từng nhóm ngành**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	25,8	29,8	31,0	28,5	31,9	28,5	26,2	<b>28,8</b>
DNSX sợi vải	19,8	22,9	25,1	21,6	21,7	21,5	21,0	<b>21,9</b>
DNSX giấy	24,9	18,3	14,1	16,6	15,2	14,3	14,5	<b>16,8</b>
DNSX hóa chất	28,7	30,7	29,1	28,3	27,7	27,1	26,2	<b>28,3</b>
DNSX KCPK	24,0	24,7	24,9	24,7	26,3	24,1	24,5	<b>24,8</b>
DNSX nhựa và cao su	30,1	27,9	25,0	25,0	25,0	22,4	23,4	<b>25,5</b>
DNSX MM-TB-ĐT	27,9	28,2	31,6	30,5	30,7	28,1	27,2	<b>29,2</b>
DNSX khác	27,6	26,1	27,9	29,4	27,8	27,8	26,2	<b>27,5</b>
<b>Trung bình</b>	<b>26,2</b>	<b>27,0</b>	<b>27,1</b>	<b>26,3</b>	<b>27,2</b>	<b>25,3</b>	<b>24,6</b>	<b>26,2</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.19. Tỷ lệ HTK của DNSXNY theo quy mô DN**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	20,3	22,9	23,0	21,5	22,7	22,1	22,2	<b>22,1</b>
DNSX vừa	28,5	28,6	28,7	28,3	30,1	28,8	27,7	<b>28,7</b>
DNSX nhỏ	26,8	27,4	27,5	26,7	27,2	24,6	23,9	<b>26,3</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>26,2</b>	<b>27,0</b>	<b>27,1</b>	<b>26,3</b>	<b>27,2</b>	<b>25,3</b>	<b>24,6</b>	<b>26,2</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.20. Vòng quay HTK của DNSXNY theo từng nhóm ngành**

ĐVT: Vòng

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	6,3	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	6,6	<b>5,6</b>
DNSX sợi vải	5,0	7,1	5,6	6,1	6,8	20,6	42,1	<b>13,3</b>
DNSX giấy	4,8	7,0	7,9	8,9	8,6	8,6	8,8	<b>7,8</b>
DNSX hóa chất	7,5	5,9	6,2	9,7	7,6	6,9	6,5	<b>7,2</b>
DNSX KCPK	6,2	19,1	7,4	5,7	6,5	7,4	7,1	<b>8,5</b>
DNSX nhựa và cao su	7,8	8,4	4,9	5,9	5,8	5,7	4,9	<b>6,2</b>
DNSX MM-TB-ĐT	4,3	5,0	3,8	4,0	5,0	5,9	6,1	<b>4,9</b>
DNSX khác	4,0	4,9	7,8	2,7	3,4	4,2	3,7	<b>4,4</b>
<b>Trung bình</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>7,0</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)



**Bảng 3.21. Vòng quay HTK của DNSXNY theo quy mô DN***ĐVT: Vòng*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	6,7	6,2	4,9	5,0	5,0	5,2	4,8	<b>5,4</b>
DNSX vừa	5,2	4,7	4,2	4,3	4,3	4,4	5,2	<b>4,6</b>
DNSX nhỏ	6,3	11,7	7,1	7,2	7,2	8,6	10,3	<b>8,3</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>7,0</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.22. Tỷ lệ KPTR của DNSXNY***ĐVT: %*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	19.2	20.5	23.3	23.3	23.5	23.2	25.1	<b>22.6</b>
DNSX sợi vải	15.5	18.2	18.0	18.6	17.4	18.5	19.5	<b>18.0</b>
DNSX giấy	17.7	13.5	18.7	19.6	18.1	17.2	17.7	<b>17.5</b>
DNSX hóa chất	17.1	18.7	19.4	18.3	17.9	17.2	17.5	<b>18.0</b>
DNSX KCPK	18.1	21.4	22.2	22.5	23.3	22.2	22.0	<b>21.7</b>
DNSX nhựa và cao su	17.4	18.4	16.2	17.1	17.3	15.9	17.1	<b>17.1</b>
DNSX MM-TB-ĐT	19.1	22.8	22.4	20.9	21.2	21.6	22.2	<b>21.4</b>
DNSX khác	18.5	19.1	20.1	18.6	18.5	18.7	20.4	<b>19.1</b>
<b>Trung bình</b>	<b>18.1</b>	<b>19.8</b>	<b>20.9</b>	<b>20.7</b>	<b>20.8</b>	<b>20.3</b>	<b>21.0</b>	<b>20.2</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.23. Tỷ lệ TSCĐ của DNSXNY theo từng nhóm ngành***ĐVT: %*

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	28,2	26,9	27,6	26,3	24,4	21,0	21,2	<b>25,1</b>
DNSX sợi vải	44,0	40,3	34,0	35,0	37,7	23,7	35,6	<b>35,8</b>
DNSX giấy	30,4	31,3	31,5	28,4	29,4	21,2	18,4	<b>27,2</b>
DNSX hóa chất	26,1	24,9	28,0	28,0	27,6	24,5	22,6	<b>26,0</b>
DNSX KCPK	38,5	39,1	41,4	40,5	36,8	33,7	34,7	<b>37,8</b>
DNSX nhựa và cao su	34,8	33,4	36,9	32,7	33,8	30,9	33,5	<b>33,7</b>
DNSX MM-TB-ĐT	23,8	23,8	24,8	23,9	20,5	19,7	17,9	<b>22,0</b>
DNSX khác	26,4	26,8	27,2	24,8	22,0	17,5	18,1	<b>23,3</b>
<b>Trung bình</b>	<b>31,2</b>	<b>30,7</b>	<b>32,0</b>	<b>30,8</b>	<b>29,2</b>	<b>25,3</b>	<b>25,7</b>	<b>29,3</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

**Bảng 3.24. Tỷ lệ TSCĐ của DNSXNY theo quy mô DN**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX lớn	32,9	34,5	36,6	37,0	34,6	30,8	32,1	<b>34,1</b>
DNSX vừa	28,7	27,5	29,6	27,7	26,1	20,8	22,0	<b>26,0</b>
DNSX nhỏ	31,8	31,0	31,9	30,4	29,0	25,7	25,6	<b>29,3</b>
<b>Trung Bình</b>	31,2	30,7	32,0	30,8	29,2	25,3	25,7	<b>29,3</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.25. Hiệu suất sử dụng TSCĐ của DNSXNY theo từng nhóm ngành**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
DNSX thực phẩm	9,1	8,5	7,4	7,6	8,1	8,1	7,9	<b>8,1</b>
DNSX sợi vải	3,2	4,0	4,5	4,9	4,8	5,2	5,5	<b>4,6</b>
DNSX giấy	6,2	5,8	5,3	6,2	6,3	6,6	9,6	<b>6,6</b>
DNSX hóa chất	16,0	14,3	11,1	12,5	10,9	12,3	13,4	<b>12,9</b>
DNSX KCPK	5,8	6,6	5,4	6,1	7,4	8,0	5,9	<b>6,4</b>
DNSX nhựa và cao su	8,3	9,7	5,1	5,7	6,2	6,3	4,8	<b>6,6</b>
DNSX MM-TB-ĐT	8,3	7,3	6,9	7,9	11,1	10,4	17,0	<b>9,8</b>
DNSX khác	8,2	5,4	4,5	4,6	5,4	9,6	11,5	<b>7,0</b>
<b>Trung bình</b>	8,7	8,4	6,8	7,5	8,1	8,7	9,3	<b>8,20</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.26. Hiệu suất sử dụng TSCĐ của DNSXNY theo quy mô DN**

ĐVT: %

Nhóm DNSX	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Trung bình
Doanh nghiệp lớn	6,8	6,6	3,9	4,2	4,6	4,7	4,9	<b>5,1</b>
Doanh nghiệp vừa	8,4	8,6	7,1	6,7	7,5	9,1	8,7	<b>8,0</b>
Doanh nghiệp nhỏ	9,3	8,7	7,4	8,6	9,3	9,5	10,6	<b>9,1</b>
<b>Trung Bình</b>	8,7	8,4	6,8	7,5	8,1	8,7	9,3	<b>8,2</b>

(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)

**Bảng 3.27. Tỷ suất sinh lời từ tài sản (ROA) của DNSXNY theo nhóm ngành***ĐVT: %*

<b>Nhóm DNSX</b>	<b>Năm 2010</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>	<b>Năm 2016</b>	<b>Trung bình</b>
DNSX thực phẩm	12,1	12,0	8,6	8,3	7,1	10,1	6,7	<b>9,3</b>
DNSX sợi vải	12,0	12,3	7,1	7,3	9,6	8,5	5,4	<b>8,9</b>
DNSX giấy	10,2	8,8	10,4	10,6	8,8	9,1	8,3	<b>9,5</b>
DNSX hóa chất	21,0	17,9	13,9	15,8	13,6	14,0	13,4	<b>15,7</b>
DNSX KCPK	10,4	5,7	3,9	4,2	5,4	6,3	8,8	<b>6,4</b>
DNSX nhựa và cao su	12,8	11,2	12,1	12,4	10,6	12,2	10,4	<b>11,7</b>
DNSX MM-TB-ĐT	7,3	6,3	3,9	5,7	9,4	8,9	5,9	<b>6,8</b>
DNSX khác	7,3	3,9	4,4	5,4	3,9	8,2	5,2	<b>5,5</b>
<b>Trung bình</b>	<b>12,2</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>9,6</b>	<b>8,5</b>	<b>9,31</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.28. TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) của DNSXNY theo từng nhóm ngành***ĐVT: %*

<b>Nhóm DNSX</b>	<b>Năm 2010</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>	<b>Năm 2016</b>	<b>Trung bình</b>
DNSX thực phẩm	20,7	26,2	11,2	8,4	10,6	15,9	7,4	<b>14,4</b>
DNSX sợi vải	18,7	19,7	13,6	11,5	15,2	13,5	9,9	<b>14,6</b>
DNSX giấy	25,4	41,0	20,2	16,7	13,3	13,9	12,9	<b>20,5</b>
DNSX hóa chất	46,1	25,8	21,2	30,5	23,9	30,7	19,0	<b>28,2</b>
DNSX KCPK	20,0	16,1	5,8	6,6	9,6	9,1	13,3	<b>11,5</b>
DNSX nhựa và cao su	19,4	10,1	18,7	18,3	15,6	18,2	16,4	<b>16,7</b>
DNSX MM-TB-ĐT	20,4	21,0	4,9	9,8	16,8	15,8	12,3	<b>14,4</b>
DNSX khác	11,6	10,2	8,0	7,5	3,8	13,3	-0,7	<b>7,7</b>
<b>Trung bình</b>	<b>24,2</b>	<b>21,6</b>	<b>12,0</b>	<b>13,2</b>	<b>13,7</b>	<b>16,4</b>	<b>12,1</b>	<b>16,2</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

**Bảng 3.29. Tỷ suất sinh lời từ tài sản (ROA) của DNSXNY theo quy mô DN***ĐVT: %*

<b>Nhóm DNSX</b>	<b>Năm 2010</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>	<b>Năm 2016</b>	<b>Trung bình</b>
DNSX lớn	14,3	12,8	12,1	10,3	10,3	12,9	11,8	<b>12,1</b>
DNSX vừa	14,5	10,1	7,4	8,5	8,6	8,6	8,2	<b>9,4</b>
DNSX nhỏ	10,8	9,3	7,0	8,1	7,8	9,2	7,7	<b>8,6</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>12,2</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>9,6</b>	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)***Bảng 3.30. TSSL vốn chủ sở hữu (ROE) của DNSXNY theo quy mô DN***ĐVT %*

<b>Nhóm DNSX</b>	<b>Năm 2010</b>	<b>Năm 2011</b>	<b>Năm 2012</b>	<b>Năm 2013</b>	<b>Năm 2014</b>	<b>Năm 2015</b>	<b>Năm 2016</b>	<b>Trung bình</b>
DNSX lớn	22,1	16,7	16,2	12,7	15,7	18,5	18,1	<b>17,1</b>
DNSX vừa	34,1	17,9	12,8	13,9	14,1	15,3	12,4	<b>17,2</b>
DNSX nhỏ	20,8	24,3	10,7	13,1	13,0	16,3	10,5	<b>15,5</b>
<b>Trung Bình</b>	<b>24,2</b>	<b>21,6</b>	<b>12,0</b>	<b>13,2</b>	<b>13,7</b>	<b>16,4</b>	<b>12,1</b>	<b>16,2</b>

*(Nguồn: Vietstock.vn và tính toán của tác giả)*

## PHỤ LỤC 2

### MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTC ĐẾN HQTC CỦA 207 DNSX NIÊM YẾT

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	21.090314	7	0.0036

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.100526	0.097106	0.000001	0.0019
X2	-0.265581	-0.103402	0.007896	0.0680
X3	-0.233364	0.201161	0.000002	0.3202
X4	-0.028319	-0.030 079	0.000000	0.4151
X5	-0.011360	0.055036	0.001630	0.1000
X6	0.466050	0.341281	0.008176	0.1676
X7	0.110677	0.204121	0.000001	0.5587

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 13:48

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 207

Total panel (balanced) observations: 1449

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.248425	0.584114	2.137298	0.0328
X1	0.100526	0.003202	31.39895	0.0000
X2	-0.265581	0.098917	-2.684888	0.0074
X3	-0.000364	0.004822	-0.075489	0.0028
X4	-1.89E-05	0.000144	-0.131086	0.0037
X5	-0.211360	0.189800	-0.126498	0.0004
X6	0.466050	0.150267	3.101473	0.0020
X7	0.003417	0.002288	1.493221	0.0006

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.540753	Mean dependent var	0.208814
Adjusted R-squared	0.461546	S.D. dependent var	1.240665
S.E. of regression	0.910392	Akaike info criterion	2.785691
Sum squared resid	1023.585	Schwarz criterion	3.565282
Log likelihood	-1804.233	Hannan-Quinn criter.	3.076620
F-statistic	6.827150	Durbin-Watson stat	2.172535
Prob(F-statistic)	0.000000		

**PHỤ LỤC 3**  
**MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX LỚN**

Correlated Random Effects - Hausman Test  
 Equation: Untitled  
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.928593	7	0.0058

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	-0.032776	-0.048238	0.000039	0.0129
X2	-0.016957	0.053849	0.001046	0.0286
X3	-0.004546	0.003485	0.000181	0.0010
X4	-0.000123	-0.000128	0.000000	0.0011
X5	0.248651	0.243101	0.000947	0.0029
X6	0.043283	0.187286	0.005784	0.0003
X7	0.004261	0.004899	0.000001	0.0004

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 07/06/17 Time: 14:07  
 Sample: 2010 2016  
 Periods included: 7  
 Cross-sections included: 32  
 Total panel (balanced) observations: 224

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.193395	0.260334	0.742872	0.4585
X1	-0.032776	0.010812	-3.031570	0.0028
X2	-0.016957	0.040362	-0.420134	0.0019
X3	-0.004546	0.017725	-0.256491	0.0029
X4	-0.000123	3.90E-05	-3.144200	0.0019
X5	0.248651	0.063641	3.907087	0.0001
X6	0.043283	0.103686	0.417445	0.0028
X7	0.004261	0.001564	2.725174	0.0070

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.561074	Mean dependent var	0.159604
Adjusted R-squared	0.470917	S.D. dependent var	0.129841
S.E. of regression	0.094444	Akaike info criterion	-1.724703
Sum squared resid	1.650127	Schwarz criterion	-1.130711
Log likelihood	232.1667	Hannan-Quinn criter.	-1.484939
F-statistic	6.223258	Durbin-Watson stat	2.017956
Prob(F-statistic)	0.000000		

**PHỤ LỤC 4**  
**MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX VỪA**

Correlated Random Effects - Hausman Test  
 Equation: Untitled  
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.928593	7	0.0008

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	-0.032776	-0.048238	0.000039	0.0129
X2	-0.016957	0.053849	0.001046	0.0026
X3	-0.004546	0.003485	0.000181	0.0010
X4	-0.000123	-0.000128	0.000000	0.0011
X5	0.248651	0.243101	0.000947	0.0029
X6	0.043283	0.187286	0.005784	0.0003
X7	0.004261	0.004899	0.000001	0.0004

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:07

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 32

Total panel (balanced) observations: 224

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.193395	0.260334	0.742872	0.4585
X1	-0.032776	0.010812	-3.031570	0.0028
X2	-0.016957	0.040362	-0.420134	0.0009
X3	-0.004546	0.017725	-0.256491	0.0009
X4	-0.000123	3.90E-05	-3.144200	0.0019
X5	0.248651	0.063641	3.907087	0.0001
X6	0.043283	0.103686	0.417445	0.0008
X7	0.004261	0.001564	2.725174	0.0070

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.561074	Mean dependent var	0.159604
Adjusted R-squared	0.470917	S.D. dependent var	0.129841
S.E. of regression	0.094444	Akaike info criterion	-1.724703
Sum squared resid	1.650127	Schwarz criterion	-1.130711
Log likelihood	232.1667	Hannan-Quinn criter.	-1.484939
F-statistic	6.223258	Durbin-Watson stat	2.017956
Prob(F-statistic)	0.000000		

**PHỤ LỤC 5**  
**MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX NHỎ**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.362502	7	0.0071

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.082754	0.075605	0.000004	0.0004
X2	-0.279332	-0.229236	0.005939	0.0007
X3	-0.000365	0.000177	0.000001	0.0008
X4	0.000411	0.000104	0.000000	0.0005
X5	-0.035316	-0.017612	0.001051	0.0000
X6	-0.088179	-0.068479	0.012832	0.0019
X7	0.000753	0.000606	0.000001	0.0004

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:14

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 125

Total panel (balanced) observations: 875

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.420007	0.568994	2.495646	0.0128
X1	0.082754	0.005216	15.86500	0.0000
X2	-0.279332	0.102933	-2.713722	0.0068
X3	-0.000365	0.004110	-0.088707	0.0003
X4	0.000411	0.000245	1.674860	0.0004
X5	-0.035316	0.079342	-0.445107	0.0004
X6	-0.088179	0.186665	-0.472392	0.0008
X7	0.000753	0.002123	0.354579	0.0000

Effects Specification



## PHỤ LỤC 6

### MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX THỰC PHẨM

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	28.382232	7	0.0002

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.018294	0.006798	0.000034	0.0502
X2	0.493096	0.059002	0.014020	0.0002
X3	0.018118	0.019094	0.000044	0.0032
X4	-0.000174	-0.000269	0.000000	0.0009
X5	0.048095	0.008081	0.000630	0.0008
X6	0.072824	0.027548	0.053230	0.0014
X7	0.001078	0.001302	0.000000	0.0001

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:15

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 46

Total panel (balanced) observations: 322

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.905288	0.797472	-3.643123	0.0003
X1	0.018294	0.011740	1.558292	0.0013
X2	0.493096	0.130790	3.770124	0.0002
X3	0.018118	0.017254	1.050122	0.0006
X4	-0.000174	0.000293	0.594454	0.0027
X5	0.048095	0.065336	0.736122	0.0023
X6	0.072824	0.346620	0.210097	0.0038
X7	0.001078	0.001809	0.595764	0.0018

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.356934	Mean dependent var	0.145876
Adjusted R-squared	0.232624	S.D. dependent var	0.526179
S.E. of regression	0.460933	Akaike info criterion	1.438223
Sum squared resid	57.15145	Schwarz criterion	2.059500
Log likelihood	-178.5539	Hannan-Quinn criter.	1.686256
F-statistic	2.871324	Durbin-Watson stat	1.823315
Prob(F-statistic)	0.000000		

## PHỤ LỤC 7

### MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX SỢI VẢI

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.655305	7	0.0036

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.168834	0.170597	0.000002	0.2435
X2	-1.260449	-1.027469	0.004029	0.0002
X3	-0.000143	0.001402	0.000001	0.0029
X4	-0.000354	0.000309	0.000000	0.0020
X5	0.217121	0.702112	0.045083	0.0024
X6	-0.373048	-0.469034	0.000872	0.0011
X7	-0.025809	-0.027759	0.000001	0.0143

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:20

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.151130	0.730320	9.791780	0.0000
X1	0.168834	0.011757	14.36008	0.0000
X2	-1.260449	0.114200	-11.03720	0.0000
X3	-0.000143	0.001411	-0.101628	0.0014
X4	-0.000354	0.000659	-0.536933	0.0016
X5	0.217121	0.324132	0.669852	0.0029
X6	-0.373048	0.140578	-2.653669	0.0005
X7	-0.025809	0.006324	-4.081052	0.0002

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.905773	Mean dependent var	0.193293
Adjusted R-squared	0.877327	S.D. dependent var	0.410214
S.E. of regression	0.143676	Akaike info criterion	-0.834999
Sum squared resid	1.094070	Schwarz criterion	-0.288936
Log likelihood	46.22498	Hannan-Quinn criter.	-0.618096
F-statistic	31.84207	Durbin-Watson stat	1.233024
Prob(F-statistic)	0.000000		

## PHỤ LỤC 8

### MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX GIẤY

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	49.821051	7	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.193205	0.193807	0.000001	0.3978
X2	-1.124901	-0.701350	0.003793	0.0000
X3	-0.038199	-0.058584	0.000130	0.0009
X4	-0.000464	-0.000138	0.000000	0.0064
X5	0.791955	0.437109	0.016248	0.0054
X6	-0.498989	0.326049	0.045809	0.0001
X7	0.001608	0.005302	0.000003	0.0002

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:22

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 105

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.324379	0.574115	9.274070	0.0000
X1	0.193205	0.003710	52.08215	0.0000
X2	-1.124901	0.107508	-10.46341	0.0000
X3	-0.038199	0.050094	-0.762553	0.0019
X4	-0.000464	0.000405	-1.145362	0.0014
X5	0.791955	0.266553	2.971094	0.0039
X6	-0.498989	0.435020	-1.147050	0.0027
X7	0.001608	0.006471	0.248559	0.0033

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.876879	Mean dependent var	0.378268
Adjusted R-squared	0.871029	S.D. dependent var	1.814303
S.E. of regression	0.308809	Akaike info criterion	0.671738
Sum squared resid	7.915113	Schwarz criterion	1.227806
Log likelihood	-13.26626	Hannan-Quinn criter.	0.897068
F-statistic	166.9919	Durbin-Watson stat	2.215677
Prob(F-statistic)	0.000000		

**PHỤ LỤC 9**  
**MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX HÓA CHẤT**

Correlated Random Effects - Hausman Test  
 Equation: Untitled  
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.052372	7	0.2489

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.175248	0.175256	0.000000	0.9865
X2	-0.239025	-0.139817	0.003871	0.0008
X3	0.005331	0.027036	0.000195	0.0003
X4	-0.000149	-0.000155	0.000000	0.0000
X5	1.470467	1.350796	0.028706	0.0010
X6	1.143283	1.154942	0.000924	0.0012
X7	0.010190	0.004349	0.000009	0.0001

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 07/06/17 Time: 14:23  
 Sample: 2010 2016  
 Periods included: 7  
 Cross-sections included: 33  
 Total panel (balanced) observations: 231

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.143140	0.569647	-0.251278	0.8019
X1	0.175248	0.002157	81.24258	0.0000
X2	-0.239025	0.088261	-2.708146	0.0074
X3	0.005331	0.031456	0.169478	0.0056
X4	-0.000149	0.000288	-0.517291	0.0056
X5	1.470467	0.283249	5.191433	0.0000
X6	1.143283	0.101205	11.29665	0.0000
X7	0.010190	0.004555	2.237077	0.0064

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.876864	Mean dependent var	0.439916
Adjusted R-squared	0.872139	S.D. dependent var	2.459486
S.E. of regression	0.410524	Akaike info criterion	1.213414
Sum squared resid	32.18929	Schwarz criterion	1.809503
Log likelihood	-100.1493	Hannan-Quinn criter.	1.453837
F-statistic	206.7796	Durbin-Watson stat	2.083937
Prob(F-statistic)	0.000000		

## PHỤ LỤC 10

### MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHÓM DNSX KHOÁNG CHẤT PHI KIM

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.295285	7	0.8564

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.019446	0.017323	0.000003	0.2099
X2	0.002165	0.024269	0.003368	0.0033
X3	0.081441	0.089559	0.000455	0.0015
X4	0.000054	0.000037	0.000000	0.0004
X5	0.146971	0.094913	0.004415	0.0004
X6	-0.030882	-0.024851	0.000747	0.0004
X7	0.000909	0.001268	0.000001	0.0002

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:24

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 50

Total panel (balanced) observations: 350

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.077582	0.399532	-0.194182	0.8462
X1	0.019446	0.005416	3.590510	0.0004
X2	0.002165	0.068131	0.031780	0.0007
X3	0.081441	0.049955	1.630289	0.0001
X4	5.37E-05	9.31E-05	0.576815	0.0005
X5	0.146971	0.124597	1.179569	0.0031
X6	-0.030882	0.066609	-0.463639	0.0043
X7	0.000909	0.001934	0.469852	0.0008

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.477067	Mean dependent var	0.090269
Adjusted R-squared	0.377121	S.D. dependent var	0.281995
S.E. of regression	0.222558	Akaike info criterion	-0.019302
Sum squared resid	14.51292	Schwarz criterion	0.608990
Log likelihood	60.37793	Hannan-Quinn criter.	0.230780
F-statistic	4.773246	Durbin-Watson stat	1.584819
Prob(F-statistic)	0.000000		

## PHỤ LỤC 11

### MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX NHỰA VÀ CAO SU

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.928015	7	0.6687

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.003145	0.005363	0.000007	0.3906
X2	-0.996928	-0.401032	0.094291	0.0003
X3	0.004648	-0.023716	0.001574	0.0007
X4	0.004248	0.005073	0.000006	0.0006
X5	-0.350811	-0.276585	0.011199	0.0010
X6	1.294887	0.573267	0.735309	0.0000
X7	0.058141	0.036953	0.000191	0.0023

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:28

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 18

Total panel (balanced) observations: 126

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.926249	2.083835	2.364031	0.0200
X1	0.003145	0.007256	0.433505	0.6656
X2	-0.996928	0.356868	-2.793548	0.0062
X3	0.004648	0.095911	0.048465	0.9614
X4	0.004248	0.003374	1.259011	0.2109
X5	-0.350811	0.213235	-1.645188	0.1030
X6	1.294887	1.223022	1.058761	0.2922
X7	0.058141	0.025907	2.244195	0.0270

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.439528	Mean dependent var	0.277071
Adjusted R-squared	0.338822	S.D. dependent var	1.059217
S.E. of regression	1.027592	Akaike info criterion	3.067978
Sum squared resid	106.6505	Schwarz criterion	3.630732
Log likelihood	-168.2826	Hannan-Quinn criter.	3.296607
F-statistic	1.325510	Durbin-Watson stat	2.299132
Prob(F-statistic)	0.167484		

## PHỤ LỤC 12

### MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX MM-TBB-ĐT

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.470909	7	0.9293

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.020712	0.018314	0.000008	0.3936
X2	0.089641	0.002658	0.028506	0.0004
X3	-0.006718	-0.004539	0.000025	0.0008
X4	0.000215	0.000125	0.000000	0.0001
X5	-0.442661	-0.209246	0.067235	0.0010
X6	0.086071	0.091154	0.226356	0.0035
X7	-0.002029	-0.001341	0.000003	0.0002

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:30

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 24

Total panel (balanced) observations: 168

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.090049	1.222662	-0.073650	0.9414
X1	0.020712	0.006754	3.066833	0.0026
X2	0.089641	0.206472	0.434154	0.0009
X3	-0.006718	0.012984	-0.517363	0.0007
X4	0.000215	0.000161	1.328756	0.0001
X5	-0.442661	0.470517	-0.940796	0.0025
X6	0.086071	0.751714	0.114500	0.0020
X7	-0.002029	0.003679	-0.551509	0.0002

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.421323	Mean dependent var	0.206091
Adjusted R-squared	0.350809	S.D. dependent var	0.764723
S.E. of regression	0.745042	Akaike info criterion	2.414312
Sum squared resid	76.04696	Schwarz criterion	2.990757
Log likelihood	-171.8022	Hannan-Quinn criter.	2.648261
F-statistic	1.297979	Durbin-Watson stat	2.047240
Prob(F-statistic)	0.159240		

**PHỤ LỤC 13**  
**MÔ HÌNH TÁC ĐỘNG QTTT ĐẾN HQTC THEO NHOM DNSX KHÁC**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	16.211666	7	0.0233

\*\* WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	-0.394058	-0.372776	0.000045	0.0014
X2	0.350257	0.338790	0.065869	0.0004
X3	-0.178483	-0.295050	0.003625	0.0019
X4	-0.000964	-0.001138	0.000000	0.0008
X5	0.341196	0.968626	0.101727	0.0002
X6	1.575619	1.744579	0.280570	0.0007
X7	0.008970	0.012720	0.000003	0.0018

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/06/17 Time: 14:32

Sample: 2010 2016

Periods included: 7

Cross-sections included: 11

Total panel (balanced) observations: 77

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.410807	1.430790	-0.986033	0.3281
X1	-0.394058	0.015803	-24.93617	0.0000
X2	0.350257	0.268010	1.306878	0.0003
X3	-0.178483	0.128029	-1.394079	0.0005
X4	-0.000964	0.000340	-2.836132	0.0002
X5	0.341196	0.409704	0.832787	0.0003
X6	1.575619	0.665513	2.367524	0.0002
X7	0.008970	0.004341	2.066377	0.0002

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.830495	Mean dependent var	-0.005168
Adjusted R-squared	0.810468	S.D. dependent var	1.166368
S.E. of regression	0.348999	Akaike info criterion	0.933771
Sum squared resid	7.186229	Schwarz criterion	1.481673
Log likelihood	-17.95017	Hannan-Quinn criter.	1.152927
F-statistic	46.46228	Durbin-Watson stat	1.567826
Prob(F-statistic)	0.000000		



**PHỤ LỤC 14**  
**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH 1**

ROA					ROE							Hệ số nợ									
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
31	38	39	38	44	43	38	32	40	42	41	50	24	24	23	23	21	20	26	22	22	21
6	5	7	10	20	16	10	9	6	11	19	34	72	62	59	50	49	36	43	25	21	22
9	10	9	6	15	20	90	10	11	9	7	19	30	20	20	23	27	34	24	18	19	20
6	9	17	27	2	11	13	10	14	21	31	20	60	62	42	43	36	23	9	41	42	26
17	8	10	23	16	25	16	27	12	17	37	29	46	52	58	39	54	46	46	34	42	56
4	4	6	24	15	1	1	3	3	5	22	15	5	22	13	14	11	13	12	4	21	12
13	14	17	20	19	12	17	19	18	20	24	21	36	30	37	40	26	18	26	35	29	36
2	1	2	16	9	7	10	4	2	5	44	49	70	75	67	63	67	62	69	65	68	65
4	2	3	5	4	0	0	9	3	5	10	7	68	66	61	64	58	62	54	67	66	60
2	0	1	0	0	2	0	5	0	2	3	5	53	60	59	51	42	30	22	45	50	56
-2	0	1	3	13	-2	19	-10	0	3	12	3	281	73	82	79	77	77	79	281	73	82
9	7	4	7	6	11	13	9	8	4	8	8	28	30	28	26	25	27	28	26	28	27
5	2	10	14	17	3	12	11	5	21	28	3	65	55	62	61	73	57	51	56	44	60
2	-19	0	1	1	-95	46	19	-129	2	3	4	97	90	93	94	77	82	85	95	89	92
8	6	1	4	5	28	27	20	17	4	17	17	74	74	67	68	66	78	67	74	74	67
-2	-13	0	4	4	32	47	-18	-67	0	11	8	70	80	87	86	79	73	66	38	56	44
5	4	5	9	0	0	5	14	10	12	25	1	80	77	68	68	60	60	59	74	72	60
1	0	0	3	6	-19	0	3	1	0	6	11	53	51	53	55	58	57	52	38	41	45
5	20	-32	2	39	15	18	10	34	-97	0	5	49	50	47	39	65	68	29	48	49	47
3	2	2	27	31	6	6	3	3	3	32	33	40	39	35	40	52	36	23	35	34	32
7	8	8	3	13	14	16	15	17	17	7	26	59	63	64	67	62	66	61	59	63	64
2	2	2	1	9	-2	3	6	5	6	10	13	80	78	73	71	73	66	56	77	77	72
-37	5	-8	2	2	-119	-20	-72	8	-24	4	2	52	54	53	41	54	55	52	52	32	53
1	1	0	0	1	4	3	2	4	1	7	0	77	87	90	82	80	81	80	71	74	82
12	9	6	18	11	1	12	16	12	10	31	17	49	48	41	40	55	55	52	49	48	41
6	6	9	1	11	21	13	12	12	19	2	26	58	58	57	57	61	62	64	48	52	52
10	10	10	11	21	12	12	13	13	12	13	16	35	42	38	38	38	38	43	35	42	38
10	10	11	0	10	1	12	13	13	14	1	15	53	42	38	38	38	38	40	48	42	38
-2	10	19	57	43	18	19	-3	10	24	75	61	16	16	18	22	31	37	38	16	16	18
11	3	2	3	5	14	8	48	17	12	17	19	78	80	80	84	84	85	82	76	76	80
22	21	21	19	18	28	27	26	24	44	281	58	34	27	34	36	35	39	43	34	27	34
16	19	15	36	15	25	22	18	20	15	46	21	30	24	23	14	15	17	33	27	23	23
6	5	8	1	1	13	12	11	8	12	13	14	79	65	58	57	49	41	29	53	55	58
13	14	9	11	9	32	32	25	28	21	28	22	52	56	58	52	59	64	67	52	56	58
9	14	14	1	2	15	13	12	14	15	14	18	28	30	35	40	24	27	25	28	30	35
21	21	33	3	3	19	18	31	25	36	32	32	32	30	41	30	16	11	21	31	27	41
18	29	28	25	32	11	14	16	23	26	23	31	11	12	11	13	15	23	18	11	12	11
3	3	3	6	5	10	-16	8	9	9	15	15	69	77	68	78	73	67	73	67	73	62
13	14	13	12	12	5	6	16	15	14	15	33	36	39	36	34	30	34	41	33	36	36
16	20	20	16	20	12	17	17	22	24	20	25	23	27	28	21	32	32	36	23	26	27
2	1	-2	3	4	9	9	6	5	-8	12	17	76	74	71	70	76	64	68	73	72	67
1	4	6	8	9	2	13	1	16	26	20	23	53	52	53	64	69	62	71	52	51	52
5	2	2	3	10	6	11	15	7	7	8	24	58	65	68	69	63	63	61	46	55	62
5	0	5	9	0	0	13	18	13	13	25	1	80	78	68	68	60	60	59	74	71	60
19	20	21	18	22	35	27	27	24	28	27	33	35	35	40	41	36	37	45	34	31	35
9	27	34	41	3	40	43	1	30	53	77	51	25	25	32	29	37	60	60	23	23	32
1	4	-3	1	9	1	0	1	4	-3	1	1	27	24	23	26	29	29	30	24	22	23

ROA					ROE							Hệ số nợ									
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
12	9	10	14	15	4	10	18	15	20	23	31	66	60	46	51	54	55	50	33	23	17
12	13	11	25	24	10	13	11	11	11	24	23	14	18	16	12	20	18	14	10	14	14
7	10	6	13	10	23	18	13	15	9	2	10	59	58	59	63	62	57	33	58	57	57
11	12	14	15	15	23	26	24	24	54	57	27	68	69	61	64	62	59	57	63	69	61
5	6	11	10	7	-6	1	9	9	19	19	16	57	56	53	54	50	56	57	21	22	21
25	5	13	37	14	5	19	25	4	12	34	14	8	9	17	23	14	15	14	8	9	17
6	2	3	0	6	17	21	22	7	10	14	31	72	73	78	78	78	74	71	55	57	62
9	7	-1	6	13	13	18	22	18	-3	16	33	68	64	61	63	68	65	64	52	49	48
7	6	7	1	7	9	9	8	7	8	7	1	65	47	29	44	26	28	21	65	47	29
14	7	0	1	8	21	28	18	13	-1	2	16	17	25	39	43	54	64	59	17	25	39
3	3	2	2	8	2	6	5	4	2	2	1	34	39	47	54	29	22	17	22	22	31
12	12	13	16	18	24	25	25	31	34	64	117	56	61	59	61	65	63	72	50	52	51
11	26	31	18	8	1	15	14	31	41	29	16	61	44	28	24	27	35	52	25	23	24
5	4	4	0	3	5	5	7	5	6	0	5	44	41	39	41	43	49	60	10	11	11
2	11	6	4	1	-5	-30	2	14	23	10	8	31	27	12	19	55	45	5	22	15	12
5	5	6	1	9	9	10	11	10	12	11	12	59	63	62	65	58	52	43	59	61	55
6	6	7	8	11	18	12	10	10	11	11	12	54	51	48	53	52	45	36	54	51	48
7	9	7	6	7	16	11	13	18	15	12	12	59	59	57	61	62	64	60	59	59	57
21	19	23	22	1	27	48	31	32	47	53	46	35	33	45	46	59	54	71	35	31	45
19	23	18	12	13	25	24	23	27	43	355	34	39	35	34	37	34	48	45	35	35	33
9	12	16	15	18	16	18	14	18	29	28	37	61	51	47	41	50	56	57	50	41	47
-1	4	6	10	22	2	3	-5	3	6	9	22	17	13	17	17	10	12	12	17	13	17
10	11	13	13	15	27	28	25	29	32	29	30	74	67	67	73	71	70	63	69	67	64
8	6	4	6	10	5	6	7	5	4	0	13	7	7	9	7	9	13	3	7	7	9
12	14	12	2	25	11	7	14	16	16	25	38	18	16	36	31	28	42	39	18	16	36
10	9	8	12	17	16	29	24	18	17	48	112	60	72	69	63	60	66	67	59	72	69
12	13	7	12	13	31	27	32	37	19	34	40	67	69	66	73	75	66	73	62	66	65
21	20	14	20	21	26	24	26	31	20	25	28	30	38	36	44	60	38	36	30	38	35
7	6	3	87	119	15	14	11	11	8	28	288	22	27	48	54	63	73	65	22	26	48
6	4	5	1	1	10	12	18	16	17	2	2	55	57	66	76	78	66	76	20	17	25
22	29	27	26	26	26	25	25	32	32	32	33	27	25	34	35	28	30	29	25	23	32
17	14	14	15	15	20	19	20	18	16	14	16	18	20	23	38	33	31	29	18	20	22
12	23	36	42	28	14	17	12	23	35	44	29	14	22	11	12	13	10	16	12	17	10
12	11	12	14	13	11	11	11	8	11	20	143	19	17	23	17	17	14	22	17	14	19
46	48	28	23	30	64	473	209	320	47	48	65	42	89	85	81	98	39	33	39	11	15
16	16	16	15	17	16	17	17	16	17	17	18	30	23	27	33	32	34	27	29	22	26
7	7	6	7	6	16	15	17	21	18	21	19	51	57	63	71	75	71	75	51	57	62
4	2	6	6	20	1	3	5	3	10	10	31	40	38	40	41	41	43	39	40	19	21
19	22	19	2	19	23	22	20	27	28	24	21	26	25	23	31	47	48	40	26	25	23
15	15	13	15	15	10	14	19	20	16	19	20	33	35	35	42	42	35	42	33	35	35
12	14	16	10	10	23	14	14	20	23	15	14	38	40	35	34	46	43	40	38	40	35
1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	27	18	22	16	47	16	47	27	18	21
11	14	15	15	16	15	14	14	18	19	32	30	36	33	31	40	31	29	17	36	33	30
17	27	45	36	31	25	37	26	44	86	84	64	32	35	44	45	44	53	48	32	35	44
19	51	17	30	51	20	37	40	122	46	79	122	41	40	57	62	59	70	62	41	40	57
11	13	7	8	8	31	24	19	20	12	3	32	61	61	56	48	55	61	62	60	60	55
12	12	5	13	12	19	16	12	10	15	3	1	33	42	37	38	29	42	37	28	33	23

ROA					ROE							Hệ số nợ									
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
10	12	10	8	5	22	14	19	18	15	2	27	69	70	66	47	53	54	57	46	41	41
1	5	2	20	2	11	2	2	8	3	4	48	53	54	49	48	43	61	61	53	54	49
4	4	-12	1	9	5	4	9	5	-20	1	1	59	64	65	64	47	38	46	39	45	33
6	8	8	38	51	27	9	6	9	10	79	164	48	26	24	24	27	32	30	48	26	24
16	17	25	16	24	10	9	18	20	33	24	3	18	32	35	22	35	48	34	18	32	35
22	22	21	22	22	16	18	28	26	30	28	3	18	38	43	33	42	43	33	18	38	43
36	39	37	37	36	33	33	37	39	36	34	32	20	21	22	24	25	22	2	20	21	22
6	-4	3	4	3	13	9	15	-17	7	12	7	44	54	58	73	73	58	45	38	34	16
16	19	20	13	26	25	23	23	26	30	2	25	54	52	54	50	40	49	46	53	51	53
12	14	16	20	2	21	20	23	24	28	38	41	66	65	60	58	55	55	58	61	57	51
15	15	25	3	25	20	18	19	17	31	34	40	31	33	33	20	25	24	28	31	32	33
-4	4	1	1	1	-15	-44	-12	9	2	1	0	81	79	74	64	68	72	68	60	62	56
4	10	3	4	10	7	4	7	15	6	7	15	44	40	47	47	58	47	47	41	33	40
3	0	0	0	1	17	18	9	0	1	0	4	56	63	71	76	86	86	85	26	26	30
1	-2	10	6	4	4	2	2	-8	9	0	4	58	60	62	83	35	29	32	29	24	22
9	16	10	10	8	30	22	8	14	11	12	10	24	18	15	13	17	32	33	24	18	14
0	-4	0	7	6	5	7	0	-9	1	12	10	48	58	63	63	59	55	4	48	57	59
3	-4	-1	0	2	10	12	12	-24	-3	0	6	66	70	75	82	81	81	77	41	44	46
1	2	2	3	9	11	3	1	3	4	5	12	56	54	53	50	47	49	49	38	54	53
-1	-1	0	0	0	23	32	-11	-10	0	0	2	72	78	95	87	87	87	87	60	58	30
12	5	4	8	18	45	24	28	16	10	17	34	62	69	63	75	76	65	51	46	41	45
1	0	1	7	11	5	3	4	0	2	11	20	64	58	57	60	55	52	48	62	55	53
12	11	13	0	22	27	23	16	15	18	20	29	28	32	28	40	37	37	39	28	32	28
13	3	14	16	15	34	29	20	3	45	261	48	52	54	50	38	47	43	52	47	48	46
2	0	-6	9	19	15	5	5	0	-17	16	29	53	50	61	63	68	60	42	37	49	59
2	0	6	7	5	6	7	5	0	12	15	12	45	50	52	58	57	57	60	43	49	45
0	-2	0	0	1	-41	-2	1	-3	0	0	3	53	36	34	48	46	44	44	53	36	26
2	8	5	9	1	-2	1	2	9	5	8	15	41	30	53	20	25	25	23	41	30	53
21	15	20	17	23	18	19	19	12	18	15	19	11	10	12	16	7	12	7	10	9	12
21	14	7	2	55	24	33	20	13	7	21	87	15	28	20	22	17	28	19	15	28	20
8	1	17	14	12	25	29	11	2	36	2	27	46	37	36	45	57	65	58	35	32	36
1	0	0	2	4	-37	1	6	3	2	12	27	93	90	89	90	91	89	87	50	46	46
3	5	5	1	0	-9	1	8	14	15	16	0	80	57	63	69	69	66	63	28	57	63
5	1	-2	5	11	-1	-2	8	3	-8	14	16	53	48	48	50	53	50	48	36	27	23
0	0	-3	11	0	-72	-64	1	0	-20	5	1	89	79	72	65	66	71	62	88	79	72
0	0	6	16	17	3	7	1	0	11	26	25	64	67	67	68	59	54	44	64	62	60
11	11	6	2	8	21	24	17	21	15	5	23	43	43	46	45	54	65	67	41	41	44
10	3	2	6	10	55	45	23	7	5	14	21	57	64	70	62	62	60	50	51	52	57
0	1	1	9	12	19	-8	1	3	2	21	26	63	69	66	67	62	58	60	59	66	60
17	11	7	9	12	39	27	30	22	13	19	25	40	43	46	58	55	55	55	36	39	41
6	11	7	3	7	43	25	18	27	19	9	16	66	69	77	69	62	70	62	55	59	67
3	2	-5	0	10	47	22	18	17	-32	3	4	75	82	83	86	88	80	77	46	59	62
0	-3	0	5	10	12	1	-1	-9	0	14	27	62	67	75	68	71	67	63	58	59	66
3	1	1	2	13	14	13	8	2	3	0	44	60	62	74	74	74	71	61	54	54	64
1	-1	-1	0	9	11	-8	3	-4	-3	5	22	75	65	71	75	77	60	65	75	65	67
0	1	1	5	15	5	2	2	4	3	15	35	85	86	83	82	77	78	56	55	57	50
6	3	3	3	6	17	17	10	6	7	8	11	47	48	53	55	63	63	64	34	40	50
7	11	1	4	0	22	1	13	22	1	10	4	40	32	56	53	60	60	57	40	32	49

ROA					ROE							Hệ số nợ									
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
2	1	1	0	3	15	9	4	3	3	0	6	62	51	65	55	62	59	55	60	48	62
7	9	6	10	9	53	-33	14	17	20	29	15	48	57	68	59	64	48	51	48	57	68
5	11	10	17	11	11	10	8	15	13	23	26	33	38	58	49	42	44	43	27	30	46
12	8	11	12	12	31	11	19	13	21	24	21	58	53	54	52	51	60	56	56	50	49
6	1	0	0	2	0	8	13	3	1	1	4	41	44	50	75	68	68	63	41	43	50
7	5	3	9	7	22	25	8	6	5	14	10	46	36	37	31	36	50	46	45	36	36
4	0	2	1	1	14	16	12	-2	6	5	5	59	67	74	80	80	83	82	57	52	48
13	8	0	3	17	22	23	24	19	0	18	53	57	56	54	63	73	76	73	37	36	41
6	2	-2	1	4	27	22	20	10	-8	2	16	71	72	70	79	80	78	75	50	47	55
1	-4	1	18	28	2	0	2	-8	1	25	44	18	21	32	39	44	38	43	18	21	32
7	13	-3	2	17	1	0	14	29	-7	4	23	40	51	54	56	57	5	34	37	43	40
6	9	4	3	15	13	16	9	13	5	4	23	36	38	52	49	47	10	39	36	38	52
27	32	37	36	59	29	28	23	27	31	3	36	21	17	11	11	10	10	13	21	17	11
27	32	33	4	16	16	28	23	27	38	6	23	60	17	11	11	10	59	43	38	17	11
4	5	5	4	7	11	12	16	15	15	1	16	54	51	76	74	73	73	68	35	36	67
14	18	20	20	28	24	26	24	29	30	25	30	44	47	51	57	53	46	31	30	28	25
2	1	-2	0	1	7	5	3	1	-2	1	1	23	22	23	18	15	11	17	22	20	20
4	6	8	1	6	15	22	10	13	16	10	11	60	61	67	65	64	64	63	49	48	59
17	16	11	0	3	20	23	22	24	20	1	6	52	38	38	44	53	68	58	25	31	36
2	4	4	7	11	7	3	4	7	9	11	12	47	43	53	52	47	65	10	47	39	43
4	7	8	0	18	16	5	7	10	13	20	41	69	58	45	52	42	57	50	37	34	36
1	1	-3	2	0	3	3	0	1	-3	0	3	8	13	11	11	17	17	22	8	10	10
8	5	4	7	5	23	28	23	13	17	29	12	78	63	73	68	64	64	65	35	59	71
17	22	24	24	30	22	23	24	25	29	3	74	46	47	43	32	33	40	41	41	45	42
17	14	13	59	1	35	33	19	16	16	7	6	7	78	22	34	31	37	27	7	8	22
17	22	34	0	8	2	23	24	25	52	2	19	75	47	43	32	33	61	65	66	45	42
5	8	5	6	6	20	21	15	21	15	14	15	73	70	76	72	73	72	68	50	51	62
1	6	9	9	9	11	8	9	12	26	11	10	29	32	36	40	4	32	27	19	18	19
12	12	0	11	12	18	19	2	30	1	19	2	53	45	51	59	64	45	51	29	18	2
10	12	9	11	10	16	18	31	33	14	18	31	55	49	45	52	37	49	45	54	48	44
2	6	7	0	4	10	10	7	21	24	26	31	71	74	84	78	75	78	88	68	69	80
7	1	-2	4	5	7	7	10	1	-7	12	8	47	42	44	48	60	68	50	47	41	42
20	11	5	0	5	33	42	28	17	10	13	22	34	34	42	46	55	62	6	34	34	42
12	7	1	7	25	1	6	11	6	1	6	12	12	53	20	10	28	102	27	9	41	20
7	6	6	6	8	8	6	8	7	6	7	11	73	40	22	23	21	22	24	72	38	21
2	2	2	2	4	8	9	4	3	5	5	6	70	78	62	54	54	55	42	43	60	40
11	12	11	2	11	17	25	25	20	15	2	14	55	54	60	54	32	28	32	55	53	58
7	4	-2	7	0	13	13	10	3	-4	14	2	57	39	48	24	24	31	24	56	37	48
17	10	4	3	0	18	20	27	15	6	9	12	27	28	47	50	54	56	55	27	23	43
1	0	4	4	4	1	3	4	1	10	12	12	60	71	70	71	68	74	75	59	70	70
7	7	7	10	17	33	18	15	12	12	32	58	62	60	59	65	54	54	56	62	60	59
4	7	7	6	4	25	18	13	17	16	24	16	71	73	78	72	68	67	63	71	73	78
3	5	5	7	5	1	2	3	5	5	8	5	33	31	23	16	13	14	6	32	30	21
8	6	5	0	3	11	17	14	10	13	23	22	36	50	51	52	56	64	73	36	50	51
10	10	12	18	14	34	28	23	27	32	43	32	66	69	66	70	75	70	67	61	68	64
13	14	9	14	10	9	35	14	16	28	174	60	30	22	22	29	41	29	41	25	20	22
2	-1	-3	7	3	17	-2	4	-3	-8	1	7	61	54	54	51	59	62	57	60	48	46

ROA					ROE							Hệ số nợ									
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
2	0	-22	7	6	6	8	2	1	-39	19	26	14	14	31	23	25	52	67	14	14	31
18	0	-14	1	1	8	4	40	1	-117	4	24	45	49	56	73	76	70	73	44	46	51
17	17	17	14	4	7	17	17	17	17	14	3	18	21	9	8	9	12	3	18	21	9
5	6	7	11	15	32	28	15	16	15	2	3	85	77	78	74	70	58	57	34	75	8
1	1	6	2	2	17	20	19	0	35	18	13	91	92	90	92	83	94	92	82	8	56
33	7	12	7	13	18	22	72	23	37	23	81	54	58	57	73	75	73	75	30	39	52
15	0	9	11	11	-39	24	17	0	7	11	11	27	21	8	11	8	6	21	26	21	8
2	0	0	2	1	3	4	4	0	0	7	2	62	68	59	62	60	73	65	21	18	16
23	20	20	2	21	41	29	27	22	24	29	26	29	25	34	34	37	24	28	28	24	33
-3	1	2	1	2	1	-11	-9	1	3	3	6	49	57	57	57	58	55	45	48	56	53
2	0	0	1	2	-131	13	6	-1	0	2	8	96	60	69	73	76	76	69	95	46	66
0	1	-1	4	3	2	1	0	1	-3	12	14	11	9	11	14	18	26	40	11	9	10
4	1	3	4	6	11	10	10	2	4	5	8	65	71	68	76	68	27	51	64	70	64
-35	1	-2	9	8	7	-6	-56	1	-5	21	7	41	49	53	22	13	24	19	17	14	8
18	17	12	3	7	20	19	29	33	46	12	14	44	45	48	58	65	7	64	44	44	48
4	1	0	3	10	1	7	4	1	0	3	11	17	20	10	13	16	27	21	17	20	6
18	17	14	13	14	28	24	22	20	19	19	19	33	36	34	38	43	50	46	30	31	31
9	1	0	0	5	12	53	4	3	0	0	13	79	80	73	37	46	47	48	75	78	72
8	9	8	10	12	12	16	14	13	12	22	24	50	48	49	49	50	50	47	42	41	42

## PHỤ LỤC 15: NHÓM CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH 2

Tỷ lệ TSNH					Tỷ lệ tiền mặt							Tỷ lệ Khoản phát thu							T		
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	1
60	57	56	61	55	2	5	6	12	6	20	2	10	10	11	12	11	14	10	15	14	
31	24	24	37	22	18	12	10	12	15	29	16	3	4	10	2	2	3	1	7	6	
55	50	42	44	46	19	17	31	31	15	2	13	22	13	10	13	16	12	20	8	1	
57	55	54	43	43	13	12	4	9	4	4	6	28	30	23	34	28	22	14	20	20	
69	65	74	73	65	4	7	2	3	1	14	7	26	27	15	16	15	23	19	27	30	
78	78	78	76	75	5	9	19	18	15	15	23	26	20	16	22	18	29	34	37	32	
86	87	84	76	69	5	45	22	15	22	22	25	8	16	20	9	9	17	22	17	23	
70	64	72	74	72	3	4	3	1	1	4	6	20	24	27	32	27	36	35	39	37	
82	81	72	70	57	1	2	6	10	3	4	4	51	20	35	31	26	36	25	24	47	
57	57	61	56	52	1	0	0	2	3	1	4	21	14	16	22	24	27	3	37	40	
82	80	76	76	77	0	0	0	0	1	2	2	74	31	28	20	24	23	32	0	57	
64	56	50	54	44	35	30	28	19	6	8	12	9	20	22	24	26	29	10	10	8	
67	64	69	59	61	3	9	2	11	5	14	6	36	23	32	32	14	18	25	22	17	
69	67	72	78	88	1	2	1	1	1	2	1	11	13	9	12	12	14	20	47	47	
84	82	72	84	76	24	24	22	20	3	17	8	16	16	15	18	28	16	2	33	33	
56	49	58	56	52	0	0	0	0	1	1	1	57	59	28	27	34	32	25	4	2	
78	81	75	77	73	4	5	5	7	4	5	4	45	39	35	27	29	44	42	28	33	
66	64	61	62	57	1	0	0	0	0	0	0	7	9	15	17	12	3	33	63	53	
63	56	59	88	79	40	7	13	15	3	7	4	15	16	12	17	10	7	12	25	52	
36	32	43	55	76	2	2	10	11	5	6	30	13	13	14	11	18	33	27	26	26	
84	83	76	74	72	29	5	24	33	20	10	13	10	7	7	9	10	6	6	45	50	
71	66	63	54	47	0	1	0	0	0	1	0	14	16	13	9	9	11	9	48	50	
68	61	61	56	65	0	0	1	1	0	0	0	82	31	27	57	35	17	28	17	31	
79	73	70	69	62	3	3	3	4	1	4	5	24	26	43	14	8	8	12	43	43	
70	68	71	70	67	5	7	7	12	4	3	6	16	12	9	5	16	18	28	47	52	
71	75	77	77	61	5	3	7	3	16	15	10	11	9	10	13	15	11	19	35	49	
68	66	66	60	70	22	23	15	19	27	16	13	15	18	16	11	9	8	11	17	23	
68	66	66	57	52	0	23	15	19	27	2	8	41	18	16	11	9	28	17	26	23	
69	71	73	78	83	37	37	9	17	3	30	39	27	27	16	16	20	12	10	6	6	
54	52	47	50	60	3	2	0	2	1	1	1	17	13	17	20	22	23	39	31	35	
87	85	81	83	81	9	17	12	21	13	22	19	17	18	20	29	31	33	33	49	37	
56	54	54	57	57	14	14	9	11	8	7	7	30	27	31	26	33	33	34	16	15	
72	63	57	49	42	2	7	2	1	1	4	5	21	24	35	28	24	15	16	28	21	
91	88	85	86	92	3	1	1	4	3	14	11	23	25	21	36	27	29	32	60	58	
78	85	81	77	73	20	7	4	19	21	52	42	26	21	29	3	9	9	18	5	5	
71	62	54	93	93	51	56	55	47	24	36	50	2	2	3	5	8	20	15	6	12	
72	75	76	81	64	8	30	50	51	55	47	35	5	9	3	5	4	11	6	14	14	
69	75	60	72	85	4	1	0	1	1	2	2	52	63	21	36	15	17	17	16	11	
57	50	37	29	26	8	12	25	26	14	8	8	16	14	7	9	11	9	6	11	11	
87	90	88	87	87	10	12	25	31	36	19	43	25	35	14	21	13	17	12	44	42	
76	79	82	77	78	2	4	7	8	25	1	7	18	28	20	18	26	13	24	44	41	
59	70	74	73	82	21	30	5	42	49	38	52	7	12	5	6	3	12	8	47	31	
59	58	64	63	65	3	13	3	6	15	10	4	37	30	26	38	33	32	42	10	22	
78	81	75	77	73	4	4	5	7	4	5	4	45	47	35	27	29	44	42	28	27	
49	45	43	37	35	18	37	8	10	9	9	10	6	5	5	4	5	5	4	11	9	
65	63	72	71	71	3	3	4	15	12	3	1	43	43	31	24	27	30	27	14	14	

Tỷ lệ TSNH					Tỷ lệ tiền mặt								Tỷ lệ Khoản phải thu								T				
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10
43	41	56	61	54	3	2	2	3	2	1	2	16	14	14	11	19	39	39	24	25					
37	39	31	33	34	4	0	12	7	2	8	5	4	4	9	10	8	7	14	20	21					
72	67	65	75	78	7	4	4	6	12	14	29	22	19	16	14	11	12	13	36	34					
78	62	70	79	75	13	28	29	11	23	35	6	10	16	19	29	11	18	14	39	30					
67	72	73	73	70	12	6	6	8	7	4	8	30	36	29	25	28	28	30	26	28					
12	14	15	20	16	2	1	2	5	3	11	5	3	4	7	5	7	2	3	3	5					
24	32	27	40	14	3	20	20	25	22	12	3	1	1	2	5	2	26	8	0	0					
45	43	47	46	52	1	3	1	1	1	7	5	14	16	15	13	18	15	20	24	22					
48	48	48	50	48	3	4	7	6	5	5	7	13	8	9	10	11	9	9	26	31					
73	77	68	66	63	6	8	29	43	18	14	4	8	15	13	15	15	2	12	12	19					
46	40	36	50	44	6	0	2	1	1	1	2	41	24	22	25	22	16	14	9	14					
44	57	50	44	50	1	1	1	5	3	4	4	38	25	24	16	27	27	18	8	7					
70	65	54	75	79	6	16	12	12	8	20	7	40	38	35	32	30	37	43	19	17					
52	58	58	45	40	1	7	16	25	21	7	4	8	28	23	15	19	16	13	10	11					
65	61	64	63	68	4	14	21	36	33	23	4	37	35	8	4	11	2	23	12	13					
37	46	51	66	64	3	3	18	3	29	4	0	11	5	12	24	5	2	17	6	7					
72	81	84	79	69	2	3	9	10	5	3	5	63	61	52	55	70	60	49	9	11					
84	81	78	73	65	5	1	3	3	8	6	10	78	79	66	63	60	50	31	12	10					
87	87	85	83	75	6	7	1	3	5	0	13	68	71	71	67	64	60	39	17	12					
59	55	56	48	47	31	21	20	13	26	11	11	5	8	7	8	5	7	3	39	38					
52	64	45	49	59	9	11	8	12	4	8	2	28	34	25	28	22	19	22	13	16					
54	56	51	54	55	2	4	9	7	1	3	7	18	22	22	23	27	29	22	17	18					
71	68	55	54	68	13	9	17	4	10	7	20	45	46	37	44	32	27	21	18	12					
80	80	80	72	80	2	0	0	2	3	0	0	50	58	56	51	59	44	58	26	24					
45	40	55	70	81	10	7	6	1	23	31	17	58	59	14	9	13	14	26	3	4					
93	91	87	88	82	2	8	10	12	9	3	17	23	22	19	28	27	20	20	64	62					
82	82	84	87	89	18	32	25	19	19	17	25	35	26	28	33	34	37	30	22	22					
84	83	82	84	83	11	12	14	13	15	14	13	18	13	16	16	18	16	16	46	49					
66	60	64	80	66	48	29	27	14	15	3	27	20	22	14	15	12	22	14	21	25					
66	65	66	70	67	1	2	3	3	1	2	3	28	22	32	31	38	38	38	22	25					
32	20	15	32	20	6	8	12	16	12	12	16	4	1	1	0	0	1	0	3	3					
69	72	76	75	79	15	13	14	20	30	23	35	18	19	24	22	24	25	25	19	19					
68	70	64	60	57	9	14	3	3	4	7	5	29	31	31	33	32	29	2	30	28					
71	70	68	65	65	43	52	50	37	53	44	51	5	8	4	2	2	5	3	10	13					
70	64	64	68	66	9	8	17	22	14	17	15	32	28	22	18	23	23	27	20	22					
48	36	47	73	87	16	72	48	36	47	21	15	14	43	48	59	69	21	30	18	10					
59	56	51	46	58	13	8	7	5	5	2	7	17	15	12	15	12	10	15	36	36					
65	71	72	71	72	9	3	6	17	11	17	11	39	22	17	15	14	15	14	34	56					
61	59	54	43	46	3	0	0	1	1	1	1	59	56	49	46	37	23	30	3	5					
71	71	74	74	84	15	27	26	24	11	5	5	21	22	20	22	32	28	46	22	24					
89	89	93	89	89	20	26	34	13	39	34	13	4	7	1	2	1	1	2	52	46					
84	88	83	84	82	15	9	16	15	14	7	5	36	41	31	36	37	39	41	26	32					
43	39	92	39	92	2	4	1	2	2	2	2	32	17	21	26	39	26	39	14	20					
86	87	87	88	86	30	26	24	11	23	9	3	27	31	25	31	17	20	31	27	28					
56	72	69	58	51	9	1	1	12	39	0	5	23	33	11	41	13	25	18	9	10					
61	73	56	75	73	12	1	0	19	89	0	1	22	39	15	14	31	22	14	10	10					
81	78	84	83	82	9	5	10	13	7	8	8	24	30	25	21	31	25	26	55	50					



Tỷ lệ TSNH					Tỷ lệ tiền mặt							Tỷ lệ Khoản phải thu							T						
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10
41	57	55	45	41	9	5	2	13	4	5	2	14	8	10	15	14	8	10	27	31					
33	39	35	28	23	1	2	1	2	1	1	1	17	13	19	18	18	12	9	10	5					
92	92	90	88	83	8	15	13	15	8	13	18	43	36	35	34	25	17	20	41	40					
42	36	57	64	86	4	1	3	3	14	6	12	18	30	21	14	12	26	48	15	13					
54	55	61	76	76	12	13	7	18	38	33	42	9	7	11	6	6	9	14	15	12					
95	93	94	93	95	3	4	6	6	10	4	6	23	14	13	13	28	30	37	69	77					
77	67	70	77	67	32	40	28	26	25	28	26	14	10	16	5	32	16	5	16	24					
84	84	80	75	70	36	47	38	32	28	19	20	16	16	17	18	15	2	17	25	22					
36	24	35	33	41	11	9	9	1	6	1	2	14	15	10	7	17	15	18	16	14					
82	78	73	73	73	9	9	10	20	4	9	9	35	36	38	36	45	35	35	22	22					
63	76	81	79	77	2	1	2	6	15	10	7	20	26	28	26	24	23	24	47	38					
74	78	77	70	65	6	16	12	21	12	9	11	52	37	49	46	31	46	38	18	22					
70	70	71	69	58	2	0	2	4	1	1	6	9	8	6	8	13	1	16	55	53					
67	59	46	67	59	3	5	3	1	5	2	3	31	25	39	45	27	39	45	28	26					
14	13	12	14	19	4	3	2	2	1	0	0	4	3	4	4	3	3	4	7	5					
22	19	73	59	46	1	2	6	5	41	31	17	11	9	6	9	23	11	10	12	10					
54	48	51	55	49	9	5	15	11	16	22	17	34	28	18	12	15	14	2	9	11					
58	55	49	46	57	10	13	11	11	11	12	10	13	12	14	13	11	11	14	36	33					
18	21	17	18	14	4	5	5	6	4	3	2	2	1	4	6	7	8	4	13	12					
71	69	66	61	66	9	5	6	7	4	2	1	20	40	31	34	32	34	36	16	25					
4	14	11	11	11	0	0	0	2	2	2	3	3	3	1	3	4	4	4	6	8					
58	42	40	41	71	15	8	23	10	5	9	31	3	3	7	5	5	8	16	26	28					
63	62	60	60	53	2	3	2	3	4	6	10	49	47	45	42	34	36	26	10	11					
33	45	31	38	37	20	4	2	3	2	4	1	3	23	10	23	4	4	7	22	20					
63	50	59	63	68	1	2	2	2	5	6	8	62	56	56	43	42	47	48	3	4					
47	39	42	43	55	2	6	3	2	1	2	2	6	8	7	6	10	1	9	25	22					
33	34	33	28	25	6	11	6	10	5	1	2	11	9	6	6	7	3	1	12	13					
38	37	33	28	26	0	0	0	0	0	0	0	25	24	14	12	11	9	7	13	15					
25	29	19	16	26	0	0	0	0	0	0	2	52	53	23	4	13	13	0	3	3					
43	55	46	47	40	17	15	16	29	19	24	2	3	2	1	2	3	6	3	22	21					
78	86	86	89	90	13	38	29	15	7	50	47	1	4	2	7	7	15	11	12	4					
59	47	49	43	40	10	21	5	7	4	3	0	47	36	46	34	41	36	36	6	5					
46	43	50	51	46	0	1	2	1	2	0	5	23	21	19	22	27	2	22	15	17					
86	85	72	67	72	1	1	2	2	1	7	7	18	56	47	47	34	27	34	7	33					
29	28	26	26	29	0	0	3	1	2	1	0	22	21	20	21	21	23	20	3	4					
87	85	79	83	82	4	5	18	4	1	12	17	66	63	51	59	59	46	35	12	15					
56	53	43	52	56	9	1	0	1	3	4	14	29	48	27	30	8	11	10	31	15					
84	81	76	70	63	16	32	19	13	5	3	2	14	14	15	17	16	9	8	39	33					
71	46	39	35	68	13	11	3	4	1	1	2	21	18	17	13	6	6	31	44	40					
61	59	56	69	81	3	2	3	5	1	3	0	5	5	7	6	3	7	4	58	54					
53	54	54	54	53	14	9	9	9	7	6	7	7	6	8	7	9	11	12	31	27					
63	59	49	52	51	5	3	2	2	1	2	1	9	8	8	10	14	11	12	39	38					
61	56	54	64	83	3	1	1	1	0	1	4	8	15	21	16	13	19	34	32	31					
66	53	56	57	74	3	0	1	2	1	3	1	35	27	22	22	26	25	31	23	31					
70	67	65	60	73	3	2	6	2	8	4	8	29	27	21	18	23	24	30	36	35					
61	62	60	83	81	0	11	6	14	16	3	14	52	20	17	13	16	21	5	23	24					
51	51	38	47	26	2	1	1	1	1	4	1	7	8	8	9	12	7	9	45	47					

Tỷ lệ TSNH					Tỷ lệ tiền mặt							Tỷ lệ Khoản phải thu							T		
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	10
54	51	59	59	53	5	13	5	2	16	16	1	39	20	22	22	21	21	26	22	21	1
74	78	74	70	67	37	27	12	16	21	4	1	8	11	23	23	26	29	22	27	28	
64	54	62	62	69	1	2	1	2	2	2	5	44	31	34	32	42	36	28	27	18	
96	96	95	95	93	53	25	16	39	43	3	13	11	23	7	8	6	9	13	29	42	
69	60	64	65	64	6	1	2	4	2	0	4	21	20	29	15	19	12	14	34	34	
65	58	53	55	48	4	1	10	17	18	16	14	2	2	3	3	2	2	2	79	72	
92	92	90	90	90	2	5	1	1	1	1	1	36	29	28	25	26	26	13	44	48	
77	72	74	79	72	4	38	7	7	4	4	3	24	26	43	38	33	50	35	19	25	
23	20	21	20	17	3	3	6	2	2	1	1	4	7	8	7	9	7	5	13	11	
43	32	31	32	27	5	4	13	1	0	1	2	5	4	3	3	5	6	5	30	31	
37	42	41	39	36	15	1	4	5	0	1	6	5	7	12	15	17	12	14	21	21	
63	58	61	55	65	7	14	8	4	3	11	24	6	8	18	15	10	7	11	19	30	
36	42	26	26	27	4	1	3	1	1	3	3	10	20	15	26	5	11	9	24	16	
83	85	85	48	31	5	18	24	21	15	6	3	30	47	33	51	40	21	11	45	15	
77	73	74	68	72	14	15	13	26	24	8	7	28	21	20	22	25	30	31	16	14	
77	73	74	70	70	1	15	13	26	24	3	5	19	21	20	22	25	19	24	29	14	
75	73	72	67	60	3	1	1	2	6	3	0	21	30	20	22	27	28	28	42	42	
35	41	42	75	7	2	8	3	2	3	5	10	15	9	9	10	9	2	20	27	25	
40	31	24	28	38	5	6	3	1	3	3	4	21	24	24	21	12	15	24	17	11	
58	62	62	61	59	5	2	1	1	1	3	3	19	21	26	22	21	16	19	24	27	
80	76	72	72	65	6	8	11	8	6	2	5	14	20	16	14	11	15	11	32	48	
73	90	85	78	78	9	15	12	3	18	4	12	17	17	16	41	38	20	29	14	22	
49	43	48	36	44	13	24	24	11	11	4	3	15	19	11	13	10	14	3	15	11	
49	46	47	47	45	14	19	14	10	12	12	9	11	11	10	10	10	11	7	15	18	
79	70	68	64	62	6	16	2	3	2	5	5	15	33	50	39	35	32	37	12	15	
55	49	53	62	71	3	7	2	2	6	3	0	32	25	25	25	28	29	31	21	23	
61	54	58	196	255	32	23	2	2	6	4	14	6	6	6	8	5	39	35	31	35	
55	49	53	60	58	0	7	2	2	6	0	1	28	25	25	25	28	12	9	43	23	
71	65	68	72	79	3	6	6	13	13	17	14	23	29	37	30	29	27	28	20	21	
47	47	75	66	62	4	12	19	19	19	21	22	25	18	13	15	39	19	19	18	14	
42	33	19	39	42	0	8	19	5	3	8	19	23	19	14	18	10	19	14	8	11	
61	58	54	67	61	2	4	8	9	9	4	8	26	33	36	34	29	33	36	36	29	
92	90	87	86	93	7	11	2	4	4	1	13	75	57	39	49	52	41	40	11	24	
89	87	77	64	79	3	3	1	1	1	1	3	39	51	50	44	38	21	30	45	36	
63	57	57	58	53	10	15	10	4	6	4	4	21	21	24	23	26	23	26	27	24	
60	36	100	124	80	19	20	1	3	1	39	1	50	34	43	11	31	66	58	2	6	
75	74	70	70	70	2	2	2	3	8	3	13	56	34	21	16	16	17	16	26	31	
71	66	67	80	81	17	12	8	9	10	3	18	34	45	39	38	39	59	4	22	23	
84	85	76	66	57	7	10	5	13	8	8	13	42	50	41	38	43	32	25	33	23	
72	57	56	61	60	12	7	4	12	3	3	3	47	48	49	21	31	36	4	21	13	
91	92	93	93	92	20	19	9	26	12	10	3	19	32	32	43	53	61	68	18	17	
85	84	86	88	88	10	3	5	3	6	15	16	13	19	23	31	27	22	31	63	63	
69	71	63	64	72	6	10	16	14	7	4	18	6	9	5	8	14	1	1	34	35	
91	90	84	77	70	23	20	3	28	16	12	3	14	10	10	11	11	7	9	40	50	
43	43	44	30	36	3	3	4	12	11	4	10	15	21	17	11	17	11	10	17	25	
84	80	77	75	77	17	30	27	25	20	19	0	23	27	30	31	23	25	26	22	26	
75	77	74	83	82	5	13	4	4	3	5	13	30	32	29	34	35	29	29	30	32	

Tỷ lệ TSNH					Tỷ lệ tiền mặt							Tỷ lệ Khoản phải thu							T		
14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
65	64	62	42	62	2	2	3	1	1	1	1	7	7	10	9	5	9	5	47	43	
69	62	68	72	67	1	0	6	4	12	7	4	48	39	40	27	16	32	31	30	29	
39	34	30	51	50	3	0	1	0	0	5	6	24	33	27	25	22	20	15	7	3	
63	63	65	72	69	2	1	2	2	0	0	1	18	20	18	17	18	16	22	43	42	
76	72	69	53	40	5	4	3	1	4	3	2	30	22	35	16	14	7	7	41	40	
75	70	58	80	72	43	15	6	10	10	9	7	18	14	17	27	19	36	28	24	46	
53	60	54	69	67	0	1	0	1	0	2	1	45	44	32	21	1	23	33	19	2	
78	83	93	83	93	9	18	20	6	8	6	1	23	29	26	41	46	41	46	12	17	
91	90	86	83	82	18	21	26	25	32	3	10	54	45	38	50	26	42	35	18	25	
46	50	54	61	7	1	3	3	3	0	0	0	28	22	13	21	28	37	4	6	8	
74	71	67	58	52	1	1	1	1	14	19	2	11	7	7	10	9	9	1	15	21	
78	86	87	87	86	2	4	14	4	6	1	2	17	28	21	22	21	16	22	22	23	
81	79	77	77	74	3	0	2	2	0	1	1	21	24	18	11	17	25	19	50	50	
80	64	61	61	42	8	0	2	2	0	1	2	62	70	13	11	7	18	11	13	11	
74	79	75	80	88	6	3	5	4	3	22	40	24	25	32	31	38	35	15	50	50	
35	35	27	37	48	11	5	6	8	7	9	10	35	19	18	18	6	11	20	5	11	
74	72	71	68	72	7	22	21	22	10	10	6	51	36	37	31	39	35	32	15	13	
40	42	43	45	45	0	0	1	0	1	0	1	20	18	33	36	37	32	28	7	10	
76	73	68	68	60	31	33	29	17	16	9	5	9	8	8	9	7	6	1	33	33	
81	56	56	59	66	1	1	3	5	0	1	6	10	4	4	6	2	19	7	71	77	
64	62	61	63	63	9	10	9	10	10	9	9	24	24	21	21	21	21	20	25	25	

### PHỤ LỤC 16 : NHÓM CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH 3

Khả năng thanh toán tức thời							Kỳ thu tiền bình quân							Vòng quay hàng tồn kho							Tỷ lệ tài sản cố định							Hiệu suất s		
16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
0.1	0.2	0.3	0.6	0.3	1.1	0.1	17	15	13	12	12	13	17	6	6	7	6	5	5	6	28	30	34	39	41	32	32	6	5	4
0.7	0.6	0.4	0.6	1.2	2.6	1.1	16	3	5	12	11	12	19	6	7	7	8	11	13	32	41	38	45	50	46	34	39	2	0	1
1.0	0.9	1.6	1.5	0.6	0.1	0.7	2	4	6	5	5	5	2	4	9	9	8	7	6	4	13	10	20	21	26	25	19	2	3	3
0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.9	2	2	2	2	3	5	5	3	3	4	7	5	5	2	23	23	16	20	25	28	35	3	2	4
0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	0.3	0.2	6	5	12	12	8	9	9	5	4	4	4	4	5	7	30	24	26	32	23	24	32	6	5	6
1.4	0.4	1.5	1.3	1.6	1.4	23.5	4	10	8	9	7	6	5	3	3	4	5	4	8	1	13	12	15	17	20	22	23	7	13	9
0.1	1.5	0.6	0.4	0.8	1.2	1.0	6	5	5	10	10	6	5	3	3	4	4	5	5	6	7	9	8	8	9	10	8	9	10	8
0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	5	4	4	4	4	5	4	2	3	3	3	3	4	5	32	29	29	35	27	25	27	4	3	3
0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	4	5	4	6	6	6	5	3	2	3	4	4	5	5	12	13	17	18	27	25	36	10	9	7

Khả năng thanh toán tức thời							Kỳ thu tiền bình quân						Vòng quay hàng tồn kho						Tỷ lệ tài sản cố định						Hiệu suất sử dụng					
16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	1	5	5	4	3	6	3	1	2	2	3	3	5	5	17	15	17	21	22	30	34	1	5	5
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	1	1	2	3	3	6	0	0	1	0	1	2	3	26	10	18	20	23	23	22	1	2	2
1.4	1.1	1.0	0.7	0.3	0.3	0.5	8	5	6	5	4	6	13	9	9	8	7	6	6	6	20	24	31	42	49	44	53	6	4	4
0.0	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	0.1	1	3	4	6	12	10	8	1	5	5	5	5	7	7	20	12	24	29	25	32	27	1	5	5
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	10	8	14	8	10	7	10	2	2	2	2	2	2	3	16	17	31	33	28	21	12	7	4	5
0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	0.2	0.1	14	11	18	17	12	29	44	6	5	6	9	5	6	7	16	16	14	16	25	14	19	13	11	20
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3	1	3	2	2	3	4	50	7	3	3	3	3	3	18	16	34	41	36	37	39	10	3	2
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	3	2	5	5	3	3	2	4	3	4	3	3	5	4	10	8	13	13	16	16	21	12	9	12
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4	4	3	3	4	1	3	0	0	1	1	0	3	3	9	8	14	16	17	15	18	4	4	4
0.8	0.1	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	17	14	22	19	25	20	23	7	7	10	7	3	3	7	13	17	30	34	33	9	9	18	9	10
0.0	0.0	0.3	0.4	0.1	0.3	1.6	6	6	6	5	3	4	5	2	4	5	4	5	8	11	53	54	61	64	53	40	15	1	1	1
0.5	0.1	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2	39	51	44	42	49	73	73	6	5	7	8	7	8	9	12	14	16	17	23	25	28	26	24	21
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4	4	7	8	8	10	6	1	1	1	1	1	0	0	17	17	22	25	31	43	52	4	3	3
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	2	0	1	2	2	2	2	0	1	2	2	0	0	0	38	32	20	23	43	34	1	1	1
0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.6	0.1	4	2	7	10	8	9	16	2	3	5	2	1	2	3	25	23	19	25	29	30	36	4	3	10
0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	14	22	30	21	17	16	13	3	3	3	4	5	8	7	28	26	30	32	29	29	32	7	8	7
0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	12	14	11	9	11	10	10	3	2	2	2	3	3	4	25	25	29	24	22	23	38	5	5	5
0.6	0.6	0.4	0.5	0.7	0.4	0.3	11	13	18	24	26	3	20	8	8	8	7	6	10	11	10	15	15	15	14	19	24	16	14	15
0.0	0.6	0.4	0.5	0.7	0.0	0.2	2	13	18	24	15	1	10	2	8	8	7	8	0	5	22	15	15	15	14	41	44	3	14	15
2.4	2.4	0.5	0.8	0.1	0.8	1.2	7	9	8	9	11	19	12	27	8	3	4	4	5	3	27	27	27	24	27	22	15	7	7	5
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14	14	13	8	9	8	6	6	6	7	6	9	10	1	47	47	45	46	50	47	38	4	5	5
0.3	0.6	0.4	0.6	0.4	0.6	4.4	33	28	20	16	13	13	13	12	12	11	12	11	1	17	21	10	12	15	19	17	19	35	47	36
0.5	0.6	0.4	0.8	0.5	0.7	0.4	6	6	6	5	4	4	4	8	10	10	10	8	8	0	36	42	44	45	46	42	42	4	4	4
0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	4	5	5	7	10	12	14	3	6	6	6	6	7	11	34	27	28	35	42	51	58	3	5	5
0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	10	10	8	9	8	8	7	3	3	3	5	4	5	4	13	13	6	8	12	11	5	19	25	31
0.7	0.2	0.1	0.5	0.9	1.9	1.7	6	5	8	27	16	15	13	20	13	9	7	11	2	12	5	14	15	12	15	14	16	16	9	10
1.6	2.1	1.4	1.6	1.5	3.3	2.9	58	49	40	26	17	12	13	9	6	8	8	6	5	7	21	22	28	37	46	7	7	5	5	5
0.7	2.4	4.7	4.0	3.6	2.1	19.7	16	18	30	31	23	2	38	6	6	5	6	8	7	9	25	19	24	23	24	19	36	5	5	5
0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2	3	4	5	10	9	7	10	4	2	3	3	0	2	20	20	26	21	33	21	9	7	6	5
0.2	0.3	0.7	0.8	0.5	0.2	0.2	11	14	16	13	12	15	18	12	11	9	9	9	9	9	33	36	40	49	61	70	73	5	4	3
0.4	0.5	0.9	1.5	1.2	0.6	1.2	7	8	13	12	17	20	18	4	4	4	4	5	6	7	18	9	12	9	10	12	13	15	20	20
0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	3	3	4	4	5	5	4	1	1	1	1	2	1	2	14	11	9	9	9	22	20	5	7	8
0.4	0.6	0.1	0.7	0.7	0.6	0.7	26	32	35	36	31	26	13	6	7	6	8	10	12	7	20	19	18	13	12	9	5	13	15	13
0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	3	3	4	3	3	2	2	6	3	5	5	3	4	4	12	22	33	35	29	30	30	6	4	3
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2	4	5	5	3	3	2	4	5	4	3	3	5	4	10	10	13	13	16	16	21	11	14	12
0.5	1.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	28	26	28	31	28	28	29	11	10	10	13	14	14	15	28	27	32	35	36	40	42	5	4	4
0.1	0.1	0.1	0.5	0.3	0.5	0.0	5	6	6	9	8	10	12	12	9	7	9	7	8	10	33	33	33	36	27	28	41	6	7	5
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	3	4	4	4	2	2	2	2	2	2	2	2	3	5	51	33	33	38	39	31	35	1	2	2
0.1	0.0	0.7	0.2	0.1	0.2	0.2	17	11	14	16	15	12	8	3	3	6	6	5	7	8	67	5	38	38	25	61	64	2	4	3
0.7	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9	2.5	4	5	6	7	7	8	8	1	2	2	2	1	2	2	26	12	16	18	24	23	21	4	6	5
0.2	0.5	0.5	0.2	0.4	0.6	0.2	10	7	5	5	9	7	6	3	3	4	3	4	6	6	13	10	12	9	9	17	23	11	10	11
0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	6	6	8	8	9	9	10	6	6	6	5	5	6	1	22	19	25	21	23	22	24	9	9	9
0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	12	10	13	9	12	27	11	11	12	16	13	11	19	9	4	6	76	75	78	73	76	9	1	1
0.4	2.3	1.2	1.1	1.6	0.8	0.3	58	35	14	17	3	3	7	380	163	17	15	12	14	7	74	60	66	45	33	60	76	1	1	1
0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	7	9	9	8	8	10	8	4	5	4	4	4	6	5	49	46	54	55	51	52	47	2	3	2
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	11	14	14	12	12	13	9	4	3	4	4	3	3	4	42	35	39	35	34	34	39	3	3	3
0.1	0.2	1.0	1.0	0.7	0.5	0.2	12	13	13	13	30	32	14	8	7	8	7	7	6	4	9	11	19	16	23	30	35	13	13	11

Khả năng thanh toán tức thời							Kỳ thu tiền bình quân							Vòng quay hàng tồn kho							Tỷ lệ tài sản cố định							Hiệu suất sử dụng			
16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	
0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	4	7	6	5	3	6	5	10	7	7	8	2	2	4	30	54	51	57	54	44	51	3	3	2	
0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	1	1	2	2	2	2	4	4	4	3	3	4	4	5	8	8	43	32	33	34	31	5	1	1	
0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	5	5	5	6	5	5	6	9	8	7	8	9	8	10	22	18	23	26	40	19	19	9	9	7	
0.0	0.3	0.7	1.1	0.8	0.2	0.1	3	4	7	11	12	12	11	5	7	7	8	8	7	1	21	32	48	42	42	55	60	2	3	3	
0.4	1.2	2.0	1.9	1.3	0.7	0.1	1	2	8	7	8	7	5	3	3	2	2	3	3	1	17	14	35	39	35	36	31	3	2	1	
0.1	0.2	1.4	0.2	5.4	0.1	0.0	10	3	3	6	18	1	8	10	5	11	8	4	4	3	3	4	12	15	22	16	19	23	3	4	
0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.8	1.7	3	3	4	3	3	4	4	16	15	16	15	15	13	11	24	21	27	18	15	21	31	8	7	10	
0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	1.4	0.3	2	2	3	3	3	5	9	12	12	10	13	13	10	7	4	9	15	17	21	25	30	26	14	10	
0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	2	2	3	3	2	4	5	10	9	10	9	7	9	1	8	10	12	13	15	17	25	18	13	14	
0.9	0.7	0.4	0.3	0.5	0.2	0.2	48	38	39	41	46	54	43	7	7	8	9	10	8	7	25	31	41	45	44	52	53	11	8	7	
0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.2	0.5	6	7	8	9	9	9	11	11	10	9	9	9	8	6	19	27	47	36	54	48	40	9	6	5	
0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	1.8	8	7	6	6	5	5	5	8	8	6	6	6	5	4	43	31	20	19	23	22	23	4	7	8	
0.7	0.7	1.0	0.2	0.9	0.6	1.7	4	3	4	4	3	6	5	10	12	13	13	9	8	1	12	22	23	22	22	23	7	9	6	8	
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	4	4	4	4	5	6	5	7	9	8	10	11	11	9	19	14	19	19	19	27	19	12	15	13	
1.6	1.0	0.7	0.1	2.5	2.5	0.6	1	2	6	5	5	5	8	12	12	12	12	10	4	3	21	21	24	26	31	27	17	3	3	3	
0.1	0.5	0.3	0.4	0.3	0.1	0.4	7	7	7	7	7	8	9	2	2	2	3	2	2	2	7	5	7	9	11	11	15	25	22	21	
0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	4	7	7	7	6	7	8	5	6	6	7	7	6	11	15	10	13	13	12	12	9	10	15	10	
0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	11	13	13	14	16	13	14	3	3	4	4	5	4	4	22	18	14	16	17	14	16	9	11	14	
1.6	0.8	0.8	0.3	0.3	0.1	0.8	7	9	11	11	9	9	11	5	5	4	4	4	5	4	10	17	28	34	34	17	28	11	7	5	
0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	4	4	4	3	2	18	23	3	2	3	3	2	18	30	21	24	32	35	34	30	33	4	4	4	
0.3	0.5	0.5	1.1	1.0	0.5	1.1	17	66	92	227	82	17	38	9	13	14	16	13	2	2	68	68	67	79	84	67	79	1	1	1	
0.6	0.5	0.4	0.6	1.1	0.9	1.4	6	5	5	6	6	5	5	3	3	2	3	3	5	7	28	32	28	26	22	23	17	3	4	4	
0.5	0.7	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	4	4	5	5	5	9	10	3	3	3	4	4	4	4	20	25	29	28	34	34	32	6	5	5	
3.5	3.1	4.9	3.3	4.0	4.7	4.1	12	16	29	47	40	26	30	5	5	5	6	8	6	7	20	17	23	22	22	24	23	4	5	4	
0.5	0.6	0.9	1.6	0.9	1.2	0.7	3	4	5	5	4	4	4	3	2	2	2	4	0	2	23	24	24	30	31	3	27	4	4	4	
0.4	6.5	3.1	1.9	19.5	0.5	4.6	15	13	14	12	14	13	13	18	47	74	116	19	10	10	36	55	74	74	65	18	3	8	9	10	
0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.5	7	9	9	8	9	8	4	2	2	2	2	2	1	2	27	33	36	39	44	49	36	4	3	3	
0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	6	8	8	9	9	9	10	4	3	3	3	3	3	5	13	12	33	26	27	26	27	15	7	4	
0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1	1	1	1	1	1	2	7	9	9	9	8	6	8	7	8	33	34	36	40	43	5	3	1	
0.6	1.0	1.1	0.8	0.2	0.1	1.3	7	8	7	6	5	4	6	3	4	4	4	3	3	4	18	18	25	24	23	22	15	8	8	6	
0.6	0.8	1.0	0.3	0.9	1.0	0.3	24	37	118	92	132	118	92	2	2	2	2	2	2	4	2	3	3	10	6	3	10	52	52	19	
0.4	0.2	0.5	0.5	0.4	0.2	0.2	3	4	5	4	4	3	3	3	3	4	3	3	0	2	8	7	7	7	5	6	6	18	22	23	
0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.4	5	8	6	12	5	12	4	7	8	9	15	6	15	8	3	3	3	3	7	3	7	37	47	43	
0.8	0.8	0.8	0.3	0.7	0.3	0.2	6	6	6	7	11	8	6	5	4	3	3	3	3	3	10	10	11	10	10	9	9	16	15	10	
0.3	0.0	0.0	0.3	0.9	0.0	0.1	5	6	5	5	14	12	19	13	12	9	7	9	8	8	32	33	36	20	20	39	43	4	4	5	
0.3	0.0	0.0	0.3	1.5	0.0	0.0	5	6	11	13	5	8	13	14	14	14	12	6	8	12	40	36	31	21	44	12	21	4	4	6	
0.2	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	10	8	10	9	8	9	8	4	4	5	5	4	4	4	10	13	16	19	15	16	17	22	17	14	
0.3	0.1	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	11	15	10	8	9	15	10	2	2	3	2	2	2	3	47	54	57	42	43	54	57	3	2	2	
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	9	8	7	8	9	10	4	14	13	7	6	7	6	5	70	65	67	61	64	71	76	2	2	2	
0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	4	1	1	2	1	11	15	3	1	1	1	0	3	3	7	7	7	7	7	11	16	21	6	5	
0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	4	4	5	8	9	5	3	4	5	4	4	4	5	4	34	54	56	60	42	35	14	2	2	1	
0.3	0.5	0.3	0.7	1.4	1.1	1.4	21	6	5	9	9	20	21	9	3	3	3	3	8	19	9	12	14	16	17	23	23	16	4	3	
0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	12	13	18	12	8	7	6	2	2	3	3	3	3	4	4	4	4	5	7	6	7	5	52	39	43
1.8	1.1	0.7	0.8	0.6	6.5	0.8	74	72	91	58	41	91	58	40	32	28	47	41	28	47	23	19	21	30	27	21	30	41	46	40	
1.8	2.2	1.7	1.3	1.1	0.9	13.3	9	10	9	11	21	22	11	4	4	3	3	3	3	4	15	15	16	16	20	25	30	10	10	10	
0.3	0.3	0.6	0.1	0.4	0.1	0.4	7	7	11	7	6	8	10	5	5	6	7	9	12	1	53	61	63	74	64	67	57	2	1	1	
0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	7	6	6	6	5	6	5	7	7	7	7	6	1	9	15	14	9	11	15	15	14	16	20	22	

Khả năng thanh toán tức thời							Kỳ thu tiền bình quân						Vòng quay hàng tồn kho						Tỷ lệ tài sản cố định						Hiệu suất sử dụng					
16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	9	8	1	11	1	11	13	4	0	6	5	5	5	5	29	32	25	23	19	20	23	6	7	7
0.2	0.5	0.4	1.0	0.5	0.4	0.4	3	2	2	4	4	3	4	4	4	8	5	5	1	8	15	15	17	17	15	20	25	8	7	7
0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	1.7	11	13	14	11	13	11	5	2	2	2	2	1	2	2	27	30	26	27	28	29	38	3	3	4
0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	1.1	3	2	2	2	1	2	3	2	2	2	5	4	5	5	35	38	32	38	51	32	38	2	2	2
0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	20	17	14	14	14	13	12	9	8	6	5	4	3	3	73	78	84	85	86	84	79	1	1	1
0.0	0.1	0.3	0.2	1.2	1.1	0.5	9	10	11	9	14	2	10	7	7	12	17	15	11	7	71	74	78	81	25	36	52	1	1	1
0.4	0.3	1.0	0.9	1.0	0.9	0.7	5	7	8	10	8	14	12	10	9	5	5	5	6	5	40	48	44	49	46	43	48	3	4	3
0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	9	10	10	10	10	9	7	2	3	4	4	4	4	0	37	36	40	44	50	53	41	3	3	3
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	44	26	12	9	7	8	8	5	6	6	6	6	5	1	76	78	82	78	82	81	85	1	1	1
0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	4	1	1	1	1	3	3	5	1	1	1	1	5	8	46	21	24	26	24	35	29	3	1	1
0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	41	50	3	23	22	21	23	16	16	1	12	14	15	10	90	87	96	86	88	88	89	2	1	0
0.3	0.2	0.5	0.2	0.1	0.2	0.7	37	18	16	24	12	9	8	3	3	3	4	2	0	4	50	27	41	56	60	59	28	3	3	2
0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	2.5	3	2	3	3	2	4	5	11	8	7	6	3	6	6	30	30	30	31	36	37	41	4	4	4
0.7	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	14	10	8	9	29	19	14	6	6	5	4	3	2	0	37	41	56	46	58	56	57	5	4	3
0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	4	4	4	4	5	5	4	62	54	49	18	17	20	15	30	32	33	42	34	31	29	8	8	6
0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	17	19	18	15	19	42	24	4	4	3	3	3	4	4	17	23	52	54	52	52	40	6	3	2
0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	9	12	14	11	13	32	22	6	5	4	4	3	3	3	55	58	64	63	64	70	75	2	2	1
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	1	1	0	1	3	3	1	1	1	0	0	1	1	14	15	19	34	38	42	43	1	1	1
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1	1	2	3	2	5	75	14	9	5	2	61	631	7	8	10	10	52	61	6	1	4	2	1
1.6	1.5	1.3	1.9	2.6	2.0	0.4	32	49	64	30	17	16	23	2	2	2	2	3	4	4	9	10	11	11	16	16	18	8	7	7
0.9	1.3	1.4	0.7	0.4	2.0	2.5	79	79	53	28	15	11	16	18	49	22	10	7	7	16	21	3	8	13	13	9	9	15	46	22
0.3	0.7	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	4	5	4	3	5	3	4	30	33	28	30	70	66	51	34	33	37	51	49	55	58	6	6	4
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	2	2	3	2	5	7	7	3	2	4	3	3	4	6	47	45	52	55	49	48	54	1	1	1
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	1	2	2	2	2	3	8	3	3	3	2	2	3	5	67	7	9	14	27	33	28	1	12	8
0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	2	3	3	3	2	2	4	12	12	11	14	14	17	2	60	69	66	68	70	70	69	1	1	1
0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	1	2	4	1	2	4	0	3	9	12	4	6	6	4	12	9	7	10	13	13	12	5	18	23
0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	3	3	4	6	18	19	19	4	5	4	4	4	5	6	29	34	44	47	57	48	44	3	3	2
0.4	0.8	0.4	0.3	0.1	0.1	0.0	14	16	16	15	20	25	18	5	5	5	4	4	3	3	17	13	12	16	20	26	34	13	19	18
0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	5	6	5	5	6	3	3	2	2	2	1	1	1	2	16	21	28	42	48	53	19	6	4	2
0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	24	14	15	21	17	18	23	2	1	2	2	1	1	1	29	32	39	41	44	31	19	4	2	2
0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	17	16	15	12	9	10	11	3	3	3	2	2	3	3	38	32	41	40	37	34	31	3	3	3
0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	19	22	19	16	15	14	11	3	4	3	4	5	4	4	37	42	36	39	49	46	47	4	5	5
0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	17	10	12	14	9	6	7	5	5	6	5	3	3	4	29	41	38	44	45	35	17	5	4	5
0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	4	5	6	5	5	5	6	5	3	4	4	5	4	4	35	38	33	45	42	41	24	4	3	3
0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	4	5	7	6	6	6	8	3	3	3	3	5	5	5	14	23	23	24	28	28	24	7	6	5
0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	4	8	11	9	11	21	24	7	5	4	4	7	6	5	18	35	32	32	34	8	7	7	5	5
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	11	9	11	13	8	12	13	2	2	2	4	2	3	1	38	29	49	49	62	53	74	2	2	2
0.2	0.3	0.1	0.0	0.3	0.3	0.1	5	7	9	7	6	6	1	5	6	7	6	6	6	6	26	29	45	48	41	41	47	5	5	4
0.9	0.9	0.2	0.4	0.4	0.1	0.0	13	6	6	6	5	6	4	3	3	4	5	4	4	4	20	21	23	20	25	29	32	6	5	7
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	9	8	7	5	6	7	9	14	12	10	11	12	8	7	12	22	18	22	18	15	17	22	14	11
1.1	0.4	0.2	0.7	0.7	0.1	0.3	20	20	30	29	30	19	15	8	4	4	5	5	3	2	7	10	4	4	5	5	6	40	43	54
0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	6	4	5	7	7	11	9	3	3	2	3	2	2	3	37	41	29	38	35	3	36	3	3	3
0.1	0.0	0.2	0.4	0.4	0.5	0.3	156	130	125	137	108	280	140	3	4	7	9	7	20	33	12	16	16	17	17	14	13	19	16	19
0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3	5	5	5	6	8	10	2	2	2	2	2	2	0	14	14	8	8	10	10	9	6	11	18
0.1	1.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	11	12	12	12	7	8	7	11	15	17	13	9	20	15	24	4	6	7	8	15	20	18	84	72
0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	16	11	10	8	8	10	18	6	6	7	6	11	8	2	77	76	76	78	77	80	83	1	1	1
0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	35	43	53	38	26	29	31	4	5	5	5	5	7	8	49	49	54	67	59	60	71	3	3	3

Khả năng thanh toán tức thời							Kỳ thu tiền bình quân						Vòng quay hàng tồn kho						Tỷ lệ tài sản cố định						Hiệu suất sử dụng					
16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	22	12	9	6	6	8	7	6	5	5	4	3	0	5	53	39	60	56	57	60	63	3	2	2
0.4	0.7	0.2	0.1	0.1	0.3	0.6	14	6	5	5	8	11	10	3	2	2	1	1	2	3	30	34	34	37	31	35	26	3	2	2
0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	2	3	3	4	3	3	5	1	2	2	2	1	0	2	54	57	62	56	71	73	69	1	1	1
0.1	0.5	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	4	4	3	4	4	3	5	4	7	6	8	5	0	2	18	17	15	13	14	14	7	9	10	9
0.7	0.9	1.2	2.3	2.3	0.8	0.5	5	6	6	6	5	6	7	6	5	5	4	4	4	4	21	12	11	13	20	24	27	8	11	11
0.0	0.9	1.2	2.3	2.3	0.1	0.1	6	6	6	6	6	10	12	4	5	5	4	2	5	5	45	12	11	13	20	27	25	4	11	11
0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	5	6	7	6	5	4	6	3	3	3	3	3	3	3	25	15	23	24	25	30	38	7	8	6
0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	10	12	10	10	23	22	13	3	3	3	3	3	4	5	53	56	64	58	57	24	25	2	2	2
0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.3	4	3	3	4	4	4	6	5	6	6	7	5	8	23	52	55	58	67	73	69	60	2	1	1
0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	7	6	7	8	10	10	14	4	5	4	4	4	4	0	40	40	41	36	36	36	38	3	4	4
0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	9	10	13	15	14	15	17	3	3	3	3	3	4	4	14	21	18	22	25	26	33	9	9	10
0.2	0.4	0.3	0.1	0.7	0.1	1.2	7	7	4	3	3	5	4	7	5	4	4	4	5	7	9	7	6	7	8	4	11	15	17	17
0.4	0.7	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	5	6	10	10	10	14	13	6	8	8	5	5	7	12	47	33	48	53	48	54	53	2	2	2
1.7	1.8	1.4	0.9	0.7	0.7	0.4	5	6	6	5	5	7	6	3	2	2	2	2	3	2	21	20	25	27	28	29	35	3	3	2
0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	1.0	0.1	5	4	4	4	4	4	3	5	7	6	5	4	6	5	48	19	17	28	30	34	31	2	9	8
0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	5	5	5	5	5	5	5	4	3	4	5	4	4	4	33	32	39	44	40	32	25	4	3	3
4.4	2.9	0.1	0.1	0.2	0.1	0.6	45	46	40	43	11	73	50	7	6	5	5	8	57	26	31	36	39	45	42	31	40	8	7	6
0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	2	5	5	5	9	7	10	1	3	4	5	6	2	3	21	32	39	44	40	35	36	1	3	3
0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	6	9	7	9	10	10	8	6	11	10	13	11	8	8	28	25	27	33	32	27	21	6	11	8
0.2	0.7	1.0	1.2	0.8	0.9	1.2	3	4	5	3	3	5	4	3	4	5	5	4	4	4	45	48	47	5	19	27	31	2	1	3
0.0	0.4	10.2	0.3	0.1	0.4	1.3	7	10	11	12	6	10	11	14	15	16	18	9	15	16	46	61	58	66	80	61	58	3	3	3
0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	7	7	6	6	4	7	6	6	10	12	11	5	10	12	27	32	37	4	42	32	37	7	7	10
0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	1.9	2	3	3	3	3	3	3	7	3	2	4	4	3	2	7	7	7	9	12	13	7	20	21	14
0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	3	2	2	2	2	3	5	3	3	3	2	2	3	6	7	8	9	11	11	10	19	17	14	10
0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	9	11	9	8	7	8	0	6	8	6	6	6	7	5	28	29	33	40	40	39	44	7	8	6
2.2	0.5	0.1	0.3	0.0	0.5	0.1	2	4	2	2	0	4	2	18	19	8	2	0	29	11	7	16	21	27	0	30	28	7	8	3
0.0	0.0	0.1	0.1	0.4	0.1	0.6	3	4	4	5	5	4	4	4	3	2	2	3	3	5	6	16	23	25	25	26	26	14	6	3
0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	0.4	3	3	2	2	2	0	6	4	5	3	4	4	4	4	8	6	15	17	16	14	12	15	16	5
0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	4	5	5	5	4	5	5	5	6	4	5	5	1	4	13	15	14	13	23	32	38	14	15	14
0.2	0.2	0.1	0.5	0.1	1.1	0.1	4	2	3	4	3	3	3	9	5	7	5	4	4	4	13	21	20	31	32	27	29	11	4	4
0.7	0.8	0.2	0.6	0.2	0.2	0.1	3	2	2	1	1	1	1	3	2	2	2	1	2	2	10	10	8	6	5	5	6	6	7	9
0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	6	5	3	3	4	3	3	1	2	1	2	2	2	2	10	12	12	13	11	9	10	9	9	7
0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	22	25	23	14	21	188	28	4	4	3	3	3	3	4	18	25	30	29	36	36	3	7	6	5
0.3	0.3	0.0	0.4	0.2	0.2	0.1	12	12	12	12	15	17	15	3	2	2	2	2	2	3	11	9	8	10	15	20	24	15	15	14
0.1	0.1	0.2	0.9	0.9	0.3	1.6	3	3	4	2	2	3	3	2	2	2	2	2	2	2	25	19	39	38	35	35	19	2	2	1
0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.0	6	7	6	6	6	7	7	5	7	7	6	4	6	5	9	13	16	19	22	24	23	13	13	10
0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	9	10	10	8	7	10	10	8	8	7	7	5	6	6	15	16	19	17	22	12	12	17	17	17
0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	20	22	17	21	20	21	28	3	3	3	2	2	2	3	43	47	28	29	31	29	31	3	5	6
0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	1.2	0.1	3	2	3	4	4	5	3	3	2	3	2	3	5	2	18	28	27	33	29	24	29	5	2	3
0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	3	3	4	3	4	7	3	14	9	10	10	4	5	3	52	57	58	63	67	47	48	2	1	2
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8	6	7	6	4	7	13	3	2	2	2	3	5	3	36	36	35	35	34	26	30	4	3	4
0.3	0.2	0.3	0.2	0.7	0.3	0.7	8	18	24	31	42	34	12	5	12	13	9	11	10	7	23	24	24	27	31	41	52	9	21	24
1.3	0.2	0.8	0.2	0.2	0.2	0.1	5	7	4	4	5	5	7	2	2	2	3	0	0	4	14	24	25	29	41	20	28	4	4	3
0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	4	4	7	16	20	7	6	14	14	6	0	3	5	6	34	34	13	40	43	31	33	5	6	7
0.3	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	3	4	6	3	2	3	3	5	4	5	3	3	3	3	20	3	4	8	7	8	7	6	36	36
0.7	1.0	3.4	2.4	4.3	0.5	0.5	9	1	7	7	8	7	6	18	12	15	11	15	10	7	2	2	4	6	9	11	12	196	10	58
0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	1	2	2	1	1	2	7	4	3	3	2	2	0	7	37	37	43	35	29	30	27	1	1	1

Khả năng thanh toán tức thời							Kỳ thu tiền bình quân						Vòng quay hàng tồn kho						Tỷ lệ tài sản cố định						Hiệu suất s					
16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14	13	12	11	10	16	15	14
0.0	0.1	0.0	0.0	0.4	0.9	0.1	11	14	11	10	11	22	14	3	3	3	2	3	3	3	13	17	17	18	22	31	48	7	6	5
<b>STT</b>		<b>MCP</b>		<b>TÊN CÔNG TY</b>										<b>STT</b>		<b>MCP</b>														

0.0	0.1	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	4	4	5	4	5	0	6	4	3	2	1	1	0	1	15	13	13	9	9	9	11	7	7	10
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1	3	3	3	4	5	4	1	1	1	1	1	2	2	14	11	13	15	17	18	20	1	6	3
0.7	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.6	0	2	4	4	2	7	12	2	7	4	4	4	12	1	2	2	4	12	15	18	21	13	24	6
0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.8	0.8	11	10	7	8	8	10	30	5	6	6	7	10	10	11	15	16	22	18	24	18	10	17	14	12
0.6	0.3	0.7	0.5	0.9	0.5	0.5	2	2	1	2	4	2	3	4	2	2	2	5	3	0	47	50	53	62	68	58	48	1	1	0
0.2	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	4	4	4	4	4	5	5	9	7	7	5	5	1	6	26	27	25	27	28	31	28	6	5	6
0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.7	2	3	1	2	2	5	12	3	8	6	2	52	19	8	1	1	17	19	19	16	12	44	9	2
1.0	1.1	0.9	0.5	0.4	0.2	0.1	19	20	18	18	20	32	39	3	3	2	2	2	2	2	21	15	18	21	26	26	33	9	9	8
0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	17	50	34	25	7	10	49	2	2	2	2	2	3	2	9	4	16	37	43	40	32	20	24	7
0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.7	11	11	11	12	11	13	12	8	7	6	6	6	9	6	26	25	29	31	32	31	31	9	9	8

**PHỤ LỤC 18. DANH SÁCH 207 MÃ CỔ PHIẾU**



1	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	104	LDP	CTCP Dược Lã
2	MSN	CTCP Tập đoàn Masan	105	ACC	CTCP Bê tông
3	KDC	CTCP Tập đoàn KIDO	106	CYC	CTCP Gạch me
4	SBT	CTCP Mía đường thành công Tây Ninh	107	FCM	CTCP khoáng s
5	VHC	CTCP Vĩnh Hoàn	108	HT1	CTCP Xi Măng
6	AAM	CTCP Thủy sản MeKong	109	HVX	CTCP Xi Măng
7	ABT	CTCP XNK Thủy sản Bến Tre	110	LBM	CTCP khoáng s
8	ACL	CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	111	TCR	CTCP Công ng
9	AGF	CTCP XNK Thủy sản An Giang	112	BTS	CTCP Xi Măng
10	ANV	CTCP Nam Việt	113	CCM	CTCP khoáng s
11	ATA	CTCP Ntaco	114	CLH	CTCP xi măng
12	BBC	CTCP Bibica	115	CVT	CTCP CMC
13	BHS	CTCP Đường Biên Hòa	116	DID	CTCP DIC Đòn
14	CMX	CTCP Chế biến thủy sản&XNK Cà Mau	117	GMX	CTCP gạch ng
15	FMC	CTCP Thực phẩm Sao Ta	118	HCC	CTCP Bê tông
16	HLG	CTCP Tập đoàn Hoàng Long	119	HLY	CTCP Viglaser
17	HVG	CTCP Hùng Vương	120	HOM	CTCP Xi măng
18	ICF	CTCP Đầu tư thương mại thủy sản	121	KHL	CTCP khoáng s
19	LAF	CTCP Chế biến hàng XK Long An	122	KSK	CTCP khoáng s
20	LSS	CTCP Mía đường Lam Sơn	123	MCC	CTCP gạch ng
21	TAC	CTCP Dầu thực vật Tường An	124	NHC	CTCP Gạch ng
22	TS4	CTCP Thủy sản số 4	125	PDB	CTCP Pacific D
23	VNH	CTCP Thủy hải sản Việt Nhật	126	QNC	CTCP Xi măng
24	BLF	CTCP Thủy sản Bạc Liêu	127	S74	CTCP Sông Đà
25	CAN	CTCP ĐỒ hộp Hạ Long	128	SCJ	CTCP Xi măng
26	DBC	CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	129	SDY	CTCP Xi măng
27	HHC	CTCP Bánh kẹo Hải Hà	130	TBX	CTCP Xi măng
28	HNM	CTCP Sữa Hà Nội	131	TTC	CTCP Gạch me
29	KTS	CTCP Đường Kon Tum	132	VCS	CTCP ĐÁ Th
30	NGC	CTCP Chế biến thủy sản XK Ngô Quyền	133	DTL	CTCP Đại Thi
31	SAF	CTCP lương thực thực phẩm Safoco	134	HPG	CTCP tập đoàn
32	SGC	CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang	135	HSG	CTCP Tập đoàn
33	SJ1	CTCP Nông nghiệp Hùng Hậu	136	NKG	CTCP Thép Na
34	CLC	CTCP Cát Lợi	137	POM	CTCP Thép Po
35	SCD	CTCP nước giải khát Chương Dương	138	SHI	CTCP Quốc tế
36	VCF	CTCP Vinacafe Biên Hòa	139	VIS	CTCP Thép Vi
37	HAD	CTCP Bia Hà Nội - Hải Dương	140	DNY	CTCP Thép Da
38	NST	CTCP Ngân Sơn	141	SHA	CTCP Sơn Hà
39	THB	CTCP Bia Thanh Hóa	142	TKU	CTCP Công ng
40	VDL	CTCP Thực phẩm Lâm Đồng	143	VGS	CTCP Ống Thép
41	VTL	CTCP Vàng Thăng Long	144	KKC	CTCP sản xuất

42	AGM	CTCP XNK An Giang	145	MCP	CTCP in&bao l
43	IDI	CTCP Đầu tư và phát triển đa quốc gia	146	PNJ	CTCP Vàng bạ
44	HVG	CTCP Hùng Vương	147	ITQ	CTCP Tập đoàn
45	SAB	CTCP bia rượu nước Sài Gòn	148	PMS	CTCP Cơ khí X
46	SLS	CTCP Mía đường Sơn La	149	BCC	CTCP Xi măng
47	KMR	CTCP Mirae	150	VHL	CTCP Viglacer
48	STK	CTCP Sợi thế kỷ	151	VIT	CTCP Viglacer
49	EVE	CTCP Everpia	152	VTS	CTCP Viglacer
50	GIL	CTCP SXKD&XNK Bình Thạnh	153	SCL	CTCP Sông Đà
51	GMC	CTCP SXTM May Sài Gòn	154	SSM	CTCP Chế tạo
52	NPS	CTCP May Phú Thịnh - Nhà Bè	155	BMP	CTCP Nhựa Bi
53	TET	CTCP Vải sợi may mặc Miền Bắc	156	CSM	CTCP CN Cao
54	TNG	CTCP Đầu tư&thương mại	157	DAG	CTCP Tập đoàn
55	TCM	CTCP Dệt may - ĐT - TM Thành Công	158	DRC	CTCP Cao su E
56	GTA	CTCP Chế biến Gỗ Thuận An	159	DTT	CTCP Kỹ nghệ
57	DHC	CTCP Đông Hải Bến Tre	160	RDP	CTCP Nhựa Rạ
58	HAP	CTCP Tập đoàn Hapaco	161	SRC	CTCP cao su S
59	SVI	CTCP Bao bì Biên Hòa	162	TPC	CTCP Nhựa Tâ
60	VPK	CTCP Bao bì dầu thực vật	163	AAA	CTCP Nhựa và
61	TPH	CTCP in SGK tại TP.Hà Nội (in ấn và các hđ hỗ trợ)	164	ALT	CTCP Văn hóa
62	SAP	CTCP in SGK TP.HCM(in ấn và các hđ hỗ trợ)	165	DNP	CTCP Nhựa Đ
63	BBS	CTCP Vicem bao bì Bút Sơn	166	NTP	CTCP Nhựa th
64	BPC	CTCP Vicem bao bì Bim Sơn	167	SFN	CTCP Dệt lưới
65	BXH	CTCP Vicem bao bì Hải Phòng	168	SPP	CTCP Bao bì n
66	CAP	CTCP lâm nông sản TP Yên Bái	169	TPP	CTCP Nhựa Tâ
67	INN	CTCP Bao bì & in nông nghiệp	170	BRC	CTCP Cao su E
68	SDG	CTCP Sadico Cần Thơ	171	PBP	CTCP Bao bì d
69	STP	CTCP Công nghiệp TM Sông Đà	172	PMP	CTCP Bao bì E
70	VBC	CTCP Nhựa bao bì Vinh	173	CJC	CTCP Cơ điện
71	HTP	CTCP in SGK Hòa Phát (in ấn và các hđ hỗ trợ)	174	NAG	CTCP Nagakav
72	APP	CTCP phát triển phụ gia& sản phẩm dầu mỏ	175	QHD	CTCP Que hàn
73	PLC	CTCP hóa dầu Petrolimex (XD và than đá)	176	GTN	CTCP GTNFoc
74	BFC	CTCP phân bón Bình Điền	177	VTB	CTCP Vietroni
75	CSV	CTCP hóa chất cơ bản miền nam	178	POT	CTCP Thiết bị
76	DCL	CTCP Dược phẩm Cửu Long	179	SMT	CTCP Vật Liê
77	DCM	CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau	180	VTC	CTCP Viễ
78	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	181	DQC	CTCP Bóng đ
79	DMC	CTCP XNK Y tế Domesco	182	EMC	CTCP Cơ điện
80	DPM	CTCP Phân bón&hóa chất dầu khí	183	PAC	CTCP Pin Ấc C
81	IMP	CTCP Dược phẩm Imexpharm	184	RAL	CTCP Bóng đ
82	LIX	CTCP Bột giặt Lix	185	SAM	CTCP Đầu tư v

83	OPC	CTCP Dược phẩm OPC	186	TYA	CTCP Dây và c
84	SFG	CTCP Phân bón miền Nam	187	CAV	CTCP Dây cáp
85	SPM	CTCP SPM	188	DHP	CTCP Điện cơ
86	TRA	CTCP Traphaco	189	DZM	CTCP Chế tạo
87	VAF	CTCP Phân lân nung chảy Văn Điển	190	KSD	CTCP Đầu tư D
88	VPS	CTCP Thuốc sát trùng Việt Nam	191	TSB	CTCP Ấc Quy
89	ASA	CTCP Liên doanh Sana WMT	192	VTH	CTCP Dây cáp
90	CPC	CTCP Thuốc sát trùng Cần Thơ	193	CTB	CTCP Chế tạo
91	DGC	CTCP Bột giặt&hóa chất Đức Giang	194	CTT	CTCP Chế tạo
92	DGL	CTCP Hóa chất Đức Giang - Lào Cai	195	PC1	CTCP Xây lắp
93	DHT	CTCP Dược phẩm Hà Tây	196	VBH	CTCP Điện tử l
94	DP3	CTCP Dược phẩm Trung Ương 3	197	DLG	CTCP tập đoàn
95	HVT	CTCP Hóa chất Việt Trì	198	GDT	CTCP chế biến
96	LAS	CTCP Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao	199	SAV	CTCP hợp tác l
97	MKV	CTCP Dược Thú y Cai Lậy	200	TTF	CTCP Tập đoàn
98	NET	CTCP Bột giặt NET	201	DCS	CTCP tập đoàn
99	NFC	CTCP Phân lân Ninh Bình	202	MHL	CTCP Minh Hư
100	PCE	CTCP Phân bón và hóa chất dầu khí Miền Trung	203	AMV	CTCP SXKD D
101	PMC	CTCP Dược phẩm liệu Pharmedic	204	DNM	TCT cổ phần y
102	PPP	CTCP Dược phẩm Phong Phú	205	SVT	CTCP Công ng
103	SDN	CTCP Sơn Đồng Nai	206	TLG	CTCP tập đoàn
			207	TMT	CTCP Ô tô TM